

**宁波华翔 (002048) / 汽车零部件**
**国际化一流内外饰供应商, 低估值稳增长业绩弹性可期**
**评级: 增持**

市场价格: 21.84

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

 Email: [wanghj@r.qizq.com.cn](mailto:wanghj@r.qizq.com.cn)

感谢汽车研究员文姬对本报告的突出贡献

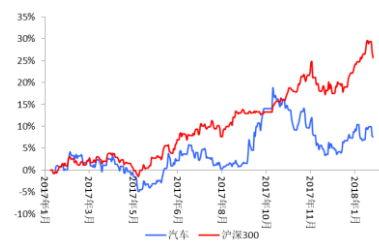
电话: 15957112050

 Email: [wenji@r.qizq.com.cn](mailto:wenji@r.qizq.com.cn)

### 基本状况

总股本(百万股)	530
流通股本(百万股)	460
市价(元)	23.24
市值(百万元)	12,318
流通市值(百万元)	10,701

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

&lt;&lt;行业毛利率承压, 关注蓝筹与零部件龙头&gt;&gt;2017.11.05

&lt;&lt;营收维持高增长, 将持续受益产品升级&gt;&gt;2017.10.30

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9809.93	12505.96	13352.70	14682.78	16384.22
增长率 yoy%	12.59%	27.48%	6.77%	9.96%	11.59%
净利润	160.49	713.89	806.96	1030.24	1372.10
增长率 yoy%	-69.38%	344.81%	13.04%	27.67%	33.18%
每股收益 (元)	0.30	1.35	1.29	1.65	2.19
每股现金流量	1.13	2.70	2.83	4.07	5.18
净资产收益率	3.35%	13.29%	13.69%	15.48%	16.79%
P/E	57.47	16.44	17.39	13.62	10.23
PEG		0.05	1.33	0.49	0.31
P/B	1.93	2.18	1.73	1.54	1.34

备注: 每股收益按 2017 年 12 月增发后股本计算

### 投资要点

- **公司经营业绩稳健, 客户结构一流, 估值较低, 伴随下游主要客户新品周期开启、德国减亏、以及热成型募投项目的放量, 具备较强的战略投资价值与估值修复潜力。**
- **优质中高端内外饰供应商, 上市以来实现稳健增长:** 宁波华翔是中高端乘用车内外饰供应商龙头, 年营收规模突破百亿, 2005 年上市后通过并购实现高速扩张, 营业收入从 4 亿元增长到 2016 年的 125 亿元, 复合增长率达 37%。公司客户质地极佳, 德系客户 (大众, 宝马等) 占比超过 50%, 合资客户占比超过 80%。拥有宝马、奔驰、丰田、福特等多家中高端客户的稳定配套关系。
- **主要下游客户大众宝马新品周期, 推动业绩直接受益:** 宁波华翔下游客户占比中, 南北大众+宝马占比超过 50%。其中, 大众未来三年开启超强新品周期与 SUV 战略, 宝马新五系等系列新车全球平台发布。宁波华翔作为主要战略供应商, 拟配套一汽大众 17 款新车型, 并获得宝马全球平台的定点配套, 下游客户新品周期的开启有望推动公司业绩直接受益。
- **战略布局轻量化, 热成型项目成为增长新亮点:** 轻量化是国家节能减排的战略方向, 通过自主研发+ 战略收购, 宁波华翔提前锚定轻量化布局。公司 2016 年募投布局的热成型项目初见成效。热成型技术行业趋势明确, 国产替代节奏明显, 伴随产品直接纳入一汽大众供应体系, 并实现佛山、青岛大众新产能的同步供应, 我们预计, 2017, 2018 年对营收的贡献分别为 7 亿元, 14 亿元。将会成为宁波华翔未来重要业绩亮点。
- **德国华翔持续减亏, 贡献正向利润弹性:** 公司在德国的布局具有较强的地缘战略意义, 伴随公司产能转移罗马尼亚, 管理层整改等措施, 减亏可期。我们预计, 德国华翔 2017、2018 年亏损幅度有望继续收窄, 分别为 2 亿元、1 亿元。海外工厂持续减亏有望为公司贡献正向净利润弹性。
- **财务报表扎实, 业绩依然具备释放空间:** 通过折旧政策、减值准备金计提政策、坏账计提政策的修改, 公司财务报表折旧与计提幅度大幅领先同行。考虑到公司客户结构更为优质, 公司财务报表较为扎实。我们预计, 以上修改对公司税后净利润总计造成一到两个点的影响, 未来业绩具备一定释放空间。
- **定增顺利完成, 股价安全边际较高:** 2017 年 12 月, 公司通过非公开发行共向 10 名发行对象以 21.25 元/股发行共计人民币 20.4 亿元。除宁波峰梅认购的股票限售期为 36 个月外, 其他特定对象认购的股票限售期为 12 个月, 定增募集资金主要用于轻量化与热成型项目的投资。
- **盈利预测:** 根据我们以上预测, 宁波华翔 2017/18/19 年的营收为 133.5 亿、146.8 亿、163.8 亿元; 净利润为 8.07 亿、10.3 亿、13.72 亿元, 对应净利润增长率为 13.0%、27.7%、33.2%, 2017/18/19 年 EPS 1.29/1.65/2.19 元, 对应估值 17.4/13.6/10.2 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示事件:** 行业增长不及预期, 德国华翔增长不及预期, 国产替代进度不及预期等

## 内容目录

中高端乘用车内外饰龙头，高速成长客户结构优质 .....	错误!未定义书签。
国内领先的内外饰与金属件业务龙头 .....	- 4 -
并购之路迅速规模扩张，上市以来高速增长 .....	- 7 -
配套顶级客户，全球高端化定位清晰 .....	- 8 -
下游客户开启新品周期，行业增长有保障 .....	- 10 -
一汽大众新品周期开启，宁波华翔显著受益 .....	- 10 -
宝马新品周期开启，公司海内外业绩提振 .....	- 12 -
牵手一汽大众布局轻量化，热成型项目贡献营收 .....	- 13 -
布局轻量化，中长期战略方向符合未来趋势 .....	- 13 -
宁波华翔轻量化战略布局未来方向 .....	- 15 -
热成型募投项目进展顺利，进入收获期 .....	- 16 -
碳纤维与自然纤维静待收获 .....	- 17 -
汽车电子开启未来想象空间 .....	- 18 -
德国项目扭亏有望，期待业绩反转 .....	- 21 -
德国华翔项目开启海外进军步伐 .....	- 21 -
财务报表扎实，未来业绩弹性较高 .....	- 23 -
公司对会计政策进行修改 .....	- 23 -
财务报表扎实，具备一定利润释放空间 .....	- 24 -
估值与投资建议 .....	- 25 -
公司基本面较好，估值显著偏低 .....	- 25 -
风险提示 .....	- 27 -

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品实现内外饰全面覆盖 .....	- 4 -
图表 2: 2017H 宁波华翔股权分配 .....	- 5 -
图表 3: 宁波华翔股权结构 .....	- 5 -
图表 4: 公司六大业务板块详情 .....	- 5 -
图表 5: 2017H 公司主营业务结构示意图 .....	- 5 -
图表 6: 2011—2017H 各板块营收与毛利率水平 (单位: 亿元) .....	- 6 -
图表 7: 对公司收入影响超过 10% 的公司列表 .....	- 6 -
图表 8: 宁波华翔海外并购主要事件 .....	- 7 -
图表 9: 2011-2017H 各板块营收及增长 (单位: 亿元) .....	- 8 -
图表 10: 公司主要客户情况 .....	- 8 -
图表 11: 主要子公司均配套海内外一流客户 .....	- 9 -
图表 12: 公司前五大客户占比 .....	- 9 -

图表 13: 2012-2017H 国内外毛利率水平.....	- 9 -
图表 14: 一汽大众 2025 战略.....	- 10 -
图表 15: 一汽大众新品周期车型 (参考表格) .....	- 10 -
图表 16: 宁波华翔预计配套车型.....	- 10 -
图表 17: 宝马车型预测 .....	- 12 -
图表 18: 国内和全球宝马销量预计.....	- 12 -
图表 19: 汽车轻量化的意义.....	- 13 -
图表 20 轻量化材料性能对比.....	- 13 -
图表 21: 乘用车主要材料使用情况占比.....	- 14 -
图表 22: 2014 年全球单车用铝量 (单位: kg) .....	- 14 -
图表 23: 中国乘用车单车铝、镁用量及预测 (单位: kg) .....	- 14 -
图表 24: 乘用车百公里油耗目标 (单位: 升/百公里).....	- 15 -
图表 25 公司募投项目介绍.....	- 15 -
图表 26 公司热成型轻量化项目募投.....	- 16 -
图表 27: 热成型钢板应用.....	- 16 -
图表 28: 热成型轻量化项目收益情况.....	- 17 -
图表 29: 碳纤维复合材料零部件应用.....	- 17 -
图表 30: 宝马 i3 车身结构.....	- 18 -
图表 31: Alterprodia GmbH 主要配套企业与车型.....	- 18 -
图表 32: 宁波华翔汽车电子板块营收及毛利情况 (单位: 百万元) .....	- 19 -
图表 33: 360 环视系统.....	- 19 -
图表 34: 流媒体 VS 传统后视镜.....	- 20 -
图表 40: 德国华翔组织架构图 .....	- 21 -
图表 41: 德国华翔历来亏损幅度统计 (单位: 亿元) .....	- 22 -
图表 35: 公司减少固定资产折旧年限.....	- 23 -
图表 36: 宁波华翔加大应收坏账计提.....	- 23 -
图表 37: 拓普集团计提政策.....	- 24 -
图表 38: 精锻科技计提政策.....	- 24 -
图表 39: 公司营收利润现金流表与占比情况.....	- 24 -
图表 42: 宁波华翔可比公司估值.....	- 25 -
图表 43: 宁波华翔 PE-Band.....	- 25 -
图表 44: 宁波华翔财务与盈利预测.....	- 26 -

