



**买入**

**84% ↑**

目标价格:人民币 37.28

002048.CH

价格:人民币 20.28

目标价格基础:20倍 16年市盈率

板块评级:增持

# 宁波华翔

## 新材料和汽车电子助力大跨越

宁波华翔是国内领先的汽车内外饰件和金属件零部件供应商,近年来通过收购整合,逐步拓展了碳纤维和自然纤维新材料、汽车电子等新业务,是国内较早开展碳纤维应用的企业,并已有碳纤维零件样品和电动车等潜在客户。在车用自然纤维领域是全球第二家、国内唯一一家供应商,全球市场份额达30%,拥有奔驰宝马奥迪等优质客户。在汽车电子领域,收购德国 HELBAKO 并在国内成立汽车电子合资公司,产品技术含量和附加值高,汽车电子宁波生产基地已进行试生产,预计很快量产并贡献业绩。在桃木内饰领域,收购德国 HIB Trim,成为全球第二大桃木内饰件供应商,市场份额超过30%。我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 1.05 元、1.86 元和 2.36 元,考虑到宁波华翔汽车电子、自然纤维和碳纤维新材料、胡桃木内饰等业务的成长性及发展前景,基于 2016 年 20 倍市盈率,我们维持目标价 37.28 元和买入评级。

### 支撑评级的要点

- **碳纤维和自然纤维等新材料发展空间巨大。**油耗、排放和电动车续航是当今汽车工业面临的主要问题,轻量化是解决方法,碳纤维是最佳材料。公司已有碳纤维零件样品和潜在电动车企客户。收购 Alterprodia,成为车用自然纤维国内唯一供应商,全球市场份额 30%,拥有奔驰宝马奥迪等优质客户。未来汽车轻量化和环保化将推动碳纤维和自然纤维业务高速增长。
- **汽车电子生产基地将投产,业绩即将腾飞。**收购 HELBAKO 并在国内成立合资公司,生产燃油泵控制模块、无钥匙进入系统等高技术含量和高附加值产品,宁波生产基地已进行试生产,预计很快量产并贡献业绩。
- **内外饰和金属件稳步增长,桃木内饰成新增长点。**收购 HIB Trim,桃木内饰件全球市场份额超过 30%,未来随着桃木内饰向中低端车型发展,有望成为新增长点。

### 评级面临的主要风险

- 1) 汽车行业不景气导致业绩低于预期; 2) 公司新业务如汽车电子、碳纤维等发展低于预期。

### 估值

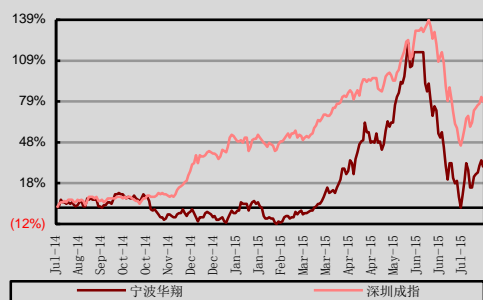
- 综合公司的主要业务,我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 1.05 元、1.86 元和 2.36 元,对应最新股价的动态市盈率为 19 倍、11 倍和 8 倍。考虑到宁波华翔汽车电子、自然纤维和碳纤维等新材料、胡桃木内饰等业务的成长性及发展前景,我们给予公司 2016 年 20 倍市盈率,维持目标价 37.28 元,维持其**买入**评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	7,292	8,713	10,200	11,957	14,208
变动(%)	30	19	17	17	19
净利润(人民币百万)	343	524	524	980	1,273
全面摊薄每股收益(人民币)	0.647	0.989	1.045	1.864	2.362
变动(%)	36.9	52.7	5.7	78.2	26.7
全面摊薄市盈率(倍)	31.3	20.5	19.4	10.9	8.6
价格/每股现金流量(倍)	14.4	23.1	7.9	10.2	5.0
每股现金流量(人民币)	1.41	0.88	2.57	1.99	4.03
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.7	11.0	9.8	5.5	3.5
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.105	0.186	0.236
股息率(%)	0.4	0.5	0.5	0.9	1.2

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	35.8	(17.1)	(16.7)	30.4
相对深证成指	18.5	0.1	(9.3)	(49.8)

发行股数(百万)	530
流通股(%)	87
流通股市值(人民币百万)	9,329
3个月日均交易额(人民币百万)	611
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
周晓峰	17

资料来源:公司数据,聚源及中银国际研究  
以 2015 年 7 月 24 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车:汽车零部件

彭勇\*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

\*朱朋为本报告重要贡献者

## 目录

宁波华翔：内外饰件龙头发力新材料和汽车电子 .....	3
轻量化和环保需求推动新材料业务高速增长 .....	5
智能化助力汽车电子业务腾飞 .....	9
内外饰和金属件稳步增长，桃木饰件成新亮点 .....	11
盈利预测及投资建议 .....	15
风险提示 .....	17
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	19

## 宁波华翔：内外饰件龙头发力新材料和汽车电子

宁波华翔是国内领先的汽车内外饰件和金属件零部件供应商，近年来通过不断收购整合，逐步拓展了汽车电子、自然纤维和碳纤维新材料零部件等业务。在桃木内饰领域，通过并购发展壮大，目前是全球第二大桃木内饰件供应商。在车用自然纤维领域是全球第二家、国内唯一一家供应商，全球市场份额达30%。在碳纤维领域是国内较早开展碳纤维等轻量化材料应用的企业，并已有电动车企业等潜在客户。

