

强烈推荐-A (首次)

华达科技 603358.SH

当前股价: 14.78 元
2019年12月24日

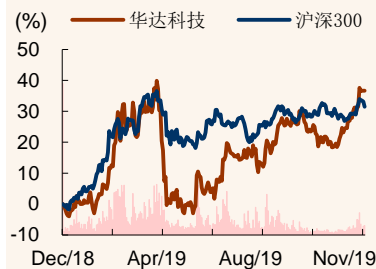
业绩低点已现, 产能释放蓄势待发

基础数据

上证综指	2963
总股本(万股)	31360
已上市流通股(万股)	13770
总市值(亿元)	46
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	5.6
资产负债率	38.5%
主要股东	陈竞宏
主要股东持股比例	56.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	29	36
相对表现	12	26	5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

研究助理
施洋
shiyang2@cmschina.com.cn

事件:

近日, 我们对公司开展调研活动, 公司系国内冲压件行业龙头企业, 产品配套实力、产能布局以及技术研发等方面均处于细分行业前列。公司基本完成阶段性产能扩张与产线改造, 同时受益于行业结构性复苏, 未来产能释放周期与管理改善有望拉动业绩上行, 短期盈利低点已现。预计 19-21 年 EPS 分别为 0.63/0.84/1.22 元, 对应 20 年 17.6X 估值, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

评论:

1、公司是国内乘用车车身冲压件龙头企业, 技术实力强劲且产品覆盖面广

公司从事乘用车车身冲压件、管类件及相关模具业务, 车身冲压件业务贡献主要收入。从配套产品分布上看, 公司产品主要涵盖车身总成焊接件(横纵梁(天窗)、立柱系列等), 冲压拉伸件(隔热板、油底壳, 支架系列等), 金属管件(机油标尺管、水管系列等)以及模具业务等。目前公司车身冲压件、管类件产品拥有近 3,000 种品件, 产品覆盖面广且运用于近百种乘用车型, 配套单车价值量从 100 元至 3000 多元不等。

从技术研发实力上看, 公司深耕冲压件行业近三十载, 掌握丰富的车身总成冲压、焊接生产和研发技术。在冲压件配套核心环节模具方面, 公司现为国家模具 CAD 工程研究中心分中心、靖江市“模具协会会长单位”, 已积累掌握模具设计和制造技术, 并在传统技术基础上创新开发出连续模、级进模等核心技术, 从而提高生产效率降低产品成本, 增强核心竞争优势。

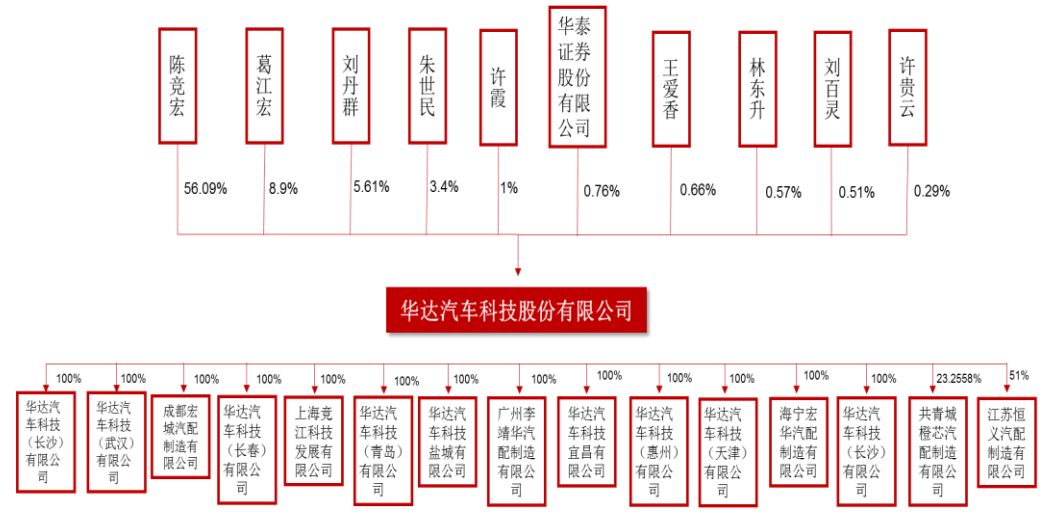
表 1: 华达科技配套产品情况

系列产品	适用范围	材质	配套客户
车身总成焊接件	横纵梁(天窗)系列、轮罩、立柱(侧围、尾灯)系列	普通钢板、高强度钢板、超高强度钢板	SVM、FAW-VW、SGM、GHAC、WDHAC、DYK、GAMC、SAIC 等
冲压拉伸件	轿车发动机部件、轿车发动机消音器车身等隔热板	各类金属冷薄板、镀锌板、镀铝板、复合双层板、不锈钢板等	SGM、FAW-VW、HONDA、CHERRY、SWW、YKMC、CHEIY、NISSAN、JAC、TOYOTA 等
金属管制件	各类油汽冷热水管、防撞杆、加强管	不锈钢管、无缝钢管、冷拔精轧钢管等	SGM、FAW-VW、HONDA、CHERRY、SWW、YKMC、CHEIY、NISSAN、TOYOTA 等
模具制造	具备连续模具、级进模、检具、夹具制造能		
配套加工	具备 960 小时盐雾耐腐实验能力		

资料来源: 公司官网, 招商证券

风险提示: 公司业务拓展不及预期, 乘用车销量大幅下滑。

图 1: 华达科技股权结构图

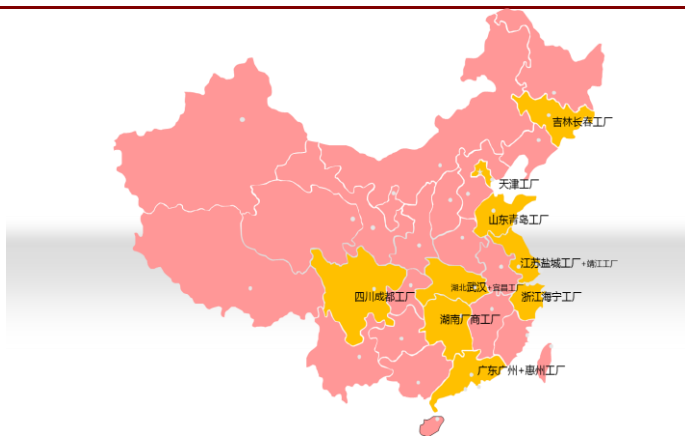


资料来源: Wind, 招商证券

2、资本开支期进入尾声，未来产能释放周期叠加精益化管理有望驱动业绩上行

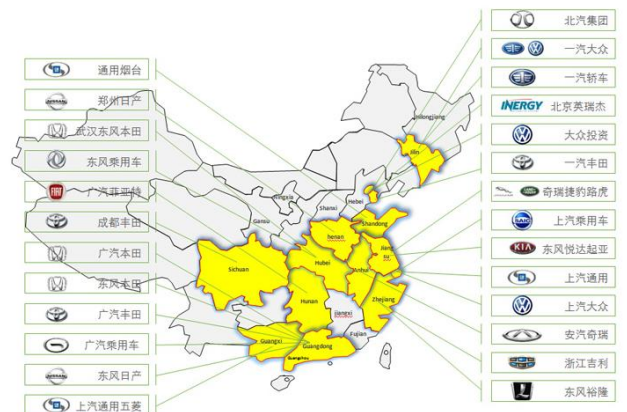
公司前期业务发展受限于产能瓶颈, IPO 后公司募集资金进行产能扩张以及产线自动化改造。目前, 公司冲压件业务共有 12 个工厂 (靖江总部工厂+各地 11 个分工厂), 产能布局完善, 可短距离辐射下游主机厂客户, 加强快速响应能力同时可降低产品运输成本。同时, 公司对产线进行自动化及信息化改造, 引进自动冲压生产线、柔性机器人自动焊接线以及 MES 系统管控等, 提升冲压件产线生产效率和管理水平。

