

2017年08月22日

广东鸿图 (002101.SZ)

动态分析

产能释放与收购并表助力业绩拐点形成

投资要点

◆ **上半年收入同比增长 81.18%，归母净利润同比增长 160.64%，符合预期。**公司 17 年上半年实现营收 21.28 亿元，同比增长 81.18%；归母净利润 1.53 亿元，同比增长 160.64%；毛利率 24.26%，净利率 7.72%，同比分别上升 1.06 和 2.72 个百分点。其中 2Q 实现营收 13.43 亿元，同比增长 130.38%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比增长 269.61%。上半年业绩实现高增长的原因主要有：1) 宁波四维尔并表贡献营收 4.31 亿元，增厚了公司业绩。2) 主业压铸件增长稳健，实现营收 16.10 亿元，同比增长 37.12%。

◆ **三大生产基地完善全国产业布局，进一步做大做强压铸件主业。**公司是压铸件行业龙头，产品需求量较大，本部常年处于满产状态。为解决产能问题，公司新设南通、武汉两处基地，已于 16 年开始投产。南通基地上半年实现营收 6.13 亿元，同比大增 78.42%；武汉基地也已实现月度盈利，订单和生产效率正逐步提升。公司目前已完成了华南（高要）、华东（南通）和华中（武汉）三大生产基地的产业布局，原有产能不足的问题得到了缓解，压铸件主业有望得到进一步深化与加强。

◆ **收购宁波四维尔，切入汽车内饰件领域。**宁波四维尔已于 2Q 并表，上半年贡献营收 4.31 亿元，归母净利润 0.23 亿元，显著增厚了公司业绩。宁波四维尔在汽车内外饰行业内拥有客户资源及技术工艺优势，产品配套一汽、上汽、广汽、长安等国内整车企业，并已成为通用、福特、大众、奥迪等国外主机厂的一级供应商。随着业务整合的推进，未来内外饰业务有望与公司压铸件主业形成业务协同与客户共享，成为公司新的业绩增长点。

◆ **投资建议** 我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.92 元、1.24 元和 1.51 元。净资产收益率分别为 12.8%、15.1% 和 15.9%。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 31.00 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**下游汽车销量不及预期；新基地产能释放不及预期；业务整合不及预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,258.7	2,678.2	4,989.2	6,174.6	7,241.5
同比增长(%)	2.0%	18.6%	86.3%	23.8%	17.3%
营业利润(百万元)	144.6	181.1	358.4	489.1	596.2
同比增长(%)	8.3%	25.2%	97.9%	36.5%	21.9%
净利润(百万元)	128.7	166.1	323.6	436.6	533.3
同比增长(%)	9.1%	29.1%	94.8%	34.9%	22.1%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.92	1.24	1.51
PE	64.7	50.1	25.6	19.0	15.5
PB	5.7	3.9	3.3	2.9	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

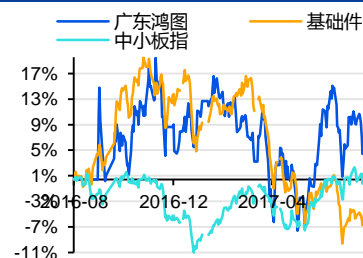
机械 | 基础件 III

投资评级 **买入-A(首次)**
 6 个月目标价 31.00 元
 股价(2017-08-21) 23.47 元

交易数据

总市值(百万元) 8,325.23
 流通市值(百万元) 5,820.87
 总股本(百万股) 354.72
 流通股本(百万股) 248.01
 12 个月价格区间 19.11/26.16 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.3	-1.42	2.57
绝对收益	3.99	9.63	5.31

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20655793

报告联系人

刘文婷
 liuwenting@huajinsec.cn
 021-20377055

相关报告

内容目录

一、宁波四维尔并表增厚业绩，上半年营收同比增 81.18%.....	3
（一）汽车类压铸件占比仍最大，内饰件将成未来增长看点	3
（二）三费稳定，研发投入逐年增长	4
二、压铸件主业稳健，外延拓展期待产生协同效应.....	6
（一）三大生产基地完善全国产业布局，进一步做大做强压铸件主业	6
（二）收购宁波四维尔，切入汽车内饰领域	6
（三）积极布局汽车轻量化、新能源汽车压铸件	6
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

