

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

宁波华翔 (002048)

强烈推荐 (维持)

改装车业务影响公司业绩稳定性

2009 年 04 月 22 日

余 兵 汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
王德安 汽车行业研究员	86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事 项

宁波华翔公布 2008 年报：实现营业收入 26.83 亿元，同比增长 1.5%；净利润 1.44 亿元，同比增长 1.96%。每股收益 0.29 元，每股净资产 2.23 元。公司拟每 10 股派发现金红利 0.7 元(含税)。

主要观点

公司的汽车零部件业务主要为上海大众、上海汽车、一汽大众、一汽轿车、上海通用、天津一汽丰田、东风日产、沈阳华晨金杯等企业配套。主要产品为汽车内外饰件，配套车型包括“帕萨特领驭”、“奥迪”、“君越”、“斯柯达”、“荣威”“皇冠”、“锐志”、“卡罗拉”、“天籁”、“马自达”、“桑塔纳”、“捷达”“POLO”、“赛欧”、“中华”等。

1、汽车零部件业务增长平稳

公司客户主要为国内中高端轿车企业，其中上海大众、上海通用配套比例较高。08年轿车行业增长态势低迷，全年仅同比增长6.78%。但公司汽车配件业务依然取得16.56%的增幅，整体收入增长放缓主要是受到改装车业务拖累。

图表1 宁波华翔主要客户 08 年销量

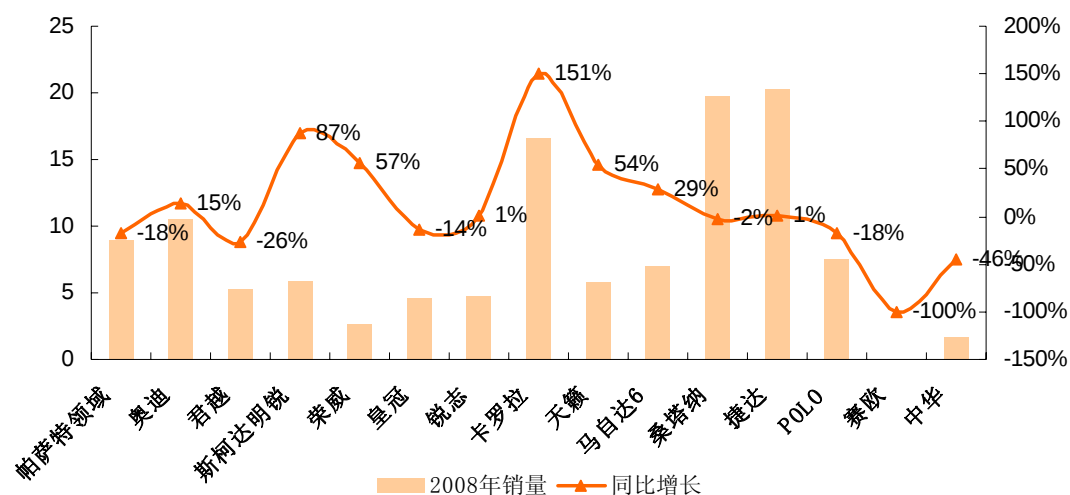
单位：辆

客户名称	2007 年	2008 年	同比增长
上海大众	456424	490087	7.38%
上海汽车	16549	26007	57.15%
一汽大众	461369	498953	8.15%
一汽轿车	80496	119812	48.84%
上海通用	474546	432001	-8.97%
一汽丰田	282632	366045	29.51%
东风日产	271915	350520	28.91%
华晨金杯	130338	103912	-20.27%
轿车行业		5046934	6.78%

资料来源：中国汽车工业协会

图表2 主要配套车型 08 年销量情况

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

图表3 宁波华翔 2008 年收入及毛利率

单位：万元

主营业务	营业收入		毛利率	
	2008 年	同比增长	2008 年	增加百分点
汽车配件	153040	16.56%	21.12%	-1.02
改装车	99542	-16.19%	15.20%	-0.88

资料来源：公司公告

2、投资收益大增

公司08年营收与上年持平，但成本上升造成毛利水平下降和主营业务利润下滑。净利润持平主要是依靠投资收益的大幅增长，其中：公司持有49%股权的富奥汽车零部件股份有限公司贡献投资收益6372万元。