图 2: 华达科技产能布局情况



资料来源: wind, 招商证券

图 3: 华达科技客户产能分布



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 4: 华达科技自动冲压产线颠覆传统冲压加工

图 5: 华达科技柔性机器人焊接产线



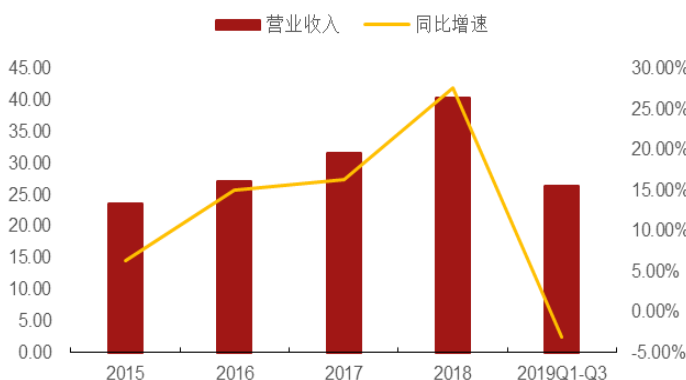
资料来源：公司官网，招商证券



资料来源：公司官网，招商证券

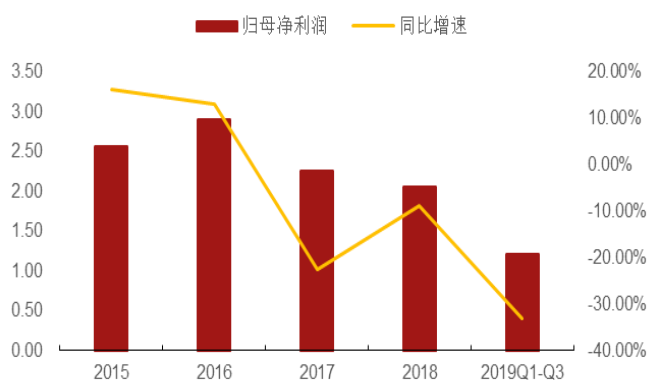
由于前期资本开支期加大投入，固定资产折旧费用摊销上升叠加行业景气度下行，公司业绩呈现“增收不增利”，毛利率与净利率大幅下滑，期间费用率小幅上升。根据调研情况，公司目前已处于资本开支期尾段，未来将进入产能释放周期，新订单 SOP、自动化产线上量、运输成本降低以及精益化管理增强等因素有望带动毛利率与净利率回升，公司业绩或将进入上行阶段，低点已现。

图 6：公司营业收入与同比增速（亿元）



资料来源：wind，招商证券

图 7：公司归母净利润与同比增速（亿元）



资料来源：wind，招商证券

图 8：公司毛利率、净利率以及三费率情况

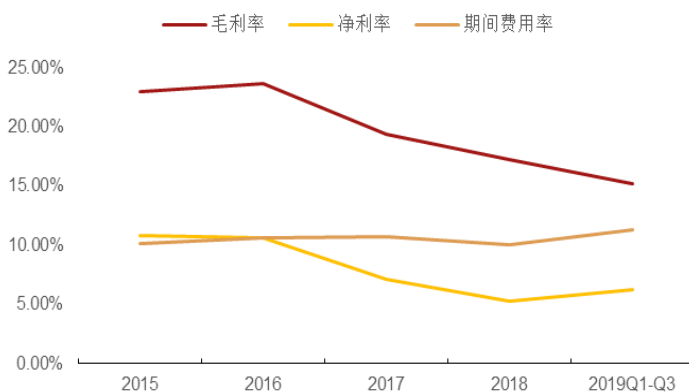
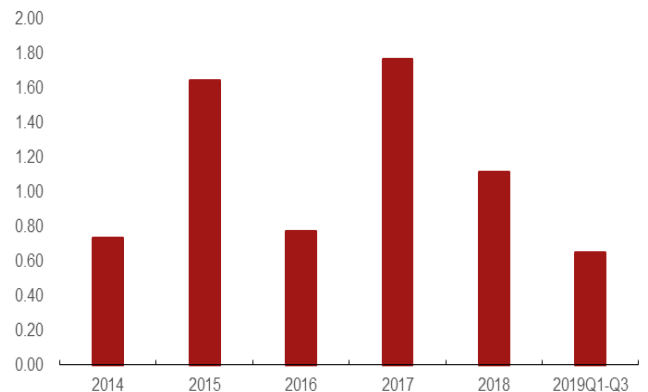


图 9：公司在建工程金额逐步下降（亿元）



资料来源：wind，招商证券

资料来源：wind，招商证券

3、客户结构优质，受益于行业结构性改善

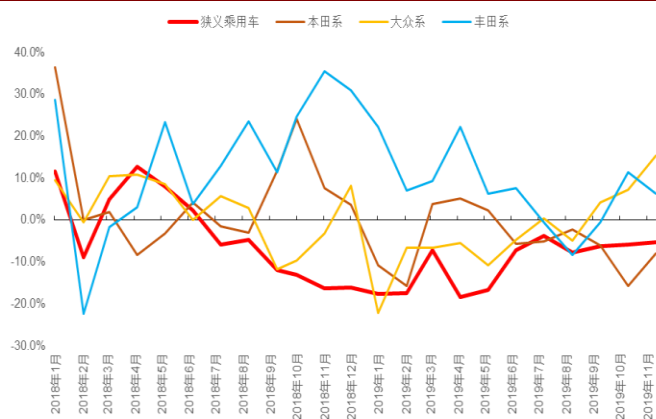
公司深耕行业多年，通过其稳定供货能力、快速响应能力以及协同开发能力等多方面优势已积累众多优质整车企业客户。目前，公司主要客户为东风本田、广汽本田、一汽大众、上汽大众等国内知名乘用车整车企业，客户单车配套价值量提升中。根据调研信息，公司目前已积极开拓丰田宝马特斯拉等更多优质客户，其中丰田配套份额与配套单车价值量未来有望持续提升。从行业层面来看，目前乘用车市场已呈现结构性向好趋势，各品牌销量已不再是泥沙俱下，优势乘用车企业销量复苏中。其中日系丰田本田持续强势，德系自一汽大众回暖后上汽大众 11 月销量增速回正（批发同比+4.3%），优势自主品牌吉利长安等销量逆势增长。我们认为，乘用车行业在景气度上行周期前段，优势整车品牌销量有望率先回暖。公司下游客户结构优质，伴随丰田本田大众系以及优质自主品牌销量恢复，公司业绩有望受益于行业结构性改善。

图 10：华达科技配套客户展示



资料来源：公司官网，招商证券

图 11：本田丰田大众系与狭义乘用车销量增速对比



资料来源：乘联会，招商证券

4、布局新能源车领域，江苏恒义业务拓展情况是核心看点

2018 年公司通过收购江苏恒义快速切入新能源汽车零部件领域，新增电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成等新能源汽车零部件业务。其中，电池箱托盘总成业务已配套上汽荣威新能源车型，单车价值量 2000-3000 元。江苏恒义原客户重心主要系新能源客车企业，1H19 恒义新获得宇通客车、金龙客车、华人运通、江淮汽车等整车厂家新能源汽车零部件业务定点，新进入北汽新能源汽车供应链体系，且新设立宁德恒义目标重点开发宁德时代、吉利汽车等新能源汽车客户。1H19 江苏恒义实现营业收入 1.47 亿元（同比+14.69%），净利润 0.39 亿元（同比+120.54%），未来公司发挥自身乘用车领域优质客户协同效应，整合恒义拓展更多乘用车新能源产品订单，新能源业务有望进入高速成长期。

