

评级：增持

市场价格：21.48

分析师：黄旭良

执业证书编号：S0740515030002

电话：021-20315198

Email: huangxl@r.qzq.com.cn

感谢汽车研究员文姬对本报告的主要贡献

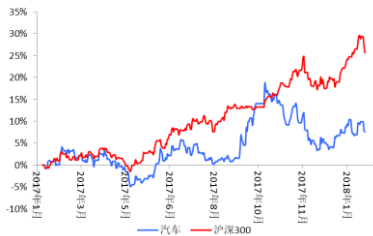
电话：15957112050

Email: wenji@r.qzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	626
流通股本(百万股)	460
市价(元)	21.48
市值(百万元)	13,518
流通市值(百万元)	10,701

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 国际化一流内外饰供应商，低估业绩稳增长弹性可期

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	16.69	13.12	9.83
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

- **事件：公司发布2017年度业绩快报。2017年公司实现营业总收入1,481,505.15万元，比上年同期增长18.46%；实现营业利润142,209.80万元，比上年同期增长13.38%；实现利润总额142,334.32万元，比上年同期增长6.75%；实现归属于上市公司股东的净利润79,163.47万元，比上年同期增长10.89%，基本符合预期。**
- **国内业务增长稳健，表现超越行业增速：2017年国内汽车行业景气度总体偏低，据中汽协统计数据显示，销量增速仅为3.04%。得益于良好的客户结构及多年坚持精益化生产，宁波华翔2017年国内的销售与利润业务均实现了双位数增长。我们预计，2017年国内净利润10.9亿元，同比增长18%（含劳伦斯并表），总体而言，国内业绩稳健发展，超越行业增速。**
- **受累海外项目EOP，海外盈利略不及预期：我们预计宁波华翔在2017年度海外亏损额在3亿元左右，相比2016年2.18亿的水平略不达预期。主要来源于美国Trim项目的EOP（例如宝马等客户2011年项目生命周期的结束，造成约1000万美元的额外损失），存货计提，以及罗马尼亚新项目的持续投入。**
- **受益大众新品周期，2018年下半年有望发力：**
 - 2018年，由于零部件行业对2018年的悲观预期，我们认为下游客户增速趋于保守，宁波华翔的看点主要在2018年下半年。伴随下半年大众主要17款车型与新款SUV项目的爬坡，以及热成型项目对多款车型的同步配套，公司将有望在下半年发力。我们预计2018年的行业增速在10%左右，热成型项目对营收的贡献为7亿元。
 - 展望2019年，伴随下游客户主力车型稳定爬坡完成进入大周期，热成型项目的持续上量（2019年热成型项目的营收有望较2018年翻倍，达14亿元），以及海外扭亏，公司将有望恢复达到的盈利水平。
- **估值偏低，增长稳健，具备战略布局价值：考虑到公司较为优质的客户结构，稳健的业务规模，以及热成型项目上量，德国扭亏与潜在的业绩释放。我们预计，宁波华翔未来三年的复合增长率在15-20%水平。相比宁波华翔长期15倍以下的估值，依然远低于本行业可比公司的平均估值中枢，我们认为具备一定的估值修复潜力与战略布局价值**
- **盈利预测：维持我们的盈利预测，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16.7/13.1/9.8倍，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**