图表 1. 公司主要产品图



资料来源：公司网站

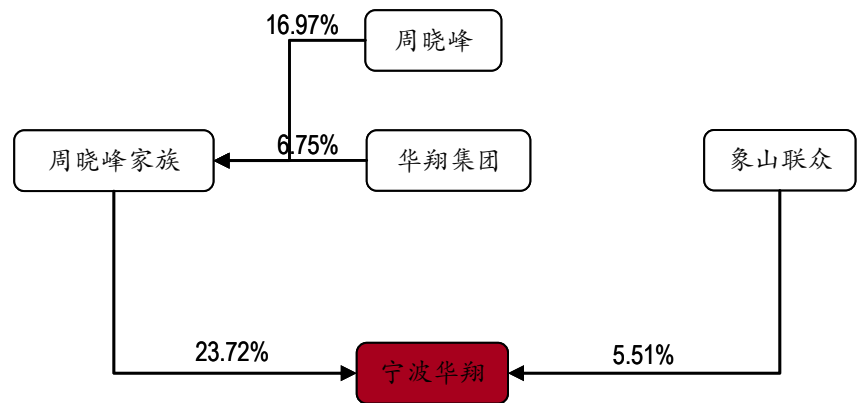
公司目前的主营业务主要包括内外饰件、金属件、汽车电子和轻量化材料等。

图表 2. 公司主要产品

类别	主要产品
内饰件	仪表板、门板、座椅、A/B/C 柱、中央通道等、桃木内饰件
外饰件	后视镜（包括转向灯）、格栅、轮饰盖、汽车装饰件
金属件	消声器、排气系统、底盘附件系统
汽车电子	空调风道系统、报警器、无钥匙进入系统等
其它	发动机罩盖、进气歧管、空气滤清器、各种制动液罐、储水罐、线路保护、油箱附件等、前后挡风玻璃、三角窗玻璃

资料来源：公司网站

宁波华翔实际控制人为周晓峰，目前任职公司董事长，直接持股比例 16.97%，另外其家族企业华翔集团持股 6.75%，象山联众持股 5.51%，其余流通股东持股 70.77%。

**图表 3. 公司股权结构**


资料来源：公司公告

公司目前拥有长春华翔轿车消声器有限责任公司、德国华翔汽车零部件系统公司、宁波安通林华翔汽车零部件有限公司等 17 家子公司，以及长春佛吉亚排气系统有限公司、佛吉亚（成都）排气控制技术有限公司和南昌江铃华翔汽车零部件有限公司等合资公司。

**图表 4. 主要子公司**

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	主营业务
1	长春佛吉亚排气系统有限公司	联营企业	49.00	制造业
2	长春华翔轿车消声器有限责任公司	子公司	97.60	排气系统总成
3	德国华翔汽车零部件系统公司	子公司	100.00	投资，汽车胡桃木饰件
4	宁波安通林华翔汽车零部件有限公司	子公司	50.00	汽车门内饰门板,车门模块系统,车身侧面内饰
5	宁波井上华翔汽车零部件有限公司	子公司	50.00	汽车内饰件,主要包括门内饰板总成,饰柱等
6	宁波华翔特雷姆汽车饰件有限公司	子公司	75.00	复合内饰件(胡桃木)
7	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	子公司	50.00	汽车线路保护器,主要产品为波纹管,扎扣等
8	宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	子公司	50.00	汽车镜,加油小门,车门外手柄,汽车电器及汽车组合仪表
9	扬州安通林华翔汽车零部件有限公司	子公司	50.00	汽车车门内饰,车门模块系统及车身侧面内饰
10	南昌江铃华翔汽车零部件有限公司	合营企业	50.00	制造业
11	上海华翔汽车零部件有限公司	子公司	99.00	格栅,后视镜壳体,导流板,防擦条,后牌照饰板等外饰件
12	上海大众联翔汽车零部件有限公司	子公司	100.00	饰柱
13	宁波华翔汽车零部件研发有限公司	子公司	100.00	汽车零部件
14	宁波米勒模具制造有限公司	子公司	100.00	汽车注塑模具
15	沈阳华翔汽车零部件有限公司	子公司	100.00	汽车内外饰件
16	南昌华翔汽车零部件有限公司	子公司	50.00	汽车内外饰件
17	上海智轩汽车附件有限公司	子公司	85.00	制造业
18	上海华翔哈尔巴克汽车电子有限公司	子公司	70.00	制造业
19	佛吉亚(成都)排气控制技术有限公司	联营企业	49.00	制造业
20	华翔创新(上海)信息技术有限公司	子公司	100.00	制造业

资料来源：公司年报

## 轻量化和环保需求推动新材料业务高增长

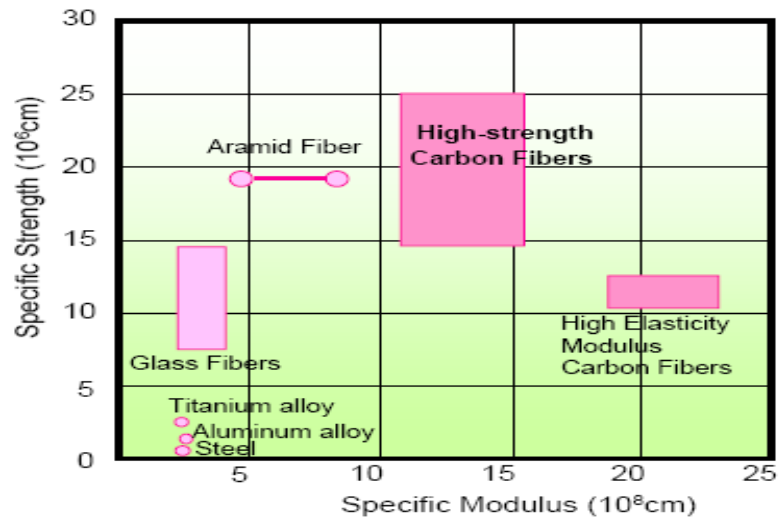
### 轻量化和环保性是汽车零部件的发展趋势

内燃机汽车的燃油经济性和排放控制、电动车的续航里程是当今汽车工业面临的三大问题，而轻量化是解决问题的关键之一，也是未来汽车技术发展的必然方向。

汽车行业很早就开始探索轻量化技术，主要手段包括选用轻质材料、优化结构设计和选择先进制造工艺。优化结构设计和先进制造工艺带来的减重效果相对较小，因此目前轻量化研究的主要方向是轻质材料。

汽车车身和底盘在整车中重量占比最大，而车身和底盘材料最重要的性能指标是强度和模量。对比各种材料比模量和比强度，碳纤维的性能优势明显，远优于其他材料，如铝合金、钢铁等。

