

审慎推荐-A (维持)

宁波华翔 002048.SZ

当前股价: 10.9 元

2018 年 12 月 28 日

收购一汽富晟10%股权, 促进业务协同

基础数据

上证综指	2594
总股本(万股)	62623
已上市流通股(万股)	46024
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	50
每股净资产(MRQ)	12.8
ROE(TTM)	8.5
资产负债率	40.5%
主要股东	周晓峰
主要股东持股比例	14.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-17	-52
相对表现	-3	-1	-30



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《宁波华翔(002048)——国内增长稳健, 海外略低预期》2018-03-24
- 2、《宁波华翔(002048)——业绩超预期, 核心子公司步入收获期》2017-10-25
- 3、《宁波华翔(002048)——签署合作备忘录, 积极布局新能源汽车》2017-09-29

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn  
S1090518090003

事件:

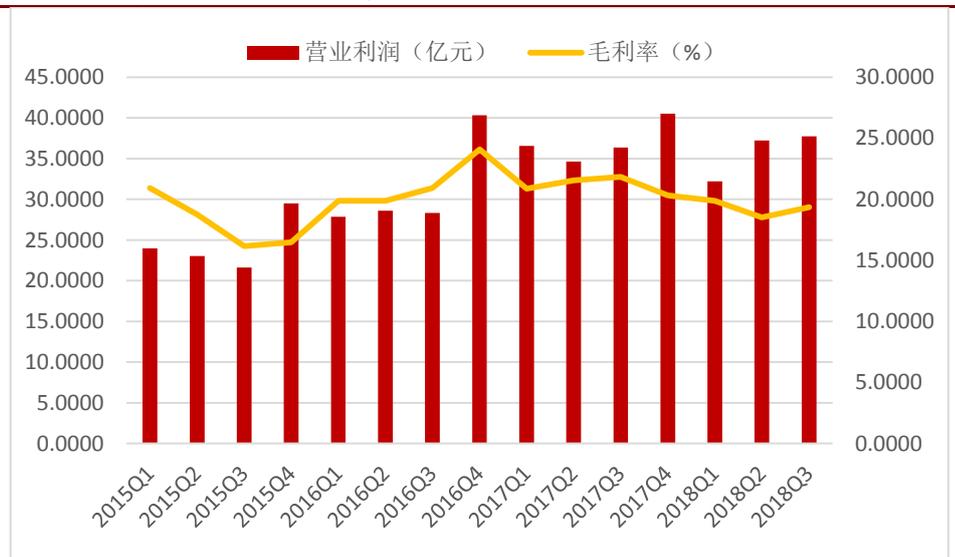
近日, 公司从股东宁波峰梅手中收购一汽富晟 10%股权, 交易股权估值 39500 万元。宁波峰梅承诺, 一汽富晟 18-20 年归母净利润分别不低于 4.4、5.0、5.7 亿元, 对应 PE 倍数为 8.98、7.90、6.93。我们认为此次收购价格合理, 对公司原有业务具备一定协同作用, 维持“审慎推荐-A”评级。

评论:

1、国内汽车内外饰件龙头, 短期业绩承压长期持续关注

公司作为国内内外饰件龙头, 客户涵盖大众、奔驰、丰田等中高端客户, 其中上海大众和一汽大众为最大客户, 2017 年公司对两家主机厂的收入占比分别高达 14.2%、13.0%。2018 年前三季度, 公司实现收入 107.1 亿元, 同比略有下滑 (-0.36pct), 整体毛利率 19.0% (-2.1pct)。

图 1: 公司单季度收入和毛利率



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示: 原材料价格上涨; 配套车型销量不及预期; 客户拓展不及预期

## 2、收购一汽富晟 10%股权，助力协同发展

一汽富晟是一汽集团下属主要零部件子公司之一，主营制动器、转向和内外饰等模块化产品，为一汽大众、一汽轿车、北汽集团和沈阳通用等主机厂提供配套。2015-2017 年一汽富晟实现净利润 2.66、4.96、5.47 亿元，2018 年 1-5 月以实现 2.6 亿，2018-2020 同时是公司追主要客户——一汽大众全新周期，新车型、换代车型的集中推出将带来其业绩的爆发，2019 年一汽大众将密集投放 10 款全新/换代车型，本轮布局集中完善 SUV 市场，有望为其带来销量大幅提升。

