

经营格局改善, 快速成长的汽车安全部件标的

投资要点

- **事件:** 公司公布 2018 年三季度报, 前三季度合计实现营业收入 7.4 亿元, yoy+9.6%; 实现归母净利润 2.1 亿元, yoy+14.8%。其中第三季度实现营业收入 2.3 亿元, yoy-0.2%; 实现归母净利润 0.7 亿元, yoy+5.2%。
- **三季度收入微降, 增长优于行业。** 2018 年第三季度国内汽车产销量分别同比下降 5.6%和 6.5%。公司营收端 2018Q3 同比微降 0.2%, 公司营收增速明显高于行业整体状况。公司的安全布面料和气囊袋配套的产品已经在 2017 年进入国内上汽、一汽、广汽、吉利、长城、长安等各大主流合资及自主品牌厂商。公司 3 季度在建工程较年初增长 276.9%, 反映公司目前订单情况良好, 产能扩张需求明确, 看好产品未来新配套车型的进一步拓展。
- **毛利率、费用率双降, 投资收益增长, 经营格局持续改善。** 公司 2018Q3 毛利率 39.6%, 较去年同期下降约 1.5 个百分点, 原材料价格在公司经营成本中占比超过 65%, 主要系今年原材料价格上涨的影响。费用率为 10.5%, 较去年三季度同期增长 1.4%个百分点, 主要是研发投入略有增长。此外报告期内公司同比去年三季度额外实现理财投资收益 600 万元, 供应商向公司预付款单季同比增长 195.3%, 销售回款率达到 108.3%。在当前弱势环境下, 公司依靠稳健经营, 实现了安全布生产领域市场格局的提升。
- **公司处于业务扩张周期, 股权激励激发活力。** 公司目前海外市场收入占比不到 1%, 为提升全球供应能力, 初步布局海外市场, 拟以 1200 万美元自有资金在越南投资设立子公司, 截止 9 月份, 公司已完成对外投资的备案手续, 取得越南海防市相关许可。预计 2019 年将形成新的收入增长点。2018 年 10 月份, 公司完成了对 296 名激励对象授予 600 万股限制性股票的股权激励计划, 有望进一步激发公司经营活力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年归母净利润 3 亿元、3.6 亿元、4.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.97 元、1.16 元、1.33 元, 对应估值 15 倍、12 倍、11 倍。公司未来有望持续突破合资车企客户, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 乘用车销量持续低迷风险, 海外投资企业经营风险。

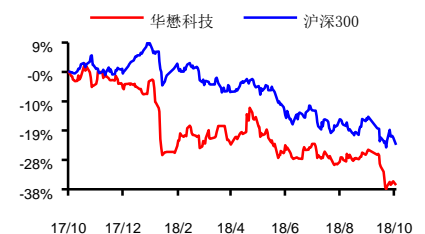
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	989.40	1062.51	1215.85	1393.92
增长率	11.22%	7.39%	14.43%	14.65%
归属母公司净利润(百万元)	278.06	303.79	363.32	416.53
增长率	5.93%	9.25%	19.60%	14.65%
每股收益 EPS(元)	0.89	0.97	1.16	1.33
净资产收益率 ROE	12.96%	12.69%	13.48%	13.70%
PE	16	15	12	11
PB	2.09	1.88	1.67	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
执业证号: S1250518090002
电话: 021-58351909
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.13
流通 A 股(亿股)	3.05
52 周内股价区间(元)	14.05-30.6
总市值(亿元)	44.92
总资产(亿元)	23.67
每股净资产(元)	7.09

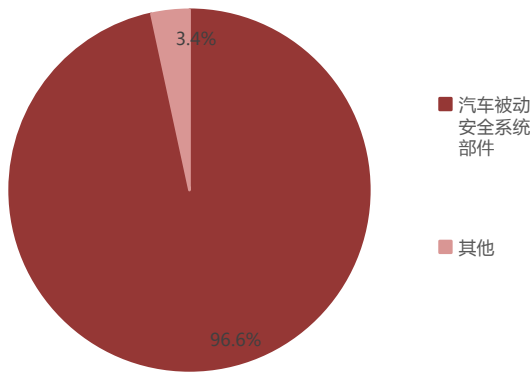
相关研究

1 快速成长的汽车安全部件供应商

华懋（厦门）新材料科技股份有限公司是一家专注于汽车安全领域的系统部件提供商，产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋以及安全带等被动安全系统部件。公司所处行业为汽车零部件行业，经营范围以工程用特种纺织品的研发、生产及加工为主。公司汽车安全气囊相关产品的市场容量主要取决于四个因素：一是法规强制安装；二是汽车产销量；三是匹配安全气囊的车型数量；四是平均每辆车配置安全气囊的数量。公司的安全布面料和气囊袋已经成为包括南北大众、上汽自主品牌、广汽合资及自主品牌、吉利、长城、长安、比亚迪等国内主流车企的配套商。2017 年公司具备安全带年产能 5,500 万米，安全气囊布年产能 2,700 万米，安全气囊袋年产能 2,020 万个。

