

宁波华翔

宁波华翔调研简报

002048

行业评级

未评级

相关研究

摘要

公司是一家民营控股企业，实际控制人为董事长周晓峰及其关联人，合并持股比例 25.47%。作为民营企业，公司经营机制灵活，整体运作市场化，主营汽车零部件开发和生产，且主要面对中高端客户，包括上海大众、沈阳华晨、一汽大众等。公司产品已从以前单一、单个产品为主，发展成为系统总成产品为主，正在向更高附加值的内饰件整体总成发展。

公司计划 2010 年定向增发 8.5 亿元用于优化公司产业布局、改善公司产品机构、提高公司毛利率。首先，计划在宁波江北投资 1.21 亿元于轿车座椅头枕、座垫项目，使产品由单一产品或子系统总成产品向轿车内饰整体总成产品发展。其次，计划投资 3.1 亿元发展投资回报率较高的轿车仪表盘支架和前后保险杠支架、及内饰产品中附加值最高的轿车座椅业务，改善产品结构。

公司目前将海外优质汽车零部件资产收购的工作作为扩张主营业务的战略手段。公司通过出让富奥 29% 的股权和陆平 74% 股权等措施已筹集 10 亿元现金预备开展海外收购。我们本次调研着重了解公司海外并购的前期准备工作顺利开展，若并购成功将给公司未来带来巨变。

若不考虑收购并剔除出让收益 2009 年公司 EPS0.50 元，2010 年公司主业 EPS0.58 元。考虑增发，公司 2010 年的 EPS0.51 元，2011 年 EPS0.79 元。

调研内容

基本情况

宁波华翔电子股份有限公司（简称“宁波华翔”、“公司”）是一家民营控股企业，实际控制人是董事长周晓峰及其关联人，截止 2009 年 9 月 30 日合并持股比例 25.47%。

公司目前主要从事汽车零部件开发和生产，主要产品包括内外饰件、底盘附件、电器及空调配件、发动机附件等，且以非金属类零部件为主，覆盖了近 90% 的非金属零部件产品。最大的客户是上海大众和一汽大众，合计超过其年销售额的 50%，同时还为上海汽车、一汽轿车、上海通用、天津一汽丰田、江铃、奇瑞、东风日产、沈阳华晨、江淮汽车、昌河铃木等国内汽车制造商提供零部件配套。

分析师

姚宏光

0755-8249 2723

Yaohg@lhqz.com

陈旭

0755-82125144

chenxu@lhqz.com

民营企业经营机制灵活、管理层坚持做大做强主业

公司的经营机制是在市场竞争中逐步建立和完善起来的。相比较国有企业，民营企业在经营决策、组织协调、人才激励等企业管理各方面更加的市场化，组织结构扁平化使得公司对市场变化能作出快速反映，更快把握市场机会。如，2006年公司成功并购重组了为一汽及一汽大众产品配套的国有企业长春轿车消声器厂(现为长春华翔消声器厂)，通过民营企业市场化管管理使其扭亏为盈，成为目前利润贡献最大的参控股公司。

以董事长周晓峰为核心的公司管理层多年来一直把做大做强公司主业作为工作重点，即使在周围江浙的汽车零部件企业纷纷转行做房地产的今天，宁波华翔也潜心做好主业，注重自主创新，增强竞争力，可见公司努力成为国内一流的汽车零部件生产企业的决心。

产品总成化发展，提高盈利能力

公司产品从单一、单个产品为主，发展成为具备如门内护板、中央通道、仪表板等子系统总成产品为主，同时开始向内饰件整体总成发展。公司计划在宁波江北工业投资园区投资 1.21 亿元于内饰件中毛利率最高的轿车座椅头枕、座垫项目，使产品由单一产品或子系统总成产品向轿车内饰整体总成产品发展，进一步提公司盈利能力。

现有业务接近饱和，海外并购需寻求新发展

公司现有业务具有较稳定的客户资源，主要客户包括上海大众、沈阳华晨、一汽大众等，部分零部件产品如上海大众的 A 柱上、下部内饰、C 柱上部内饰、侧围玻璃和副仪表板总成以及上海汇众的缓冲块等，由公司独家供货。但公司对国内前 2 大汽车生产企业上汽和一汽的供应已接近饱和，其中对上海大众、一汽大众、一汽丰田、上海通用的产品供应分别占公司主营业务的 40%、20%、10% 和 10%，在目前零部件供应商较多、竞争激烈的市场中，公司对两大核心客户的供应未来很难有更大提高。

