

**华昌达 (300278)**
**强烈推荐**
**行业：其它通用机械**

## 汽车智能制造龙头，整合效益凸显

**投资要点：**

- ◆ “内生+外延”助力公司成为汽车智能制造龙头。公司以汽车智能输送系统起家，通过收购德梅柯布局汽车领域机器人智能制造系统集成，收购美国DMW,LCC 进入美国汽车输送系统市场，15 年公司在汽车智能制造领域实现营收 17.45 亿，为国内汽车智能制造龙头；同时公司通过收购美国 W&H 奠定向物流仓储自动化发展基础，收购西安龙德科技逐步开拓军工板块业务，“内生+外延”助力公司长远发展。
- ◆ 德梅柯为白车身智能制造集成总包龙头，整合协同助超预期发展。德梅柯主要业务为向整车厂家提供白车身焊装生产线机器人智能制造集成；公司收购后，在资金、客户与管理上与德梅柯良好协同，德梅柯迅速由行业本土第 4、5 名位置成长为行业本土龙头。德梅柯承诺 14、15 年净利润 5000 万、6500 万，实际现实净利润 5660 万、7496 万，超业绩承诺 13.2% 和 15.3%。16 年一季度期末，公司预收账款 2.5 亿，较期初大幅增长 40%，我们判断预收款大幅增长主要是由于德梅柯订单大幅增长；另外，16 年 6 月前库卡中国区 CEO 已出任德梅柯总裁，德梅柯新厂预计 16 年年内完工，未来德梅柯业绩增长有望加速。
- ◆ DMW,LCC 为美国汽车输送装备龙头，协同效应有望兑现。DMW,LCC 拥有 68 年历史，为美国汽车输送装备绝对龙头，主要客户为北美三大车厂；DMW 与华昌达可形成良好协同，首先，德梅柯可借助 DMW 将白车身焊接业务拓展至北美；其次，华昌达本部可利用国内制造与服务成本优势来降低 DMW 现有外包成本，增强 DMW 盈利能力；再次，公司可以为 DMW 提供资金支持，助力其在北美进行新的兼并收购和资源整合。16 年公司将逐步完成国内和北美团队融合，协同效应有望兑现。
- ◆ 预测公司 16~18 年归母净利润 1.65/2.21/2.57 亿元，对当前股价 PE 为 55/41/35 倍。公司为国内汽车智能制造龙头，德梅柯发展势头迅猛，未来 DWM 协同效应兑现将大幅增厚利润，给予公司 17 年 50 倍 PE，对应目标价 20 元，首次覆盖，强烈推荐。
- ◆ 风险提示：与 DMW 整合低于预期，汽车行业的发展低于预期

**主要财务指标**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1750	2067	2367	2587
收入同比(%)	301%	18%	15%	9%
归属母公司净利润	101	165	221	257
净利润同比(%)	105%	64%	34%	16%
毛利率(%)	17.9%	20.0%	21.5%	22.3%
ROE(%)	6.8%	10.1%	11.9%	12.1%
每股收益(元)	0.18	0.30	0.41	0.47
P/E	90.64	55.28	41.30	35.48
P/B	6.18	5.56	4.90	4.30
EV/EBITDA	59	41	32	27

资料来源：中国中投证券研究总部

**作者**
**署名人：张雷**

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

**参与人：刘菁**

S0960116030024

021-52340802

liujing2@china-invs.cn

**参与人：李喆**

S0960115070002

0755-82026502

lizhe1@china-invs.cn

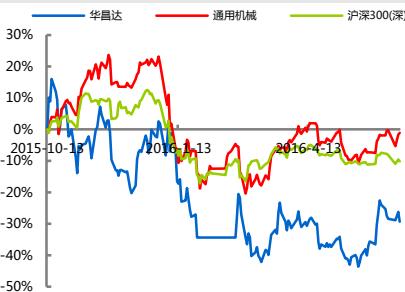
**6 - 12 个月目标价： 20**

当前股价： 16.74

评级调整： 首次

**基本资料**

总股本(百万股)	545
流通股本(百万股)	224
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	37
成交量(百万股)	14.98
成交额(百万元)	243.09