图表4 宁波华翔 08 年主要财务项目及同比

单位：万元

主要利润表项目	2007 年	2008 年	同比增幅
营业总收入	264325	268307	1.51%
资产减值损失	1128	2039	80.76%
投资净收益	3556	10647	199.41%
净利润	14120	14397	1.96%
主要比率	2007 年	2008 年	同比增加百分点
毛利率	19.13%	18.29%	-0.84
销售费用率	3.94%	3.38%	-0.56
管理费用率	6.54%	7.63%	1.09
财务费用率	0.51%	2.24%	1.73
三项费率	10.99%	13.25%	2.26
净利率	5.34%	5.37%	0.03

资料来源：平安证券研究所

公司08年资产减值损失同比增长81%，主要是由于存货跌价准备损失增幅较大，由07年的年报点评

451万元增长为08年的2055万元,增幅为355%。从季度看,公司存货跌价准备损失主要体现在第四季度。

公司汽车内饰件主要原材料为ABS、聚丙烯、尼龙、聚甲醛等,均与原油价格密切相关。08年上半年的原油价格高企、下半年下游需求下滑影响公司毛利率。其中:汽车业务毛利率同比下降1个百分点,改装车业务毛利率亦有所下滑。但公司成本控制能力较强,在采购、生产等多环节强化管理,毛利下滑幅度较小。

08年公司管理费用率增加1个百分点,从季度看主要是第三、四季度管理费用增加较多。同时公司08年财务费用增长明显,主要是年内短期借款增长35%导致利息费用上升。

图表5 宁波华翔 08 年单季度业绩

单位: 万元

项目	Q1	Q2	Q3	Q4
营业总收入	59712	70699	65488	72408
YOY	44.96%	49.64%	-17.06%	-25.30%
资产减值损失	101	224	164	1549
YOY	34.62%	-9.78%	-3.31%	144.25%
投资净收益	2194	4482	2169	1802
YOY	175.69%	396.18%	599.27%	16.55%
净利润	4423	6172	3790	12
YOY	88.83%	77.68%	-36.93%	-99.53%
毛利率	18.52%	19.39%	19.65%	15.80%
YOY	-0.36	-2.99	-1.15	-0.48
销售费用率	2.38%	3.93%	2.98%	4.02%
YOY	-1.44	-0.15	0.17	-0.82
管理费用率	7.05%	6.10%	8.87%	8.47%
YOY	-0.53	-1.5	4.15	1.41
财务费用率	1.95%	2.11%	2.24%	2.63%
YOY	1.39	1.85	1.55	2.15
净利率	7.41%	8.73%	5.79%	0.02%
YOY	1.72	1.38	-1.82	-2.6

资料来源: 公司公告

注: 财务比率YOY指同比增加百分点

分公司看, 汽配件的主要收入来源增幅较为稳定, 陆平改装车同比下滑16%, 这也是导致公司08年东北地区主营业务收入下降的原因, 而在浙江、上海地区, 公司收入同比增长了12%、68%。

