

# 宁波华翔 (002048.SZ) 汽车零部件行业

评级：买入首次评级

公司研究

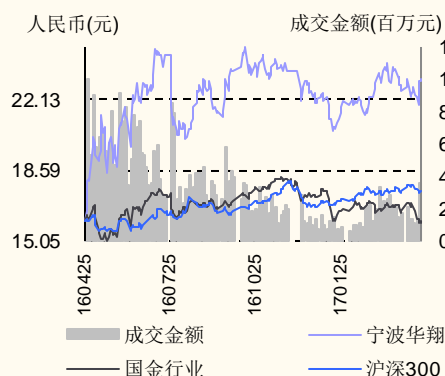
市场价格 (人民币): 23.15 元

目标价格 (人民币): 30.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	460.56
总市值 (百万元)	12,270.59
年内股价最高最低 (元)	24.75/16.07
沪深 300 指数	3466.79
深证成指	10314.35



## 海外业务大幅减亏，业绩增长超预期

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.303	1.347	1.764	2.032	2.344
每股净资产 (元)	8.76	9.77	11.48	13.46	15.76
每股经营性现金流 (元)	0.91	2.40	3.15	3.87	4.52
市盈率 (倍)	57.47	16.44	13.06	11.33	9.83
行业优化市盈率 (倍)	12.86	12.86	12.86	12.86	12.86
净利润增长率 (%)	-69.38%	344.81%	30.95%	15.23%	15.32%
净资产收益率 (%)	3.46%	13.79%	15.36%	15.10%	14.88%
总股本 (百万股)	530.05	530.05	530.05	530.05	530.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件阐述

- 公司发布 2016 年年报，实现营收 125.06 亿元，同比 27.48%，归属于上市公司股东的净利润 7.14 亿元，同比增长 345%，业绩增长超预期。EPS 为 1.35 元，拟每 10 股派现 1.5 元 (含税)。

### 投资逻辑

- **营收高增长，利润超预期。** 公司营收高增长主要源于：国内主要客户销量增长明显；海外业务在新的管理领导下实现较快增长；宁波劳伦斯并表。利润增速远高于营收增长主要源于公司推进精益化生产，国内业务毛利率提升；海外业务大幅减亏；宁波劳伦斯并表增厚。公司 2016 年净利润 7.14 亿元，超出 2017 年 2 月 28 日业绩快报公布的 6.36 亿元的净利润。公司 2016 年实现毛利率 21.46%，同比增长 3.43 个百分点，期间费用率 11.08%，同比减少 1.59 个百分点，净利率 8.77%，同比提升 4.52 个百分点，盈利能力显著增强。
- **国内外业务表现向好，并购标的业绩优异。** 公司 2016 年国内业务营收 98.51 亿元，同比增长 27.91%，毛利率提升 0.25 个百分点至 24.15%。海外业务实现营收 26.55 亿元，同比增长 25.93%，毛利率提升 14.90 个百分点至 11.49%，德国华翔亏损 2.18 亿元，相比 2015 年的 4.14 亿元，大幅减亏 1.96 亿元。宁波劳伦斯纳入公司合并报表，贡献利润 0.56 亿元，超出预期的 0.50 亿元，表现优异。
- **定增有序推进，加快轻量化、电子化发展。** 公司正加快前沿技术开发发展，包括由内饰业务向集成化、电子化、探索产品模内装配的前沿技术；金属业务向轻量化发展；汽车电子向视讯化发展；拥有碳纤维、自然纤维的汽车零部件轻量化材料技术。目前，公司正有序推进定增，拟以不低于 21.40 元/股的价格，募集资金 25 亿元，主要投向汽车轻量化、汽车内饰件技改项目、汽车电子研发中心技改项目，加快公司业务轻量化、电子化发展进程。

### 投资建议与估值

- 德国业务减亏带来业绩反转，优质资产注入增厚业绩，轻量化电子化深入推进。预计 2017~2019 年净利润分别为 9.35 亿元、10.77 亿元、12.42 亿元，EPS 分别为 1.76 元、2.03 元、2.34 元，首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价 30 元，对应 2017 年 17 倍 PE。

### 风险

- 汽车产销增速不及预期；德国业务减亏不及预期。

刘洋 联系人  
yang\_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人  
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人  
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、业绩较快增长，2016 年利润增长超预期.....	3
2、增发加快轻量化、电子化发展，大股东积极认购彰显信心 .....	4
3、投资建议与估值 .....	5
4、风险提示 .....	5