图表 5.比模量和比强度对比



资料来源: TORAY 东丽

除了力学性能，我们还必须从成本、工艺、材料来源等多种角度来选择材料。

图表 6.轻量化材料综合对比

材料种类	成本	工艺难度	材料来源	重量	应用前景
钢铁	低	低	丰富	重	被替代
铝合金	较低	较低	丰富	轻	大量推广
碳纤维	最高	高	丰富	最轻	逐步推广

资料来源: 中银国际研究

综合各种材料的优劣来看，在车身等领域，碳纤维的轻量化潜力最大，应用前景最广。随着宝马 i3 等大量应用碳纤维材料车型的大规模批量生产，成本和工艺已不再是不可逾越的障碍，碳纤维是汽车轻量化的希望和未来。

随着国内人民生活水平的提高，人们对健康越来越重视。延伸到汽车领域，人们的需求就变成了对汽车材料的要求更加环保和健康，也就是可重复利用、易于回收、挥发性低。尤其是经常接触到的内饰零部件，环保要求更高。



汽车内门板等内饰的材料目前主要有塑料类和石化类。随着技术的发展，天然纤维逐渐成为越来越多汽车厂商的新选择。天然木质纤维与现有石化类材料相比，具有以下几个优点：1、重量轻。天然纤维材质比现有同类石化类材质的产品轻30%以上；2、可再生性。石化产品为一次性资源，天然纤维的主要原材料为木材，是可再生资源，降解性也较石化材质产品要好；3、更环保。绿色木质纤维为天然材料，无论对车内环境、乘坐人，乃至整个大环境更加环保。

图表 7. 内饰材料环保性要求日益提高，自然纤维有望得到推广



资料来源：盖世汽车

在轻量化和环保化的驱动下，有着良好减重特性和环保的自然纤维在汽车领域的使用必将越来越广泛，未来前景无限。

在轻量化领域，宁波华翔主要通过自主研发加外延收购进行，目前主要发展三块业务：一是碳纤维，主要是外饰件；二是金属件领域，主要是热成型和铝加工；三是通过新工艺和新材料来降低内饰件的重量，如自然纤维等。

### 轻量化有望推动碳纤维市场爆发，未来将成为新业务增长点

汽车厂商很早就开始研究碳纤维在汽车上的应用，但直到宝马 i3 的出现，碳纤维在汽车上的大量应用才真正走进现实。国内车用碳纤维市场主要包括传统内燃机汽车市场和电动车市场。

传统内燃机车。2014 年乘用车企业平均百公里油耗为 7.22 升，传统内燃机车要满足 2020 年目标值 5 升/百公里，必须采取轻量化等措施。一般车重每减 10%，可以降低 6%~8% 的油耗。宝马 i3 使用碳纤维材料车身，减重约 250-350kg，约 20% 整车质量。2014 年乘用车销量 1,970 万辆，按照 5% 的年增速保守预计，2020 年国内传统乘用车销量将达到 2,500 万辆。假设只有 1% 的传统车辆使用 200kg 碳纤维，那么碳纤维的年消耗量也将达到 50,000 吨。

对于电动车，减重可以降低行驶消耗的能量，增加续航里程，也可以减少电池的数量和成本。2014 年国内新能源汽车销售 7.5 万辆，同比增长 324%，其中纯电动汽车销售 4.5 万辆，插电式混动汽车销售 3.0 万辆。2015 年国内新能源汽车销量继续保持高速增长态势，新能源车销量有望达到 20 万辆，到 2020 年新能源车年销量预计可达 100 万辆。而新能源车的售价较高，对于碳纤维的成本承受能力较高，以 10% 的车辆使用 200kg 碳纤维预测，年消耗量也将达到 20,000 吨（SGL-ACF 的产能已经扩展到 9,000 吨）。

综合传统乘用车和新能源车的使用量预测，粗略估计到 2020 年国内汽车使用的碳纤维将达到 70,000 吨。目前汽车用碳纤维的成本约 16 万元/吨，预计到 2020 年成本减少一半到 8 万元/吨，仅碳纤维的年销售额也将达到 56 亿元，按照碳纤维产业链的产值比例关系，碳纤维复合材料相关的产值将达到约 500 亿元。

宁波华翔在碳纤维领域很早就开展相关研究，主攻方向是碳纤维车身体件，目前已有样品生产，并有电动车企等潜在客户，预计 2017 年会有产品生产。公司在内外饰件领域和各大整车厂保持良好合作关系，未来在碳纤维业务中将具有较好的竞争优势。

图表 8.碳纤维汽车部件



资料来源：百度图片

随着第四阶段油耗实施日期的临近，以及讨论试点中的碳排放交易，加上电动车的续航里程问题，汽车轻量化的强烈需求将刺激碳纤维市场的爆发。未来公司随着车用碳纤维市场推进而大规模开展业务，碳纤维相关产品也将成为新的业务高增长点。

### 轻量化和环保要求将推动自然纤维业务高速发展

随着汽车用户的日益增多，健康意识的逐步提升，人们对车内空气质量的要求也不断提高，现行的《乘用车内空气质量评价指南》也有望升级为国家强制性标准。

仪表板、车门内衬板等塑料材质配件，以及生产过程中大量使用的各种黏结剂，都会携带危害身体健康的物质和气体。车内空气质量要求的提高，迫使汽车厂商和零部件厂商都努力寻找环保的替代材料。对于车门内衬板等零部件，自然纤维是理想的替代材料，具有天然环保、可再生性、重量轻等优点，未来有望得到大范围推广。

宁波华翔在 2014 年收购了 Alterprodia 公司 75% 股份，该公司主营汽车专用天然纤维材料和天然纤维模塑件，是木质短纤维垫的开创者和全球唯一制造商，在木质纤维这类轻量化汽车零部件的研发、生产上拥有领先的技术和工艺，主要客户包括奔驰、宝马和奥迪等知名豪华车厂商。