**股价表现**

**相关报告**

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>				
现金	331	317	408	666
应收账款	801	944	1124	1299
其它应收款	42	50	67	66
预付账款	165	182	204	221
存货	584	518	720	620
其他	40	50	57	78
<b>非流动资产</b>	1286	1263	1250	1236
长期投资	0	0	0	0
固定资产	253	238	224	209
无形资产	105	105	105	105
其他	928	920	921	922
<b>资产总计</b>	3249	3324	3831	4185
<b>流动负债</b>	1712	1619	1906	2003
短期借款	469	230	400	400
应付账款	499	579	650	704
其他	744	810	856	899
<b>非流动负债</b>	60	63	62	62
长期借款	41	41	41	41
其他	19	22	21	21
<b>负债合计</b>	1772	1682	1968	2064
少数股东权益	1	1	0	1
股本	545	545	545	545
资本公积	691	691	691	691
留存收益	242	405	626	883
归属母公司股东权益	1476	1641	1862	2120
<b>负债和股东权益</b>	3249	3324	3831	4185

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	-30	251	-56	285
净利润	101	165	221	258
折旧摊销	25	15	15	15
财务费用	20	26	23	28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-200	20	-331	-31
其它	25	26	16	15
<b>投资活动现金流</b>	-441	0	0	0
资本支出	127	0	0	0
长期投资	-332	0	0	0
其他	-646	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	623	-265	147	-28
短期借款	271	-239	170	0
长期借款	41	0	0	0
普通股增加	273	0	0	0
资本公积增加	-273	0	0	0
其他	311	-26	-23	-28
<b>现金净增加额</b>	150	-14	91	257

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1750	2067	2367	2587
营业成本	1436	1654	1858	2010
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	37	43	50	54
管理费用	113	134	154	168
财务费用	20	26	23	28
资产减值损失	27	20	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	113	186	253	296
营业外收入	6	6	4	4
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	118	192	257	300
所得税	18	27	36	42
<b>净利润</b>	101	165	221	258
少数股东损益	0	-0	-0	1
<b>归属母公司净利润</b>	101	165	221	257
EBITDA	157	226	290	339
EPS (元)	0.18	0.30	0.41	0.47
<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	300.5%	18.1%	14.5%	9.3%
营业利润	128.7%	64.4%	36.1%	17.3%
归属于母公司净利润	104.9%	64.0%	33.8%	16.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.9%	20.0%	21.5%	22.3%
净利率	5.8%	8.0%	9.3%	9.9%
ROE	6.8%	10.1%	11.9%	12.1%
ROIC	6.8%	11.3%	12.4%	14.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.5%	50.6%	51.4%	49.3%
净负债比率	28.77%	16.11%	22.40%	21.36%
流动比率	1.15	1.27	1.35	1.47
速动比率	0.81	0.95	0.98	1.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.63	0.66	0.65
应收账款周转率	3	2	2	2
应付账款周转率	4.14	3.07	3.02	2.97
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.30	0.41	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.46	-0.10	0.52
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.01	3.42	3.89
<b>估值比率</b>				
P/E	90.64	55.28	41.30	35.48
P/B	6.18	5.56	4.90	4.30
EV/EBITDA	59	41	32	27

## 相关报告

报告日期 报告标题

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

刘菁，中投证券研究所机械行业组长、首席分析师，中国人民大学金融学硕士，东南大学工学学士。曾在实业工作超过八年，遍历研发、市场销售及管理岗位。

李喆，中投证券研究所机械行业研究员，华中科技大学工学硕士、学士，曾任职于汇川技术。

俞能飞，中投证券研究所机械行业研究员，厦门大学经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434