



002048.SZ

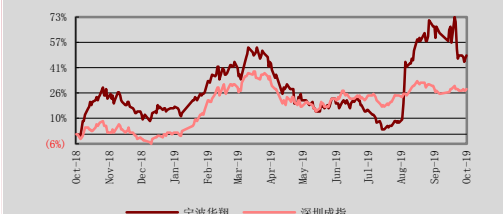
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.66

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	38.1	(10.5)	30.0	49.1
相对深证成指	2.9	(10.4)	26.6	20.8

发行股数(百万)	626
流通股(%)	87
总市值(人民币 百万)	8,554
3个月日均交易额(人民币 百万)	221
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
周晓峰	14

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年10月25日收市价为标准

#### 相关研究报告

《宁波华翔—热成型叠加大众产品周期, 业绩大超预期》20190827

《宁波华翔—先抑后扬业绩符合预期, 大众周期助力增长》20190424

《宁波华翔—18Q4 业绩企稳回升, 2019 年有望逆市增长》20190304

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

## 宁波华翔

### Q3 业绩略超预期, 有望受益于特斯拉国产化

公司发布 2019 年三季报, 前三季度共实现营业收入 117.1 亿元, 同比增长 9.3%; 归属于上市公司股东的净利润 6.7 亿元, 同比增长 32.9%; 每股收益 1.07 元。其中 Q3 实现营业收入 42.1 亿元, 同比增长 11.5%; 归属于上市公司股东的净利润 2.5 亿元, 同比增长 22.7%。第三季度国内汽车产销量降幅收窄, 热成型项目批产加上德国华翔减亏, 业绩快速增长, 略超预期。大众等主要客户销量表现出色, 热成型产能利用率提升, 德国华翔逐步减亏, 有望受益于特斯拉国产, 公司发展持续看好。考虑到车市回暖及热成型量产, 我们上调了盈利预测, 预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.50 元、1.68 元和 1.94 元, 维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **延续良好势头, Q3 收入业绩稳步增长。**前三季度公司实现收入 117.1 亿元, 同比增长 9.3%, 保持稳健增长, 预计主要为热成型等增量产品贡献; 毛利率 19.9%, 同比提升 0.7pct, 预计主要是热成型爆发加上德国华翔减亏所致。费用方面, 销售费用增长 14.5%, 预计主要是销售规模提升及物流费用增加所致; 管理费用增长 7.8%, 预计主要是折旧费用等增加所致; 研发费用增长 7.6%, 预计主要是人员薪酬、试制试验费增加所致; 财务费用增长 917.4%, 主要是借款增加带来利息支出增加所致; 四项费用率 11.8%, 较同期增加 0.3pct。收入稳步增长, 毛利率提升, 净利润增长 32.9%。Q3 国内汽车产销量降幅收窄, 大众等客户表现出色, 收入同比增长 11.5%, 毛利率提升 0.7pct, 销售、管理、研发和财务费用分别增加 22.1%、10.4%、4.2%、106.8%, 净利润同比增长 22.7%, 延续了 Q2 的良好势头。随着汽车销量逐步回暖, 大众等客户产销表现出色, 热成型产能利用率提升, 德国公司逐步减亏, 公司业绩有望稳步增长。
- **热成型叠加大众产品周期, 推动业绩持续增长。**上汽大众及一汽大众迎来持续 SUV 新品周期, 公司配套热成型产品单车价值量高达 1500-3000 元, 且利润率较高, 是 2019 年业绩增长的主要推动力。展望 2020 年, 一汽大众等销量有望延续较好表现, 热成型产能利用率提升及满产时间增加, 有望继续贡献增量, 推动公司业绩增长。
- **客户结构优质, 有望受益于特斯拉国产化。**乘联会数据显示前三季度公司主要客户上汽大众销量增长 6.7%, 一汽大众销量增长 0.7%, 均优于行业平均水平 (-8.6%)。此外宝马、奔驰等豪华品牌均是公司重要客户。公司客户结构优质, 有望在行业低迷时获得较好表现。特斯拉 Q3 取得 1.43 亿美元盈利, 上海超级工厂已经试生产了整车, 正在努力确认最终的许可证并满足其他要求, 之后将开始大规模量产和交付。公司目前有子公司劳伦斯供应铝饰条等产品, 特斯拉国产化后有望供应后视镜等产品, 增加单车价值量预计超过 1000 元, 或将持续受益。

#### 估值

- 我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.50 元、1.68 元和 1.94 元, 看好大众 SUV 新品周期及轻量化等新产品发展前景, 维持买入评级。

#### 评级面临的主要风险

- 1) 汽车销量增速放缓; 2) 海外扭亏不及预期。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	14,807	14,927	16,793	18,472	20,319
变动(%)	18	1	12	10	10
净利润(人民币 百万)	755	666	937	1,049	1,216
全面摊薄每股收益(人民币)	1.275	1.169	1.496	1.675	1.942
变动(%)	11.8	(8.3)	28.0	12.0	16.0
先前预测每股收益(人民币)			1.360	1.604	1.883
调整幅度(%)			10	4	3
全面摊薄市盈率(倍)	10.7	11.7	9.1	8.2	7.0
价格/每股现金流量(倍)	6.1	7.0	5.1	5.2	4.5
每股现金流量(人民币)	2.24	1.96	2.69	2.62	3.01
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.4	5.5	3.9	2.9	1.9
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.224	0.251	0.291
股息率(%)	1.1	1.1	1.6	1.8	2.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1.2019Q1-3 业绩摘要

(人民币, 百万)	2019Q1-3	2018Q1-3	同比变动(%)
营业收入	11714.0	10714.6	9.3
营业利润	1045.2	887.8	17.7
净利润	868.2	713.6	21.7
归属于上市公司股东的净利润	669.7	504.0	32.9
扣非后归属于上市公司股东的净利润	643.7	470.5	36.8
营业成本	9378.7	8651.1	8.4
毛利润	2335.2	2063.6	13.2
销售费用	356.9	311.8	14.5
管理费用	644.3	597.8	7.8
研发费用	351.7	326.9	7.6
财务费用	33.4	(4.1)	917.4
资产减值损失	(18.9)	47.9	(139.3)
销售费用率(%)	3.0	2.9	
管理费用率(%)	5.5	5.6	
研发费用率(%)	3.0	3.1	
财务费用率(%)	0.3	(0.0)	
毛利率(%)	19.9	19.3	
净利率(%)	7.4	6.7	

资料来源: 公司公告、中银国际证券

图表 2.2019Q3 业绩摘要

(人民币, 百万)	2019Q3	2018Q3	同比变动(%)
营业收入	4209.0	3774.4	11.5
营业利润	397.4	320.1	24.2
净利润	324.7	265.8	22.2
归属于上市公司股东的净利润	253.4	206.6	22.7
扣非后归属于上市公司股东的净利润	239.7	200.1	19.8
营业成本	3358.6	3038.8	10.5
毛利润	850.5	735.6	15.6
销售费用	129.9	106.4	22.1
管理费用	237.2	214.8	10.4
研发费用	108.9	104.5	4.2
财务费用	1.4	(20.0)	106.8
资产减值损失	0.0	26.2	(100.0)
销售费用率(%)	3.1	2.8	
管理费用率(%)	5.6	5.7	
研发费用率(%)	2.6	2.8	
财务费用率(%)	0.0	(0.5)	
毛利率(%)	20.2	19.5	
净利率(%)	7.7	7.0	

资料来源: 公司公告、中银国际证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	14,807	14,927	16,793	18,472	20,319
销售成本	(11,763)	(12,039)	(13,510)	(14,806)	(16,256)
经营费用	(1,278)	(1,394)	(1,384)	(1,591)	(1,710)
息税折旧前利润	1,765	1,494	1,899	2,076	2,354
折旧及摊销	(452)	(519)	(531)	(578)	(625)
经营利润(息税前利润)	1,313	975	1,369	1,498	1,729
净利息收入/(费用)	(92)	(9)	(45)	(27)	(12)
其他收益/(损失)	168	178	164	194	215
税前利润	1,443	1,195	1,487	1,665	1,931
所得税	(268)	(190)	(238)	(266)	(309)
少数股东权益	(367)	(287)	(312)	(350)	(405)
净利润	798	732	937	1,049	1,216
核心净利润	798	732	939	1,051	1,219
每股收益(人民币)	1.275	1.169	1.496	1.675	1.942
核心每股收益(人民币)	1.275	1.169	1.500	1.679	1.946
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.224	0.251	0.291
收入增长(%)	18	1	12	10	10
息税前利润增长(%)	20	(26)	40	9	15
息税折旧前利润增长(%)	17	(15)	27	9	13
每股收益增长(%)	12	(8)	28	12	16
核心每股收益增长(%)	12	(8)	28	12	16