图 12：电池箱托盘总成展示

图 13：江苏恒义电池箱总成车间展示

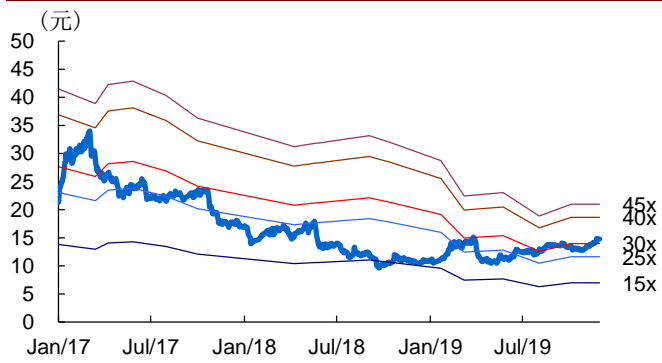


资料来源：公司公告，招商证券



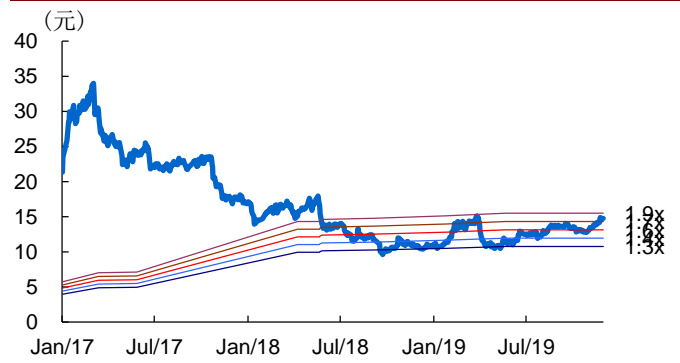
资料来源：江苏恒义官网，招商证券

图 14：华达科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 15：华达科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2694	2788	2570	2678	3041
现金	954	661	549	324	281
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	78	122	123	145	171
应收款项	480	739	726	856	1010
其它应收款	4	4	4	5	5
存货	1007	1127	1032	1187	1384
其他	170	135	136	160	189
非流动资产	1220	1914	2247	2356	2579
长期股权投资	0	52	0	0	0
固定资产	912	1287	1638	1955	2240
无形资产	88	204	184	166	149
其他	220	371	425	236	189
资产总计	3914	4702	4817	5034	5619
流动负债	1372	1928	1967	2072	2405
短期借款	0	6	0	0	0
应付账款	1287	1666	1722	1981	2310
预收账款	17	21	22	25	29
其他	69	235	224	66	66
长期负债	9	31	42	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	31	42	24	24
负债合计	1382	1959	2010	2097	2429
股本	160	314	314	314	314
资本公积金	1526	1373	1373	1373	1373
留存收益	846	904	946	1052	1279
少数股东权益	0	153	174	199	224
归属于母公司所有者权益	2532	2590	2632	2739	2966
负债及权益合计	3914	4702	4817	5034	5619

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	62	283	442	249	555
净利润	226	206	199	263	384
折旧摊销	89	115	149	182	212
财务费用	1	(2)	1	3	3
投资收益	(18)	(9)	(90)	0	0
营运资金变动	(233)	(29)	158	(233)	(79)
其它	(3)	2	25	33	35
投资活动现金流	(344)	(425)	(397)	(296)	(439)
资本支出	(363)	(294)	(485)	(485)	(485)
其他投资	19	(131)	88	189	46
筹资活动现金流	979	(198)	(158)	(178)	(160)
借款变动	(122)	(133)	(12)	0	0
普通股增加	40	154	0	0	0
资本公积增加	1115	(154)	0	0	0
股利分配	(60)	(80)	(157)	(157)	(157)
其他	6	15	11	(21)	(3)
现金净增加额	696	(340)	(112)	(225)	(44)

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3172	4052	4085	4820	5688
营业成本	2558	3352	3464	3986	4647
营业税金及附加	15	16	16	19	22
营业费用	124	163	180	178	193
管理费用	83	107	123	130	131
研发费用	137	150	151	178	228
财务费用	(3)	(12)	1	3	3
资产减值损失	15	52	5	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	24	14	90	0	0
营业利润	266	238	236	325	464
营业外收入	2	3	3	2	2
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	268	240	238	326	464
所得税	41	27	17	38	55
净利润	226	214	220	287	410
少数股东损益	0	8	22	24	26
归属于母公司净利润	226	206	199	263	384

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	16%	28%	1%	18%	18%
营业利润	-21%	-10%	-1%	38%	43%
净利润	-22%	-9%	-3%	32%	46%
获利能力					
毛利率	19.4%	17.3%	15.2%	17.3%	18.3%
净利率	7.1%	5.1%	4.9%	5.5%	6.7%
ROE	8.9%	7.9%	7.5%	9.6%	12.9%
ROIC	8.6%	7.3%	7.4%	9.9%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	35.3%	41.7%	41.7%	41.7%	43.2%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0
存货周转率	3.0	3.1	3.2	3.6	3.6
应收帐款周转率	6.2	5.7	4.8	5.2	5.2
应付帐款周转率	2.2	2.3	2.0	2.2	2.2
每股资料 (元)					
EPS	1.41	0.66	0.63	0.84	1.22
每股经营现金	0.39	0.90	1.41	0.79	1.77
每股净资产	15.83	8.26	8.39	8.73	9.46
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	10.5	22.5	23.3	17.6	12.1
PB	.9	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.4	18.1	15.8	11.9	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭，清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车板块。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，2年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。