

宁波华翔 (002048)

增持/ 首次评级

股价: RMB11.55

分析师

姚宏光

+755 8249 2062 yaohg@lhqz.com

陈旭

+755 8212 5144 chenxu@lhqz.com

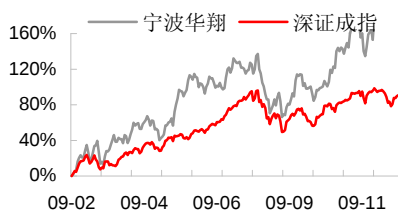
外延式扩张突破成长瓶颈

- 汽车需求的持续增长预示着中国汽车零部件产业仍有很大的内生性成长空间。此外，中国零部件产业的成长还将得益于以下三个方面的促进：一是全球零部件配套体系进一步向中国的转移；二是出口市场生机勃勃，方兴未艾；三是行业内部巨大的整合空间。1990年以来，全球不包括中国地区的汽车零部件供应商已从3万家合并成1万家，而中国目前登记在册的汽车零部件供应商是1.04万家，而且还在增长，在非标准化的内外饰件制造领域，可以提供的整合空间更大。
- 公司是迄今为止最为成功的汽车内外饰件内资制造商。其取得的成功基于如下的核心竞争力：（1）领先的产品同步研发能力，适应汽车产品快速更新换代的特点，并因此而获得了更多的进入新产品配套体系的机会；（2）民营企业的机制使公司具备更加敏锐的市场触觉、强大的成本控制能力和非常灵活的管理能力；（3）多年积累的橡塑件模具开发和自制能力，以及经过多年积累获得的大量的专业技术。
- 受益于汽车产品轻量化趋势，汽车非金属内外饰件产业的成长前景依然光明。在分享传统市场内生性增长的同时，公司也计划通过新产品自主开发和并购手段进入新的产品领域。优先目标是拟通过自主研发进入规模达260亿元的汽车座椅市场；通过在东北、中西部和武汉等地布点，预计在拓展新客户方面也将获得较大进展；公司拥有丰富的并购经验并依然希望能在国内内饰件产业中扮演重要角色，其次，在全球金融危机背景下，海外并购也成为公司进入新产品领域、获得先进技术和全球配套资格的重要的可选途径。
- 不考虑增发摊薄股本，我们估算公司2010年EPS0.51元、2011年EPS0.63元；如果考虑定向增发，假设增发9000万股，全面摊薄后2010年EPS0.43元、2011年EPS0.53元。考虑到公司现有业务未来有较大的提升空间及外延式扩张布局，给予“增持”评级。

基础数据

总股本(百万股)	494
流通A股(百万股)	445
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	5428

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2683.1	2109.4	2789.9	2905.5	3582.0
(+/-%)	1.5	7.7	4.0	4.1	23.3
归属母公司净利润(百万元)	144.0	184.5	356	253	309
(+/-%)	2.0	28.2	147.4	-29.1	22.2
EPS(元)	0.29	0.37	0.72	0.51	0.63
P/E(倍)	39.8	31.2	16.0	22.6	18.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

注1：EPS 是未考虑增发的未摊薄EPS

2：扣除清理资产获得的出让收益，2009年公司EPS为0.47元

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

投资概览	4
1.1 投资评级与估值	4
1.2 股价表现的催化剂	4
1.3 风险提示	4
公司基本情况	5
中资零部件企业未来有较大的发展空间	6
3.1 汽车零部件内需强劲、外需前景向好	6
3.2 整合是零部件企业未来扩张的重要途径	7
3.3 中资零部件企业的未来在于产品升级	8
公司的核心竞争力	8
4.1 拥有同步开发能力	8
4.2 民营企业经营机制更加灵活	8
4.3 多年积累获得的技术领先地位	8
内外并举，拓展成长空间	9
5.1 传统业务依然有较大的成长空间	9
5.1.1 非金属件业务未来有较大提升空间	9
5.1.2 向金属件产品领域延伸，提高产品附加值	10
5.1.3 高附加值的座椅产品将是未来的新利润增长点	11
5.2 进入新的目标市场	11
5.3 海外并购是突破成长瓶颈的重要途径	13
盈利预测	14
风险提示	16