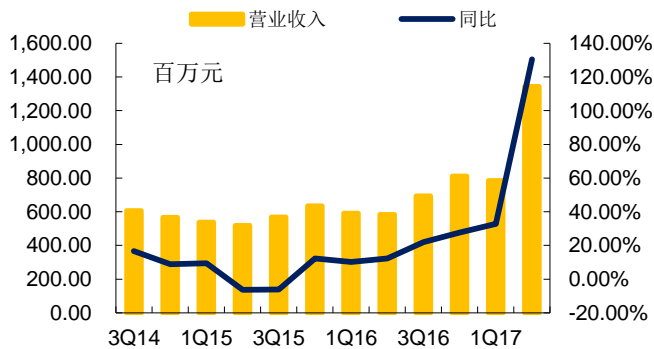
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率	3
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率.....	3
图 3：公司近五年各项业务营收及综合毛利率.....	3
图 3：公司近五年各项业务占比.....	4
图 7：过往 12 个季度毛利率及净利率变化.....	4
图 8：过往 12 个季度三费率	5
图 9：过往 5 年研发投入及增速	5

一、宁波四维尔并表增厚业绩，上半年营收同比增 81.18%

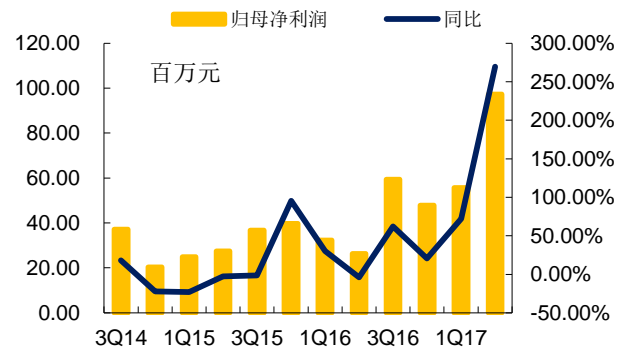
公司 17 年上半年实现营收 21.28 亿元，同比增长 81.18%；归母净利润 1.53 亿元，同比增长 160.64%；毛利率 24.26%，净利率 7.72%，同比分别上升 1.06 和 2.72 个百分点。其中 2Q 实现营收 13.43 亿元，同比增长 130.38%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比增长 269.61%。上半年业绩实现高增长的原因主要有：1) 宁波四维尔并表贡献营收 4.31 亿元，增厚了公司业绩。2) 主业压铸件增长显著，实现营收 16.10 亿元，同比增长 37.12%。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率