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,389	1,143	1,487	1,665	1,931
折旧与摊销	452	519	531	578	625
净利息费用	92	9	45	27	12
运营资本变动	(158)	(7)	(444)	313	(213)
税金	143	162	(238)	(266)	(309)
其他经营现金流	(515)	(597)	303	(674)	(160)
经营活动产生的现金流	1,404	1,229	1,684	1,643	1,886
购买固定资产净值	(39)	39	366	322	342
投资减少/增加	165	(244)	150	180	200
其他投资现金流	(1,516)	(1,261)	(732)	(644)	(684)
投资活动产生的现金流	(1,390)	(1,466)	(216)	(142)	(142)
净增权益	96	0	0	0	0
净增债务	532	(1,046)	(380)	(12)	6
支付股息	(94)	(94)	(141)	(157)	(182)
其他融资现金流	1,465	(196)	(458)	(27)	(12)
融资活动产生的现金流	2,000	(1,336)	(978)	(196)	(189)
现金变动	2,013	(1,573)	490	1,304	1,554
期初现金	1,396	3,402	1,828	2,319	3,623
公司自由现金流	13	(237)	1,468	1,501	1,744
权益自由现金流	637	(1,274)	1,134	1,515	1,762

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,402	1,828	2,319	3,623	5,178
应收帐款	3,222	3,653	3,717	4,519	4,593
库存	1,973	2,343	2,215	2,821	2,789
其他流动资产	487	664	619	765	799
流动资产总计	9,084	8,488	8,870	11,728	13,359
固定资产	3,439	4,074	3,937	3,758	3,539
无形资产	381	420	391	315	251
其他长期资产	569	1,008	996	996	1,000
长期资产总计	4,389	5,501	5,325	5,069	4,790
总资产	16,205	16,262	16,276	18,773	20,128
应付帐款	3,335	3,699	3,316	4,482	4,346
短期债务	2,432	1,383	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	644	1,069	1,057	1,169	1,237
流动负债总计	6,410	6,151	5,373	6,651	6,583
长期借款	153	134	130	130	130
其他长期负债	743	630	721	698	683
股本	626	626	626	626	626
储备	6,458	7,083	7,879	8,771	9,805
股东权益	7,084	7,709	8,505	9,397	10,431
少数股东权益	1,081	1,234	1,547	1,896	2,302
总负债及权益	16,205	16,262	16,276	18,773	20,128
每股帐面价值(人民币)	11.31	12.31	13.58	15.01	16.66
每股有形资产(人民币)	10.70	11.64	12.96	14.50	16.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.30)	(0.50)	(1.90)	(3.98)	(6.46)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.9	10.0	11.3	11.2	11.6
息税前利润率(%)	8.9	6.5	8.1	8.1	8.5
税前利润率(%)	9.4	7.7	8.9	9.0	9.5
净利率(%)	5.1	4.5	5.6	5.7	6.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.7	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	14.3	103.8	30.1	55.9	138.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.2	1.3	1.6
估值					
市盈率(倍)	10.7	11.7	9.1	8.2	7.0
核心业务市盈率(倍)	10.7	11.7	9.1	8.1	7.0
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	6.1	7.0	5.1	5.2	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.4	5.5	3.9	2.9	1.9
周转率					
存货周转天数	59.2	65.4	61.6	62.1	63.0
应收帐款周转天数	80.0	84.1	80.1	81.4	81.8
应付帐款周转天数	80.8	86.0	76.2	77.0	79.3
回报率					
股息支付率(%)	12.4	14.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	13.2	9.0	11.6	11.7	12.3
资产收益率(%)	7.1	5.0	7.1	7.2	7.5
已运用资本收益率(%)	2.2	1.7	2.2	2.2	2.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371