图表目录

图 1 宁波华翔股权结构	5
图 2 对应整车配套企业公司的收入分布	5
图 3 我国汽车零部件业主营业务收入	7
图 4 我国整车制造业主营业务收入	7
图 5 公司 2009H1 收入分布情况	10
图 6 公司 2009H1 各产品毛利率	10
图 7 我国零部件行业箭靶组织结构	13
图 8 主要国际零部件厂商近年资产负债率	14
图 9 主要国际零部件厂商近年销售收入	14
表 1 主要控股子公司 2009 年 1-6 月经营情况	6
表 2 2007 年中国零部件企业分类统计	7
表 3 公司专有核心技术及先进工艺	9
表 4 公司在研项目	9
表 5 中高档车成本结构拆分	11
表 6 公司及主要内外饰件上市公司全国布局情况	12
表 7 公司非公开增发募集资金投向	14
表 8 增发融资规模测算	15
表 9 非公开增发下的盈利情况	15
表 10 分部收入和毛利预测	16

投资概览

1.1 投资评级与估值

不考虑增发摊薄股本,我们估算公司 2010 年 EPS0.51 元、2011 年 EPS0.63 元;如果考虑定向增发,假设增发 9000 万股,全面摊薄后 2010 年 EPS0.43 元、2011 年 EPS0.53 元。目前公司股价已反映一部分市场对增发项目达产和潜在海外并购的预期,考虑到公司现有业务未来有较大的提升空间及外延式扩张布局,给予“增持”评级。

中国已经进入汽车时代,未来汽车需求的持续扩张预示着中国汽车零部件产业仍有很大的内生性成长空间。此外,中国零部件产业的成长还将得益于以下三个方面的促进:一是全球零部件配套体系进一步向中国的转移;二是出口市场的蓬勃兴起,方兴未艾;三是行业内部巨大的整合空间。1990 年以来,全球不包括中国地区的汽车零部件供应商已从 3 万家合并成 1 万家,而中国目前登记在册的汽车零部件供应商是 1.04 万家,而且还在增长。在非标准化的内外饰件制造领域,可以提供的整合空间更大。

公司是迄今为止最为成功的汽车内外饰件内资制造商。其取得成功基于如下的核心竞争力:(1)领先的产品同步研发能力,适应汽车产品快速更新换代的特点,并因此而获得了更多的进入新产品配套体系的机会;(2)民营企业的机制使得公司具备更加敏锐的市场触觉、强大的成本控制能力和非常灵活的管理能力;(3)多年积累的橡塑件模具开发和自制能力,为公司产品同步开发和成本控制提供了基本保证。

受益于汽车产品轻量化趋势,汽车非金属内外饰件产业的成长前景依然光明。在分享传统市场内生性增长的同时,公司也计划通过新产品自主开发和并购手段进入新的产品领域。在新产品领域,公司拟通过自主研发进入规模达 260 亿元的汽车座椅市场;通过在东北、中西部和武汉等地布点,预计在拓展新客户方面也将获得较大进展;此外,在全球金融危机背景下,海外并购也成为公司拓展新业务、获得先进技术的重要可选途径。

