研究所
证券分析师：代鹏举　S0350512040001
021-68591581　daipj@ghzq.com.cn
联系人：葛家南
010-88576686-813　gejn@ghzq.com.cn

下游客户需求猛增，来年产能全面释放

——华懋科技（603306）调研简报

近 12 个月华懋科技走势

相对沪深 300 表现			
表现	1m	3m	12m
华懋科技	-35.3	-12.6	10.3
沪深 300	-23.4	-21.8	-14.4

市场数据	2016-01-26
当前价格（元）	29.76
52 周价格区间（元）	25.52-66.2
总市值（百万）	4243.78
流通市值（百万）	1432.20
总股本（万股）	14260.00
流通股（万股）	4812.50
日均成交额（百万）	97.68
近一月换手（%）	69.28

相关报告

无

- **安全气囊市场规模稳步提升**

尽管车市进入低增长时代，但汽车行业对安全性的重视与日俱增。目前国内并无关于安全气囊的强制性标准，但无论是配置安全气囊的车型数量还是平均每辆车的安全气囊配置数量都有所提升，而且未来侧气囊的使用也将越来越普遍，预计安全气囊的市场规模可达到 50 亿元。按照公司目前近 30%的市场占有率计算，公司的主营业务仍有翻倍的发展空间。

公司的竞争对手主要为南京可隆、吉斯特和东丽等纺织业巨头。2013 年以前，公司以供应安全气囊布为主。2013 年之后，为满足客户需求，公司开始研发生产安全气袋。其中安全气囊布的生产机械化程度较高，而安全气袋仍需大量人工。目前公司严格的流程化管理保证了人工部分的生产质量，未来安全气袋的生产也将逐步转向自动化。

- **公司下游客户需求旺盛，产能利用率快速提升**

公司下游客户主要为延峰百利得、奥托立夫等大型零部件供应商和比亚迪等自主品牌整车厂商，其中来自大型零部件厂商的收入占比超过 65%。公司的安全气囊布和安全气袋产品覆盖了多款自主品牌的多款明星车型，例如比亚迪的秦、唐、宋，长安的 CS35、CS75，长城的部分车型等。由于近两年自主品牌乘用车（特别是 SUV）的迅猛发展，公司已接近满负荷运转，产能利用率较前两年有较大提升。

另外，高田安全气囊的安全隐患事件过后，各安全气囊供应商的市场份额存在重构可能，给公司业务发展带来新的挑战和机遇，公司有望在新一轮竞争中进一步提升自身的市场占有率。

- **产能扩充，利润稳定**

公司目前产能为 2000 万米/年（不含安全气囊袋），募投项目将于 2016 年底建成，届时产能将达到 2700 万米/年。预计 2017 年底产能将充分利用，进一步提高公司的营业收入规模。

由于公司产品处于汽车中关乎乘客生命安全的特殊领域，公司下游客户对产品质量有极为严格的检验标准，而并不会以价格为唯一衡量因素选择供应商。公司原材料主要为尼龙和涤纶，其中涤纶所占比例逐年提高，且涤纶价格紧随石油价格波动。考虑到石油价格在一定时期内均将保持低位运行，公司的采购成本也处于可控范围内。因此，我们认为公司的利润将在募投项目达产后得到明显提升。

- **未雨绸缪，布局未来**

尽管目前公司主营业务发展态势良好，但安全气囊乃至整个被动安全的市场规模的天花板依然明显。而且，公司目前主营业务的上下游的行业壁垒均较高，公司向上下游渗透的可能性较低。因此，不排除公司以战略发展为指导，依托资本市场平台，适时地通过投资并购和资本运作，拓展公司业务，优化资源配置，实现公司可持续性的发展。

- **首次覆盖给予公司"买入"评级**

公司作为国内唯一上市的安全气囊布和安全气袋供应商，处于汽车行业中最为重要的安全领域，业务发展具有较强的稳定性和驱动力，我们强烈看好公司的远期发展。预测 2015 年-2017 年 EPS 分别为 1.14 元、1.27 元、1.61 元，对应 PE 为 26.1 倍、23.4 倍、18.5 倍，首次覆盖给予"买入"评级。

风险提示：宏观经济持续下行；配套车型销售不达预期；新产品研发速度不达预期。

图 1、盈利预测

证券代码：	603306.sh	股票价格：	29.76	投资评级：	买入	日期：	2016-01-26

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
ROE	12.8%	14.8%	14.3%	15.4%
毛利率	38.3%	36.9%	36.8%	36.8%
期间费率	11.7%	10.5%	10.6%	10.4%
销售净利率	22.3%	23.4%	23.1%	23.1%
成长能力				
收入增长率	34.0%	28.3%	13.0%	26.6%
利润增长率	33.2%	34.7%	11.6%	26.6%
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.52	0.52	0.56
应收账款周转率	2.99	3.25	3.31	3.31
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a
偿债能力				
资产负债率	17.7%	17.3%	16.2%	15.7%
流动比	4.33	4.25	3.71	4.18
速动比	4.04	3.92	3.37	3.81

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	423	432	325	426
应收款项	178	209	232	294
存货净额	55	69	76	94
其他流动资产	151	190	213	269
流动资产合计	**806**	**901**	**846**	**1084**
固定资产	250	305	524	572
在建工程	30	60	80	40
无形资产及其他	27	27	30	32
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**1121**	**1300**	**1488**	**1735**
短期借款	61	61	61	61
应付款项	62	83	94	119
预收帐款	1	1	1	2
其他流动负债	62	67	73	78
流动负债合计	**186**	**212**	**228**	**260**
长期借款及应付债券	13	13	13	13
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**13**	**13**	**13**	**13**
负债合计	**199**	**224**	**241**	**272**
股本	140	140	140	140
股东权益	923	1076	1247	1463
负债和股东权益总计	**1121**	**1300**	**1488**	**1735**

每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
摊薄 EPS	0.85	1.14	1.27	1.61
BVPS（最新股本）	6.59	7.68	8.91	10.45
估值				
P/E	35.2	26.1	23.4	18.5
P/B	4.5	3.9	3.3	2.8
P/S	7.8	6.1	5.4	4.3

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**531**	**681**	**770**	**975**
营业成本	328	430	487	617
营业税金及附加	4	5	6	7
销售费用	12	15	18	22
管理费用	46	57	62	77
财务费用	0	(6)	(3)	(5)
其他费用/（-收入）	(6)	(1)	(1)	(1)
营业利润	**136**	**180**	**201**	**256**
营业外净收支	3	7	7	7
利润总额	**139**	**187**	**208**	**263**
所得税费用	20	27	30	38
净利润	119	160	178	225
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**119**	**160**	**178**	**225**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**150**	**128**	**175**	**176**
净利润	119	160	178	225
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	29	28	33	55
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	2	(111)	(69)	(167)
投资活动现金流	**(228)**	**(85)**	**(240)**	**(8)**
资本支出	(44)	(85)	(240)	(8)
长期投资	0	0	0	0
其他	(183)	0	0	0
筹资活动现金流	**87**	**(150)**	**166**	**306**
债务融资	(26)	0	0	0
权益融资	401	0	0	0
其它	(288)	(150)	166	306
现金净增加额	**9**	**(107)**	**101**	**474**

资料来源：国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。