图表6 宁波华翔下属企业 08 年收入及增幅

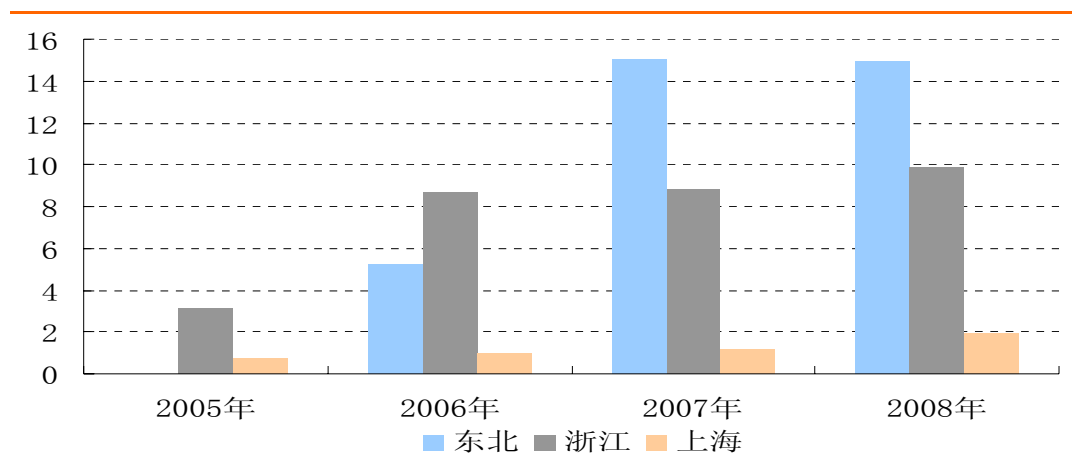
单位：万元

参控公司	参股比例	2007 年	2008 年	同比增长
富奥零部件	49%		306680	
陆平机器	73.80%	119285	100307	-15.91%
井上华翔	50%	33751	50837	50.62%
华翔消声器	90.23%	32266	44323	37.37%
宁波诗兰姆	50%	15491	18051	16.53%
宁波玛克特	75%	13745	12610	-8.25%
华翔日进	75%	17910	12343	-31.08%
大众联翔	100%	9453	11395	20.54%
南昌江铃华翔	50%	12522	11199	-10.57%
米勒模具	75%	5559	7579	36.35%
华新橡塑	51%	8423	7366	-12.54%
公主岭内饰	75%	5810	5067	-12.78%
维斯奥克华翔汽车镜	50%		3776	
安通林华翔	50%		1111	
华翔后视镜	75%	2573	565	-78.02%
华翔设计	100%	537	468	-12.86%

资料来源：公司公告

图表7 宁波华翔营业收入分地区

单位：亿元



资料来源：公司公告

3、2009年展望

✓ 有赖于中高档轿车的复苏

从09年一季度看，轿车业销量增长主要得益于小排量车增幅较高的贡献，而以中高档车型为主的合资企业销售尚未明显复苏。宁波华翔配套的也多为这些中高档车型，因此其配件业务收入增长依赖中高档轿车的复苏。

二季度后公司的主要客户上海大众、上海通用、一汽大众等均有全新车型推出，公司已接

获部分车型订单，有望改善汽配件的收入及毛利率水平。

✓ 或择机退出陆平机器

07年陆平机器销售良好，给宁波华翔的业绩增添了亮色。陆平的收入规模与公司汽配业务相当，但因军品任务下达和结算时间的不均衡，对公司08年业绩造成一定拖累。

此前宁波华翔也在公告中表示要择机退出陆平机器。我们判断若公司推出陆平机器，有利于集中精力做好汽车内饰件主业，提高主业的平稳性和整体盈利能力，但整体收入规模将有较大幅度缩小。

此外，公司持有一汽富奥49%的股权，一汽集团持有该公司35%股权。若一汽集团整合旗下零部件资源，公司有望受益于该事项。

4、盈利预测与投资建议

公司09年将受益于主要客户推出的新车型，新增车型的订单将取得相对较高的毛利率。此外，由于原油价格相较于08年上半年回落较多，公司的主要原材料塑料粒子成本下降，也是改善毛利率水平的利好因素。

我们预计公司09年、2010年的每股收益为0.39元、0.46元。按09年4月21日收盘价，公司动态市盈率为21倍左右，市净率3.4倍，维持对其“强烈推荐”评级。

图表8 宁波华翔盈利预测

单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
一、营业总收入	158512	264325	268307	286738	315411
二、营业总成本	146124	244250	257381	267960	291519
营业成本	126511	213761	219225	231158	253667
营业税金及附加	401	299	567	620	680
销售费用	5491	10416	9064	10036	11039
管理费用	11182	17286	20462	20645	22079
财务费用	2456	1360	6023	4301	3154
资产减值损失	83	1128	2039	1200	900
三、其他经营收益	2620	3556	10647	11500	12500
公允价值变动净收益	13				
投资净收益	2606	3556	10647	11500	12500
汇兑净收益					
四、营业利润	15008	23631	21574	30278	36393
加：营业外收入	1428	1849	878	1000	1200
减：营业外支出	210	405	516	900	1000
五、利润总额	16225	25075	21935	30378	36593
减：所得税	2166	4774	3466	4720	6023
六、净利润	14059	20301	18469	25659	30569
减：少数股东损益	4019	5940	4072	6415	7642
归属于母公司所有者净利润	10040	14362	14397	19244	22927
七、每股收益(元)	0.20	0.29	0.29	0.39	0.46

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

汽车行业2009年4月投资月报——政策预期充分，估值渐入高区（2009年4月15日）

汽车行业2009年3月投资月报——重卡市场东方欲晓（2009年3月13日）

汽车行业2009年2月投资月报——汽车产业振兴政策效果初显（2009年2月21日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257