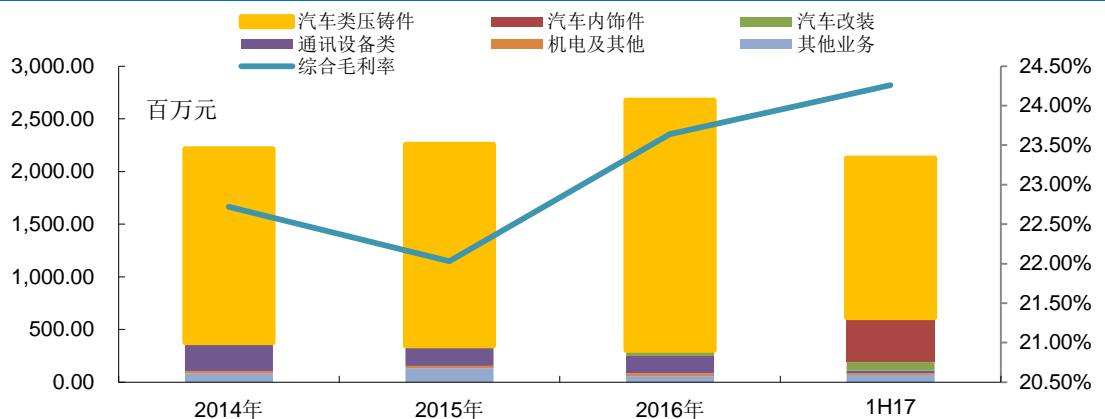


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）汽车类压铸件占比仍最大，内饰件将成未来增长看点

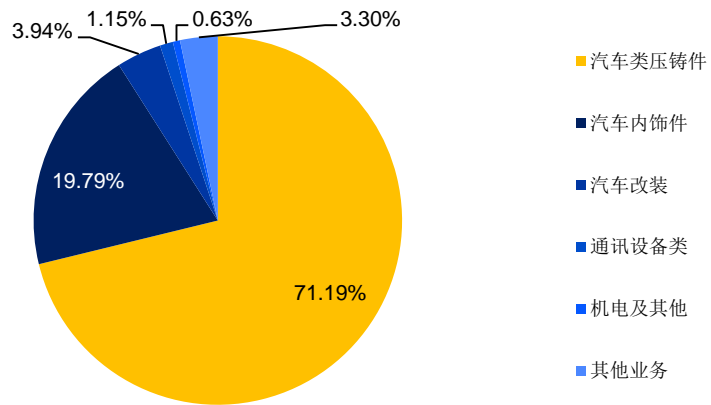
产品细分看，17 年上半年汽车类压铸件营业收入 15.15 亿元，同比增长 46.94%；汽车内饰件由于宁波四维尔并表，营业收入 4.21 亿元；汽车改装营业收入 0.84 亿元；通讯设备类营业收入 0.24 亿元，同比下降 76.33%；机电及其他营业收入 0.13 亿元，同比增长 23.62%。其中汽车类压铸件在总营收中占比仍最大，1H17 占比 71.19%；内饰件业务营收占比 19.79%。

图 3：公司近五年各项业务营收及综合毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

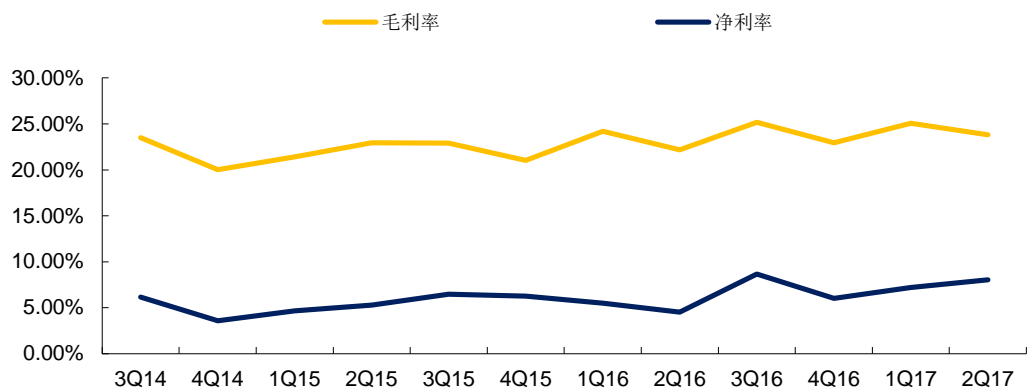
图 4：公司近五年各项业务占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率 24.26%，净利率 7.72%，同比分别上升 1.06 和提升 2.72 个百分点。从单季数据看，二季度由于宁波四维尔内饰件业务毛利率低于公司传统主业压铸件，因此并表后整体毛利率有所下滑。

图 5：过往 12 个季度毛利率及净利率变化



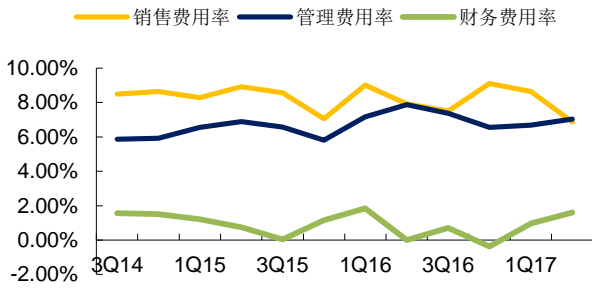
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）三费稳定，研发投入逐年增长

17 年上半年公司三费率合计 15.80%，比上年同期下降 1.11%。公司过往几年中三费率基本保持稳定，受 2016 年下半年至本报告期末宝龙汽车及宁波四维尔纳入并表范围影响，管理费用及财务费用有所上升。

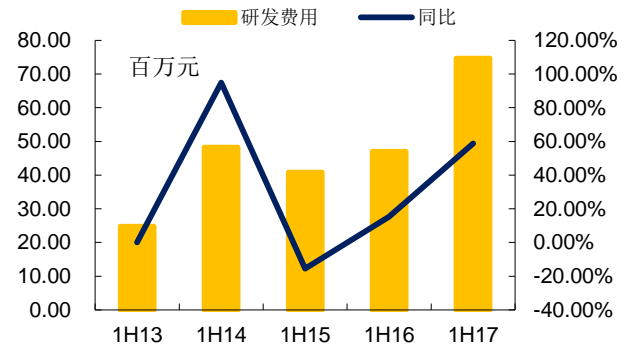
公司近年来研发投入呈逐年递增趋势。17 年上半年研发投入 0.75 亿元，同比增长 58.85%。公司通过加大对新产品、新技术等方面的研发投入，有效提升了公司产品技术及市场核心竞争力，提升了鸿图品牌影响力。

图 6：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：过往 5 年研发投入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、压铸件主业稳健，外延拓展期待产生协同效应

（一）三大生产基地完善全国产业布局，进一步做大做强压铸件主业

公司是压铸件行业龙头，产品用于汽车发动机、变速箱配件的缸盖罩、油底壳、变速器壳体、离合器壳体、齿轮室副车架等汽车类压铸件。产品需求量较大，高要本部常年处于满产状态。为解决产能问题，公司新设南通、武汉两处基地，已于 16 年开始投产。南通基地订单已逐渐开始放量，17 年上半年实现营收 6.13 亿元，同比大增 78.42%；武汉基地开始扭亏为盈，并已实现月度盈利，订单和生产效率正逐步提升。公司目前已完成了华南（高要）、华东（南通）和华中（武汉）三大生产基地的产业布局，原有产能不足的问题得到了缓解，压铸件主业得到进一步深化与加强。

（二）收购宁波四维尔，切入汽车内饰领域

宁波四维尔已于 2Q 并表，上半年贡献营收 4.31 亿元，归母净利润 0.23 亿元，显著增厚了公司业绩。宁波四维尔在汽车内外饰行业内拥有客户资源及技术工艺优势，产品主要包括汽车外饰件系列产品、汽车内饰件系列产品及其他塑料件产品（发动机罩等），其中汽车标牌、散热器格栅、出风口、装饰条为四维尔工业的主力产品。相关产品已配套一汽、上汽、广汽、长安等国内整车企业，并已成为通用、福特、大众、奥迪等国外主机厂的一级供应商。随着业务整合的推进，未来内外饰业务有望与公司压铸件主业形成业务协同与客户共享，成为公司新的业绩增长点。

（三）积极布局汽车轻量化、新能源汽车压铸件

汽车轻量化及新能源汽车符合汽车未来的发展趋势。轻量化领域，公司 16 年与中国铝业公司下属的苏州有色金属研究院有限公司签署技术开发合作协议，双方共同开发基于汽车轻量化的铝合金新材料、新工艺、新技术、新装备、新产品。公司新产品项目汽车铝合金结构件正在研发中。新能源领域，公司已开发出新能源汽车减震塔、副车架以及采用结构件工艺生产的新能源电池箱壳体等产品，目前正加大对新能源汽车客户的开拓力度。公司在轻量化、新能源汽车领域布局将为公司未来的业绩增长提供新的动力。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.92 元、1.24 元和 1.51 元。净资产收益率分别为 12.8%、15.1% 和 15.9%。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 31.00 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。