## 中高端乘用车内外饰龙头，稳健增长客户结构优质

### 国内领先的内外饰与金属件业务龙头

#### ■ 多地同步布局的高端内外饰供应商

宁波华翔成立于1988年，主要从事汽车零部件的开发、生产及销售，于2005年5月在深交所挂牌上市。2016年，公司营收突破125亿，成为国内最大的民营汽车内外饰件企业。公司在宁波、东北、天津、成都、佛山、青岛、重庆、长沙、武汉、南京等生产基地，并已建立欧洲、北美、东南亚等多个生产基地。

公司产品主要配套于中高端客户与车型，主要产品包括内饰件(仪表板、门板、胡桃木饰条、中央通道)、外饰件、底盘附件、电子电器系统等。公司与国内外多家主流整车厂建立良好的合作关系，国内包括南北大众、长安福特、上海通用、一汽轿车等合资和自主品牌，海外客户包括宝马、奔驰、奥迪、路虎等。

**图表 1: 公司产品实现内外饰全面覆盖**

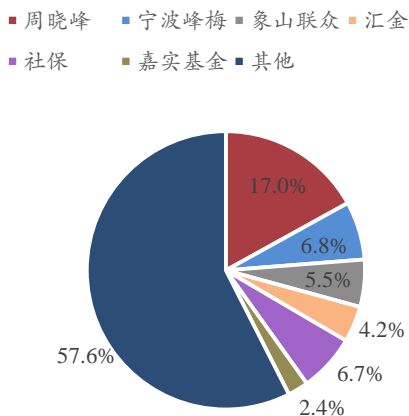
产品名称	图例	介绍
门板系列		1.车门外板：0.6~0.8mm 的薄钢板冲压成型； 2.车门内板； 3.车门加强板； 4.车门窗框：大多采用薄钢板冲压成型或滚压成型
胡桃木		原产于北美和欧洲的硬木材经表面处理等工艺制成内饰件。
仪表盘		安装指示仪表和点火开关的总成。
后视镜		位于汽车头部的左右两侧，以及汽车内部的前方
格栅/防擦条		格栅主要作用于水箱，发动机，空调等的进气通风，防止行驶中外来物对车厢内部部件的破坏以及美观。

来源：公司官网，中泰证券研究所

■ **股权结构**

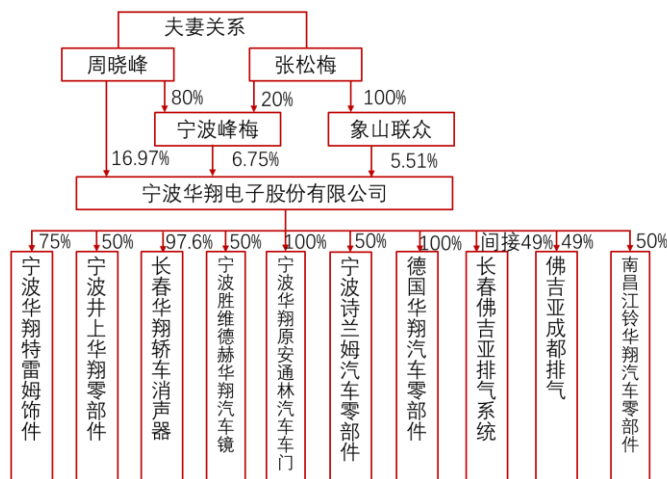
股权结构上，周晓峰先生为宁波华翔的控股股东、实际控制人，直接持有公司 16.97%的股权。为解决大股东持股比例较低的问题，公司对股权结构进行了一系列调整。目前，周晓峰夫妇直接及间接持有公司股权 29.23%，巩固了其控股大股东地位，有利于集中、专业管理公司业务。

图表 2: 2017H 宁波华翔股权分配



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 宁波华翔股权结构

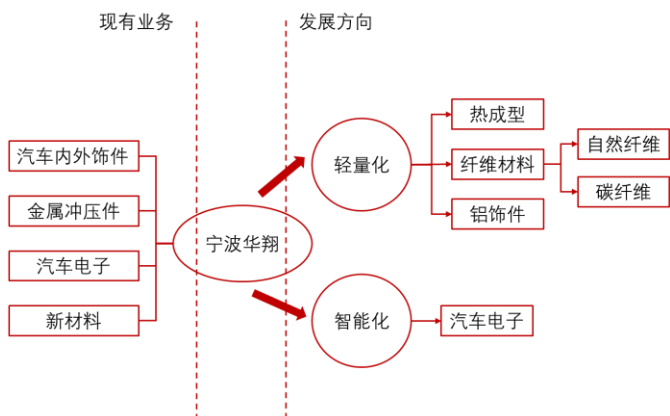


来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **主营业务上市以来实现稳健增长**

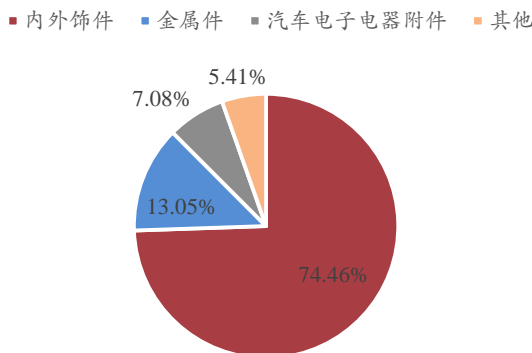
公司主营业务为内外饰件、金属冲压件和汽车电子三大板块。公司 74%的营收来自内外饰，内外饰件包括桃木饰条、门板、仪表和后视镜等，近年来，公司产品逐步由单一产品向总成、模块化产品升级，未来的发展专注于轻量化、智能化两大方向。

图表 4: 公司六大业务板块详情



来源：中泰证券研究所

图表 5: 2017H 公司主营业务结构示意图



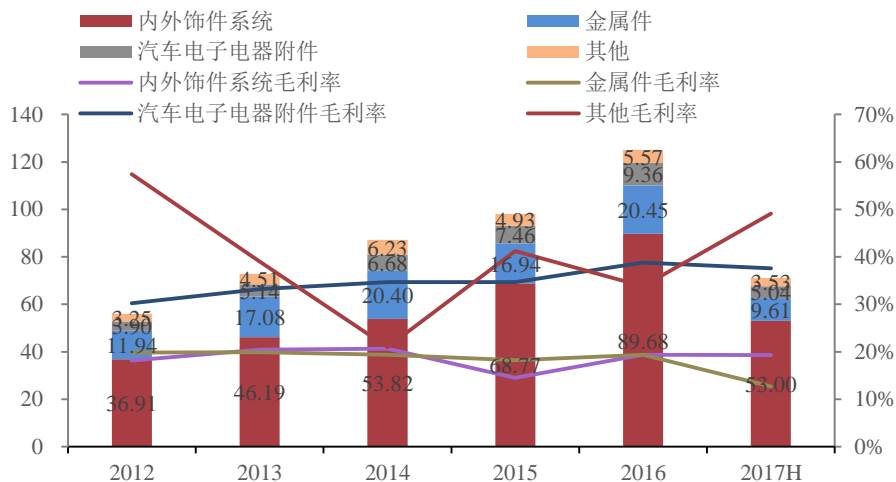
来源：Wind，中泰证券研究所

2017 年上半年，公司营业总收入 71.17 亿元，同比增长 26.1%。公司营业收入一直保持稳步增长的趋势，伴随着公司轻量化和智能化这两个新业务板块的拓展，公司收入会持续增长。此外，未来子公司宁波劳伦



斯将致力于国内铝饰件业务，为公司开创新的利润增长点。2017 年上半年，公司综合毛利率 21.2%，其中，内外饰和金属件固定资产投资大，毛利率较低；汽车电子等板块毛利率相对较高。

图表 6: 2011—2017H 各板块营收与毛利率水平 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