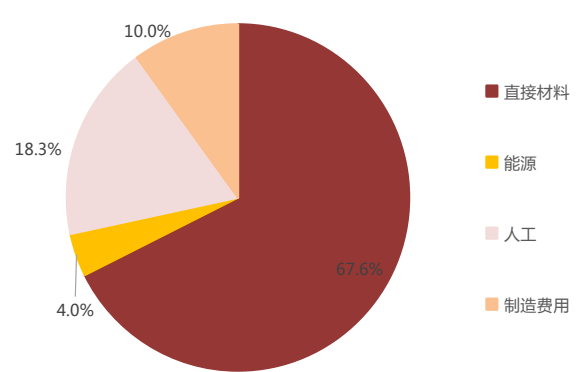
公司主营业务结构：公司收入主要来自汽车被动安全系统部件单一板块。配套市场集中在国内。按生产成本来看，超过 65% 的成本构成为原材料。

图 1：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

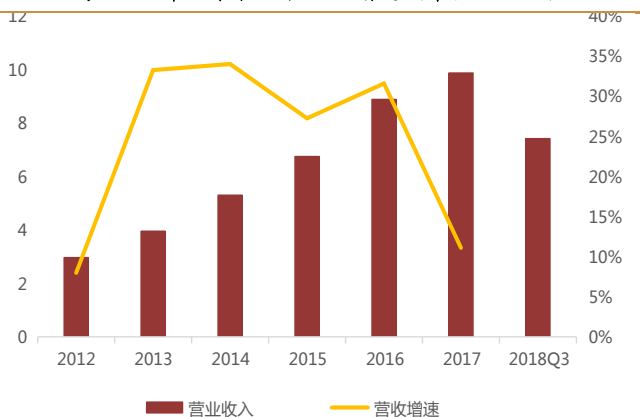
图 2：公司 2017 年主营业务成本构成情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入和归母净利润保持增长。自 2013 年以来营收增速约保持在 25% 以上，归母净利润增速高于营收增速水平。2017 年起，受国内乘用车市场增长放缓影响，收入和归母净利润增速有一定下滑。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：公司 2012 年以来归母净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

1) 假设 2018-2020 年, 乘用车市场见底回升, 公司订单持续拓展, 安全气囊布、气囊袋等产品销量分别实现 8%、15%、15% 的增长。

2) 假设自 2017 年原材料价格持续上涨, 2018 年原材料价格维持相对高位的局面在 2019 年起逐渐改善, 公司毛利率自 2019 年起迎来提升。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
被动安全系统部件	收入	955.8	1032.3	1187.2	1365.2
	增速	12.4%	8.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	42.7%	42.0%	44.0%	44.0%
其他	收入	33.56	30.2	28.7	28.7
	增速	-13.9%	-10.0%	-5.0%	0.0%
	毛利率	42.7%	40.0%	40.0%	42.7%
合计	收入	989.4	1062.5	1215.8	1393.9
	增速	11.2%	7.4%	14.4%	14.6%
	毛利率	42.7%	41.9%	43.9%	44.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润 3 亿元、3.6 亿元、4.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.97 元、1.16 元、1.33 元, 对应估值 15 倍、12 倍、11 倍。公司未来有望持续突破合资车企客户, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值情况 (2018/10/29)

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
601799.SH	星宇股份	1.7	2.23	2.89	27	20	16
600660.SH	福耀玻璃	1.26	1.61	1.77	16	13	12
600699.SH	均胜电子	0.42	1.25	1.42	52	18	15
600741.SH	华域汽车	2.08	2.53	2.53	8	7	7
平均值					26	15	13
603306.SH	华懋科技	0.89	0.97	1.16	16	15	12