图表 9.Alterprodia 主要客户包括奔驰、宝马和奥迪等豪华车厂商

整车厂	车型
奥迪	Q7、A8
宝马	5系、7系、X5
大众	BUS T5
奔驰	S系、SLK系

资料来源：公司公告

据了解，四门内衬板和 A/B/C 柱内衬采用传统材料每套大约需要 1,200 元，采用自然纤维材料大约需要 1,400 元，成本增加约 200 块，但可以减重 30-40%。目前产品主要用在豪华车上，如奔驰、宝马和奥迪等。未来随着成本的降低、汽车轻量化的推进以及车内空气质量要求的提高，自然纤维的应用有望得到推广。

宁波华翔及 Alterprodia 公司在自然纤维领域具有全球领先的技术和工艺，拥有奔驰、宝马和奥迪等优质客户，再加上国内的人力成本优势，未来随着自然纤维在汽车领域应用范围的扩大，公司业绩也将得到飞速提升。

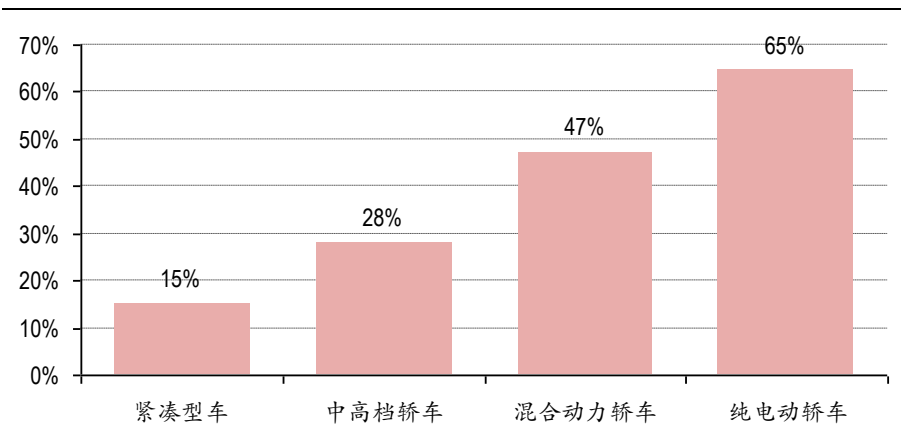


## 智能化助力汽车电子业务腾飞

### 智能化和高端化催生汽车电子需求爆发

最近几年，汽车相关的话题听到最多的就是车联网、互联网汽车、自动驾驶等。这些都直接表明了汽车未来的发展方向之一：智能化。随着汽车智能化的发展，作为智能化的硬件载体，汽车电子在整车成本中的占比也将越来越高。目前汽车上的电子系统成本占汽车整车成本的 25%-30%。未来随着消费升级、中高端汽车的逐渐增多以及新能源汽车市场的爆发，汽车电子业务也将加速增长。

图表 10.汽车电子在整车成本中的占比



资料来源：中商情报网

全球汽车电子供应链主要被欧美日厂家把持，如德尔福、电装等公司初期就是从通用和丰田独立出来，是主流的 Tier1 供应商。中国内资企业部分有整车厂扶持，部分依靠自身实力起步，但整体规模较小，以车载产品和中低端控制产品为主。民营企业主要集中在后装市场，竞争较为激烈。但国内企业在汽车电子整体市场占比有所提升，后续增长潜力强劲。

随着国内汽车产销量的突飞猛进和汽车电子渗透率逐步提升，我国汽车电子市场规模快速增长。根据中国产业研究报告网的统计数据，汽车电子市场规模从 2007 年的 1,216 亿元增长到 2012 年的 2,672 亿元，并预计到 2015 年将突破 4,000 亿，年复合增速高达 15%。根据德勤测算，2016 年全球汽车电子规模将达到 2,348 亿美元，市场潜力巨大。

### 收购 HELBAKO，开启汽车电子化升级转型

在汽车电子方面，宁波华翔以收购德国 HELBAKO 的 30% 股权作为开端，进行电子化产品的升级转型和外延式发展。HELBAKO 位于德国 Heiligenhaus，主要从事是轿车电子类产品的研发和生产，产品包括报警器、燃油泵控制模块、无钥匙进入系统、敞篷类轿车的顶篷控制系统等，主要客户为宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等，拥有 60 多名研发人员，技术实力雄厚。

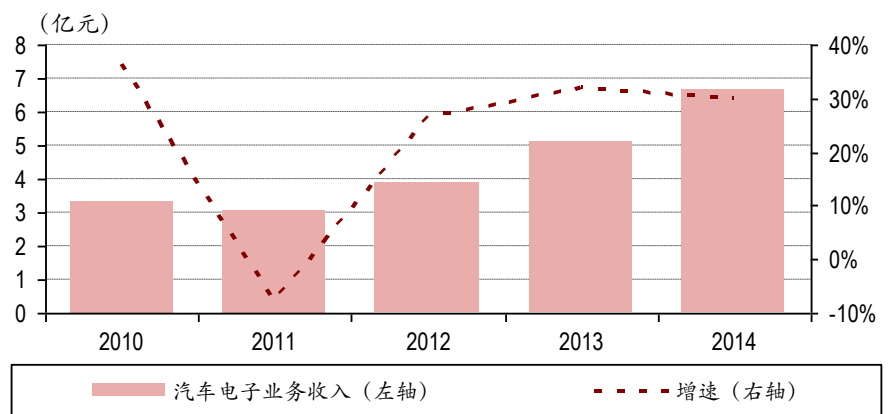
**图表 11.HELBAKO 主要产品和客户**

产品名称	报警器	燃油泵控制模块	儿童座椅在位检测、面向检测	顶篷控制系统
配套车型	奔驰	宝马、奔驰 AMG	宝马、奔驰	宝马、大众、法拉利

资料来源：公司公告

2012 年公司与 HELBAKO 在国内成立汽车电子合资公司，产品涉及报警器、燃油泵控制模块、无钥匙进入系统等高科技产品。未来公司将重点发展电路感应模块或其它感应模块等，包括汽车诊断、前端娱乐、通讯系统（车联网）、3D 后视镜影像系统等，同时也将在现有产品的基础上进行智能化研发，包括新型桃木（导电膜）、后视镜以及 led 背景控制系统等。公司产品均具有高附加值、高技术含量等特点，极大的提升了核心竞争力。