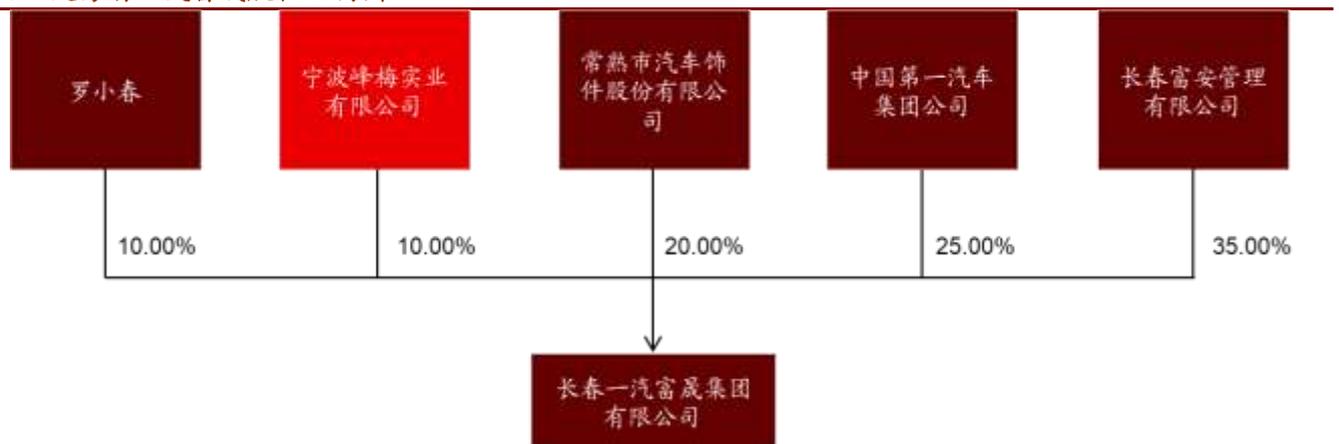
作为一汽大众核心供应商，随着一汽富晟天津、青岛等基地的相继建成和投入使用，为一汽大众新周期配套的新产品将陆续实现销售，其未来 3 年业绩，保持稳定增长是基本确定的。

图 2：宁波华翔股权结构图



资料来源：公司公告，招商证券

图 3：交易前一汽富晟股权结构图



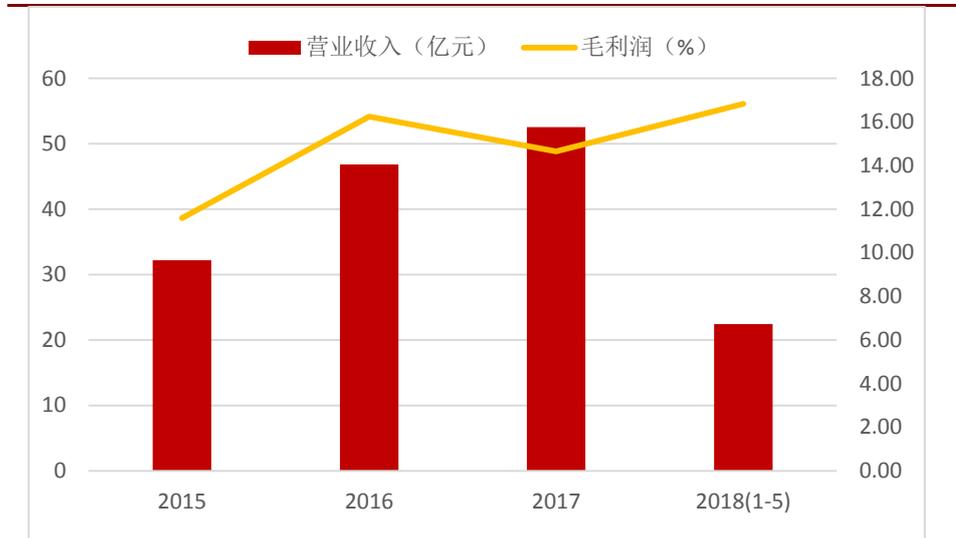
资料来源：公司公告，招商证券

表 1: 本次与常熟汽饰股权收购相比 PE 倍数有所降低

公司	项目	2018E	2019E	2020E	平均
常熟汽饰	承诺净利润 (万元)	35000	35000	35000	35000
	PE	9.29	9.29	9.29	9.29
宁波华翔	承诺净利润 (万元)	44000	50000	57000	50333
	PE	8.98	7.9	6.93	7.85