数据来源: Wind, 西南证券整理

3 风险提示

乘用车销量持续低迷风险, 海外投资企业经营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	989.40	1062.51	1215.85	1393.92	净利润	278.06	303.79	363.32	416.53
营业成本	567.11	616.86	682.02	780.98	折旧与摊销	59.42	33.57	33.57	33.57
营业税金及附加	9.62	10.33	11.82	13.55	财务费用	-12.82	-2.78	-4.06	-4.85
销售费用	28.00	21.25	24.32	27.88	资产减值损失	2.96	0.00	0.00	0.00
管理费用	79.43	69.06	85.11	97.57	经营营运资本变动	-440.94	-54.79	-119.97	-139.28
财务费用	-12.82	-2.78	-4.06	-4.85	其他	474.86	-4.94	-4.63	-4.24
资产减值损失	2.96	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	361.53	274.84	268.22	301.72
投资收益	3.32	4.43	4.43	4.43	资本支出	-85.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-517.32	4.43	4.43	4.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-602.84	4.43	4.43	4.43
营业利润	320.82	352.21	421.06	483.22	短期借款	2.03	-31.99	0.00	0.00
其他非经营损益	2.75	1.74	2.08	1.96	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	323.57	353.95	423.14	485.18	股权融资	705.28	0.00	0.00	0.00
所得税	45.51	50.17	59.82	68.65	支付股利	-149.73	-55.61	-60.76	-72.66
净利润	278.06	303.79	363.32	416.53	其他	11.97	2.78	4.06	4.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	569.55	-84.82	-56.70	-67.81
归属母公司股东净利润	278.06	303.79	363.32	416.53	现金流量净额	327.70	194.45	215.95	238.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	856.40	1050.85	1266.80	1505.14	成长能力				
应收和预付款项	413.04	452.99	519.10	592.64	销售收入增长率	11.22%	7.39%	14.43%	14.65%
存货	98.73	108.14	120.00	137.52	营业利润增长率	4.54%	9.79%	19.55%	14.76%
其他流动资产	461.93	496.06	567.65	650.79	净利润增长率	5.93%	9.25%	19.60%	14.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.94%	4.24%	17.64%	13.62%
投资性房地产	2.96	2.96	2.96	2.96	获利能力				
固定资产和在建工程	494.90	465.21	435.52	405.83	毛利率	42.68%	41.94%	43.91%	43.97%
无形资产和开发支出	35.49	31.62	27.74	23.87	三费率	9.56%	8.24%	8.67%	8.65%
其他非流动资产	46.10	46.10	46.10	46.10	净利率	28.10%	28.59%	29.88%	29.88%
资产总计	2409.55	2653.94	2985.87	3364.84	ROE	12.96%	12.69%	13.48%	13.70%
短期借款	31.99	0.00	0.00	0.00	ROA	11.54%	11.45%	12.17%	12.38%
应付和预收款项	198.69	225.75	253.65	286.49	ROIC	23.66%	21.66%	24.69%	26.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.14%	36.05%	37.06%	36.73%
其他负债	33.99	35.12	36.61	38.87	营运能力				
负债合计	264.67	260.88	290.25	325.35	总资产周转率	0.50	0.42	0.43	0.44
股本	236.17	236.17	236.17	236.17	固定资产周转率	2.31	2.39	2.93	3.62
资本公积	1088.77	1088.77	1088.77	1088.77	应收账款周转率	3.19	3.23	3.28	3.29
留存收益	831.36	1079.54	1382.10	1725.96	存货周转率	5.87	5.83	5.87	5.97
归属母公司股东权益	2144.89	2393.06	2695.62	3039.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.07%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2144.89	2393.06	2695.62	3039.49	资产负债率	10.98%	9.83%	9.72%	9.67%
负债和股东权益合计	2409.55	2653.94	2985.87	3364.84	带息债务/总负债	12.09%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.51	8.79	9.19	9.48
					速动比率	7.11	8.34	8.74	9.03
					股利支付率	53.85%	18.31%	16.72%	17.44%
					每股指标				
					每股收益	0.89	0.97	1.16	1.33
					每股净资产	6.85	7.65	8.61	9.71
					每股经营现金	1.15	0.88	0.86	0.96
					每股股利	0.48	0.18	0.19	0.23
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	367.42	383.00	450.57	511.93					
PE	16.15	14.79	12.36	10.78					
PB	2.09	1.88	1.67	1.48					
PS	4.54	4.23	3.69	3.22					
EV/EBITDA	6.83	5.96	4.59	3.57					
股息率	3.33%	1.24%	1.35%	1.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn