

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

宁波华翔(002048)

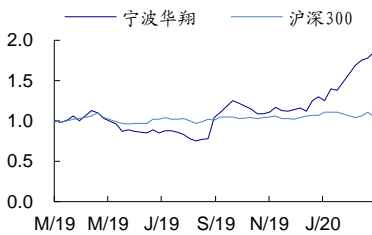
买入

2019 年业绩快报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	626/545
总市值/流通(百万元)	14,516/12,632
上证综指/深圳成指	2,880/10,981
12 个月最高/最低(元)	24.50/9.37

相关研究报告:

《宁波华翔-002048-2019 年中报点评: 业绩超预期, 产能扩张增收扩利》——2019-08-29

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩超预期, 一汽大众、特斯拉产业链标的

● 2019 年业绩超预期, 增速稳中有升

宁波华翔公布 2019 年业绩快报, 全年实现营业总收入 173.15 亿元, 同比增长 16%; 实现归母净利 9.85 亿元, 同比增加 34.67%; 拆分 Q4 来看, 单 Q4 实现营收 56 亿, 同比增长 33% (Q3+11.5%), 实现归母净利 3.16 亿, 同比增长 39% (Q3+22.7%)。整体来看, 公司 2019 年营收、利润超预期, 业绩增长的主要原因在于 1) 2019 年长春华翔 9 条“热成型”生产线陆续投产, 配套一汽大众相关车型的热销, 推动了公司业绩逆市快速增长; 2) 海外业务减亏趋势确立, 德国华翔经营性亏损持续大幅减少。

● 热成型件产能持续爬升, 客户一汽大众销量远超行业

公司积极布局热成型件 (高强度, 承重性更优), 子公司长春华翔轿车消声器公司 2019 年 9 条“热成型钢”生产线 (包括募集资金项目 5 条) 实现批产, 截至 19 年末产能利用率达 80-90%, 后续根据客户增长情况或继续投入新产线, 为企业持续带来利润增长。公司热成型件为一汽大众配套, 随着一汽大众相关车型的热销 (当前一汽大众营收占比 23%, 2019Q4 一汽大众含捷达品牌的批发销量+15%)、公司热成型生产线稳步投产, 公司业绩有望进一步增长。

● 特斯拉内外饰供应商, 受益于特斯拉国产化有望价量双升

公司当前给特斯拉 Model S/X 配套铝饰条, 单车价值量近 1000 元人民币, 给国产版 Model 3 配套智能后视镜, 单车价值量约 2000 元人民币。考虑到 1) 特斯拉上海工厂 Model 3/Y 的产能陆续投放, 2) 零部件国产化率从 30% 提升到 100%, 后续看好公司配套产品的价量双升。

● 风险提示: 车市景气度下行, 特斯拉销量不及预期。

● 投资建议: 上调盈利预测, 维持买入评级

考虑公司 2019 年业绩超预期, 我们上调公司盈利预测, 将 19/20/21 年净利润由 8.7/9.7/10.8 亿提升至 9.85/11.3/13 亿, 对应 PE 分别为 15/13/11 倍, 当前公司已经达到我们此前中报给出的目标估值 23.2 元, 我们根据相对估值法更新一年期目标估值为 31.8 元, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,836	17,418	17,315	19,196	21,464
(+/-%)	24.7%	25.9%	16.0%	10.9%	11.8%
净利润(百万元)	3,217	4,066	985	1130	1302
(+/-%)	24.2%	26.4%	34.6%	14.7%	15.2%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.10	1.57	1.80	2.08
EBIT Margin	26.9%	25.1%	8.9%	9.3%	9.6%
净资产收益率(ROE)	20.9%	20.6%	11.3%	12.0%	12.8%
市盈率(PE)	73.7	58.3	14.7	12.8	11.1
EV/EBITDA	59.1	50.4	12.1	10.4	9.3
市净率(PB)	15.4	12.0	1.67	1.55	1.43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

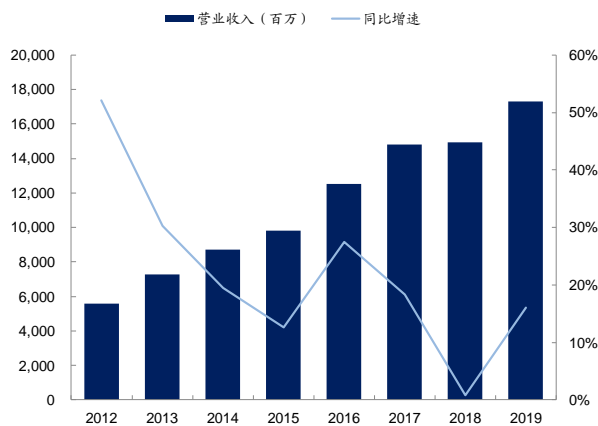
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2019 年业绩超预期，增速稳中有升。宁波华翔公布 2019 年业绩快报，全年实现营业收入 173.15 亿元，同比增长 16%；实现归母净利 9.85 亿元，同比增加 34.67%；