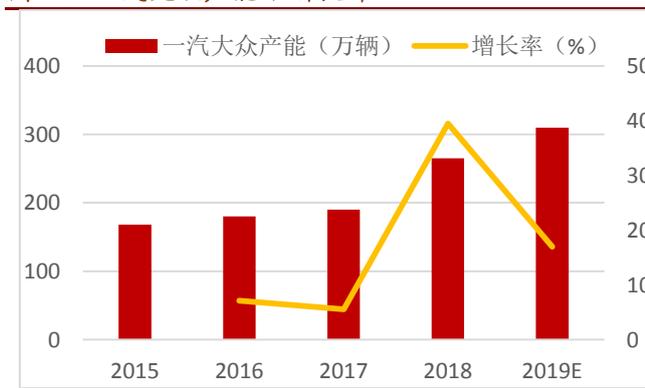
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 一汽富晟年收入和毛利率不断提升



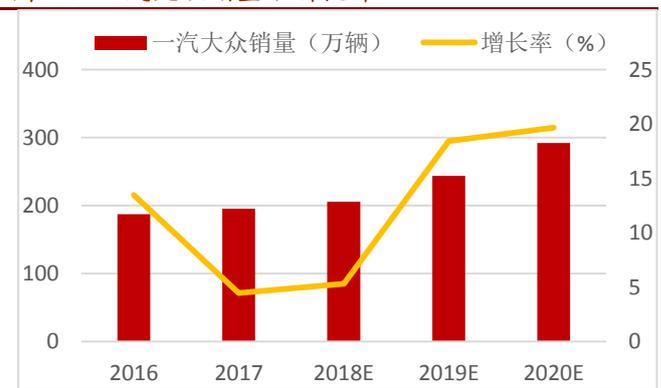
资料来源: 中汽协, 招商证券

图 5: 一汽大众产能不断提升



资料来源: 中汽协, 招商证券

图 6: 一汽大众销量不断提升



资料来源: 中汽协, 招商证券

### 3、未来看点: 公司热成型钢轻量化布局, 收购将有助拓展一汽业务, 增厚投资收益

2018 年, 宁波华翔积极布局热成型件产品领域, 单车价值量高, 竞争格局好, 且深度绑定一汽大众, 订单有保证, 为公司带来全新成长动力。定增 25 亿中 11.3 亿用于其中,

在青岛、佛山、天津、成都都建有热成型件产能，至 2018 年 8 月已拥有 6 条产线，预计 2018 年底建成 8 条产线，2020 年底建成 10 条产线。公司热成型件主要配套一汽大众，逐步进入全系车型，预计单车配套价值高达 1500-2000 元。当前热成型件产能处于爬坡阶段，预计底产能利用率趋于稳定，稳定后贡献 2 个亿以上业绩弹性。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	6828	9084	8895	10522	12476
现金	1396	3402	2878	3559	4400
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	605	508	534	620	719
应收款项	2621	2679	2802	3251	3771
其它应收款	40	35	36	42	49
存货	1840	1973	2123	2447	2839
其他	326	487	521	602	698
<b>非流动资产</b>	6692	7120	7196	7260	7313
长期股权投资	399	413	413	413	413
固定资产	2480	2532	2693	2828	2943
无形资产	420	381	343	309	278
其他	3393	3794	3747	3710	3680
<b>资产总计</b>	<b>13520</b>	<b>16205</b>	<b>16091</b>	<b>17781</b>	<b>19790</b>
<b>流动负债</b>	6167	6410	5416	5974	6648
短期借款	1536	2432	1200	1200	1200
应付账款	2701	2838	3065	3534	4099
预收账款	53	42	45	52	61
其他	1877	1098	1106	1188	1288
<b>长期负债</b>	1241	896	896	896	896
长期借款	451	153	153	153	153
其他	790	743	743	743	743
<b>负债合计</b>	<b>7408</b>	<b>7306</b>	<b>6312</b>	<b>6870</b>	<b>7544</b>
股本	530	626	626	626	626
资本公积金	782	2697	2697	2697	2697
留存收益	3864	4495	5054	5786	6653
少数股东权益	936	1081	1401	1803	2270
归属于母公司所有者权益	5176	7818	8377	9109	9976
<b>负债及权益合计</b>	<b>13520</b>	<b>16205</b>	<b>16091</b>	<b>17781</b>	<b>19790</b>

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1433	1404	1290	1220	1363
净利润	714	755	660	825	961
折旧摊销	584	620	482	494	504
财务费用	20	128	70	65	49
投资收益	(172)	(179)	(179)	(179)	(179)
营运资金变动	18	(270)	(65)	(391)	(445)
其它	269	348	323	406	472
<b>投资活动现金流</b>	(1078)	(1390)	(558)	(558)	(558)
资本支出	(726)	(1144)	(558)	(558)	(558)
其他投资	(351)	(247)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(450)	2000	(1256)	20	35
借款变动	(744)	(9)	(1265)	0	0
普通股增加	0	96	0	0	0
资本公积增加	124	1915	0	0	0
股利分配	(64)	(74)	(100)	(94)	(94)
其他	233	72	109	114	129
<b>现金净增加额</b>	<b>(95)</b>	<b>2013</b>	<b>(524)</b>	<b>682</b>	<b>841</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	12506	14807	15577	18069	20960
营业成本	9822	11681	12617	14545	16873
营业税金及附加	68	82	86	100	116
营业费用	380	451	474	550	638
管理费用	997	1152	1212	1406	1631
财务费用	9	92	70	65	49
资产减值损失	149	127	127	127	127
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	172	179	179	179	179
<b>营业利润</b>	<b>1254</b>	<b>1399</b>	<b>1168</b>	<b>1453</b>	<b>1703</b>
营业外收入	107	3	60	80	80
营业外支出	28	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	<b>1333</b>	<b>1389</b>	<b>1214</b>	<b>1519</b>	<b>1770</b>
所得税	236	268	234	293	341
<b>净利润</b>	<b>1097</b>	<b>1121</b>	<b>980</b>	<b>1227</b>	<b>1429</b>
少数股东损益	383	367	321	401	467
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>714</b>	<b>755</b>	<b>660</b>	<b>825</b>	<b>961</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.35</b>	<b>1.20</b>	<b>1.05</b>	<b>1.32</b>	<b>1.53</b>

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	27%	18%	5%	16%	16%
营业利润	113%	12%	-17%	24%	17%
净利润	345%	6%	-13%	25%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.5%	21.1%	19.0%	19.5%	19.5%
净利率	5.7%	5.1%	4.2%	4.6%	4.6%
ROE	13.8%	9.7%	7.9%	9.1%	9.6%
ROIC	12.7%	10.5%	9.0%	10.0%	10.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.8%	45.1%	39.2%	38.6%	38.1%
净负债比率	15.4%	16.2%	8.4%	7.6%	6.8%
流动比率	1.1	1.4	1.6	1.8	1.9
速动比率	0.8	1.1	1.3	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
存货周转率	6.0	6.1	6.2	6.4	6.4
应收帐款周转率	5.6	5.6	5.7	6.0	6.0
应付帐款周转率	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.35	1.20	1.05	1.32	1.53
每股经营现金	2.70	2.24	2.06	1.95	2.18
每股净资产	9.77	12.48	13.38	14.55	15.93
每股股利	0.14	0.16	0.15	0.15	0.15
<b>估值比率</b>					
PE	7.6	8.5	9.7	7.8	6.7
PB	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	14.1	12.4	13.6	11.6	10.3

## 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。

## 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。