在过去几年里，汽车电子业务的收入增长迅猛，过去三年的增速均在 30% 左右。目前汽车电子宁波生产基地已进行试生产，预计很快将实现量产。汽车电子业务有望快速增长，预计 2015 年收入占比有望超过 10%，利润贡献超过 15%。

**图表 12.汽车电子业务发展迅猛**


资料来源：公司公告

未来公司还可能会通过并购等途径，继续扩大汽车电子业务，未来有望能占到整个公司 20%-30% 的销售额。届时汽车电子业务将有望迎来新的高速发展期，为公司贡献更多的利润。

## 内外饰和金属件稳步增长，桃木饰件成新亮点

### 内外饰件的发展方向是轻量化、环保化和高档化

汽车内外饰件主要指汽车内部装饰所用的产品，主要包括仪表板、门内护板、顶棚、地毯、方向盘、座椅系统、车身外覆盖件等，汽车外饰件是用于汽车车身外面，用于保护车身和美化车体的外观件，主要包括前后保险杠、扰流板、格栅、饰条、侧裙、挡泥板等。

内外饰是顾客购车或使用最直接感知的部分，其设计水平、做工质量很大程度上影响着顾客的购车决定。随着中国汽车工业的迅速发展，以及人们生活水平的提高，对于汽车内外饰的要求也越来越高。汽车内外饰未来的发展趋势主要是轻量化、环保、高档化等。

**轻量化。**节能减排是汽车工业发展的主要方向，体现到汽车内外饰产品上，主要就是轻量化。以塑代钢、使用自然纤维和碳纤维等轻量化材料是未来内饰的主要发展方向。

**环保化。**随着人们生活水平的提高，对于健康也越来越关注。汽车内饰是人们开车时直接感触的汽车零部件，环保性要求也越来越高。《乘用车内空气质量评价指南》未来可能成为强制性标准，内饰件的材料选择也会更加严格，自然纤维等环保材料有望得到更多的应用。

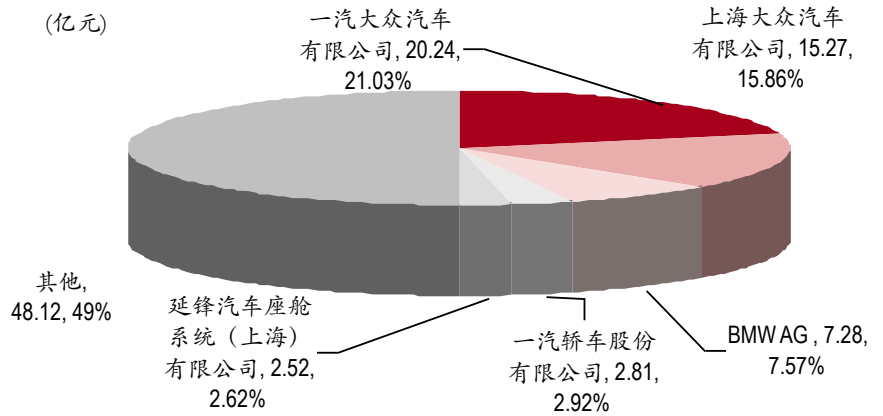
**高档化。**生活水平的提高，购置车辆的升级，会促使人们更加关注汽车内外饰的质量和质感，对于内饰的要求也会向高档化方向发展。内饰中桃木饰条的应用范围，也从最初的豪华车逐步扩大到中高级车等。

### 竞争优势助力内外饰件和金属件业务稳步增长

内外饰件和金属件是目前宁波华翔主要的业务产品。作为起步较早的民营企业，宁波华翔在发展过程中形成了独特的竞争优势，包括品牌优势、技术优势和布局优势等，目前已是汽车内外饰件行业中的民营龙头企业。

**品牌优势。**公司产品主要为主流品牌中高端车系提供配套服务，客户主要包括上海大众、一汽大众、上海通用、天津一汽丰田、东风日产、上海汽车、一汽轿车等，以及德国宝马、德国奔驰、美国通用等海外客户。目前公司的前五大客户包括一汽大众、上海大众、宝马、一汽轿车和延峰汽车座舱，销售额占比约为 55%。通过与这些优质客户建立良好的合作信任关系，不仅为公司长期共同发展奠定了良好的基础，同时也树立了良好的企业品牌形象。

图表 13. 公司前五大客户



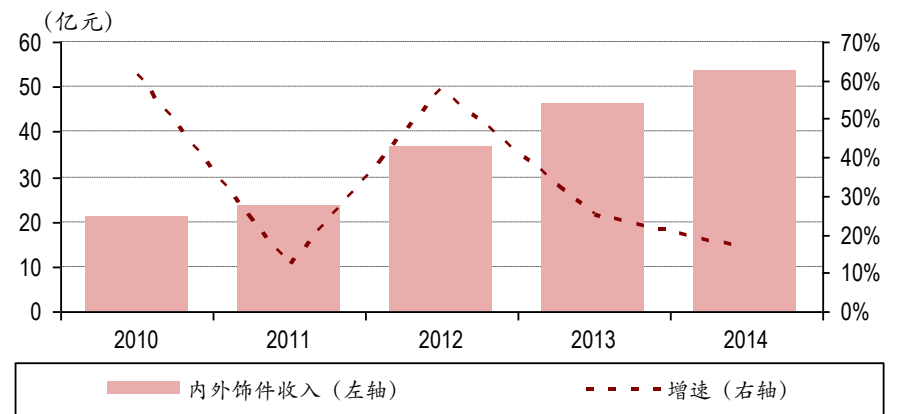
资料来源: 公司公告

技术优势。整车同步开发能力是整车厂对于汽车内外饰供应商的核心要求之一，公司现已具备各种汽车内饰件的研究和开发能力，并与大部分主流整车厂都有过合作。公司研发中心已经正式投入运营，主要研发新材料、新工艺、新设计和新模块等，有望在未来竞争中保持领先的技术优势。