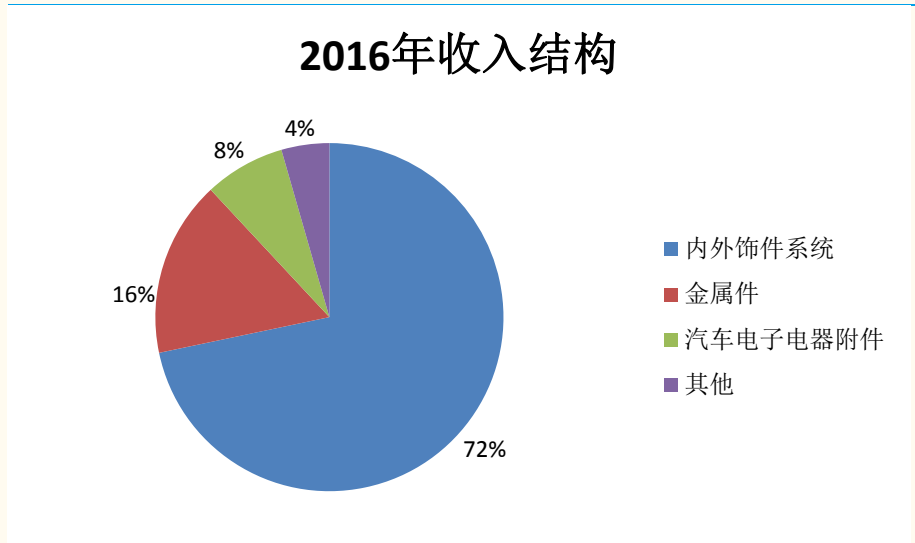
## 图表目录

图表 1：公司业务构成.....	3
图表 2：公司毛利率较为稳定.....	3
图表 3：公司汽车电子电器附件业务毛利率稳定提升.....	3
图表 4：公司营收较快增长，过去十年 CAGR 为 19%.....	4
图表 5：公司利润较快长，过去十年 CAGR 为 20%.....	4
图表 6：公司募集资金主要投向汽车轻量化、电子化项目.....	5

## 1、业绩较快增长，2016 年利润增长超预期

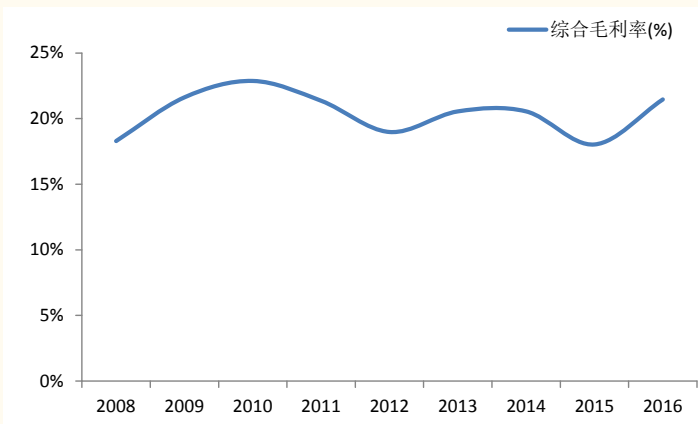
- 公司主要从事汽车零部件的设计、开发、生产和销售，主要产品是装饰条、主副仪表板、门板、立柱、后视镜等汽车内外饰件以及车身金属冲压焊接件。公司是大众、宝马、福特、通用、捷豹路虎、奔驰、丰田、沃尔沃、上海汽车、一汽轿车、东风日产等国内外汽车制造商的主要零部件供应商之一，主要配套车型包括“新途观”、“新朗逸”、“奥迪 Q3、Q5”、“奥迪 A8、A6、A3、A4”、“速腾”、“高尔夫”、宝马 3 系、5 系、X 系车型”、“奔驰 C 级、E 级系列”、“路虎 Discovery”“捷豹 XF、XJ”、“沃尔沃 S60/V60”、“特斯拉 model S model X”、“皇冠”、“锐志”、“卡罗拉”、“天籁”等。
- 公司综合毛利率较为稳定。2016 年公司实现毛利率 21.46%，同比增长 3.43 个百分点，期间费用率 11.08%，同比减少 1.59 个百分点，净利率 8.77%，同比提升 4.52 个百分点，盈利能力显著增强。

