



买入

38% ↑

目标价格:人民币 31.00

原目标价格:人民币 27.90

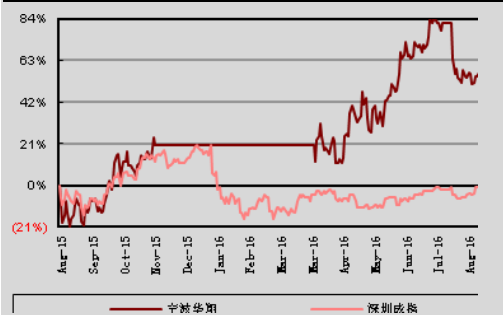
002048.CH

价格:人民币 22.50

目标价格基础:20倍 17年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	40.1	(7.6)	25.2	68.3
相对深证成指	58.4	(8.1)	15.7	70.2

发行股数(百万)	530
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	10,359
3个月日均交易额(人民币 百万)	437
净负债比率(%) (2016E)	5
主要股东(%)	
周晓峰	17

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年8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、魏敏为本报告重要贡献者

宁波华翔

业绩高速增长, 资产重组推动公司未来发展

公司发布2016年中报, 上半年实现营业收入56.4亿元, 同比增长20.1%; 归属于上市公司股东的净利润3.1亿元, 同比增长80.1%; 每股收益0.59元, 高于我们预期。公司净利润增速远高于收入增速, 主要是德国华翔生产效率明显提高, 上半年亏损金额大幅减少所致。国内汽车行业发展良好, 公司在内饰等领域竞争力突出, 有望快于行业增速发展。德国华翔通过削减人力成本及提升良品率等措施, 经营情况大幅改善, 推动公司业绩回升。此前公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项未获得审核通过, 公司有望继续推进资产重组事项, 提升公司核心竞争力, 保障公司长期可持续发展。我们认为, 本次未能通过重组审核, 对公司未来发展不会造成负面影响。公司将继续推进资产重组, 完成对公司真木、铝制饰条业务的整合工作, 形成产业全球化布局, 提高模具制造技术水平, 竞争力有望得到全面提升, 公司未来前景光明。公司在碳纤维、自然纤维、铝材等汽车轻量化领域全面布局, 同时在汽车电子等领域大力拓展, 发展前景看好。我们将公司2016-2018年每股收益预测分别调高至1.25元、1.55元和1.91元, 给予公司20倍2017年市盈率, 合理目标价上调至31.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 经营情况全面回暖, 公司业绩大幅改善。上半年德国华翔通过提高生产效率等措施, 亏损金额大幅降低, 推动公司业绩高速增长。国内汽车行业发展良好, 公司在内饰等领域竞争力突出, 有望保持快速增长。
- 继续推进资产重组, 看好公司未来发展。公司将继续推进资产重组, 完成对真木、铝制饰条业务的整合工作, 形成产业全球化布局, 提高模具制造技术水平, 竞争力有望得到全面提升, 公司未来前景光明。
- 全面布局轻量化及汽车电子等未来方向, 发展前景看好。本次资产重组完成后, 公司在碳纤维、自然纤维、铝材等汽车轻量化领域全面布局, 同时在汽车电子等领域有望大展宏图, 发展前景看好。

评级面临的主要风险

- 1) 资产重组未能如期推进; 2) 新业务如碳纤维等发展低于预期。

估值

- 我们将公司2016-18年每股收益预测调高至1.25元、1.55元和1.91元, 给予公司20倍2017年市盈率, 目标价由27.90元调高至31.00元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	8,713	9,810	11,772	12,949	14,891
变动(%)	19	13	20	10	15
净利润(人民币 百万)	524	160	663	820	1,010
全面摊薄每股收益(人民币)	0.989	0.303	1.252	1.548	1.905
变动(%)	52.7	(69.4)	313.3	23.7	23.1
先前预测每股收益(人民币)			1.078	1.465	1.803
调整幅度(%)			16	6	6
全面摊薄市盈率(倍)	22.8	74.3	18.0	14.5	11.8
价格/每股现金流量(倍)	25.6	19.9	12.6	7.2	10.5
每股现金流量(人民币)	0.88	1.13	1.79	3.14	2.14
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	15.4	9.5	7.1	5.5
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.125	0.155	0.190
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比变动(%)
营业收入	4,700.1	5,644.3	20.1
营业利润	384.2	536.8	39.7
净利润	289.3	494.1	70.8
归属于上市公司股东的净利润	172.7	311.0	80.1
扣非后归属于上市公司股东的净利润	142.9	272.8	90.9
销售成本	3,789.0	4,548.4	20.0
毛利润	911.1	1,095.9	20.3
销售费用	130.1	160.4	23.3
管理费用	456.0	460.2	0.9
财务费用	11.5	0.5	(95.9)
资产减值损失	28.5	41.8	46.8
销售费用率(%)	2.8	2.8	
管理费用率(%)	9.7	8.2	
财务费用率(%)	0.2	0.0	
毛利率(%)	19.4	19.4	
净利率(%)	6.2	8.8	

资料来源: 公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	8,713	9,810	11,772	12,949	14,891
销售成本	(6,963)	(8,087)	(9,382)	(10,230)	(11,690)
经营费用	(802)	(961)	(1,107)	(1,185)	(1,370)
息税折旧前利润	948	762	1,283	1,534	1,832
折旧及摊销	(258)	(313)	(329)	(368)	(408)
经营利润(息税前利润)	690	449	954	1,166	1,424
净利息收入/(费用)	(31)	(19)	(73)	(45)	3
其他收益/(损失)	201	204	184	196	195
税前利润	860	633	1,066	1,318	1,622
所得税	(138)	(217)	(181)	(224)	(276)
少数股东权益	(198)	(256)	(221)	(273)	(337)
净利润	524	160	663	820	1,010
核心净利润	528	176	669	826	1,016
每股收益(人民币)	0.989	0.303	1.252	1.548	1.905
核心每股收益(人民币)	0.996	0.331	1.262	1.558	1.917
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.125	0.155	0.190
收入增长(%)	19	13	20	10	15
息税前利润增长(%)	54	(35)	113	22	22
息税折旧前利润增长(%)	38	(20)	68	20	19
每股收益增长(%)	53	(69)	313	24	23
核心每股收益增长(%)	52	(67)	281	23	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	860	633	1,066	1,318	1,622
折旧与摊销	258	313	329	368	408
净利息费用	31	19	73	45	(3)
运营资本变动	(280)	(82)	(284)	172	(233)
税金	60	39	(181)	(224)	(276)
其他经营现金流	(463)	(322)	(52)	(16)	(383)
经营活动产生的现金流	465	600	950	1,662	1,136
购买固定资产净值	5	22	348	349	367
投资减少/增加	112	76	151	163	158
其他投资现金流	(687)	(779)	(696)	(697)	(733)
投资活动产生的现金流	(570)	(681)	(197)	(186)	(209)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	149	482	280	(1,248)	(199)
支付股息	(53)	(53)	(66)	(82)	(101)
其他融资现金流	(90)	(15)	(1,145)	(29)	(7)
融资活动产生的现金流	6	414	(932)	(1,359)	(307)
现金变动	(99)	333	(179)	118	619
期初现金	1,184	1,034	1,356	1,177	1,295
公司自由现金流	(104)	(81)	753	1,476	927
权益自由现金流	75	421	1,106	273	724

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,081	1,438	1,276	1,404	2,040
应收帐款	1,702	2,277	2,628	2,768	3,382
库存	1,227	1,411	1,642	1,694	2,115
其他流动资产	296	249	259	360	350
流动资产总计	4,307	5,376	5,805	6,225	7,887
固定资产	1,866	2,247	2,288	2,291	2,270
无形资产	200	222	200	178	157
其他长期资产	547	571	593	605	626
长期资产总计	2,613	3,040	3,081	3,074	3,053
总资产	8,594	10,529	10,870	11,206	12,851
应付帐款	1,791	2,219	2,303	2,689	3,022
短期债务	640	1,113	1,449	200	0
其他流动负债	557	711	786	883	1,001
流动负债总计	2,988	4,044	4,538	3,772	4,022
长期借款	51	50	1	0	0
其他长期负债	701	755	906	997	1,146
股本	530	530	530	530	530
储备	2,937	3,039	3,636	4,375	5,283
股东权益	3,467	3,569	4,166	4,905	5,813
少数股东权益	559	1,038	1,259	1,532	1,869
总负债及权益	8,594	10,529	10,870	11,206	12,851
每股帐面价值(人民币)	6.54	6.73	7.86	9.25	10.97
每股有形资产(人民币)	6.16	6.32	7.48	8.92	10.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.65)	(0.36)	0.51	(2.06)	(3.61)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.9	7.8	10.9	11.8	12.3
息税前利润率(%)	7.9	4.6	8.1	9.0	9.6
税前利润率(%)	9.9	6.5	9.1	10.2	10.9
净利率(%)	6.0	1.6	5.6	6.3	6.8
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.7	2.0
利息覆盖率(倍)	22.3	23.3	13.1	26.2	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	5.0	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	0.9	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	22.8	74.3	18.0	14.5	11.8
核心业务市盈率(倍)	22.6	67.9	17.8	14.4	11.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.1	93.6	24.6	19.9	16.2
市净率(倍)	3.4	3.3	2.9	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	25.6	19.9	12.6	7.2	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	15.4	9.5	7.1	5.5
周转率					
存货周转天数	59.7	59.5	59.4	59.5	59.5
应收帐款周转天数	64.4	74.0	76.0	76.0	75.4
应付帐款周转天数	71.0	74.6	70.1	70.4	70.0
回报率					
股息支付率(%)	10.1	33.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	15.2	4.6	17.2	18.1	18.8
资产收益率(%)	7.4	3.1	7.4	8.8	9.8
已运用资本收益率(%)	2.9	0.8	2.6	3.0	3.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371