布局优势。公司在前几年开始实施生产基地战略布局，通过布局建厂形成规模效应，与主机厂保持在较短的生产半径内，节约管理成本，提升供货效率，并获得更多订单。国内方面，公司已拥有宁波、东北（长春、沈阳）、成都、天津、佛山、重庆、长沙、武汉、南京等多家生产基地。国际方面，公司也已建立欧洲、北美、东南亚多个生产基地，未来也会继续完善产业布局。

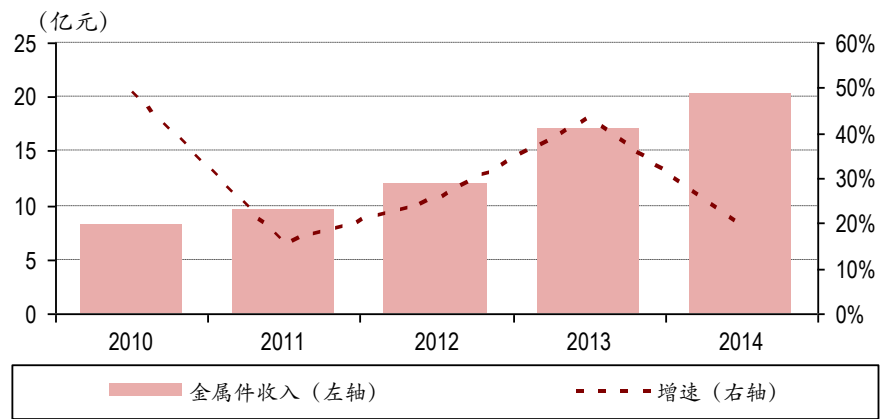
汽车内外饰件的增长驱动主要取决于汽车行业的整体增速，以及内外饰件的升级。近年来，随着国内汽车保有量的逐步提升，汽车年销量也逐步趋于平稳增长。公司内外饰件和金属件业务发展较为成熟，基本保持平稳增长，整体增速略高于汽车市场增速。

图表 14. 内外饰件收入平稳增长



资料来源: 公司公告

图表 15.金属件业务收入稳步上升



资料来源：公司公告

根据目前细分行业的竞争现状来看，宁波华翔在品牌、成本、技术和布局都有较强的竞争优势，整车厂客户质量较高。随着国内汽车销量的稳步上升，以及内外饰件逐步升级，公司内外饰件和金属件等市场份额有望进一步提升，实现稳步增长。

### 收购 HIB Trim，桃木饰件成新增长点

汽车内饰的发展，材料和工艺经历了从最初的塑料光面，到塑料皮纹，再到塑料喷漆，以及塑料水转印、模内转印和模内镶嵌等过程。而随着技术水平和审美的提高，一些新材料也开始逐渐应用在汽车上，比较典型的例子就是最近十几年来真木在汽车内饰上的应用。

图表 16.真木内饰逐步向下渗透，应用范围扩大

车型级别	内饰应用
D级豪华车型	高档真木内饰
C级高档车型	真木、3D金属
B级中级车型	IMD内饰、真木
A级经济车型	水转印、喷漆件

资料来源：中银国际研究

近年来，木制或者仿木制材料在汽车内饰上的使用逐渐增多，一般镶嵌在仪表板、中控板（副仪表板）、变速杆头、门扶手、方向盘等地方。根据选用的材料不同可分为两类，一类使用真正的木制材料镶嵌加工而成，称为木制内饰；另一类使用仿木制材料镶嵌加工而成，称为仿木制内饰。高中档轿车配置木制内饰以显示豪华气派，中低档轿车配置仿木制内饰以提高其档次。

图表 17.桃木内饰应用范围越来越广



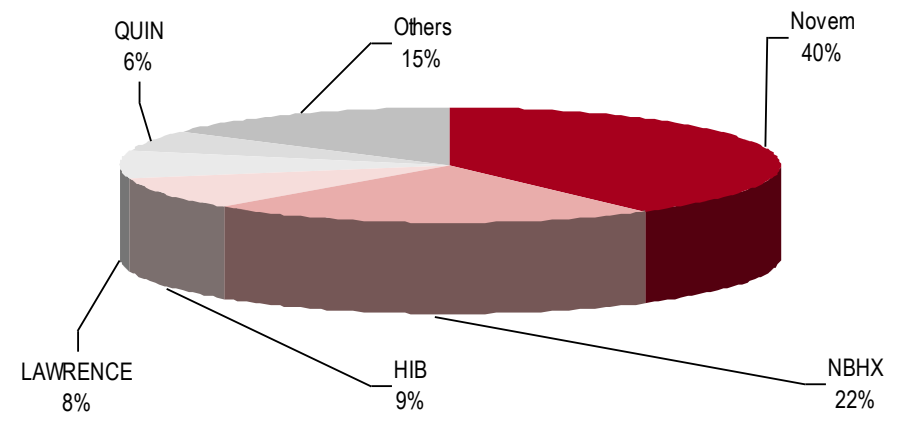
资料来源：百度图片



公司收购的 HIB Trim 总部位于德国 Mannheim，成立于 1875 年，是高档轿车内饰件（包括真木、金属、石料和碳纤维等材料）的行业领先者。特别是天然桃木高档轿车内饰件产品，是全球第三大供应商，拥有 20% 的全球市场份额，并与欧洲各知名整车厂都建立了长期供货关系，如宝马、戴姆勒、保时捷、奥迪和大众等。在德国拥有超过 140 人的研发中心，在罗马尼亚拥有较低成本生产制造基地。

宁波华翔通过收购占有率第三的德国 HIB Trim 公司，既增加了奔驰等重要客户，又提升了公司木制内饰件业务的技术研发能力。HIB Trim 在罗马尼亚的生产基地，也为宁波华翔下一步完善欧洲生产布局奠定了坚实的基础。

图表 18. 全球真木内饰件市场份额图



资料来源：公司公告

全球市场来看，欧洲整车厂大约占整个市场的 75%，美国对于豪华内饰件的需求也在逐渐增加。2008 年全球木制内饰件市场的销售额大约为 6 亿欧元，2009 年受经济危机影响销售额显著降低，市场销量在 2010 年开始稳定增长，并预期未来将实现更大增长。