而汽车零部件企业参与整车厂新车型同步开发的趋势日益明显，公司发展的关键在于新产品的研发设计、新技术的开发应用能力，能否参与整车厂的同步开发。公司完全认识到自身所拥有的此类能力还不能足企业发展的需要。

公司管理层了解现状并积极求变，在过去 3 年里一直筹划海外并购、技术引进。这次调研了解公司目前已将海外优质汽车零部件资产收购作为扩张主营业务的战略，通过回笼资金及账面原有资金，公司已拥有 10 亿元现金。公司海外收购计划是经过多年考察、精心筹备和权衡认证的，在海外市场正逐步走出金融危机阴霾开始复苏的背景下，通过民营企业较强的经营管理能力，如果并购成功将对公司未来发展产生重要积极影响。

产品拓展和并购并举

出售股权回笼资金，为收购积累资金

由于公司对富奥无实际控制力及富奥计划单独上市，陆平机器厂经营的军用改装车业发展遇到瓶颈且不能与公司主业产生协同效应，2009年公司出让一汽富奥29%股权、出售陆平机器厂74%的股权，分别获得17,660万元4,014万元税前收益，合计回笼货币资金6.86亿元。增加的现金帮助公司集中于主业，一方面可补充流动资金、偿还银行贷款，另一方面也为未来海外收购提供资金来源。

按照出让富奥29%的股权和陆平74%股权相应时间测算公司剔除出售业务净利润，预期2009年公司EPS为0.83元。不考虑增发，若公司主业年增长15%，预期2010年公司EPS为0.58元。

表 不考虑增发剔除富奥29%的股权和陆平74%股权公司盈利情况

百万、元	2009E	09H1	09H2	2010E	备注
公司净利润合计	248.78	98.41	150.37	284.05	
其中：富奥29%贡献利润	45.83	25.00	20.83		9月16日出让29%股权
辽宁陆平贡献利润	27.90	20.37	7.53		8月27日出售74%股权
剔除富奥29%股权和陆平后的利润贡献	175.05	53.05	122.01	284.05	
剔除富奥29%的股权和陆平EPS	0.35	0.11	0.25	0.58	
EPS	0.83*	0.20	0.63*	0.58	

数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

注：2009年EPS含有出售陆平和富奥的非经常性收入0.33元/股

非公开增发优化产业布局、改善产品结构

我们研究认为汽车内饰件市场是一个自由竞争市场，尤其是非金属内饰件的运输半径基本决定了公司的毛利，通常80%的营业成本中，运输成本占到10-15%。且越来越多整车厂需要零部件供应商在整车厂周围建厂、实时供货、同步研发。目前，宁波华翔通过自主研发公司已经做到给上海大众总成供货，如果将工厂全国复制将有利于研发成本摊薄，提高投资回报率。因此，合计非公开发行8.5亿元用于优化公司产业布局、改善公司产品机构、提高公司毛利率，非公开发行股票数量不超过9,000万股（含9,000万股），不低于5,000万股（含5,000万股）。其中，计划投资3.9亿元在东北建厂满足一汽集团、华晨汽车、哈飞汽车等相关车型的国产化需求。同时，公司将投资3.1亿元发展投资回报率较高的轿车仪表盘支架和前后保险杠支架、及内饰产品中附加值最高的轿车座椅业务，以改善产品结构。

假设2010年增发6000万股募集资金8.5亿元，公司股本将增加到5.5亿股。由于募集资金项目建设周期均超过1年，按照2011年达产50%测算，我们预计

公司 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.36 元、0.57 元。

表 增发融资规模测算		13	14	15
万股	万元			
5000		65000	70000	75000
6000		78000	84000	90000
7000		91000	98000	105000
8000		104000	112000	120000
9000		117000	126000	135000

数据来源：华泰联合证券研究所

表 非公开增发下的盈利情况

百万、元	2009E	09H1	09H2	2010E	2011E
公司合计净利润	248.78	98.41	150.37	284.05	436.71
其中：富奥 29%贡献利润	45.83	25.00	20.83	NA	NA
辽宁陆平贡献利润	27.90	20.37	7.53	NA	NA
剔除富奥 29%股权和陆平 的利润贡献	175.05	53.05	122.01	284.05	436.71
总股本（百万股）	493.74			553.74	553.74
剔除富奥 29%的股权和陆平 EPS	0.35	0.11	0.25	0.51	0.79
EPS	0.83*	0.20	0.63*	0.51	0.79

数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

注：2009 年 EPS 含有出售陆平和富奥的非经常性收入 0.33 元/股

以上测算没有考虑海外并购，我们将进一步密切跟踪公司并购动态。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。