图表 1：公司业务构成



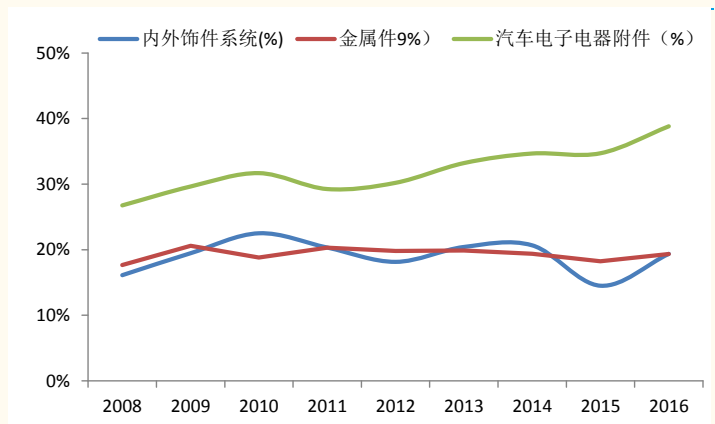
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：公司毛利率较为稳定



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司汽车电子电器附件业务毛利率稳定提升

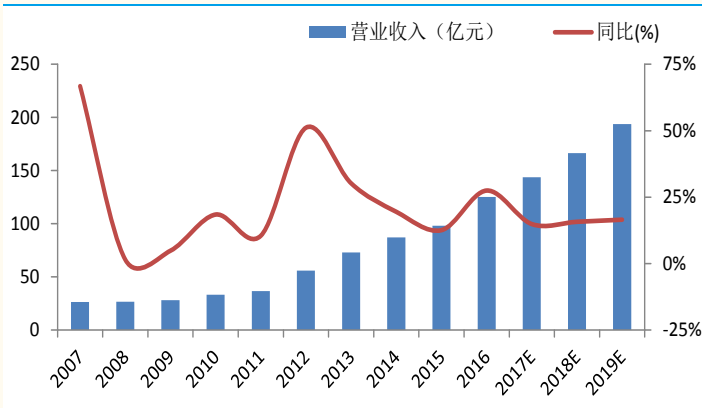


来源：wind，国金证券研究所

- 公司营收、利润保持较快增长。2007~2016 年公司营收、净利润 CAGR 分别为 19%、20%，保持较快增长。2016 年公司营收增速 27%，净利润增速 345%，主要源于公司营收高增长主要源于：国内主要客户销量增长明显；海外业务在新的管理领导下实现较快增长；宁波劳伦斯并表。利润增速远高于营收增长主要源于公司推进精益化生产，国内业务毛利率提升；

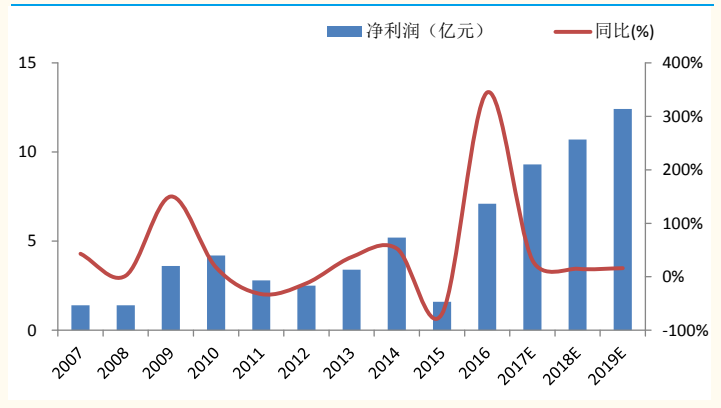
海外业务大幅减亏；宁波劳伦斯并表增厚。公司 2016 年净利润 7.14 亿元，超出 2017 年 2 月 28 日业绩快报公布的 6.36 亿元的净利润。

图表 4：公司营收较快增长，过去十年 CAGR 为 19%



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：公司利润较快长，过去十年 CAGR 为 20%



来源：wind，国金证券研究所

## 2、增发加快轻量化、电子化发展，大股东积极认购彰显信心

- 环保压力下，汽车轻量化加速推进。到 2020 年，我国乘用车平均燃料消耗量目标值为 5L/100km，综合新能源汽车发展与排放技术提升，预计可下降到 5.5L/100km，与减排目标仍有较大差距。汽车每减重 100 公斤，预计油耗降低 0.3-0.6L/100km，显示轻量化不可或缺。且轻量化材料在性能、美观等方面具备优势，将快速推进。
- 汽车电子化，智能化是发展方向。汽车电子技术已广泛应用于发动机、底盘、车身的控制和故障诊断以及音响、通讯、导航等方面，使整车的安全性能、排放性能、舒适性等得到极大提高。由于汽车市场对高科技应用体验的进一步要求，汽车将越来越倾向于电子化、智能化应用，如车联网、前端娱乐模块、智能驾驶等，这些智能化体验都将对零部件制造商提出更高的技术要求，整车电子化零部件将成为未来新的发展方向。
- 募集资金加快轻量化、电子化发展，大股东积极认购彰显信心。公司拟以不低于 21.40 元/股的价格发行股份，募集资金 25 亿元，主要用于汽车轻量化项目、汽车内外饰生产线技改项目、汽车电子研发中心技改项目。其中，大股东宁波峰梅认购不低于本次发行数量的 10%。我们认为，公司募集资金加快轻量化、电子化布局，有助于保障公司未来业绩较快增长，大股东积极参与认购，亦是对公司未来良好发展的信心。

**图表 6：公司募集资金主要投向汽车轻量化、电子化项目**

项目类别	序号	项目名称		实施主体	投资总额	拟投入募集资金
汽车轻量化	1	热成型轻量化项目	长春华翔青岛工厂热成型轻量化改扩建项目	青岛华翔	69,220.00	67,558.72
			长春华翔佛山工厂热成型轻量化技术改造项目	佛山华翔	46,480.00	45,364.48
	2	轿车用新材料项目	年产 5 万件碳纤维等高性能复合材料车身骨架部件生产线技改项目	宁波华翔	70,000.00	59,973.00
			年产 40 万套轿车用自然纤维等高性能复合材料生产线技改项目		30,000.00	25,528.00
汽车内饰件	3	汽车内饰件生产线技改项目		宁波华翔	46,203.59	35,445.41
汽车电子	4	汽车电子研发中心技改项目		宁波华翔	17,959.00	17,959.00
合计					<b>279,862.59</b>	<b>251,828.61</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、投资建议与估值

- 德国业务减亏带来业绩反转，优质资产注入增厚业绩，轻量化电子化深入推进。预计 2017~2019 年净利润分别为 9.35 亿元、10.77 亿元、12.42 亿元，EPS 分别为 1.76 元、2.03 元、2.34 元，首次覆盖，给予买入评级，6 个月目标价 30 元，对应 2017 年 17 倍 PE。

### 4、风险提示

- (1) 海外业务减亏不及预期。
- (2) 汽车产销增速不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	8,713	9,810	12,506	15,999	17,818	19,847
增长率		12.6%	27.5%	27.9%	11.4%	11.4%
主营业务成本	-6,923	-8,041	-9,822	-12,564	-13,942	-15,519
%销售收入	79.5%	82.0%	78.5%	78.5%	78.2%	78.2%
毛利	1,790	1,769	2,684	3,434	3,876	4,328
%销售收入	20.5%	18.0%	21.5%	21.5%	21.8%	21.8%
营业税金及附加	-40	-46	-68	-96	-89	-99
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-271	-301	-380	-512	-535	-595
%销售收入	3.1%	3.1%	3.0%	3.2%	3.0%	3.0%
管理费用	-729	-923	-997	-1,280	-1,408	-1,568
%销售收入	8.4%	9.4%	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	750	500	1,239	1,547	1,845	2,066
%销售收入	8.6%	5.1%	9.9%	9.7%	10.4%	10.4%
财务费用	-31	-19	-9	-48	-39	-14
%销售收入	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-60	-51	-149	-100	-150	-130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	177	160	172	190	190	190
%税前利润	20.5%	25.2%	12.9%	11.4%	9.9%	8.7%
营业利润	835	589	1,254	1,588	1,846	2,112
营业利润率	9.6%	6.0%	10.0%	9.9%	10.4%	10.6%
营业外收支	24	44	79	80	80	80
税前利润	860	633	1,333	1,668	1,926	2,192
利润率	9.9%	6.5%	10.7%	10.4%	10.8%	11.0%
所得税	-138	-217	-236	-300	-366	-416
所得税率	16.0%	34.2%	17.7%	18.0%	19.0%	19.0%
净利润	722	416	1,097	1,368	1,560	1,775
少数股东损益	198	256	383	433	483	533
归属于母公司的净利润	524	160	714	935	1,077	1,242
净利率	6.0%	1.6%	5.7%	5.8%	6.0%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	722	416	1,097	1,368	1,560	1,775
少数股东损益	198	256	383	433	483	533
非现金支出	319	364	570	621	780	844
非经营收益	-160	-22	-252	-161	-186	-192
营运资金变动	-513	-277	-145	-156	-105	-29
经营活动现金净流	367	481	1,270	1,672	2,050	2,398
资本开支	-700	-596	-677	-646	-590	-599
投资	-1	-230	-649	-501	-400	-400
其他	131	145	248	190	190	190
投资活动现金净流	-570	-681	-1,078	-957	-800	-809
股权募资	33	250	9	0	0	0
债权募资	137	410	40	-175	-339	-470
其他	-170	-252	-491	-136	-111	-104
筹资活动现金净流	0	408	-442	-311	-450	-574
现金净流量	-202	208	-249	404	800	1,015