#### ■ 18 个下属控股公司多点贡献业绩

目前公司下属控股 18 个子公司，由于内外饰件形状不规则，运输成本较大，所以设立子公司就近主机厂建设配套生产基地，控制物流成本，因此，实现了业务的全系布局。根据公司 2016 年度报告，对公司利润贡献最大的是：长春华翔，其次是宁波井上华翔、长春佛吉亚。2016 年 10 月，公司收购了宁波劳伦斯，填补国内铝饰件业务空白，有望为公司带来新的利润增长点。

图表 7: 对公司收入影响超过 10% 的公司列表

公司名称	公司类型	持股比例	主要业务	2016 净利润 (万元)	利润贡献占比
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	子公司	50%	主要从事各类汽车内饰件的生产与销售，主要产品包括门内饰板总成、饰柱等，主要配套车型为上海大众“帕萨特”、“朗逸”，天津丰田“卡罗拉”、“锐志”、“RAV4”等	27257.44	19.09%
宁波华翔汽车车门系统有限公司	子公司	100%	主要从事汽车门内饰门板、车门模块系统、车身侧面内饰及汽车零部件的设计、开发、制造并提供售后服务	16614.97	23.27%
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	子公司	50%	主要从事汽车线路保护器的生产和销售，主要产品为波纹管、扎扣等，主要通过二次配套向主机厂供货	17000.71	11.91%
宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	子公司	50%	主要从事汽车镜、加油小门、车外手柄、汽车电器及汽车组合仪表的开发、制造以及提供售后服务	10684.26	7.48%

宁波华翔特雷姆汽车饰件有限公司	子公司	75%	主要从事汽车复合内饰件（胡桃木）的生产和销售，主要产品为天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件等，主要配套车型为“帕萨特新领驭”、“奥迪”、“沃尔沃”、“宝马”等	14208.2	14.93%
长春华翔轿车消声器有限责任公司	子公司	97.6%	主要从事轿车消声器、排气系统总成，为一汽大众、一汽轿车进行配套	30348.63	41.49%
德国华翔汽车零部件有限公司	子公司	100%	主要从事投资、汽车胡桃木饰件的生产和销售	-21845.25	-30.60%
宁波劳伦斯汽车内饰件有限公司	子公司	100%	主要从事汽车真木内饰件、铝制内饰件的研发、生产与销售，产品主要为北美、欧洲中高端汽车提供真木内饰件、铝制汽车内饰件等	13694.29	19.18%

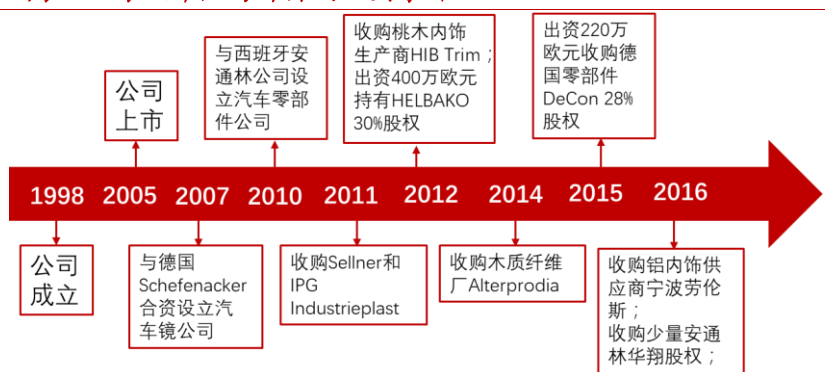
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 并购之路迅速规模扩张，上市以来高速增长

#### ■ 并购之路整合资源，获得十年高速发展

公司自 2005 年上市后不断扩张，营业收入从 3.91 亿元增长到 2016 年 125.06 亿元，CAGR 达到 37.02%。并购是公司得以迅速扩张的重要原因。公司上市之初，公司客户只有大众和通用。公司通过并购国内外优秀子公司，实现高速发展，实现高端优质客户的整合。至 2016 年底，已纳入宝马、奔驰、丰田、福特等几十家中高端客户的供应链体系。

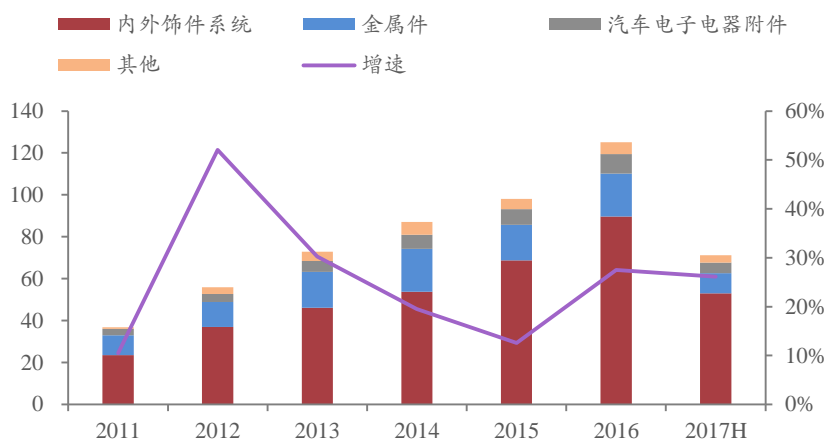
图表 8：宁波华翔海外并购主要事件



来源：公司公告，中泰证券研究所

公司具有独到的专业的整合能力，通过海外并购、国际合作等方式获取国际先进的技术和管理方式，不断壮大公司发展。公司主要业绩来自于旗下的海外子公司和中外合资子公司，其中，业务板块相对复杂，并上华翔致力于汽车门内饰板总成，德国华翔致力于桃木饰条，宁波安通林致力于车门模块系统，长春华翔致力于消声器的生产与销售等，历年分版块营收与增长情况如下：

图表 9: 2011-2017H 各板块营收及增长 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

配套顶级客户，全球高端化定位清晰

■ 配套客户优质合资占比高

通过数年扩展，目前公司客户资源极其优质，主要客户为外资和合资车企，为宝马、南北大众、福特、通用、奔驰等。公司高效的管理机制为公司带来了良好的产品口碑和可靠的响应能力，并努力持续拓展高端客户，如捷豹路虎、沃尔沃、特斯拉等。

图表 10: 公司主要客户情况



来源: 公司公告整理, 中泰证券研究所

从子公司的细分上看，公司主要子公司例如井上华翔，安通林，特雷姆等，配套囊括汽车内外饰主流的各个方面，包括门板总成，仪表板，内饰，车门内饰等。宁波华翔的主要子公司均对接海内外主流客户，包括大众，宝马，奥迪，丰田等。

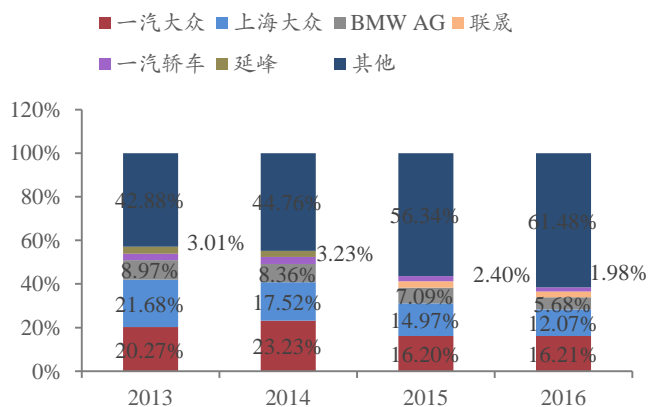


**图表 11: 主要子公司均配套海内外一流客户**

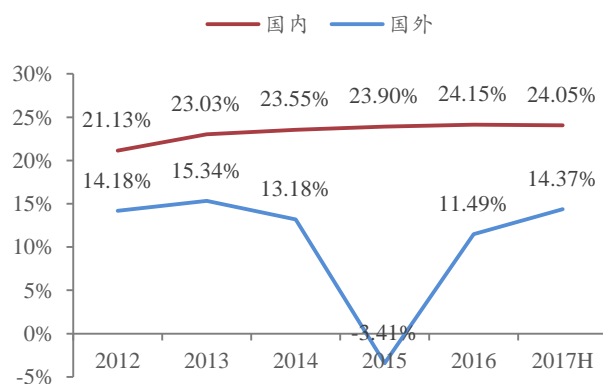
子公司	主要产品	客户
宁波井上华翔	门内饰板总成、仪表板、中央通道、饰柱等	上汽大众、一汽丰田
宁波安通林华翔	车门内饰、车门模块系统、车身侧面内饰等	
宁波诗兰姆	汽车线路保护器、波纹管、扎扣	
宁波华翔特雷姆	胡桃木内饰件	奥迪、宝马、沃尔沃
长春华翔	轿车消声器、排期系统总成	一汽大众、一汽轿车
扬州安通林华翔	车门内饰、车门模块系统、车身侧面内饰等	上海大众
德国华翔	胡桃木饰件	德国宝马

来源：公司公告，中泰证券研究所

其中，公司最主要客户集中在德系品牌，德系占比超过公司营收一半以上。依托德系品牌在华迅速而稳健的发展，公司实现在中国地区的高速发展，盈利获得了强有力的保证。此外，纳入德系高标准供应体系，为公司开拓新客户奠定良好的基础。

**图表 12: 公司前五大客户占比**


来源：Wind, 中泰证券研究所

**图表 13: 2012-2017H 国内外毛利率水平**


来源：Wind, 中泰证券研究所

## 下游客户开启新品周期，行业增长有保障

一汽大众新品周期开启，宁波华翔显著受益

### ■ 大众“2025”战略，未来开启中国超级周期

一汽大众是公司主要大客户，配套车型较广，配套产品多样化，涵盖仪表盘、冲压金属件、顶棚、后视镜等。大众业务占公司总营收的45%左右，我们预计，大众未来新品周期会给公司带来显著的业绩增长。

2017年11月7日，一汽大众对外发布企业2025战略。将推出第三品牌，致力于新能源汽车的发展，预计2019年上市，与原有的大众、奥迪品牌形成“三驾马车”的合力，进一步扩大市场份额。

图表 14：一汽大众 2025 战略



来源：搜狐汽车，中泰证券研究所

### ■ 下游新品周期，产能进一步释放

根据大众公布的2020/2025战略规划，宁波华翔的主要客户一汽大众在2017-2019年将迎来新品周期，一汽大众预计在2018年投放7款大众品牌新车型与4款奥迪品牌新车型，预计在2019年再度投放6款大众品牌新车型、3款奥迪品牌新车型以及3款第三方品牌新车型，奥迪品牌也将投放2款SUV。新品的投放将进一步推动大众的销量，我们预计，2020年达到300万辆产销，相关配套零部件有望从中获益。此外，大众规划在未来2-3年内投放4家工厂，未来四年扩展120万产能，目标到2020年实现300万产能。宁波华翔作为主要供应商，已经实现了青岛，佛山的同步配套，将有望实现产能共振，同步受益。

图表 15：一汽大众新品周期车型（参考表格）

图表 16：宁波华翔预计配套车型

车型	时间	所属
全新 CC (大众 Arteon)	2017 年	一汽大众
全新高尔夫	2017 年	一汽大众
全新迈腾	2017 年	一汽大众
基于速腾的新能源汽车	2017 年	一汽大众
大众 Arteon	2018 年	一汽大众
大众 T-Roc 量产版	2018 年	一汽大众
大众 T-Cross 量产版	2018 年	一汽大众
高尔夫纯电动版 e-Golf	2018 年	一汽大众
全新速腾	2019 年	一汽大众
全新紧凑型 SUV (BC A SUV NWB)	2019 年	一汽大众
全新捷达	2020 年	一汽大众
疑似全新轿车 (BC NB)	2020 年	一汽大众
全新紧凑型 SUV (BC A SUV LWB)	2020 年	一汽大众
<hr/>		
RS 3 Limousine (三厢版)	2017 年 9 月	奥迪
	2017 年 10 月	
S4 Limousine (三厢版)		奥迪
	2017 年 10 月	
TT RS		奥迪
	2018 年	
Q2L		奥迪
Q5L/Q5 e-tron	2018 年 (或第一季度)	奥迪
RS 4 Avant	2018 年	奥迪
RS 5 Coupe	2018 年	奥迪
全新一代 A7	2018 年	奥迪
全新一代 A8	2018 年	奥迪
Q8/Q8 e-tron	2018 年	奥迪
A4 Avant	2018 年	奥迪
<hr/>		
Tharu	2018 年	上汽大众
斯科达 Model Q	2018 年	上汽大众
上汽大众小型 SUV	2018 年底 2019 年初	上汽大众
帕萨特换代 (帕萨特 NMS)	2018 年	上汽大众
野帝换代 Model K	2018 年	上汽大众
朗逸换代	2018 年	上汽大众
途观插电	2018 年	上汽大众
朗逸纯电	2018 年	上汽大众

来源：汽车之家，中泰证券研究所整理

序号	大众预计配套车型	预计 SOP 时间	达产后年均销量预计 (单位: 台)
1	A SUV	2018-06-25	257,136
2	A-MAIN-SUV	2018-05-01	147,560
3	Audi B9	2018-08-13	24,000
4	Audi C7	2017-08-01	107,732
5	Audi C8	2018-11-01	129,207
6	Audi Q2	2018-04-01	64,637
7	Audi Q2 BEV	2019-04-08	13,016
8	Audi Q3	2019-01-21	70,086
9	Audi X55	2018-08-18	44,382
10	Bora MQB	2018-04-01	221,176
11	Bora MQB BEV	2019-01-01	44,526
12	CC	2018-04-01	48,101
13	DY-A SUV	2019-01-01	91,769
14	GOLF A7 BEV	2018-07-01	32,076
15	MAGOTAN B8L	2018-11-01	28,515
16	NCS NF	2019-01-21	276,671
17	T-ROC	2018-01-01	132,837

来源：中泰证券研究所整理

宝马新品周期开启，公司海内外业绩提振

■ 宝马新车周期华翔海内外受益

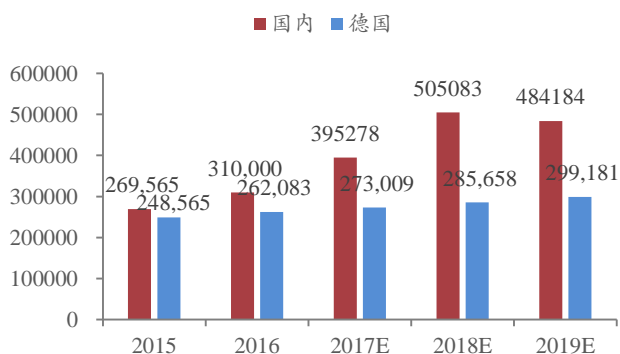
公司重要客户宝马亦有望迎来大年，战略上，宝马国产车与进口车将形成并驾齐驱的局面，开启新品周期。其中，2017年-2018年宝马计划推出涵盖紧凑型、中大型车型，紧凑型、中型 SUV 车型等系列新品矩阵。强势产品周期将带动公司受益。

图表 17: 宝马车型预测

车型	时间
1 系	2017 年
新 5 系长轴距版	2017 年
M760Li xDrive	2017 年
新款之诺 60h	2017 年
新一代 X1 插电式混合动力	2017 年
新 X3	2018 年
中型 SUV	2018 年
新 3 系	2019 年

来源：汽车之家等，中泰证券研究所

图表 18: 国内和全球宝马销量预计



来源：中泰证券研究所

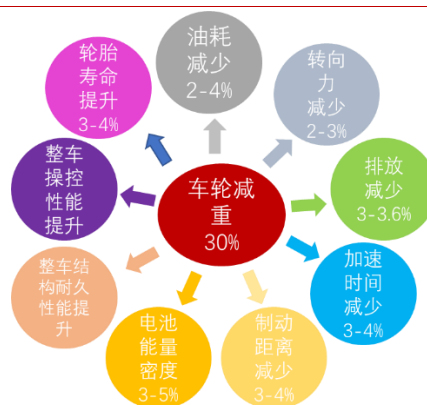
## 牵手一汽大众布局轻量化，热成型项目贡献营收

布局轻量化，中长期战略方向符合未来趋势

### ■ 轻量化具备多重意义

轻量化是未来汽车发展的方向，实现轻量化是我国汽车工业自主创新，提高汽车市场竞争力的重要途径。轻量化不仅可以减少燃料消耗，还可以提高动力性，有效抑制制动距离，提升车辆的安全性和可操控性。

图表 19: 汽车轻量化的意义



来源：中泰证券研究所

### ■ 公司轻量化布局

内外饰在车身减重中具有重要的意义，轻量化是战略方向，公司在轻量化业务方面主要通过自主研发加战略收购的方式进行布局。

**自主研发：**实现汽车轻量化，主要从材料、结构和工艺三方面提升实现。其中，轻量化材料是实现汽车轻量化最基础、最核心的手段，主要轻质材料包括铝合金、镁合金和碳纤维。

**战略收购：**2014年8月，公司通过德国华翔子公司出资90万欧元收购Alterprodia GmbH 75%的股权。公司主营汽车专用天然纤维材料和天然纤维模塑件，迈向了轻量化的步伐。

图表 20 轻量化材料性能对比

品种	密度 (g/cm <sup>3</sup> )	拉拔强度(Mpa)	比强度	价格(万元/吨)	质量减轻比率 (相比于钢制件)	特点
高强度钢	7.8	1200	206	0.3~0.5	<10%	成本低，可直接利用现有的（冲压）成形、焊接、涂装和总装生产线，
铝合金	2.8	420	116	1.8~2	≈30%	成型性能好，成本适中，应用广泛
镁合金	1.8	220	138	2~2.5	35%~45%	减重效果好，市场潜力较大



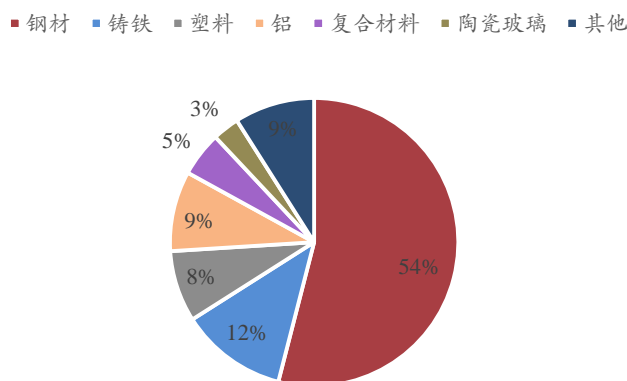
碳纤维	1.8	3500	1900	20~30	≈50%	各种性能皆较优，但成本高，目前仅用于高端汽车
-----	-----	------	------	-------	------	------------------------

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

### ■ 轻量化在我国需求充足，市场空间巨大

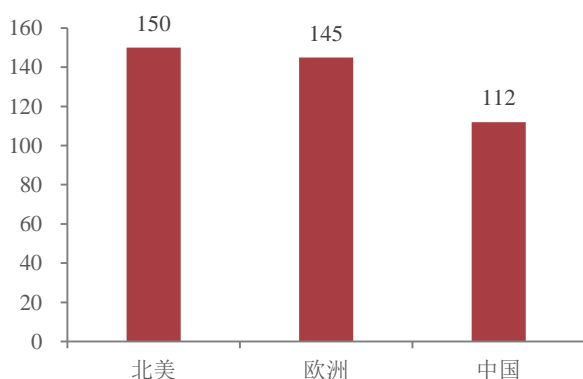
由于我国乘用车技术和成本等原因，目前我国乘用车单车用铝量相对较低，根据中国产业信息网报告显示，2015年单车用铝量仅为115kg，对比欧美发达国家发现，2014年欧洲单车用铝量约为145kg，北美为150kg。目前我国单车用镁量2kg左右，仅相当于日本的20%。随着严格排放政策的推行，我们预计，乘用车使用轻量化材料的比率将逐步提高，我国在轻量化材料上提升空间较大。

图表 21：乘用车主要材料使用情况占比



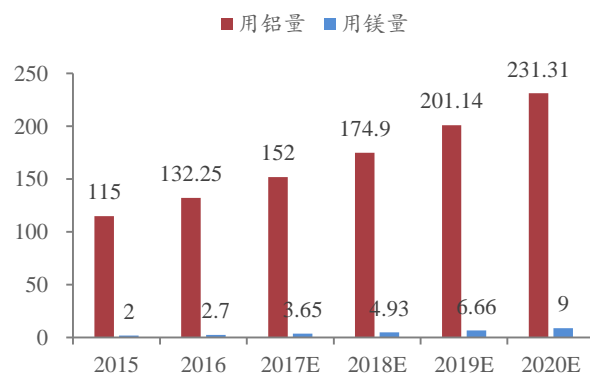
来源：2015 汽车轻量化材料研究报告，中泰证券研究所

图表 22：2014 年全球单车用铝量（单位：kg）



来源：汽车产业信息网，中泰证券研究所

图表 23：中国乘用车单车铝、镁用量及预测（单位：kg）



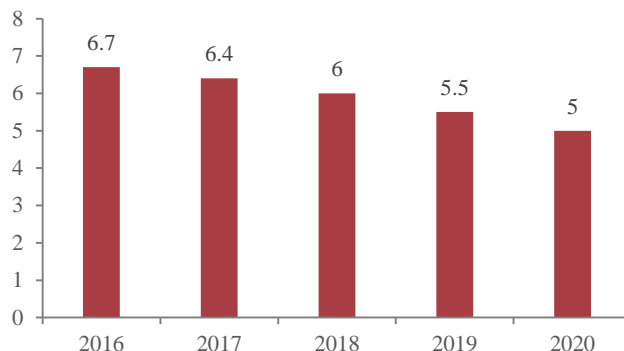
来源：汽车产业信息网，中泰证券研究所

### 2) 国家产业政策趋势方向明确

2016 年 1 月 1 日，乘用车燃料消耗量第四阶段标准正式开始实施。新标准沿用第三标准“车型燃料消耗值+企业平均燃料消耗量目标值”的评价体系，分别加严单车燃料消耗量限值和企业平均目标值要求，通过

对单车和企业的同时考核，到 2020 年实现国产乘用车平均油耗降至百公里 5.0 升的目标，对传统车企考验较大，车身轻量化势在必行。

**图表 24: 乘用车百公里油耗目标 (单位: 升/百公里)**



来源: 工信部, 中泰证券研究所

### 宁波华翔轻量化战略布局未来方向

作为全国顶尖内外饰供应商，公司布局轻量化符合产业潮流与国家政策法规趋势，具备举足轻重的意义。2016 年 12 月 10 日，公司向特定非公开对象发布定增预案，拟募集 25 亿元用于碳纤维与天然纤维生产线等业务发展轻量化。

**图表 25 公司募投项目介绍**

项目类别	项目名称	实施主体	投资总额	拟投入募集资金	
汽车轻量化	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	
	轿车用新材料项目	年产 5 万件碳纤维等高性能符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	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	汽车电子研发中心技改项目	宁波华翔	17,959.00	17,959.00	
合计			279,862.59	251,828.61	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**热成型募投项目进展顺利，进入收获期**
**■ 合作一汽，热成型项目募投初见成效**

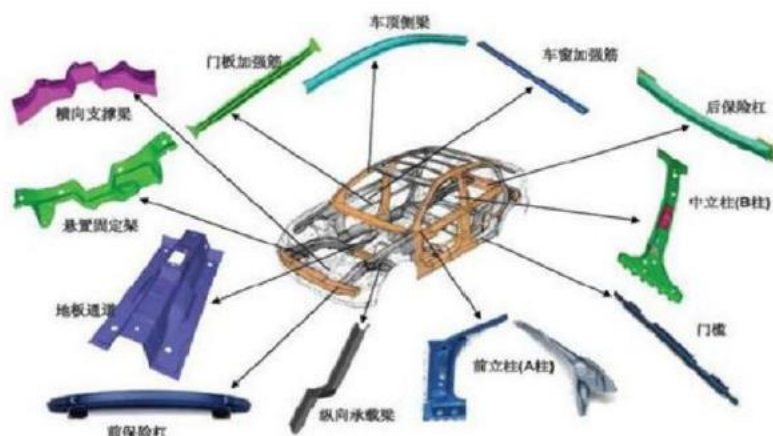
公司定增项目中首次提出热成型项目，拟占募投总资金的 41%。与传统的冷却型工艺相比，热冲压成型件工艺使超高强度钢具有良好的可塑性、成形性以及热加工性，热成型零部件表面硬度较高，使用超高强度钢热冲压件可使板材厚度减少 30%。募投的热成型项目，将直接纳入一汽大众的供应体系，并开始青岛，佛山的同步供应，绑定大客户，增长确定性得到较好保障。

**图表 26 公司热成型轻量化项目募投**

项目名称	具体产品	主要客户	已有订单	意向订单
长春华翔青岛工厂热成型轻量化改扩建项目	青岛华翔项目产品为门槛内板总成、B 柱-内部、后轮罩纵梁、纵梁 II、B 柱加强板、前保险杠骨架总成、通道加强板、侧围内板等汽车零部件	一汽大众长春、青岛、天津工厂	Q5 车型 5 个，CC 车型 4 个，ASUV 车型 17 个，BORAMQB 车型 13 个	Q3 车型产品 2017 年内发包
长春华翔佛山工厂热成型轻量化技术改造项目	A 柱-内板、焊接总成 B 柱、前车窗立柱内板、侧围、横梁总成等产品	一汽-大众佛山工厂	A MAIN-SUV 车型 12 个，Q2 车型 2 个，NCS NF1 个	Q2、NCS-NF 车型产品 2017 年上半年陆续发包

来源：公司公告，中泰证券研究所

**热成型技术将大幅减轻车身重量：**热冲压成型技术是将常温下硼钢钢板加热至 880~950°C，然后快速转移至模具中高速冲压成型，在一定的压力条件下，制件在模具本体中以大于 72°C/S 的冷却速度进行淬火处理，保压淬火一段时间后，获得具有均匀马氏体组织的超高强钢零件的成型方式，冲压件屈服强度大于 950MPa 左右，抗拉强度大于 1300MPa，强度提高了 250%以上，如此高强度的钢板可以大大减少车身加强板和加强筋的使用，从而减轻车身重量。

**图表 27：热成型钢板应用**


来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **热成型项目将成为华翔未来的重要的增长点**

募投项目中，对热成型项目的收益情况进行了测算。我们预计，由于热成型项目下游客户较为确定（直接纳入一汽供应体系），技术产业趋势明确，伴随下游客户周期的开启放量，宁波华翔具备较完善的技术优势和生产地同步供应能力，将会成为宁波华翔未来重要的业绩亮点。

**图表 28: 热成型轻量化项目收益情况**

项目	拟资总额 (万元)	产能 (万件)	项目达产后预计新增收入 (万元)	内部收益率	预计新增利润 (万元)
青岛华翔	69,220	841.3	65,191	14.45%	11,780
佛山华翔	46,480	614	41,676	13.71%	7,861