图表 1: 宁波华翔财务与盈利预测

损益表 (人民币亿元)							资产负债表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	87	98	125	134	147	164	货币资金	10	14	14	33	48	72
增长率	19.49%	12.6%	27.5%	6.8%	10.0%	11.6%	应收款项	17	23	33	29	32	36
营业成本	-69	-80	-98	-102	-108	-117	存货	12	14	18	17	18	19
%销售收入	79.5%	82.0%	78.5%	76.5%	73.5%	71.4%	其他流动资产	3	3	3	4	4	4
毛利	18	18	27	31	39	47	流动资产	43	54	68	83	102	131
%销售收入	20.5%	18.0%	21.5%	23.5%	26.5%	28.6%	%总资产	50.1%	51.1%	50.5%	56.3%	60.5%	66.1%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-1	长期投资	20	23	19	19	19	19
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	19	22	29	31	32	31
营业费用	-3	-3	-4	-4	-5	-5	%总资产	21.7%	21.3%	21.4%	21.0%	18.7%	15.7%
%销售收入	3.1%	3.1%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%	无形资产	3	5	17	12	14	15
管理费用	-7	-9	-10	-11	-13	-13	非流动资产	43	52	67	64	66	67
%销售收入	8.4%	9.4%	8.0%	8.6%	9.0%	8.0%	%总资产	49.9%	48.9%	49.5%	43.7%	39.5%	33.9%
息税前利润 (EBIT)	8	5	12	15	20	28	资产总计	86	105	135	147	168	198
%销售收入	8.6%	5.1%	9.9%	11.3%	13.9%	17.0%	短期借款	6	11	16	1	1	1
财务费用	0	0	0	0	1	1	应付款项	19	24	39	32	35	38
%销售收入	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.5%	-0.6%	其他流动负债	4	5	6	7	7	7
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	30	40	62	40	43	47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1	0	5	5	5	5
投资收益	2	2	2	1	1	1	其他长期负债	5	6	6	6	6	6
%税前利润	20.5%	25.2%	12.9%	8.9%	6.5%	4.7%	负债	35	47	72	51	53	57
营业利润	8	6	13	16	23	30	普通股股东权益	45	48	54	81	91	105
营业利润率	9.6%	6.0%	10.0%	12.3%	15.3%	18.5%	少数股东权益	6	10	9	15	24	36
营业外收支	0	0	1	0	0	1	负债股东权益合计	86	105	135	147	168	198
税前利润	9	6	13	17	23	32	比率分析						
利润率	9.9%	6.5%	10.7%	12.4%	15.6%	19.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-1	-2	-2	-3	-4	-5	每股指标						
所得税率	16.0%	34.2%	17.7%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益 (元)	0.989	0.303	1.347	1.289	1.646	2.192
净利润	7	4	11	14	19	26	每股净资产 (元)	8.521	9.038	10.136	12.933	14.578	16.770
少数股东损益	2	3	4	6	9	12	每股经营现金净流 (元)	0.878	1.132	2.703	2.527	3.610	4.692
归属于母公司的净利润	5	2	7	8	10	14	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
净利率	6.0%	1.6%	5.7%	6.0%	7.0%	8.4%	回报率						
							净资产收益率	11.61%	3.35%	13.29%	9.97%	11.29%	13.07%
现金流量表 (人民币亿元)							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%
净利润	7	4	11	14	19	26	增长率						
少数股东损益	0	0	0	6	9	12	营业总收入增长率	19.49%	12.59%	27.48%	6.77%	9.96%	11.59%
非现金支出	4	5	7	5	6	7	EBIT增长率	28.89%	-33.39%	148.04%	21.52%	35.44%	36.59%
非经营收益	-2	0	-3	-1	-2	-3	净利润增长率	52.74%	-69.38%	344.81%	13.04%	27.67%	33.18%
营运资金变动	-5	-3	-1	-2	-1	-2	总资产增长率	32.59%	22.52%	28.41%	8.51%	14.62%	17.92%
经营活动现金净流	5	6	14	22	31	42	资产管理能力						
资本开支	7	6	7	2	8	7	应收账款周转天数	54.2	59.9	64.6	61.3	62.2	62.3
投资	0	-2	-6	0	0	0	存货周转天数	60.1	59.9	60.4	60.2	60.2	60.2
其他	1	1	2	1	1	1	应付账款周转天数	78.7	81.5	86.9	83.8	84.5	84.6
投资活动现金净流	-6	-7	-11	-1	-7	-5	固定资产周转天数	61.3	64.2	63.7	69.4	64.8	57.2
股权募资	0	2	0	20	0	0	偿债能力						
债权募资	1	4	0	-15	0	0	净负债/股东权益	-6.71%	-3.10%	10.93%	-28.74%	-36.84%	-46.93%
其他	-2	-3	-5	-1	-1	0	EBIT利息保障倍数	24.3	25.9	143.1	97.9	-30.8	-29.1
筹资活动现金净流	0	4	-4	4	-1	0	资产负债率	40.94%	44.64%	53.34%	34.56%	31.61%	28.80%
现金净流量	-1	3	-1	25	23	36							

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。