拆分 Q4 来看，单 Q4 实现营收 56 亿，同比增长 33%（Q3+11.5%），实现归母净利 3.16 亿，同比增长 39%（Q3+22.7%）。

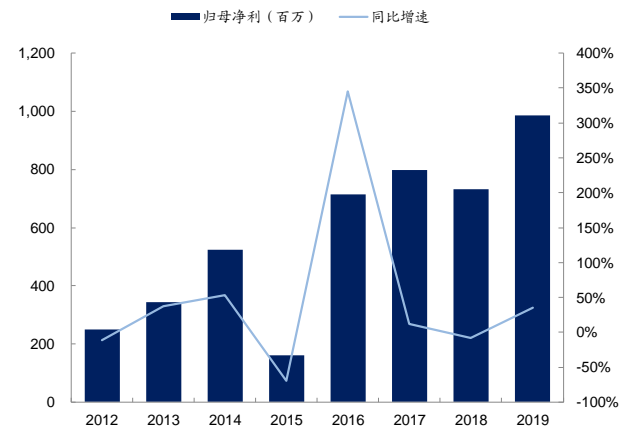
整体来看，公司 2019 年营收、利润超预期，业绩增长的主要原因在于 1) 2019 年长春华翔 9 条“热成型”生产线陆续投产，配套一汽大众相关车型的热销，推动了公司业绩逆市快速增长；2) 海外业务减亏趋势确立，德国华翔经营性亏损持续大幅减少。

图 1：宁波华翔营业收入及增速



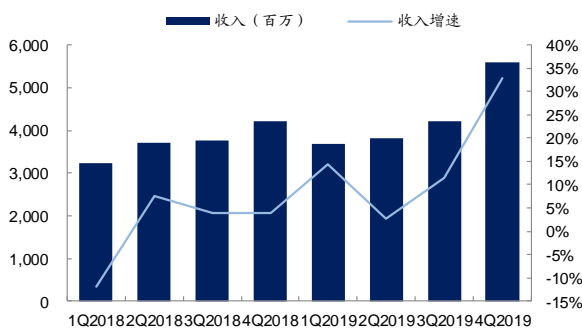
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：宁波华翔归母净利及增速



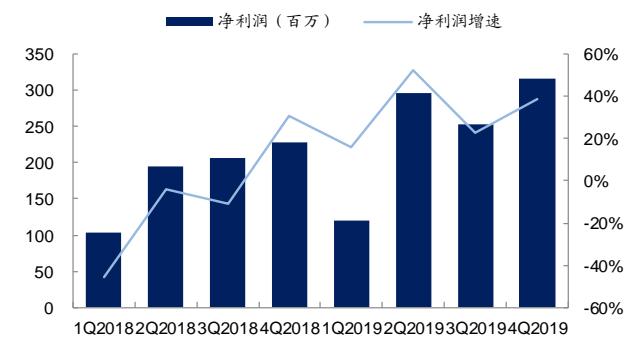
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：宁波华翔分季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：宁波华翔分季度归母净利及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

热成型件产能持续爬升，客户一汽大众销量远超行业。公司积极布局热成型件（高强度，承重性更优），子公司长春华翔轿车消声器公司 2019 年 9 条“热成型钢”生产线（包括募集资金项目 5 条）实现批产，截至 19 年末产能利用率达 80-90%，后续根据客户增长情况或继续投入新产线，为企业持续带来利润增长。公司热成型件为一汽大众配套，随着一汽大众相关车型的热销（当前一汽大众营收占比 23%，2019Q4 一汽大众含捷达品牌的批发销量+15%），公司热成型生产线稳步投产，公司业绩有望进一步增长。

表 1: 宁波华翔下游前两大客户近年销量增速、行业销量增速、公司营收增速对比

	营收占比	2016 年销量增速	2017 年销量增速	2018 年销量增速	2019 年销量增速
一汽大众	23%	13.50%	4.50%	4.10%	0.70%
上汽大众	19%	10.47%	3.06%	0.10%	-3.07%
国内乘用车		14.93%	1.40%	-4.08%	-9.56%
宁波华翔营收增速		27%	18%	1%	9%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理(注: 此处一汽大众销量含捷达品牌)

特斯拉内外饰供应商, 受益于特斯拉国产化有望价量双升。公司电子产品包含后视镜系统、电子控制单元、新能源电池包组件等。公司紧跟新能源发展趋势, 当前给特斯拉 Model S/X 配套铝饰条, 单车价值量近 1000 元人民币, 给国产版 Model 3 配套智能后视镜, 单车价值量约 2000 元人民币。考虑到 1) 特斯拉上海工厂 Model 3/Y 的产能陆续投放, 2) 零部件国产化率从 30% 提升到 100%, 后续看好公司配套产品的价量双升。

海外业务有望持续扭亏。2016 年, 德国华翔在新的管理团队领导下, 生产效率明显提高, 同时也得到了主要客户的大力支持, 亏损总金额较 2015 年大幅减少。此后亏损逐年降低, 2019 年上半年亏损额减少到 0.53 亿, 同比减少 38.4%。随着美国子公司 Trim 扭亏为盈, 海外整体经营情况得到改善。

风险提示: 车市景气度下行, 特斯拉销量不及预期。

投资建议: 上调盈利预测, 维持买入评级。考虑公司 2019 年业绩超预期, 我们上调公司盈利预测, 将 19/20/21 年净利润由 8.7/9.7/10.8 亿提升至 9.85/11.3/13 亿(2020 年预测利润上调 16.5%), 对应 PE 分别为 15/13/11 倍。当前公司已经达到我们此前 2019 年 8 月覆盖报告给出的目标估值 23.2 元(当前股价 23.18 元), **我们根据相对估值法更新一年期目标估值为 31.8 元**, 一年期目标估值区间为 27-36 元, 当前股价距离目标估值仍有 37% 的空间, 维持买入评级。

具体相对估值方法见下:

我们选取福耀玻璃、拓普集团、华域汽车和中鼎股份四只有一定营收体量的零部件上市公司作为可比公司, 参考可比公司 2020 年平均 PE 为 17.6 倍, **对应宁波华翔一年期目标估值为 31.8 元**, 我们给予宁波华翔 2020 年目标估值区间 15-20 倍, 对应宁波华翔一年期目标股价区间 27-36 元。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600660	福耀玻璃	增持	23.17	581	1.35	1.44	1.6	17.16	16.09	14.48
601689	拓普集团	增持	19.94	210	0.48	0.58	0.68	41.54	34.38	29.32
600741	华域汽车	买入	28.15	887	2.28	2.46	2.67	12.35	11.44	10.54
000887	中鼎股份	无评级	9.26	113	0.95	1.09	1.25	9.75	8.50	7.41
	平均				1.27	1.39	1.55	20.20	17.60	15.44
002048	宁波华翔	买入	23.18	145	1.57	1.80	2.08	14.74	12.84	11.15
一年期目标估值区间(元)									27-36	
一年期目标估值(元)									31.8	

资料来源: 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1828	2000	2000	2000	营业收入	14927	17315	19196	21464
应收款项	3653	4744	5259	5881	营业成本	11972	13756	15162	16894
存货净额	2343	3686	4051	4511	营业税金及附加	67	87	96	107
其他流动资产	664	346	384	429	销售费用	477	537	595	665
流动资产合计	8488	10777	11694	12821	管理费用	801	1402	1552	1734
固定资产	4074	4627	5119	5547	财务费用	9	72	100	92
无形资产及其他	420	404	388	372	投资收益	164	150	160	160
投资性房地产	2451	2451	2451	2451	资产减值及公允价值变动	(117)	(18)	(20)	(20)
长期股权投资	829	829	829	829	其他收入	(452)	0	0	0
资产总计	16262	19088	20481	22021	营业利润	1195	1594	1831	2112
短期借款及交易性金融负债	1438	3151	3041	2793	营业外净收支	14	14	14	14
应付款项	3699	4424	4861	5413	利润总额	1209	1607	1844	2125
其他流动负债	1014	769	846	942	所得税费用	190	241	277	319
流动负债合计	6151	8344	8748	9148	少数股东损益	287	381	437	504
长期借款及应付债券	134	(96)	(96)	(96)	归属于母公司净利润	732	985	1130	1302
其他长期负债	630	635	640	645					
长期负债合计	764	539	544	549	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6916	8883	9293	9697	净利润	732	985	1130	1302
少数股东权益	1234	1501	1808	2160	资产减值准备	(11)	41	16	15
股东权益	8112	8703	9381	10163	折旧摊销	519	404	489	553
负债和股东权益总计	16262	19088	20481	22021	公允价值变动损失	117	18	20	20
					财务费用	9	72	100	92
关键财务与估值指标					营运资本变动	105	(1591)	(382)	(458)
每股收益	1.17	1.57	1.80	2.08	其它	172	225	290	338
每股红利	0.51	0.63	0.72	0.83	经营活动现金流	1634	83	1563	1771
每股净资产	12.95	13.90	14.98	16.23	资本开支	(951)	(1001)	(1001)	(1001)
ROIC	13%	12%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(1367)	(1001)	(1001)	(1001)
毛利率	20%	21%	21%	21%	权益性融资	28	0	0	0
EBIT Margin	11%	9%	9%	10%	负债净变化	(19)	(230)	0	0
EBITDA Margin	14%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(320)	(394)	(452)	(521)
收入增长	1%	16%	11%	12%	其它融资现金流	(1189)	1713	(110)	(249)
净利润增长率	-8%	35%	15%	15%	融资活动现金流	(1840)	1089	(562)	(770)
资产负债率	50%	54%	54%	54%	现金净变动	(1574)	172	0	0
息率	2.2%	2.7%	3.1%	3.6%	货币资金的期初余额	3402	1828	2000	2000
P/E	19.8	14.7	12.8	11.1	货币资金的期末余额	1828	2000	2000	2000
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	1029	(884)	628	848
EV/EBITDA	10.1	12.1	10.4	9.3	权益自由现金流	(179)	538	433	522

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032