四、风险提示

下游汽车销量不及预期；新基地产能释放不及预期；业务整合不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,258.7	2,678.2	4,989.2	6,174.6	7,241.5	年增长率					
减:营业成本	1,761.1	2,045.2	3,805.4	4,688.7	5,483.3	营业收入增长率	2.0%	18.6%	86.3%	23.8%	17.3%
营业税费	8.9	15.0	22.9	29.1	36.0	营业利润增长率	8.3%	25.2%	97.9%	36.5%	21.9%
销售费用	184.3	225.2	419.8	514.2	607.1	净利润增长率	9.1%	29.1%	94.8%	34.9%	22.1%
管理费用	145.2	192.5	349.2	432.2	506.9	EBITDA 增长率	3.6%	19.5%	59.4%	24.7%	16.3%
财务费用	17.9	12.8	27.4	15.2	5.8	EBIT 增长率	-0.1%	19.3%	99.0%	30.7%	19.4%
资产减值损失	-3.3	6.4	6.0	6.0	6.0	NOPLAT 增长率	3.0%	20.8%	98.0%	30.4%	19.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.0%	30.9%	40.6%	-19.9%	38.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.9%	48.8%	17.2%	14.7%	15.7%
营业利润	144.6	181.1	358.4	489.1	596.2	盈利能力					
加:营业外净收支	1.0	6.4	6.3	4.6	5.7	毛利率	22.0%	23.6%	23.7%	24.1%	24.3%
利润总额	145.6	187.5	364.7	493.7	602.0	营业利润率	6.4%	6.8%	7.2%	7.9%	8.2%
减:所得税	17.0	19.8	40.1	55.3	65.8	净利润率	5.7%	6.2%	6.5%	7.1%	7.4%
净利润	128.7	166.1	323.6	436.6	533.3	EBITDA/营业收入	11.4%	11.5%	9.8%	9.9%	9.8%
						EBIT/营业收入	7.2%	7.2%	7.7%	8.2%	8.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	47.3%	42.8%	55.2%	37.5%	48.7%
货币资金	148.3	292.3	399.1	494.0	579.3	负债权益比	89.6%	74.8%	123.3%	60.1%	95.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.18	1.33	1.52	1.74	1.89
应收帐款	755.8	907.4	2,169.5	1,675.6	2,815.3	速动比率	0.88	1.01	1.15	1.34	1.43
应收票据	5.9	29.3	73.7	33.1	90.2	利息保障倍数	9.08	15.10	14.08	33.10	103.11
预付帐款	17.1	27.5	247.3	91.3	304.7	营运能力					
存货	322.3	412.2	919.7	695.3	1,230.4	固定资产周转天数	150	153	89	68	54
其他流动资产	40.4	30.2	30.0	28.0	29.4	流动营业资本周转天数	76	67	74	74	77
可供出售金融资产	-	12.5	4.2	5.6	7.4	流动资产周转天数	208	201	200	200	201
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	113	112	111	112	112
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	56	49	48	47	48
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	423	440	341	301	279
固定资产	1,009.9	1,273.5	1,203.1	1,124.6	1,039.6	投资资本周转天数	262	268	196	167	151
在建工程	145.7	146.4	117.1	93.7	75.0	费用率					
无形资产	107.0	130.6	126.5	122.5	118.4	销售费用率	8.2%	8.4%	8.4%	8.3%	8.4%
其他非流动资产	209.2	525.2	379.3	299.9	288.0	管理费用率	6.4%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	2,761.6	3,787.3	5,669.6	4,663.5	6,577.8	财务费用率	0.8%	0.5%	0.5%	0.2%	0.1%
短期债务	378.7	341.4	565.9	162.0	247.0	三费/营业收入	15.4%	16.1%	16.0%	15.6%	15.5%
应付帐款	561.5	740.4	1,652.8	1,319.9	2,151.8	投资回报率					
应付票据	-	21.3	109.7	52.8	70.3	ROE	8.8%	7.7%	12.8%	15.1%	15.9%
其他流动负债	155.3	175.3	203.5	197.4	200.9	ROA	4.7%	4.4%	5.7%	9.4%	8.2%
长期借款	192.8	322.0	581.5	-	517.9	ROIC	9.2%	10.0%	15.2%	14.1%	21.0%
其他非流动负债	16.8	19.9	16.9	17.9	18.2	分红指标					
负债总额	1,305.1	1,620.3	3,130.3	1,749.9	3,206.1	DPS(元)	-	0.07	0.14	0.19	0.23
少数股东权益	-	17.7	18.7	20.5	23.4	分红比率	0.0%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	191.7	248.0	352.6	352.6	352.6	股息收益率	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%
留存收益	1,268.6	1,901.3	2,168.0	2,540.5	2,995.7						
股东权益	1,456.5	2,167.0	2,539.3	2,913.6	3,371.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.36	0.47	0.92	1.24	1.51
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	4.11	6.06	7.15	8.21	9.50
净利润	128.7	167.6	323.6	436.6	533.3	PE(X)	64.7	50.1	25.6	19.0	15.5
加:折旧和摊销	158.0	198.9	103.7	106.0	107.8	PB(X)	5.7	3.9	3.3	2.9	2.5
资产减值准备	-3.3	6.4	-	-	-	P/FCF	105.3	-28.9	-86.2	104.6	55.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.7	3.1	1.7	1.3	1.1
财务费用	29.4	28.1	27.4	15.2	5.8	EV/EBITDA	18.6	19.3	18.3	13.0	11.9
投资损失	-	-	-	-	-	CAGR(%)	50.5%	47.3%	40.1%	50.5%	47.3%
少数股东损益	-	1.5	1.0	1.8	2.9	PEG	1.3	1.1	0.6	0.4	0.3
营运资金的变动	-126.8	-124.0	-876.1	607.2	-1,080.6	ROIC/WACC	1.0	1.0	1.6	1.5	2.2
经营活动产生现金流量	163.2	313.2	-420.4	1,166.8	-430.7						
投资活动产生现金流量	-254.5	-724.3	8.3	-1.4	-1.9						
融资活动产生现金流量	61.7	554.1	518.9	-1,070.6	517.9						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn