

# 华懋科技 (603306.SH)

## 动态分析

### 中报业绩承压，中长期向好趋势不变

#### 投资要点

- ◆ **上半年收入同比增长 16.12%，归母净利润同比增长 6.06%，表现低于预期，但中长期业绩向好趋势不变。**公司 17 年上半年实现营收 4.44 亿元，同比增长 16.12%；归母净利润 1.25 亿元，同比增长 6.06%；毛利率 42.71%，净利率 28.06%，同比分别下降 3.67 和 2.66 个百分点。其中 2Q 实现营收 2.06 亿元，同比增长 30.75%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 7.16%。受上半年乘用车销量放缓和原材料价格上涨影响，公司上半年业绩增长低于市场预期。但我们认为公司中长期业绩向好趋势不变，主要原因有：（1）高田破产事件正在受理，公司下游客户奥托立夫、天合、百利得等有望继续蚕食高田的市场份额，公司将间接受益；（2）单车安全气囊配置数量有望迅速提升，安全气囊布及安全气袋需求量进一步扩大；（3）新产能将在今明两年里集中释放，带来较大业绩弹性。
- ◆ **单车安全气囊配置数量持续提升且高配置数量的豪车销量高增长，安全气囊布及安全气袋需求量将进一步提升。**目前我国大部分车型配置的为双安全气囊（仅主副驾驶座两个前气囊）或四个气囊（增加两个车窗帘式气囊），豪华车型单车配置为六个气囊（增加两个座椅侧气囊）或八个气囊（新增两个膝部气囊）。受益于消费升级，豪华品牌车销量增速（17 年上半年上牌量同比增长 18%）超过行业平均水平。同时，单车配置安全气囊平均数量也在不断提升。公司作为奥托立夫、延锋百利得、锦恒等知名安全气囊制造商的上游企业，将充分受益于单车配套数量的提升及高配置数量的豪车销量增长，安全气囊布及安全气袋产品需求量有望进一步扩大。
- ◆ **定增完成，产能加速扩充有望带来较大业绩弹性。**公司定增完成，共募集资金总额 7.18 亿元，用于扩建 640 万平米气囊布产能，目前项目已在建设中，预计 2018 年底投产。通过扩产，公司将扩充原有优势产品生产线的产能，进一步巩固目前公司在安全气囊布和安全气袋领域的优势地位。加上公司计划 17 年陆续投放的 946 万平米产能，公司近两年产能合计将增长 1586 万平米，较 16 年产能增长 77%，新产能也将为公司未来两年带来较大的业绩弹性。
- ◆ **投资建议：**我们下调公司 2017 年至 2019 年每股收益分别至 1.30 元、1.69 元和 2.16 元。净资产收益率分别为 20.6%、23.5% 和 26.1%。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价下调至 42.30 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**汽车销量增长低于预期；产能达产进度延后。

投资评级

**买入-A(维持)**

6 个月目标价

42.30 元

股价(2017-08-22)

34.35 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	7,347.47
流通市值 (百万元)	2,533.23
总股本 (百万股)	213.90
流通股本 (百万股)	73.75
12 个月价格区间	28.49/39.20 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.95	10.62	1.46
绝对收益	16.56	17.08	7.32

#### 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

- 华懋科技：产能制约一季度增速放缓，中长期向好趋势不变 2017-04-28
- 华懋科技：盈利能力持续提升，新产能有望促高增长持续 2017-04-14
- 华懋科技：业绩增速超预期，内外有利因素共振促高增长 2016-10-31
- 华懋科技：盈利能力同比大幅提升，中报业绩超预期 2016-08-30
- 华懋科技：被低估的高成长型安全气囊领域“隐形”冠军 2016-07-19

**财务数据与估值**

会计年度	TRUE	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	676.2	889.6	1,089.9	1,383.8	1,746.1
同比增长(%)	27.3%	31.6%	22.5%	27.0%	26.2%
营业利润(百万元)	199.9	306.9	358.0	464.9	595.0
同比增长(%)	47.2%	53.5%	16.7%	29.9%	28.0%
净利润(百万元)	174.7	262.5	308.1	399.4	509.9
同比增长(%)	47.4%	50.3%	17.4%	29.6%	27.7%
每股收益(元)	0.82	1.23	1.30	1.69	2.16
PE	42.3	28.2	26.5	20.4	16.0
PB	6.9	5.7	5.4	4.8	4.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、上半年营收增 16.12%，中长期趋势向好 .....	4
（一）公司毛利率与锦纶市场价格高度相关 .....	4
（二）三费率与研发投入基本保持稳定 .....	5
二、安全气囊中长期向好趋势不变 .....	6
（一）高田事件持续发酵，公司间接受益 .....	6
（二）单车配置数量提升，安全气囊布、安全气囊需求量进一步扩大 .....	6
（三）产能扩充带来较大业绩弹性 .....	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 .....	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率 .....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化 .....	4
图 4：近两年锦纶丝市场价格变动 .....	5
图 5：近两年锦纶切片市场价格变动 .....	5
图 6：过往 12 个季度三费率 .....	5
图 7：过往 5 年研发投入占营业收入比重 .....	5

## 一、上半年营收增 16.12%，中长期趋势向好

公司 17 年上半年实现营收 4.44 亿元，同比增长 16.12%；归母净利润 1.25 亿元，同比增长 6.06%。其中 2Q 实现营收 2.06 亿元，同比增长 30.75%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 7.16%。受上半年乘用车销量放缓和原材料价格上涨影响，公司上半年业绩增长低于市场预期。但我们认为公司中长期业绩向好趋势不变，主要原因有：（1）高田事件持续发酵，公司下游客户奥托立夫、百利得等将继续蚕食高田在日系车中的高市场份额，公司将间接受益；（2）单车安全气囊配置数量有望进一步提升，安全气囊行业整体趋势向好；（3）公司目前产能利用率已处高位，新产能将于明年两年集中释放，带来较大业绩弹性。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率

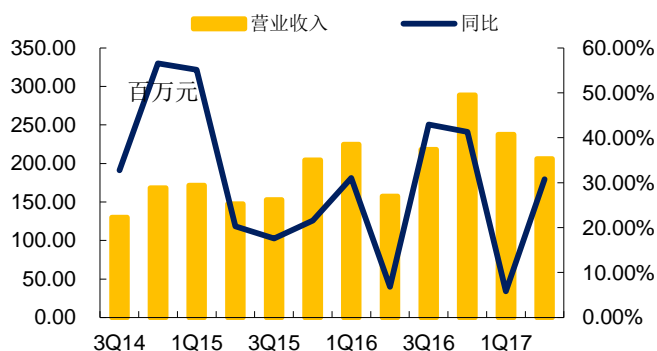
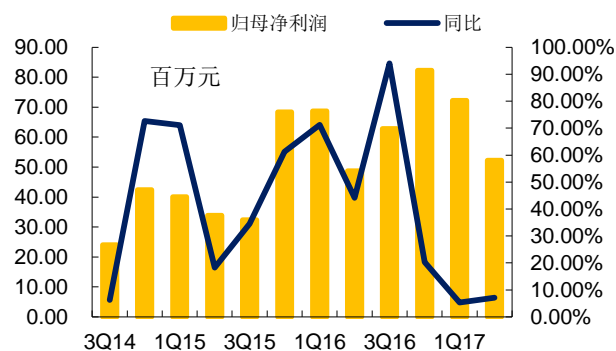


图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率



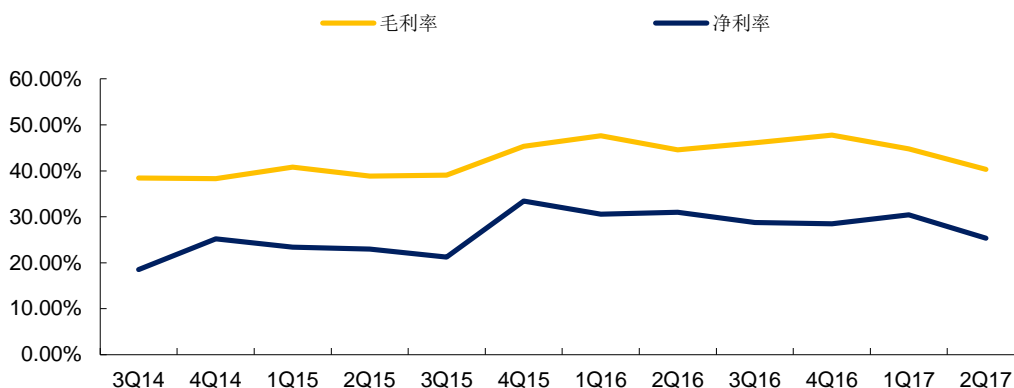
资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

### （一）公司毛利率与锦纶市场价格高度相关

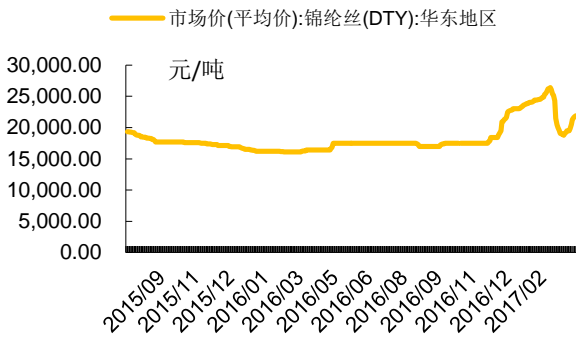
从毛利率水平看，17 年上半年公司毛利率 42.71%，净利率 28.06%，同比分别下降 3.67 和 2.66 个百分点。公司今年毛利率有所下滑，主要是受到原材料锦纶价格上涨的影响。锦纶市场价格在 16 年底开始上涨，17 年初有所回落，5 月开始又呈上涨态势，公司毛利率变动也与锦纶市价变动高度相关。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化



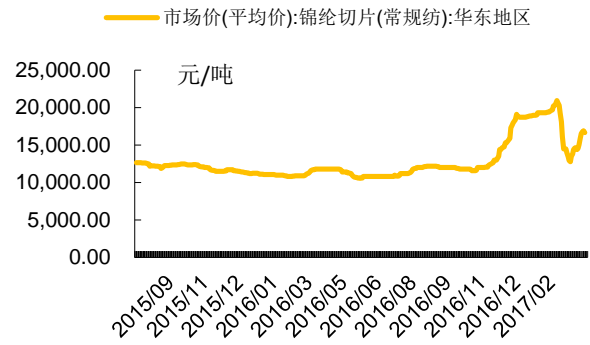
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：近两年锦纶丝市场价格变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：近两年锦纶切片市场价格变动



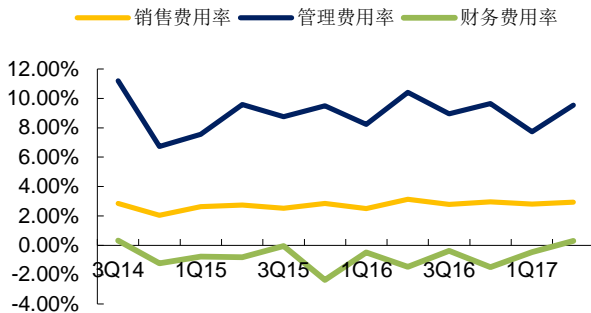
资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 三费率与研发投入基本保持稳定

公司过往几年中三费率基本保持稳定。17 年上半年公司三费率合计 11.33%，比上年同期上升 0.33%。

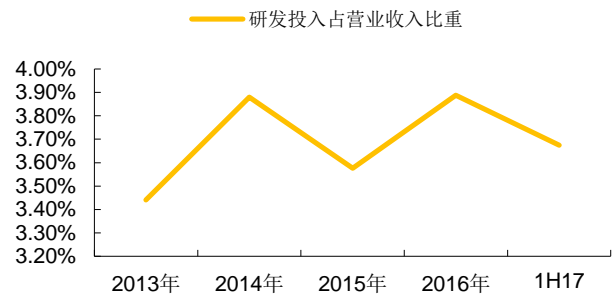
公司研发费用占营业收入比例近年来基本维持在 3.5%-4.0%之间，17 年上半年的 3.67%，持续的研发投入也有效提升公司气囊布的产品竞争力。

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 年研发投入占营业收入比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、安全气囊中长期向好趋势不变

### （一）高田事件持续发酵，公司间接受益

日本汽车安全气囊巨头高田深陷“气囊门”事件，累计召回汽车数量超过1亿辆，公司财政不堪重负，已于17年6月申请破产。高田气囊在全球市场占有率约为20%，在其破产后，其市场份额将逐步被其他安全气囊制造商蚕食。公司前五大客户奥托立夫、吉丝特、上海惠太和百利得，原先均在安全气囊制造商领域与高田存在竞争关系，因此将受益于高田的破产，有望瓜分其市场份额，公司作为上游安全气囊布供应商也将间接受益。

### （二）单车配置数量提升，安全气囊布、安全气囊需求量进一步扩大

目前我国大部分车型配置的为双安全气囊（仅主副驾驶座两个前气囊）或四个气囊（增加两个车窗帘式气囊），豪华车型单车配置为六个气囊（增加两个座椅侧气囊）或八个气囊（新增两个膝部气囊）。受益于消费升级，豪华品牌车销量增速（17年上半年上牌量同比增长18%）超过行业平均水平。同时，单车配置安全气囊平均数量也在不断提升。公司作为奥托立夫、延锋百利得、锦恒等知名安全气囊制造商的上游企业，将充分受益于单车配套数量的提升及高配置数量的豪车销量增长，安全气囊布及安全气囊产品需求量有望进一步扩大。

### （三）产能扩充带来较大业绩弹性

公司定增共募集资金总额7.18亿元，用于扩建640万米气囊布产能，目前项目已在建设中，预计2018年底投产。通过扩产，公司将扩充原有优势产品生产线的产能，进一步巩固目前公司在安全气囊布和安全气囊领域的优势地位。加上公司计划17年陆续投放的946万米产能，公司近两年产能合计将增长1586万米，较16年产能增长77%，新产能也将为公司未来两年带来较大的业绩弹性。

### 三、投资建议

我们下调公司 2017 年至 2019 年每股收益分别至 1.30 元、1.69 元和 2.16 元。净资产收益率分别为 20.6%、23.5% 和 26.1%。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价下调至 42.30 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

汽车销量增长低于预期；产能达产进度延后。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	TRUE	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	676.2	889.6	1,089.9	1,383.8	1,746.1	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	396.5	473.7	596.4	747.2	940.2	营业收入增长率	27.3%	31.6%	22.5%	27.0%	26.2%
营业税费	5.5	9.5	9.4	12.7	16.6	营业利润增长率	47.2%	53.5%	16.7%	29.9%	28.0%
销售费用	18.2	25.1	30.5	34.6	41.9	净利润增长率	47.4%	50.3%	17.4%	29.6%	27.7%
管理费用	59.9	82.3	97.0	125.9	157.1	EBITDA 增长率	37.6%	48.4%	14.5%	27.7%	26.4%
财务费用	-7.4	-8.5	-5.0	-5.0	-5.0	EBIT 增长率	41.8%	55.0%	18.3%	30.3%	28.3%
资产减值损失	5.9	5.0	5.5	5.5	5.3	NOPLAT 增长率	41.6%	55.3%	18.2%	30.3%	28.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-4.2%	40.4%	-6.2%	26.6%	-6.2%
投资和汇兑收益	2.4	4.4	2.0	2.0	5.0	净资产增长率	16.9%	20.6%	15.3%	13.3%	15.0%
<b>营业利润</b>	199.9	306.9	358.0	464.9	595.0	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	4.5	-0.3	2.3	2.2	1.4	毛利率	41.4%	46.8%	45.3%	46.0%	46.2%
<b>利润总额</b>	204.4	306.6	360.4	467.1	596.4	营业利润率	29.6%	34.5%	32.8%	33.6%	34.1%
减:所得税	29.8	44.1	52.3	67.7	86.5	净利润率	25.8%	29.5%	28.3%	28.9%	29.2%
<b>净利润</b>	174.7	262.5	308.1	399.4	509.9	EBITDA/营业收入	33.6%	37.9%	35.4%	35.6%	35.7%
						EBIT/营业收入	28.5%	33.5%	32.4%	33.2%	33.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	15.4%	17.3%	11.5%	16.4%	14.2%
货币资金	541.8	538.9	764.1	766.3	1,078.5	负债权益比	18.3%	20.9%	13.1%	19.6%	16.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.69	4.07	6.46	4.91	5.89
应收帐款	209.6	310.4	279.8	487.8	490.4	速动比率	4.35	3.73	5.95	4.49	5.38
应收票据	61.9	120.2	39.3	180.8	116.1	利息保障倍数	-26.02	-34.97	-70.61	-91.99	-117.99
预付帐款	0.5	1.5	1.0	1.8	2.0	<b>营运能力</b>					
存货	66.3	90.6	99.2	138.7	164.6	固定资产周转天数	143	139	126	91	66
其他流动资产	42.9	40.7	77.9	53.8	57.5	流动营业资本周转天数	129	108	104	109	107
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	460	410	390	376	365
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	97	105	97	100	101
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	32	32	31	31	31
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	638	576	539	485	444
固定资产	289.0	397.0	365.3	333.6	301.8	投资资本周转天数	301	269	249	215	184
在建工程	24.7	22.7	22.7	22.7	22.7	<b>费用率</b>					
无形资产	26.6	36.0	35.0	33.9	32.9	销售费用率	2.7%	2.8%	2.8%	2.5%	2.4%
其他非流动资产	11.9	13.7	10.4	11.6	11.7	管理费用率	8.9%	9.3%	8.9%	9.1%	9.0%
<b>资产总额</b>	1,275.1	1,571.7	1,694.7	2,031.1	2,278.3	财务费用率	-1.1%	-1.0%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
短期债务	29.1	30.0	-	-	-	三费/营业收入	10.5%	11.1%	11.2%	11.2%	11.1%
应付帐款	130.6	173.4	143.7	279.4	265.8	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	20.2%	20.6%	23.5%	26.1%
其他流动负债	37.1	67.7	51.6	52.5	58.3	ROA	13.7%	16.7%	18.2%	19.7%	22.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	28.5%	46.1%	38.8%	54.0%	54.7%
其他非流动负债	0.1	0.9	0.3	0.4	0.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	196.8	271.9	195.6	332.4	324.6	DPS(元)	0.33	0.70	0.65	0.85	1.08
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	40.8%	57.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	142.6	213.9	236.2	236.2	236.2	股息收益率	1.0%	2.0%	1.9%	2.4%	3.1%
留存收益	973.7	1,108.8	1,262.8	1,462.5	1,717.5						
<b>股东权益</b>	1,078.2	1,299.9	1,499.0	1,698.7	1,953.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	174.7	262.5	308.1	399.4	509.9	EPS(元)	0.82	1.23	1.30	1.69	2.16
加:折旧和摊销	35.1	38.9	32.8	32.8	32.8	BVPS(元)	5.04	6.08	6.35	7.19	8.27
资产减值准备	3.7	5.0	-	-	-	PE(X)	42.3	28.2	26.5	20.4	16.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	5.7	5.4	4.8	4.2
财务费用	4.3	0.5	-5.0	-5.0	-5.0	P/FCF	52.0	186.1	24.7	40.2	14.4
投资损失	-2.4	-4.4	-2.0	-2.0	-5.0	P/S	10.9	8.3	7.5	5.9	4.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.4	20.4	19.2	15.0	11.4
营运资金的变动	13.4	-60.7	19.1	-227.5	24.1	CAGR(%)	31.7%	24.8%	37.5%	31.7%	24.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	126.9	221.2	353.0	197.6	556.7	PEG	1.3	1.1	0.7	0.6	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	37.8	-153.1	2.0	2.0	5.0	ROIC/WACC	2.7	4.4	3.7	5.1	5.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	-13.9	-72.2	-129.7	-197.5	-249.5						

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