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,034	1,356	1,396	1,800	2,600	3,615
应收账款	1,702	2,277	3,266	3,697	4,118	4,586
存货	1,227	1,411	1,840	2,237	2,483	2,764
其他流动资产	344	332	326	403	436	474
流动资产	4,307	5,376	6,828	8,137	9,636	11,439
%总资产	50.1%	51.1%	50.5%	52.7%	56.0%	59.4%
长期投资	1,956	2,314	1,945	2,446	2,845	3,245
固定资产	1,866	2,247	2,897	3,206	3,156	3,041
%总资产	21.7%	21.3%	21.4%	20.8%	18.3%	15.8%
无形资产	349	494	1,696	1,491	1,432	1,382
非流动资产	4,287	5,153	6,692	7,296	7,587	7,822
%总资产	49.9%	48.9%	49.5%	47.3%	44.0%	40.6%
资产总计	8,594	10,529	13,520	15,434	17,223	19,260
短期借款	642	1,126	1,635	1,209	670	100
应付款项	1,907	2,427	3,884	4,437	4,921	5,478
其他流动负债	439	491	648	826	917	1,099
流动负债	2,988	4,044	6,167	6,471	6,508	6,677
长期贷款	51	50	451	751	951	1,051
其他长期负债	701	755	790	758	776	796
负债	3,740	4,848	7,408	7,980	8,236	8,524
普通股股东权益	4,295	4,642	5,176	6,085	7,135	8,351
少数股东权益	559	1,038	936	1,369	1,852	2,385
负债股东权益合计	8,594	10,529	13,520	15,434	17,223	19,260

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.989	0.303	1.347	1.764	2.032	2.344
每股净资产	8.103	8.759	9.766	11.479	13.462	15.755
每股经营现金净流	0.693	0.908	2.397	3.154	3.868	4.525
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	12.20%	3.46%	13.79%	15.36%	15.10%	14.88%
总资产收益率	6.10%	1.52%	5.28%	6.06%	6.25%	6.45%
投入资本收益率	10.73%	4.52%	11.90%	12.92%	13.58%	13.62%
增长率						
主营业务收入增长率	19.49%	12.59%	27.48%	27.93%	11.37%	11.38%
EBIT增长率	28.89%	-33.39%	148.04%	24.80%	19.30%	11.95%
净利润增长率	52.74%	-69.38%	344.81%	30.95%	15.23%	15.32%
总资产增长率	21.53%	22.52%	28.41%	14.16%	11.59%	11.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.2	59.9	64.6	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	60.1	59.9	60.4	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	78.7	81.5	86.9	87.0	87.0	87.0
固定资产周转天数	65.6	70.2	72.4	63.7	55.1	46.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.02%	-3.18%	11.28%	2.15%	-10.90%	-22.95%
EBIT利息保障倍数	24.3	25.9	143.1	32.1	47.8	151.9
资产负债率	43.52%	46.05%	54.79%	51.71%	47.82%	44.26%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	7
增持	0	0	2	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.42</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD