



2017年12月19日

# 增持(首次评级)

当前价：22.02元

汽车及零部件行业研究组

**分析师：王风华**

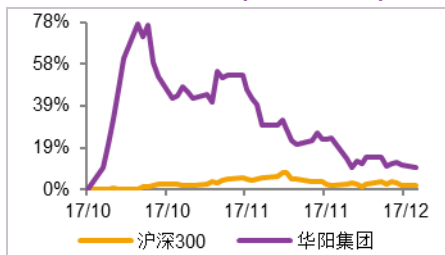
 执业编号：S0300516060001  
 邮箱：wangfenghua@lxsec.com

**研究助理：徐昊**

 电话：010-66235635  
 邮箱：xuhao@lxsec.com

**联系人：高通**

 电话：010-66235705  
 邮箱：gaotong@lxsec.com

**股价相对市场表现(近12个月)**


资料来源：聚源

**盈利预测**

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	4247	4621	5108	5721
(+/-)	2%	9%	11%	12%
归母净利润	295	327	366	423
(+/-)	63%	11%	12%	16%
EPS(元)	0.74	0.69	0.77	0.89
P/E	—	31.89	28.50	24.61

资料来源：联讯证券研究院

**华阳集团(002906.SZ)**

## 【联讯汽车公司点评】华阳集团：汽车电子化龙头，受益汽车电子渗透率提高

**投资要点**

### 汽车电子的领先者

公司前身是2002年改制设立的华阳有限，华阳有限前身为1993年设立的全民所有制企业华阳实业，公司2013年整体变更设立股份公司。公司主要有四块业务：汽车电子、精密电子部件、精密压铸以及LED照明业务。公司63%的业务收入来自汽车电子类，汽车电子类产品为车载音频播放器、车载影音导航系统、车载音视频播放器等，公司市场地位与德赛西威同属国内第一阵营。

### 公司产品结构不断强化，汽车电子比重增加

公司汽车电子业务营业收入占比从2012年37.8%提高到2016年的64.6%，毛利率占比从2012年的63.6%提高到2016年的77.1%，提高汽车电子业务的同时毛利率从2012年的15.8%提高到2017年Q3的21.83%，公司视盘机业务不断萎缩，公司相应缩减了机芯的产量，视盘机业务对公司负面影响逐渐减少。公司募投项目中90%资金用于汽车电子及精密压铸相关领域，募投达产后，公司毛利率会进一步提升，保证盈利的稳定增长。

### 车载电子渗透率有望下沉，公司受益较多

随着电子技术的不断进步、汽车电子普及程度的提高以及汽车电子占整车装备的比重不断提高，汽车电子将从中高端车型向中低端车型普及，同时汽车低增速下合资车降成本将给予国产化较大替代空间，公司作为国内车载电子龙头企业，相对于同行业的索菱股份、路畅科技，公司在前装市场优势明显，主要客户有长城、北汽银翔、通用五菱等一线自主，未来有望取得合资订单增厚业绩。

### 公司Q3业绩符合预期

公司前三季度毛利率21.83%，同比下降0.66%，销售费用率4.63%，去年同期费用率4.77%略有下降；管理费用率10.49%，去年同期9.75%，略有提升；由于公司上市，财务费用有所提升。管理费用净提升的4400万影响了公司毛利，我们认为公司毛利率变动在正常范围内，随着产品结构优化，毛利率将保持逐渐上升趋势。

### 盈利预测及估值

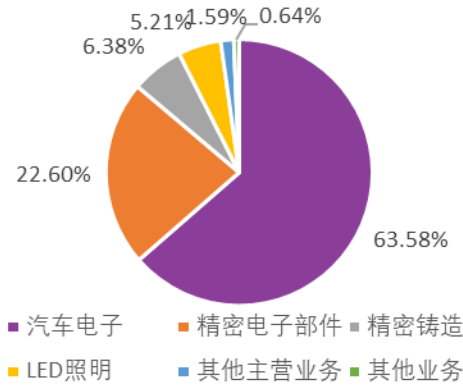
我们预测公司17-19年主营业务收入为46.21亿、51.08亿、57.21亿，归母净利润为3.27亿、3.66亿、4.23亿，EPS分别为0.69元、0.77元、0.89元，对应PE为32倍、28倍、25倍。本着审慎原则，给予公司“增持”评级。

### 风险提示

汽车销量放缓、外资产品降价对公司价格形成压力、公司对于市场偏好反应不及时



图表1： 公司主营产品结构



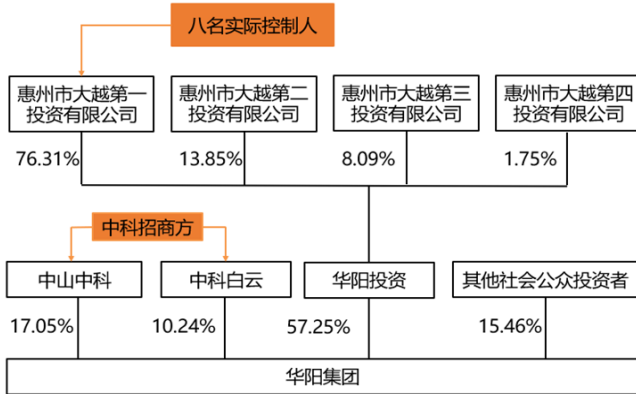
资料来源：招股说明书、联讯证券

图表2： 公司汽车电子产品示意图



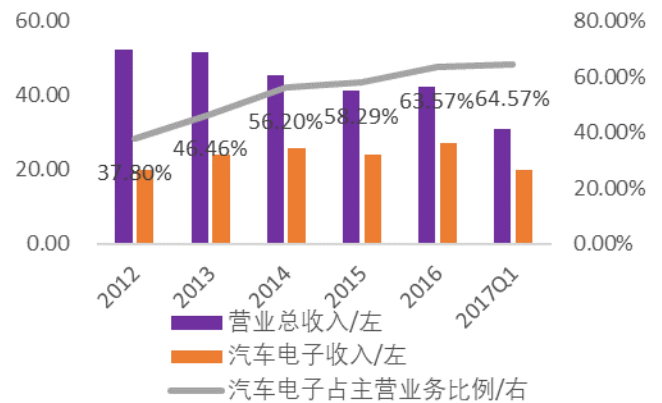
资料来源：联讯证券、招股说明书

图表3： 公司股权结构



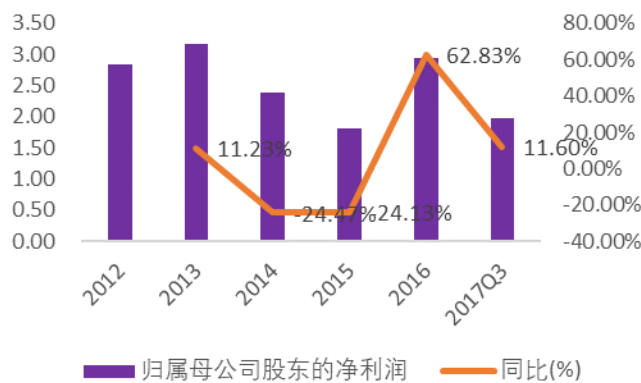
资料来源：联讯证券、公司公告

图表4： 公司营收情况（单位：亿元）



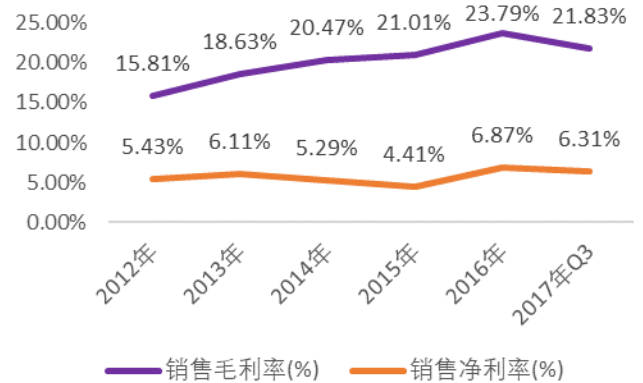
资料来源：联讯证券、公司公告

图表5： 公司净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：联讯证券、公司公告

图表6： 公司销售毛利率与净利率



资料来源：联讯证券、公司公告



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,009	4,245	4,240	4,476	经营活动现金流	325	357	411	472
现金	460	1,539	1,471	1,396	净利润	292	327	366	423
应收账款	1,390	1,486	1,481	1,599	折旧摊销	107	128	147	169
其它应收款	48	46	44	46	财务费用	6	32	19	23
预付账款	18	19	20	22	投资损失	-17	4	5	5
存货	525	542	549	638	营运资金变动	-66	1,029	155	-9
其他	568	613	674	776	其它	4	-1,162	-282	-139
非流动资产	1,095	1,292	1,550	1,783	投资活动现金流	-117	-67	-322	-390
长期投资	79	79	79	79	资本支出	-115	-76	-407	-407
固定资产	801	897	1,032	1,135	长期投资	79	79	79	79
无形资产	70	77	83	90	其他	-81	-70	7	-61
其他	114	179	44	166	筹资活动现金流	-336	790	-158	-157
资产总计	4,104	5,537	5,790	6,259	短期借款	10	220	242	266
流动负债	1,648	1,856	1,696	1,941	长期借款	0	0	0	0
短期借款	10	220	242	266	股权融资	0	940	0	0
应付账款	797	901	1,009	1,110	其他	-346	-370	-400	-424
其他	842	735	445	565	现金净增加额	-129	1,080	-69	-75
非流动负债	78	90	97	103	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	78	90	97	103	营业收入	2%	9%	11%	12%
负债合计	1,727	1,946	1,793	2,044	营业利润	73%	8%	13%	18%
少数股东权益	4	5	6	7	归属母公司净利润	63%	11%	12%	16%
归属母公司股东权益	2,373	3,586	3,992	4,208	获利能力				
负债和股东权益	4,104	5,537	5,790	6,259	毛利率	24%	24%	23%	24%
					净利率	7%	7%	7%	7%
					ROE	7%	11%	10%	10%
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROIC				
营业收入	4,247	4,621	5,108	5,721	偿债能力				
营业成本	3,236	3,531	3,910	4,337	资产负债率	42%	35%	31%	33%
营业税金及附加	36	41	46	54	净负债比率	183%	229%	250%	231%
营业费用	196	213	261	303	流动比率	151%	200%	218%	198%
管理费用	398	416	434	492	速动比率				
财务费用	6	32	19	23	营运能力				
资产减值损失	64	39	44	49	总资产周转率	1.09	0.96	0.90	0.95
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	3.72	3.21	3.44	3.71
投资净收益	17	4	5	5	应付账款周转率	4.85	4.16	4.10	4.09
营业利润	329	354	398	469	每股指标(元)				
营业外收入	21	28	29	30	每股收益	0.74	0.69	0.77	0.89
营业外支出	10	7	8	8	每股经营现金	-	0.75	0.87	1.00
利润总额	339	376	419	491	每股净资产	-	11.70	12.24	13.23
所得税	47	49	54	68	估值比率				
净利润	292	327	366	423	P/E	-	31.89	28.50	24.61
少数股东损益	-3	0	0	0	P/B	-	1.88	1.80	1.66
归属母公司净利润	295	327	366	423	EV/EBITDA	-	22.47	19.70	17.34
EBITDA	438	482	545	638					
EPS（元）	0.74	0.69	0.77	0.89					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)