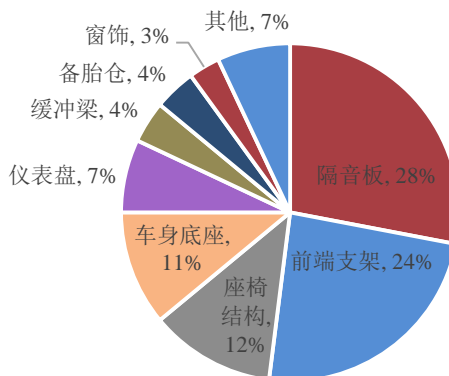
来源：公司公告，中泰证券研究所

**碳纤维与自然纤维静待收获**

**碳纤维是轻量化车身的前沿理念**

目前，碳纤维车身依然属于较为前沿的车身技术。碳纤维现在已经广泛应用在特斯拉、宝马、奥迪等豪华车型中，2014 年上市的宝马 i3 独创 Life Drive 模块构架。其中，高强度铝制模块(Drive 模块)承载悬架、电池组、电动机、碰撞防护结构等车身大部分负载，乘坐模块(Life 模块)采用碳纤维成型大大减轻了车身重量。

**图表 29: 碳纤维复合材料零部件应用**

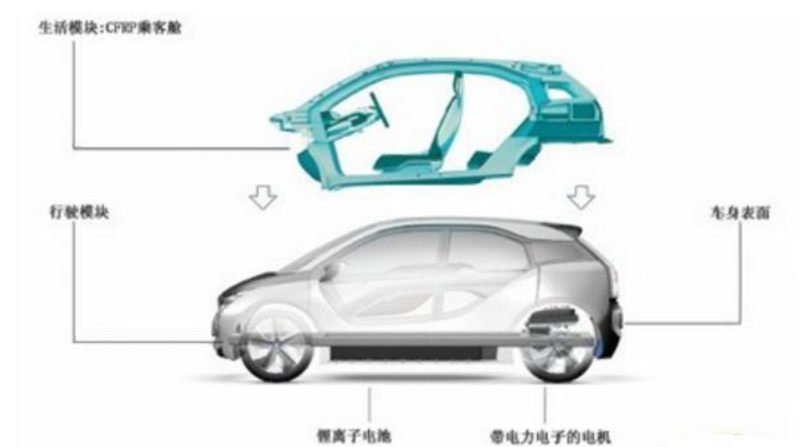


来源：搜狐汽车，中泰证券研究所

随着科技发展以及技术的进步，以车用塑料为聚合物基材，采用纤维作为增强材料生产的复合材料在汽车零部件的应用日益增加，其中以天然

纤维复合材料(NFRP)和碳纤维复合材料(CFRP)的前景最广阔。

**图表 30: 宝马 i3 车身结构**



来源：网络资料整理，中泰证券研究所

**通过海外收购，宁波华翔布局碳纤维领域：**2014 年 8 月，公司与 Alterprodia GmbH 签署了《股份转让协议》，公司通过德国华翔子公司出资 90 万欧元收购 Alterprodia GmbH 75%的股权。Alterprodia GmbH 公司主营汽车专用天然纤维材料和天然纤维模塑件，是木质短纤维的开创者和全球唯一制造商，在木质纤维类轻量化汽车零部件的研发、生产技术和工艺上拥有世界级领先水平，Alterprodia GmbH 主要要德国高端车座配套。目前，碳纤维的市场拓展还处在早期，还没有明确的下游客户。

**图表 31: Alterprodia GmbH 主要配套企业与车型**

整车厂	配套车型
AUDI	Q7/Q8
BMW	5 系、7 系、X5
大众	BUS T5
奔驰	S 系、SLK 系

来源：公司公告，中泰证券研究所

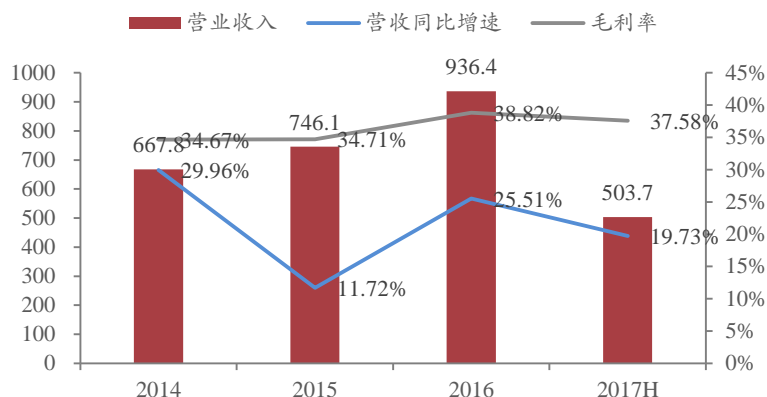
### 汽车电子开启未来想象空间

#### ■ 通过收购，汽车电子业务增长迅速

2013 年 2 月，公司与德国 Helbako GmbH 共同出资成立上海华翔哈尔巴克汽车电子有限公司，公司收购其 30%股权，致力于汽车电子的研发、生产与销售。产品范围涵盖报警器、LED 电子、油泵控制器、无钥匙进入系统、滑动式天窗控制器等，目前公司汽车电子板块拥有 60 多名研发人员，技术实力雄厚，主要客户为宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等。



**图表 32: 宁波华翔汽车电子板块营收及毛利情况 (单位: 百万元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

未来公司将对现有产品进行升级化的智能化开发, 以及开发新产品, 涉及电路感应模块及其他感应模块, 包括汽车诊断、前端娱乐、车联网通讯系统、3D 后视镜影响系统等。公司将继续扩大汽车电子业务板块, 预计占到公司销售业绩的 30% 左右, 与汽车内外饰件一起为公司贡献业绩, 提高公司的产品附加值, 提升公司的盈利能力。

■ **汽车电子业务未来产品布局**

**电子后视镜:** 2007 年公司与全球后视镜龙头品牌 SMR 成立胜维德赫华翔汽车后视镜公司, 该子公司于 2014 年 6 月在重庆基地投产, 年产能 500 万套, 主要客户为南北大众、上汽通用、长安福特、北京奔驰、东风日产等合资品牌。2015 年营收 11.2 亿元人民币, 净利润 1.1 亿元, 同比增长 37.3% 和 70.6%。公司在后视镜市场有稳定的客户和规模技术优势, 未来有望受益于 360 环视和流媒体电子后视镜的快速渗透, 提高产品价值量。

**360 环视系统:** 是在车身后左右安装四个超广角鱼眼摄像头, 同时采集车辆四周情况, 经过图像处理系统最终形成一幅车辆周围 360° 无死角的全景俯视图, 可以辅助驾驶员在停车时了解周围环境, 减少停车时的刮蹭事件。

**图表 33: 360 环视系统**



来源：新浪汽车，中泰证券研究所

**流媒体后视镜**将传统的反光镜优化成外置摄像头，摄像头将车辆后方的实时信息显示在后视镜上，能够集成多种车联网功能。相比于传统的反光镜，流媒体后视镜的体积更小，更易操作，可视范围更广，提高行车安全。

**图表 34：流媒体 VS 传统后视镜**



来源：新浪汽车，中泰证券研究所

## 德国项目扭亏有望，期待业绩反转

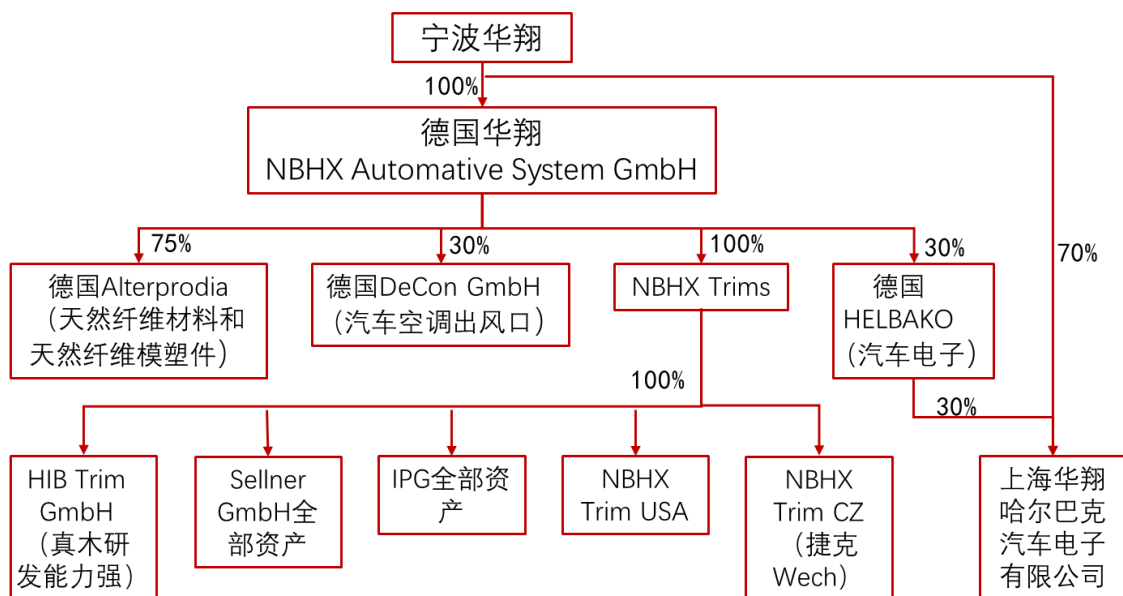
### 德国华翔项目开启海外进军步伐

#### 德国华翔基本情况

德国华翔汽车零部件公司成立于2011年，当年11月以2630万欧元收购全球第二高档轿车桃木供应商 Sellner Holding 100%股权。2013年收购全球第三大桃木供应商 HIB, HIB Trim 研发水平居于行业前列，拥有140多名研发人员，主要生产基地位于罗马尼亚的 Codlea，由较低的生产成本和成熟的管理体系。HIB 客户涵盖宝马、戴姆勒、保时捷、奥迪、大众，约40%的产品供货奔驰。

目前，德国华翔主要从事汽车内饰件的生产与销售，主要产品为真木饰条、IMD 饰条、注塑件、油漆件与自然纤维产品等，为奥迪、奔驰、宝马等配套。其主要生产基地位于德国 Bruchsal、德国 Heilsbronn、德国 Sontra、捷克、罗马尼亚与 1-1-1-65 美国德拉华州。

图表 35: 德国华翔组织架构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 德国华翔亏损的原因

2014, 2015, 2016 年，德国华翔分别亏损 9967 万，4.14 亿，2.18 亿人民币，对宁波华翔整体净利润产生了一定的影响。亏损的主要原因是：

**原因一：德国华翔管理混乱：**原有经营管理不稳定，造成的德国华翔产品质量出现问题，废品率较高，相关损失较大。

**原因二：产品成品率低：**从 2014 年第四季度开始，由于多批新产品开始量产，德国华翔与原有的经营管理不匹配，造成工厂产品废品率提高，相关损失较大。同时，公司为了避免主机厂停线，采用非正常方式

致使出现大幅度亏损。

**原因三：德国人工成本较高：**由于产品合格率降低，产品需要返工生产，又增加了额外人工成本，对公司业绩影响较大。

■ **德国华翔亏损的整改措施**

公司正在积极开展各项工作对亏损产能进行整改，包括努力提高设备利用率、产品合格率、员工执行力等，主要措施包括：

**措施一：产能转移。**从 2016 年第三季度开始，德国华翔将产能从德国转移到罗马尼亚工厂后，人工成本费用降低。

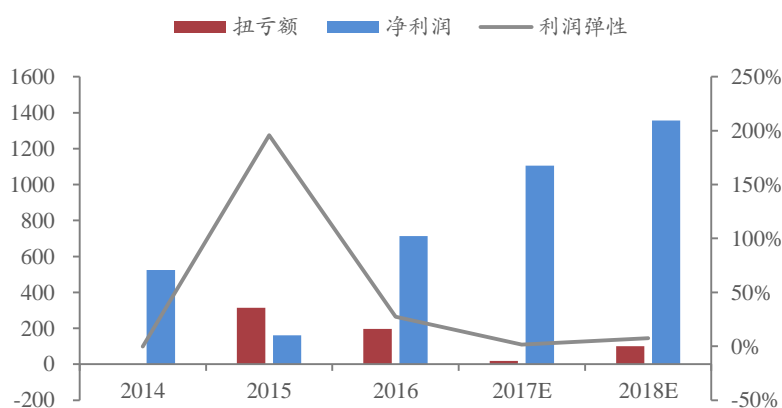
**措施二：派遣中国专业管理团队支援。**解聘原有管理团队，德国华翔生产效率明显提高，提高产品合格率、与供应商协商提高产品价格，目前生产效率明显提高，产品质量合格率提高，客户不再提供补贴，亏损出现反弹。

目前，随着整改的深入措施的持续到位，我们预计，德国华翔的经营状况逐步好转，净利润水平有望逐渐提高。

■ **展望未来，扭亏为盈将带来较大的业绩弹性**

随着德国华翔产品合格率的提升，产能利用率增加和下游客户市场的发展，我们预计，德国华翔 2017 年亏损 2 亿元，2018 年亏损好转，2019 年有望扭亏为盈。

**图表 36：德国华翔历来亏损幅度统计（单位：亿元）**



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 财务报表扎实，未来业绩弹性较高

### 公司对会计政策进行修改

- **折旧政策修改，折旧年限大幅缩短**，例如，房屋折旧年限 8-30 年按照 8 年折旧，折旧率高达 12.25%。对通用设备，专用设备，实验设备分别减少 4 年，5 年，5 年。2010 年，公司折旧 7400 万，占收入比重 2.2%；2013 年折旧 2.2 亿，占比 3.05%，折旧费用对公司税后净利润造成约 0.6% 的影响。

**图表 37：公司减少固定资产折旧年限**

项目	旧折旧年限 (年)	旧折旧年 率 (%)	新折旧年 限 (年)	新折旧年率 (%)
房屋及建筑物	8-30	3.17-12.25	8-30	3 17-12.25
机器设备	5-10	9. 0-19.60	5-10	9.00-19.60
其中：通用设备	10	9.00-9.80	6.67	13.5-14.7
专用设备	5-10	9.00-19.60	5	18.00-19.60
试验设备	-10	9.00-19.60	5	18.00-19.60

来源：公司公告，中泰证券研究所

### ■ 减值准备金与坏账加速计提

从 2012 年 9 月开始，公司坏账损失计提更改。公司从 2009 年开始，减值准备均高于行业平均值，2012、2013 年的减值准备大幅增加，按 0.5% 进行减值准备金的计提。考虑到公司优质客户结构，0.5% 的减值准备金计提水平较为保守，依然具备一定的业绩提升空间。

**图表 38：宁波华翔加大应收坏账计提**

账龄	变更前	变更后
一年以下 (含 1 年，下同)	5%	5%
1-2 年	10%	20%
2-3 年	20%	50%
3-4 年 (变更后：3 年以上)	50%	100%
4-5 年	80%	
5 年以上	100%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

公司坏账计提也高于同类。我们将宁波华翔的坏账计提与同行进行了比较，发现宁波华翔的坏账计提相比汽车零部件同业，计提幅度较大。我们统计了拓普集团与精锻科技的坏账计提政策对比如下：



**图表 39: 拓普集团计提政策**

拓普集团		
账龄	应收账款计提比例	其他应收款计提比例
1年以内(含1年)	5%	5%
1-2年	10%	10%
2-3年	30%	30%
3-4年	60%	60%
4-5年	60%	60%
5年以上	100%	100%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 40: 精锻科技计提政策**

精锻科技		
账龄	应收账款计提比例	其他应收款计提比例
1年以内(含1年)	5%	5%
1-2年	10%	10%
2-3年	30%	30%
3-4年	50%	50%
4-5年	80%	80%
5年以上	100%	100%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

### 财务报表扎实, 具备一定利润释放空间

#### ■ 两亿业绩弹性待释放

因此, 会计政策的调整最终导致公司的财务报表质量较高, 业绩较为扎实。我们将各类折会计政策带来的占比/计提统计如下, 我们预计, 如考虑业绩的释放, 可对公司税后净利润造成大约一到两个点的影响。

**图表 41: 公司营收利润现金表与占比情况**

单位: 万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业总收入	333,311.04	368,243.14	559,970.01	729,182.3	871,281.30	980,992.94	1,250,596.31
折旧	7,403.77	10,171.16	18,838.20	22,165.47	23,857.26	28,330.13	38,701.96
比例	2.22%	2.76%	3.36%	3.04%	2.74%	2.89%	3.09%
资产减值损失	3,450.68	2,139.55	11,274.17	13,328.98	6,044.21	5,081.81	14,853.38
比例	1.04	0.58%	2.01%	1.83%	0.69%	0.52%	1.19%
坏账计提(应收账款)	2,707.16	2,493.11	6,131.66	8,053.69	9,226.85	11,448.86	16,396.96
比例	0.81%	0.68%	1.09%	1.10%	1.06%	1.17%	1.31%
坏账计提(其他应收款)	1,83.03	1,944.49	3,189.78	2,846.77	2,687.49	1,394.28	955.75
比例	0.4%	0.53%	0.57%	0.39%	0.31%	0.14%	0.08%
总计	4.48%	4.55%	7.04%	6.36%	4.80%	4.72%	5.67%

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 估值与投资建议

公司基本面较好，估值显著偏低

### ■ 可比公司估值情况

我们选取以下公司作为宁波华翔的可比公司并对其估值进行分析，包括内外饰的主要上市可比公司，例如福耀玻璃，继峰股份，常熟汽饰，星宇股份等。根据万得一致预期，2016 年平均估值为 30 倍，2017/18/19 分别为 24/ 19/16 倍。

图表 42: 宁波华翔可比公司估值

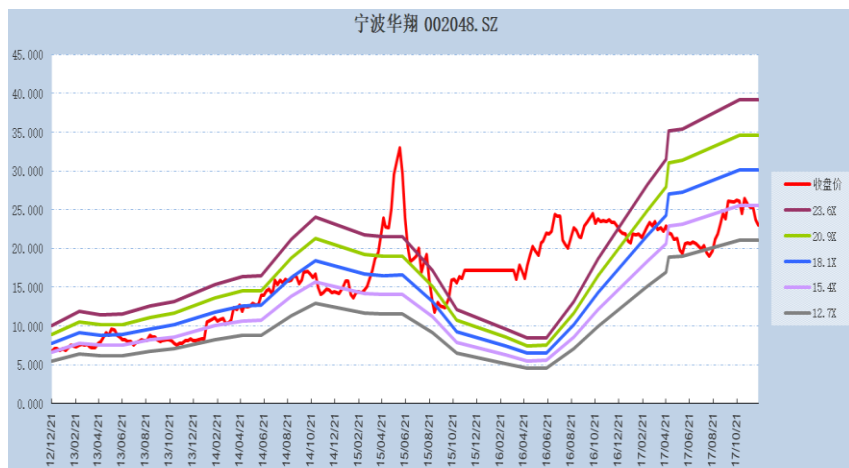
股票名称	市值 (亿)	股价 (元)	EPS				PE			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
福耀玻璃	704.53	28.98	1.25	1.34	1.60	1.83	15.94	21.63	18.16	15.80
继峰股份	72.64	11.53	0.59	0.50	0.64	0.81	36.63	22.99	18.00	14.24
常熟汽饰	44.55	15.91	1.08	0.86	0.98	1.10	-	18.59	16.28	14.40
星宇股份	127.45	47.52	1.39	1.63	2.13	2.75	31.96	29.18	22.35	17.27
拓普集团	165.52	21.60	0.95	1.10	1.38	1.70	35.43	19.68	15.71	12.67
<b>宁波华翔</b>	<b>142.91</b>	<b>22.82</b>	<b>1.35</b>	<b>1.43</b>	<b>1.76</b>	<b>2.17</b>	<b>27.84</b>	<b>15.92</b>	<b>12.93</b>	<b>10.54</b>
<b>可比公司平均</b>	<b>209.6</b>	<b>24.73</b>	<b>1.10</b>	<b>1.14</b>	<b>1.42</b>	<b>1.73</b>	<b>29.56</b>	<b>21.33</b>	<b>17.24</b>	<b>14.15</b>

注：以上公司数据截至 2018 年 1 月 22 日收盘价，EPS 数据取万得一致预期

来源：Wind，中泰证券研究所

- 对比宁波华翔估值，公司的估值长期在 15 倍以下，远低于汽车零部件可比公司的平均估值中枢。考虑到公司较为优质的客户结构，稳健的业务发展规模，以及未来热成型项目上量，德国扭亏，与潜在的业绩释放，我们认为公司目前处于估值低位，具备一定投资价值。

图表 43: 宁波华翔 PE-Band



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 盈利预测与估值

根据我们以上预测, 宁波华翔 2017/18/19 年的营收为 133.5 亿、146.8 亿、163.8 亿元; 净利润为 8.07 亿、10.3 亿、13.72 亿元, 对应净利润增长率为 13.0%、27.7%、33.2%, 2017/18/19 年 EPS 1.29/1.65/2.19 元, 对应估值 17.4/13.6/10.2 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**图表 44: 宁波华翔财务与盈利预测**

#### 损益表 (人民币亿元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>87</b>	<b>98</b>	<b>125</b>	<b>134</b>	<b>147</b>	<b>164</b>
增长率	19.49%	12.6%	27.5%	6.8%	10.0%	11.6%
营业成本	-69	-80	-98	-102	-108	-117
%销售收入	79.5%	82.0%	78.5%	76.5%	73.5%	71.4%
毛利	18	18	27	31	39	47
%销售收入	20.5%	18.0%	21.5%	23.5%	26.5%	28.6%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-1
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-3	-3	-4	-4	-5	-5
%销售收入	3.1%	3.1%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%
管理费用	-7	-9	-10	-11	-13	-13
%销售收入	8.4%	9.4%	8.0%	8.6%	9.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	8	5	12	15	20	28
%销售收入	8.6%	5.1%	9.9%	11.3%	13.9%	17.0%
财务费用	0	0	0	0	1	1
%销售收入	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	1	1	1
%税前利润	20.5%	25.2%	12.9%	8.9%	6.5%	4.7%
营业利润	8	6	13	16	23	30
营业利润率	9.6%	6.0%	10.0%	12.3%	15.3%	18.5%
营业外收支	0	0	1	0	0	1
税前利润	9	6	13	17	23	32
利润率	9.9%	6.5%	10.7%	12.4%	15.6%	19.3%
所得税	-1	-2	-2	-3	-4	-5
所得税率	16.0%	34.2%	17.7%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	7	4	11	14	19	26
少数股东损益	2	3	4	6	9	12
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>14</b>
净利润率	6.0%	1.6%	5.7%	6.0%	7.0%	8.4%

#### 现金流量表 (人民币亿元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7	4	11	14	19	26
少数股东损益	0	0	0	6	9	12
非现金支出	4	5	7	5	6	7
非经营收益	-2	0	-3	-1	-2	-3
营运资金变动	-5	-3	-1	-2	-1	-2
<b>经营活动现金净流</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>42</b>
资本开支	7	6	7	2	8	7
投资	0	-2	-6	0	0	0
其他	1	1	2	1	1	1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>
股权募资	0	2	0	20	0	0
债权募资	1	4	0	-15	0	0
其他	-2	-3	-5	-1	-1	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>36</b>

#### 资产负债表 (人民币亿元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10	14	14	33	48	72
应收款项	17	23	33	29	32	36
存货	12	14	18	17	18	19
其他流动资产	3	3	3	4	4	4
流动资产	43	54	68	83	102	131
%总资产	50.1%	51.1%	50.5%	56.3%	60.5%	66.1%
长期投资	20	23	19	19	19	19
固定资产	19	22	29	31	32	31
%总资产	21.7%	21.3%	21.4%	21.0%	18.7%	15.7%
无形资产	3	5	17	12	14	15
非流动资产	43	52	67	64	66	67
%总资产	49.9%	48.9%	49.5%	43.7%	39.5%	33.9%
<b>资产总计</b>	<b>86</b>	<b>105</b>	<b>135</b>	<b>147</b>	<b>168</b>	<b>198</b>
短期借款	6	11	16	1	1	1
应付款项	19	24	39	32	35	38
其他流动负债	4	5	6	7	7	7
流动负债	30	40	62	40	43	47
长期贷款	1	0	5	5	5	5
其他长期负债	5	6	6	6	6	6
<b>负债</b>	<b>35</b>	<b>47</b>	<b>72</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>57</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>81</b>	<b>91</b>	<b>105</b>
少数股东权益	6	10	9	15	24	36
<b>负债股东权益合计</b>	<b>86</b>	<b>105</b>	<b>135</b>	<b>147</b>	<b>168</b>	<b>198</b>

#### 比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.989	0.303	1.347	1.289	1.646	2.192
每股净资产 (元)	8.521	9.038	10.136	12.933	14.578	16.770
每股经营现金净流 (元)	0.878	1.132	2.703	2.527	3.610	4.692
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.61%	3.35%	13.29%	9.97%	11.29%	13.07%
总资产收益率	6.10%	1.52%	5.28%	5.50%	6.13%	6.92%
投入资本收益率	20.31%	8.78%	18.79%	23.72%	29.74%	39.04%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	19.49%	12.59%	27.48%	6.77%	9.96%	11.59%
EBIT增长率	28.89%	-33.39%	148.04%	21.52%	35.44%	36.59%
净利润增长率	52.74%	-69.38%	344.81%	13.04%	27.67%	33.18%
总资产增长率	32.59%	22.52%	28.41%	8.51%	14.62%	17.92%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	54.2	59.9	64.6	61.3	62.2	62.3
存货周转天数	60.1	59.9	60.4	60.2	60.2	60.2
应付账款周转天数	78.7	81.5	86.9	83.8	84.5	84.6
固定资产周转天数	61.3	64.2	63.7	69.4	64.8	57.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-6.71%	-3.10%	10.93%	-28.74%	-36.84%	-46.93%
EBIT利息保障倍数	24.3	25.9	143.1	97.9	-30.8	-29.1
资产负债率	40.94%	44.64%	53.34%	34.56%	31.61%	28.80%

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

- **行业增长不及预期**  
中国乘用车销量增速放缓，面临增长不及预期的风险
- **德国华翔增长不及预期**  
海外市场具备一定的经济政策不确定性，面临一定海外市场发展不及预期的风险。
- **国产替代进度不及预期**  
由于汽车行业的传统与技术壁垒，面临国产替代的进度恐不及预期的风险

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。