国内市场方面，国产豪华轿车全部装配木制内饰件，高档轿车根据客户要求选配木制内饰件，目前市场上将近一半的高档车选配木制内饰件。据测算，到 2015 年配置胡桃木饰件的豪华、高档轿车将大幅增长，未来几年将保持 20% 以上的增长，2015 年市场需求将达 10 亿元以上。

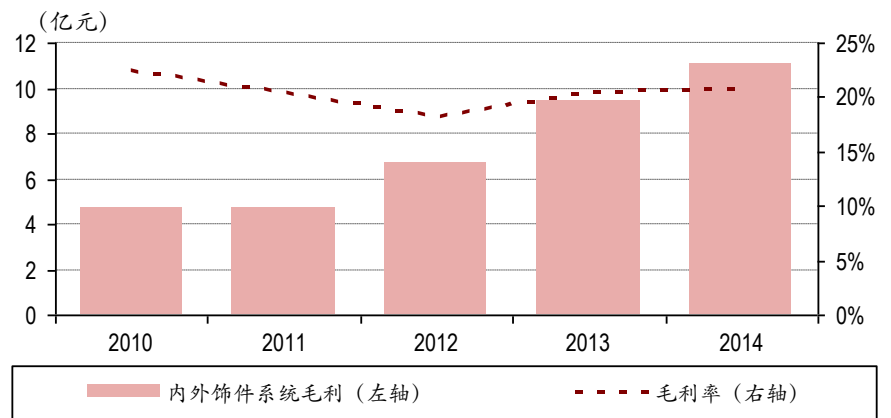
胡桃木饰件虽然属于高档汽车内饰件，且具有较高的技术含量，但从制造工艺上属于劳动密集型产品。国内企业成本优势非常明显，有利于与国际竞争对手争夺国内外市场。桃木内饰国内外的整体市场在持续增长，未来公司有望利用国内的成本优势，加上整合后的技术优势，以及国内外全面的布局优势，进一步增强在木制内饰的市场份额，为公司贡献更多业绩。

## 盈利预测及投资建议

### 内外饰件及金属件业务稳定增长，桃木内饰成新增长点

随着汽车整体市场增速趋缓，传统内外饰件业务将保持平稳增长状态，毛利率也稳定在 20% 左右。预计 2015-2017 年传统内外饰件收入分别为 33.5 亿、38.2 亿和 43.1 亿，毛利润分别为 6.7 亿、7.6 亿和 8.6 亿。

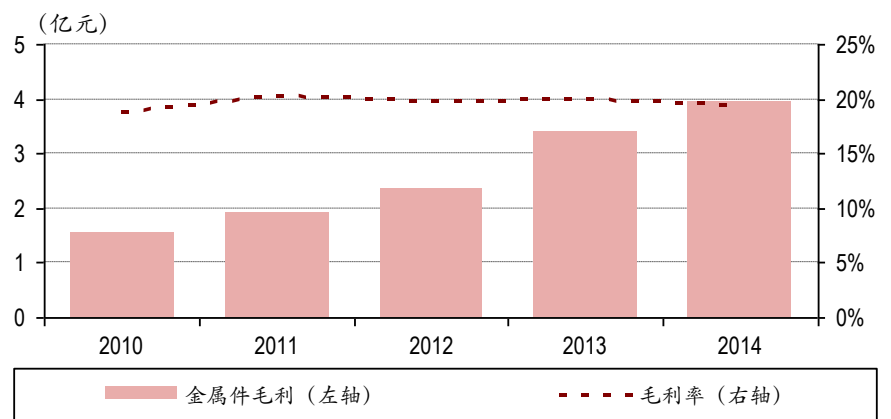
图表 19. 内外饰件业务毛利率稳定在 20% 上下



资料来源：公司公告

金属件业务和传统内饰件业务类似，毛利率也基本稳定在 20% 左右。预计 2015-2017 年金属件业务收入分别为 23.4 亿、26.7 亿和 30.2 亿，毛利润分别为 4.7 亿、5.2 亿和 5.7 亿。

图表 20. 金属件业务毛利率稳定在 20% 左右



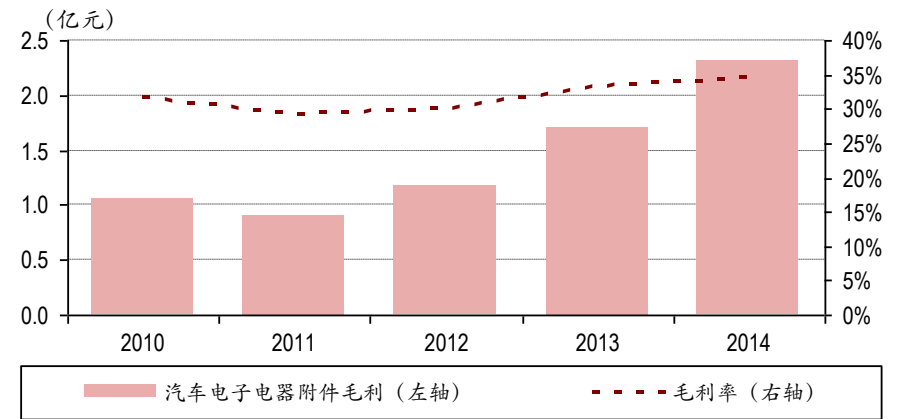
资料来源：公司公告

桃木饰件业务方面，受益于内饰高档化等影响，国内桃木内饰业务将保持高速发展，德国华翔预计也将在年底前逐步扭亏。预计 2015-2017 年桃木内饰业务收入分别为 28.8 亿、33.3 亿和 38.3 亿，2016-2017 年毛利润分别为 7.0 亿和 8.1 亿。

### 宁波工厂投产，汽车电子迎来爆发期

随着宁波工厂的投产，汽车电子业务迎来高速增长期。预计 2015-2017 年汽车电子业务收入分别为 8.7 亿、12.2 亿和 18.2 亿，毛利润分别为 3.0 亿、4.1 亿和 6.0 亿。

图表 21. 汽车电子业务毛利率接近 35%



资料来源：公司公告

### 碳纤维、自然纤维等新材料业务爆发在即

按照公司未来五年规划，新材料和汽车电子到 2020 年将各贡献 100 亿销售收入（不排除外延式发展），但短期内碳纤维和自然纤维业务对整体业绩贡献不大。预计 2015-2017 年新材料业务收入分别为 1.5 亿、2.2 亿和 3.9 亿，毛利润分别为 0.3 亿、0.5 亿和 1.0 亿。

### 盈利预测及投资建议

综合公司的主要业务，我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 1.05 元、1.86 元和 2.36 元，对应最新股价的动态市盈率为 19 倍、11 倍和 8 倍。考虑到宁波华翔汽车电子、自然纤维和碳纤维等新材料、胡桃木内饰等业务的成长性及发展前景，我们给予公司 2016 年 20 倍市盈率，维持目标价 37.28 元和买入评级。

## 风险提示

- 1) 汽车行业不景气导致业绩低于预期。
- 2) 公司新业务如汽车电子、碳纤维等发展低于预期。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	7,292	8,713	10,200	11,957	14,208
销售成本	(5,825)	(6,963)	(8,211)	(9,266)	(11,011)
经营费用	(780)	(802)	(950)	(987)	(1,026)
息税折旧前利润	687	948	1,039	1,703	2,171
折旧及摊销	(239)	(258)	(275)	(307)	(340)
经营利润(息税前利润)	449	690	765	1,396	1,831
净利息收入/(费用)	(21)	(31)	(30)	(8)	22
其他收益/(损失)	148	201	167	172	180
税前利润	576	860	901	1,560	2,032
所得税	(99)	(138)	(140)	(251)	(342)
少数股东权益	(134)	(198)	(237)	(329)	(417)
净利润	343	524	524	980	1,273
核心净利润	348	528	529	985	1,278
每股收益(人民币)	0.647	0.989	1.045	1.864	2.362
核心每股收益(人民币)	0.657	0.996	0.997	1.858	2.411
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.105	0.186	0.236
收入增长(%)	30	19	17	17	19
息税前利润增长(%)	101	54	11	83	31
息税折旧前利润增长(%)	62	38	10	64	27
每股收益增长(%)	37	53	6	78	27
核心每股收益增长(%)	36	52	0	86	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	576	860	901	1,560	2,032
折旧与摊销	239	258	275	307	340
净利息费用	21	31	30	8	(22)
运营资本变动	169	(280)	416	(564)	570
税金	35	60	(109)	(243)	(363)
其他经营现金流	(291)	(463)	(151)	(12)	(421)
经营活动产生的现金流	749	465	1,362	1,055	2,137
购买固定资产净值	5	5	307	322	339
投资减少/增加	472	112	136	143	152
其他投资现金流	(958)	(687)	(615)	(644)	(678)
投资活动产生的现金流	(481)	(570)	(172)	(179)	(187)
净增权益	(42)	(53)	(55)	(99)	(125)
净增债务	(65)	149	(225)	(467)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(72)	(117)	(975)	(100)	(185)
融资活动产生的现金流	(179)	6	(1,204)	(563)	(89)
现金变动	89	(99)	(14)	314	1,861
期初现金	1,034	1,184	1,034	1,020	1,334
公司自由现金流	268	(104)	1,190	877	1,951
权益自由现金流	224	75	995	418	1,929

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,209	1,081	1,076	1,400	3,274
应收帐款	1,372	1,702	1,868	2,317	2,656
库存	1,051	1,227	1,493	1,576	2,071
其他流动资产	122	296	203	360	309
流动资产总计	3,753	4,307	4,640	5,653	8,309
固定资产	1,576	1,866	1,909	1,935	1,946
无形资产	195	200	189	178	166
其他长期资产	485	547	568	593	625
长期资产总计	2,257	2,613	2,667	2,706	2,737
总资产	7,071	8,594	8,880	9,894	12,580
应付帐款	1,598	1,791	2,108	2,291	2,936
短期债务	524	640	466	0	0
其他流动负债	545	557	722	661	977
流动负债总计	2,668	2,988	3,296	2,951	3,913
长期借款	20	51	1	0	0
其他长期负债	490	701	821	962	1,143
股本	530	530	530	530	530
储备	2,880	2,937	3,435	4,324	5,451
股东权益	3,410	3,467	3,965	4,854	5,981
少数股东权益	493	559	796	1,126	1,543
总负债及权益	7,071	8,594	8,880	9,894	12,580
每股帐面价值(人民币)	6.43	6.54	7.48	9.16	11.28
每股有形资产(人民币)	6.06	6.16	7.12	8.82	10.97
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.21)	(0.65)	(1.04)	(2.52)	(6.03)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.4	10.9	10.2	14.2	15.3
息税前利润率(%)	6.2	7.9	7.5	11.7	12.9
税前利润率(%)	7.9	9.9	8.8	13.0	14.3
净利率(%)	4.7	6.0	5.1	8.2	9.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	21.5	22.3	25.1	183.5	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.4	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	31.3	20.5	19.4	10.9	8.6
核心业务市盈率(倍)	30.9	20.4	20.3	10.9	8.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	56.7	37.4	37.4	20.1	15.5
市净率(倍)	3.2	3.1	2.7	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	14.4	23.1	7.9	10.2	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.7	11.0	9.8	5.5	3.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	59.0	59.7	60.5	60.4	60.4
应收帐款周转天数	58.9	64.4	63.9	63.9	63.9
应付帐款周转天数	67.7	71.0	69.8	67.1	67.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	12.4	10.1	10.6	10.1	9.8
净资产收益率(%)	11.3	15.2	14.1	22.2	23.5
资产收益率(%)	6.0	7.4	7.4	12.5	13.6
已运用资本收益率(%)	2.1	2.9	2.8	4.4	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 研究报告中所提及的有关上市公司

长安汽车(000625.CH/人民币 18.34, 买入)

上汽集团(600104.CH/人民币 21.31, 买入)

以2015年7月24日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371