1.2 股价表现的催化剂

2010 年出色的季报表现;公司海外并购有所突破。

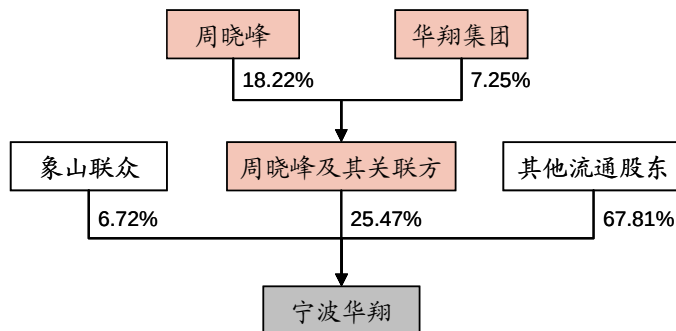
1.3 风险提示

新业务拓展低于市场预期;原材料价格上涨的风险。

公司基本情况

宁波华翔是民营控股企业，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%。

图 1 宁波华翔股权结构

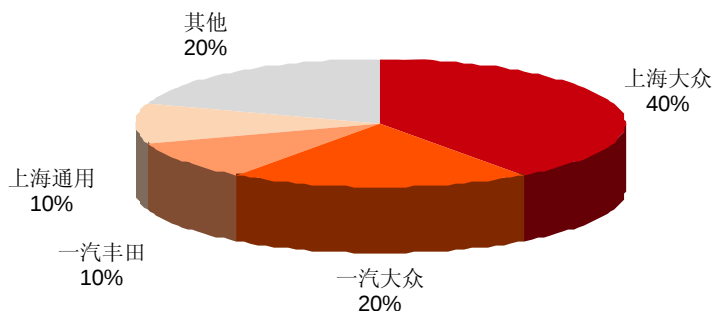


资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

公司主要从事汽车零部件配套的开发、生产和销售，产品主要配套中高端车，包括帕萨特领驭、奥迪、速腾、凯迪拉克等。产品涵盖内外饰件、底盘系统、电器及空调系统、发动机附件系统等。公司于 2009 年 8 月出售持有的陆平机器厂股权，于 9 月转让一汽富奥 29% 股权，资产清理后公司成为以生产内外饰件为主的汽车配件公司。目前公司生产具有世界先进水平汽车线路保护器系列产品，是国内唯一掌握生产天然胡桃木内饰件技术的公司，及国内最先进的轿车排气系统总成供应商之一。

公司汽车配件产品的最大客户是上海大众和一汽大众，合计超过其年销售额的 50%，同时还为上海通用、天津一汽丰田、上海汽车、一汽轿车、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。

图 2 对应整车配套企业公司的收入分布



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

表 1 主要控股子公司 2009 年 1-6 月经营情况

万元	持股比 例	净利润贡献 (万元)	主要产品	配套车型
长春华翔轿车消声器有限责任公司	90%	3979.05	轿车消声器、排气系统总成	一汽大众、一汽轿车
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	50%	1174.47	门内饰板总成、饰柱	上海大众“帕萨特领驭”、天津丰田“卡罗拉”、“锐志”
宁波玛克特汽车饰件有限公司	75%	348.96	天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件	“帕萨特领驭”、“奥迪”
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	50%	272.99	波纹管、扎扣	通过二次配套厂向主机厂供货
宁波米勒模具制造有限公司	75%	112.23	汽车注塑模具的开发和制造	
公主岭市华翔汽车内饰件有限责任公司	75%	102.91	汽车内饰顶篷	一汽大众捷达、宝来、速腾
上海华新汽车橡塑制品有限公司	51%	90.09	空调壳体	上海德尔福
南昌江铃华翔汽车零部件有限公司	50%	89.26	汽车内、外饰件、冲压件、零部件制造、销售	
上海大众联翔汽车零部件有限公司	100%	84.93	饰柱	“桑塔纳”、“中华”
宁波华翔汽车后视镜有限公司	75%	19.83	后视镜的设计与制造	“帕萨特领驭”
上海华翔汽车部件设计有限责任公司	100%	-17.10	汽车部件、模具的设计和开	
宁波维斯奥克华翔汽车镜有限公司	50%	-93.22	汽车镜、加油小门、车门外手柄、汽车电器及汽车组合仪表的开发、制造以及提供售后服务	
宁波安通林华翔汽车零部件有限公司	50%	-148.49	汽车门内饰门板、车门模块系统、车身侧面内饰及汽车零部件的设计、开发、制造	
宁波华翔汽车饰件有限公司	75%	-283.80	格栅、后视镜壳体、导流板、防擦条、后牌照饰板	“帕萨特领驭”、“荣威”、“凯迪拉克”“明锐”
富奥汽车零部件股份有限公司	49%	4223.03	环境控制系统、转向及传动系统等六大体系	重、中、轻、微型商用车和高、中、低档乘用车系列车型
辽宁陆平机器股份有限公司	74%	2036.93	方舱式特种改装车（军品）及卫星天线、电力开关柜	

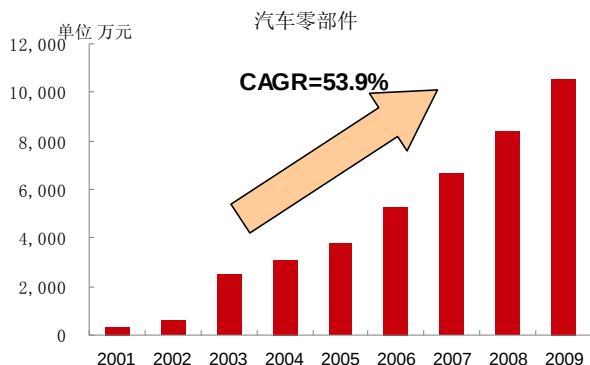
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

中资零部件企业未来有较大的发展空间

3.1 汽车零部件内需强劲、外需前景向好

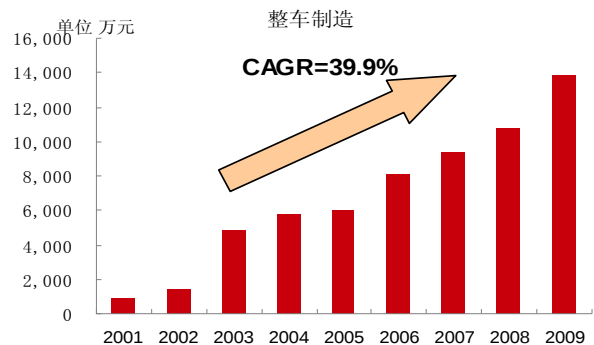
2009 年我国汽车全行业主营业务收入达 2,6184 亿元，其中汽车零部件占比 40.2%。2001-2009 年，汽车零部件业收入增速高于整车制造业。虽然出口市场下滑巨大，但受益于国内整车配套需求的拉动，2009 年汽车零部件行业仍然欣欣向荣，主要原因是，国内零部件企业在大部分领域对外依赖度还比较小；其次，内需的增长足以弥补海外出口的下滑。事实上，行业集中度相对较高的一级和二级配套商，产能不足的矛盾十分突出。

图 3 我国汽车零部件业主营业务收入



资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究

图 4 我国整车制造业主营业务收入



资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究

在外需上, 全球金融危机对跨国汽车集团的配套企业造成重创, 虽然中国外向型企业也经历了阵痛, 但长期看, 金融危机对汽车零部件企业带来更多的是扩大市场份额的机遇。金融危机打破了过去阻碍中国汽车零部件出口的保护主义和进入限制, 当站在了同一起跑线时, 凭借高质量和低价格, 中国企业的竞争优势将能够得到充分展现。随着海外汽车市场回暖, 外向型中国零部件制造企业即将进入收获期。

3.2 整合是零部件企业未来扩张的重要途径

截止 2009 年 11 月统计的 10,468 家零部件企业中, 销售收入超过 1 亿元的企业不足 10%, 产业低集中度的最主要弊端是配套规模过小, 不利于产品创新和成本控制。

目前零部件行业存在多种经济成分, 总体而言, 外资零部件企业表现出较高的技术水平和较强的盈利能力。从我国零部件企业统计分类来看, 2007 年数量占比 17% 的外资企业在零部件工业总产值占比 41%, 且平均资产收益率达 10.6%, 处于较高水平。而数量占比超过 50% 的中资企业, 其工业总产值占比还不到 30%。

表 2 2007 年中国零部件企业分类统计

企业类别/%	数量比重	工业总产值比重	营业收入比重	利润率	资产收益率
外资	17	41	42	8.7	10.6
国有	8	8	8	3.8	3.8
混合	20	24	23	6.0	6.9
民营	49	21	20	6.4	8.8
港澳台	6	6	7	6.8	6.8

资料来源: 国家信息中心, 华泰联合证券研究

来自 2007 年美国底特律举办的世界汽车大会上的信息显示, 1990 年以来, 全球不包括中国地区的供应商已从 3 万家合并成 1 万家, 而中国目前登记在册的汽车零部件供应商是 1.04 万家, 而且还在增长。这意味着中国汽车零部件供应商的数量, 已经超过世界其他国家总和。因此, 对于有核心技术、研发实力和资金实力相对雄厚且在细分市场处于龙头地位的中资零部件企业, 未来通过整合企业规模有进一步做大做强可能。

3.3 中资零部件企业的未来在于产品升级

就产品而言，由于外国独资和控股的零部件生产企业的经营规模、技术实力和管理经验较强，是跨国汽车集团体系、模块级配套一级或二级供应商，因此生产产品主要集中在关键零部件总成和附加值价高的产品，包括发动机、车身、变速箱、车桥、转向器、电子设备、空调、排放系统等领域。而本土零部件企业主要从事劳动密集型 and 来料加工型产品，如座椅、车毂、保险杠、万向节、传动轴、挡风玻璃等。因此，提升我国产品的工艺制作水平和生产工艺，发展高附加值产品是中资零部件生产企业的发展发向。

公司的核心竞争力

4.1 拥有同步开发能力

由于汽车车型周期缩短，新产品开发速度加快，要求汽车零部件配套企业必须具有产品同步开发能力。因此进入汽车零部件行业应具备计算机辅助设计、分析和制造模具的能力，必须具备产品设计和开发能力，而这些能力需要有相当长时间的经验积累。

在产品同步研发方面，经过多年积累和不懈投入，产品设计、研发和工艺能力全面提升，公司初步形成了与主机厂同步研发的能力。现在宁波华翔已参与上海大众、上海通用以及德国欧宝等多款新车型内饰件的同步开发工作，进一步提升了公司产品的竞争力，建立了与主机厂更加稳定、深入的合作关系。

4.2 民营企业经营机制更加灵活

宁波华翔作为民营资本的代表，其经营机制是在市场竞争中逐步建立和完善起来，相对国有企业有着更加敏锐的市场触觉、强大的成本控制能力和非常灵活的管理能力。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理使其扭亏为盈，成为目前利润贡献最大的参控股公司。2008 年宁波华翔再次与一汽集团合作参与一汽富奥的重组改制。2009 年为了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，宁波华翔退出陆平机器。

宁波华翔在经营决策、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，更好把握市场先机。

4.3 多年积累获得的技术领先地位

产品同步开发的一项重要基础是模具开发和制造能力，从成本控制的角度，对于非标化、多品种的零部件制造商，模具自制也是企业获得成本竞争优势的一条重要途径。公司拥有完备的模具开发和自制体系，这使得公司在新产品开发效率和成本控制方面较竞争对手有较大优势。

橡塑件产品的核心制造技术通常更多来自于经验积累和相关专用设备的开发技术，相对而言，规模化生产企业制造技术的标准化过程和技术再创新则依赖于稳定的技术研发团队和大量高级技工的长期储备。公司民营化机制对专业技术人员能够实现有效激励，从而保持团队稳定，而基于上市公司平台的较为雄厚的财力也较其他大量

的同类企业具有更好的凝聚人才的实力，从而在专用技术和知识产权储备方面均有显著优势。

表 3 公司专有核心技术及先进工艺

技术名称	技术来源	技术性能	先进性
3D 吹塑工艺	联合开发	采用合模再吹挤成型的方法，无缝生产，增加产品的破裂强度，消除飞边	国际先进
镶嵌件注塑技术	自主开发	包括金属镶嵌件、木材镶嵌件、玻璃镶嵌件等，提高产品的物理性能，不剥离、不变形	国内先进
转盘式二次注塑技术	自主开发	二次注塑件的粘合表面，性能良好，适于成型难度高的部件	国内先进
气体辅助注塑工艺	自主开发	降低材料消耗及部件的重量，改善表面缩印	国内先进
塑料焊接技术	自主掌握	包括磨擦焊接、热板焊接、超声波焊接等	国内先进

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

表 4 公司在研项目

项目	阶段	技术水平
汽车发动机塑料进气歧管	正在生产试验	国际先进
3D 吹塑技术	实验室试验	国际先进
挡风玻璃包边	实验室试验	国内先进
三维热板焊接技术	实验室试验	国内先进
搪塑技术	模具开发	国内先进
双料注塑技术	正在生产试验	国内先进
碳纤维内饰件	前期调研	国际先进
装饰铝内饰表面加饰技术	前期调研	国际先进
气辅注塑内饰件	前期调研	国际先进
低压注塑	前期调研	国际先进
多料注塑	前期调研	国际先进

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

内外并举，拓展成长空间

5.1 传统业务依然有较大的成长空间

5.1.1 非金属件业务未来有较大提升空间

金属零部件和橡塑类零部件存在着替代关系。橡塑类产品具有重量轻、成本低、易于造型、资源可再生优点，因而有替代金属部件趋势。随着人们对燃油经济性、节能环保的追求，轻量化是汽车业发展的目标，因此应用塑料是减轻车体重量的重要途径。目前除关键部件技术还不能掌握外，大部分零部件均已实现国产化，其中橡塑类零部件国产化率较高，达到 80%以上。

公司内饰件产品以非金属件为主，2009 年上半年占公司销售收入的 45%（不含陆平改装车业务）。在不包含座椅非金属饰件领域，宁波华翔主要针对中高端细分市场，其客户集中在上海通用、上海大众、一汽大众、一汽丰田。公司产品供应分别占到上海通用、上海大众、一汽大众、一汽丰田不含座椅非金属饰件的 3.4%、15.2%、4.6%和 4.4%。

公司在上海大众的配套体系一直处于较高的水平，未来进一步提升空间有限。上海通用绝大部分饰件由延锋伟世通供应，这种单一的供应模式在欧美自由竞争体系内存在较大被改变的可能性，预计未来几年公司在上海通用相关领域的配套份额有望提

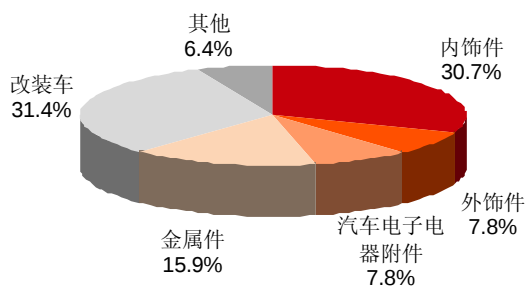
高。由于公司较晚进入一汽大众配套体系，同时体系内有一汽富维的竞争，所以公司目前份额不高，未来，与上海大众良好的合作纪录有望助公司提高在一汽大众的配套份额。

我们预计非金属内饰件市场未来几年复合增长率将保持在 15%的水平，如果公司在份额较低的上海通用和一汽大众的配套占比提升一倍，在上海大众和一汽丰田的份额略有提升，则公司在中高档不含座椅非金属饰件市场占比将由 6.6%提升至 9.5%，销售收入有翻倍空间。

5.1.2 向金属件产品领域延伸，提高产品附加值

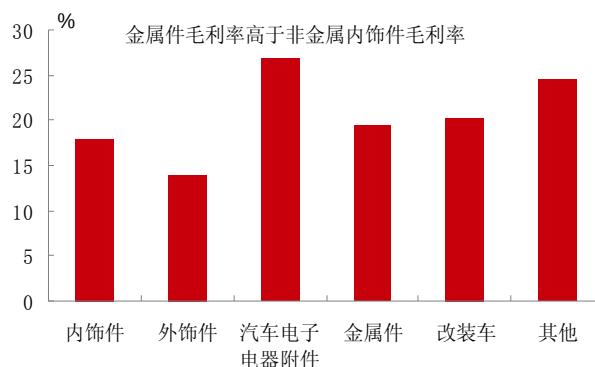
由于金属件一般承担安全件的职能，因此毛利率通常会高于非金属件。公司从 2008 年起开始进入金属件领域，2009 年 1-6 月金属件收入占比已经达到 23%（不含陆平改装车）。

图 5 公司 2009H1 收入分布情况



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

图 6 公司 2009H1 各产品毛利率



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

公司计划投资 1.9 亿元开展轿车仪表盘支架和前后保险杠支架生产线，形成年产轿车保险杠支架冲压焊接件 40 万套、仪表板支架冲压焊接件 25 万套产能。项目达产后，年收入 3.2 亿元，IRR33%。随着公司在金属件产品领域的市场进一步拓展、新产能投放以及行业需求继续向好的趋势，我们预计公司金属件产品销售将保持快速增长势头。

5.1.3 高附加值的座椅产品将是未来的新利润增长点

座椅是汽车主要功能件的重要组成部分之一。由于涉及人体工程学的舒适性，同时要兼具减振性和安全性，因此座椅的产品附加值较高。根据我们拆分某一中高端品牌轿车的成本，座椅系统成本接近内饰件系统成本的一半，占整车成本的 5% 左右。

表 5 中高档车成本结构拆分

零部件系统	成本比重
车身和结构系统	16.7%
发动机系统	16.2%
电子和电器系统	12.2%
内饰件系统	10.8%
其中：座椅系统	5.0%
变速箱系统	8.6%
温度控制和空调系统	5.9%
车桥和驱动轴系统	5.9%
悬挂系统	3.6%
转向系统	3.4%
刹车系统	2.9%
轮毂和轮胎系统	2.7%
乘员保护系统	2.7%
燃料系统	2.7%
音响系统	2.3%
排放系统	1.8%
车身玻璃系统	1.8%
总计	100.0%

资料来源：华泰联合证券研究

如果按照单车批发均价 12 万元，目标中高端市场 500 万辆计算，市场总销售规模约为 6000 亿元，若平均毛利率为 15%（2009 年的月度累计毛利率数据），则轿车用座椅市场总规模约 260 亿元。目前国内的高端和中高端座椅基本上由上海延锋江森座椅有限公司和富维江森垄断。公司投资 1.2 亿元发展轿车座椅头枕、坐垫形成年产 15 万套轿车座椅头枕和坐垫产品，预计年收入 2 亿元。

5.2 进入新的目标市场

橡塑类零部件价值构成中，劳动力成本和运输成本占比重较高，因此橡塑类零部件是国产化率较高的汽车零部件之一。通常非金属件 80% 的营业成本中，合理的运输成本占 10-15%，运输半径是决定企业运营经济性的重要因素。

目前我国形成了“3+3”汽车产业集群区，前“3”是三个大规模产业集群区，即以上海为代表的长三角集群区、长春为代表的东北老工业集群区和武汉为代表的中部集群区；后“3”为三个中等规模的产业集群区，即以京津环渤海集群区、广州为代表的珠三角集群区、重庆为代表的西部集群区。产业集群的规模经济、协同效应、交易成本低、有利于技术溢出等优点决定了企业群以整车汽车为核心在一定区域内聚集，并且这种优势具有内生的自我增强机制。

从整车资本性质来划分零部件供应特征看，日系车比较看重零部件配套商的制造能力、配合度、合作历史、资本关系，因此日系车的供应体系相对封闭。总体上以日系车为主的珠三角集群区是中资零部件企业较难进入的市场区域。

欧系车和美系车的配套系统相对开放，以市场竞争机制为基础，进入其配套体系相对容易。欧美系车主要分布在长三角、东北老工业区、京津环渤海区、中部地区和西部地区。

- 在长三角集群区域，宁波华翔的汽车内饰件生产基地已经在浙江宁波象山和上海布点，主要满足长三角集群区的上海大众、上海通用、南京福特等整车厂配套要求，占公司总营业收入的近 50%。由于华域汽车旗下的延锋伟世通也已经在长三角大规模布点，因此宁波华翔未来在长三角扩大市场份额的难度较大。
- 在东北老工业集群区域和京津环渤海集群区域，零部件厂主要给一汽集团、一汽大众和一汽丰田配套。一汽富维由于其特殊的资本纽带关系，在一汽系及其合资公司配套体系中占有较大份额。宁波华翔计划投资 3.9 亿元在长春布点建厂，实现对上述企业的点对点供应。由于基数较低，我们预计布局完成后公司在东北市场的销售将出现较快增长。
- 以武汉为代表的中部集群区、以重庆为代表的西部集群区。由于“重整车，轻零部件”，东风集团以前对集团内零部件业务没太重视，相对于长三角集群的稳态格局，中西部地区还有一定发展空间。随着中西部地区的崛起，势必带来以武汉、成都为代表的二三线城市汽车需求提升。从长远发展看，公司计划未来在武汉、成都布点参与更加广泛的多体系配套，值得期待。

自主品牌轿车制造企业广泛采取低成本策略，从企业逐利角度看，盈利能力较差的自主轿车配套业务长期以来并非领先的零部件企业的优先目标市场。随着轿车普及化消费浪潮的到来，自主轿车的规模化优势日见显现，其蕴藏的配套业务价值也得以迅速提升。未来安徽等地自主品牌生产企业也将得到更多独立零部件生产企业的重视。

表 6 公司及主要内外饰件上市公司全国布局情况

长三角集群区	东北老工业集群区	中部集群区	京津环渤海集群区	珠三角集群区	西部集群区	安徽
上汽及其合资公司	一汽及其合资公司	东风及其合资公司	北汽及其合资企业和天津一汽	广汽及其合资公司	长安及其合资公司	奇瑞、江淮等

宁波华翔

长春华翔轿车消声器	轿车消声器、排气系统总成
宁波井上华翔	门内饰板总成、饰柱
宁波玛克特	天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件
宁波诗兰姆	波纹管、扎扣

华域汽车

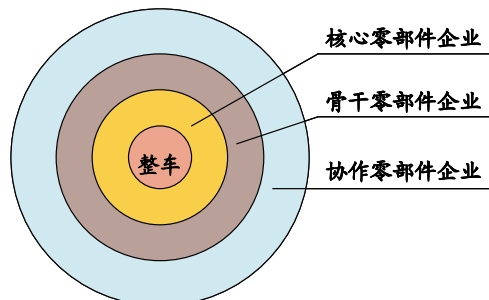
延锋伟世通	仪表板、门内板、立柱、副仪表板及座舱系统	汽车仪表板、门内饰板、保险杠	门板、仪表板、地毯等汽车内饰件	汽车座舱系统、内饰系统	座舱系统、仪表板、副仪表板、门内板、门柱、地毯
小幺灯	汽车电子照明系统				
拖拉机内燃机	冲压、焊接件、排气系统、曲轴、轮毂				
一汽富维					
天津英泰			座椅、门内饰板、顶棚、地板、前围消音板、后备箱内板、中央通道消音板		
富维江森		座椅、仪表板、副仪表板、门板、顶棚	座椅、仪表板、副仪表板、门板、顶棚		
	已经完成布点，提升空间有限	已经完成布点，提升空间有限	未来可布点	未来可布点	放弃
					未来可布点
					视未来发展考虑是否进入

资料来源：华泰联合证券研究所

5.3 海外并购是突破成长瓶颈的重要途径

经过近几十年的发展，国内汽车零部件行业已经形成一个以整车企业为核心的紧密型关系，形状近似箭靶的主流行业组织结构模式。这种模式中，靶心为整车生产企业，靶心向外依次为：第一环为核心零部件企业，核心层零部件企业一般由整车企业的直属专业厂和全资子公司构成，整车厂拥有对核心层零部件企业的完全控制权；第二环为骨干零部件企业，这些企业有相对独立的法人资格，其生产活动要服从于整车厂的整体部署，整车企业一般是通过参股、控股的方式控制、管理骨干层零部件企业；第三环是协作企业，整车企业与协作层企业之间是采购与供货的契约关系，一般是每年年初两者之间确定计划，然后按计划执行。

图 7 我国零部件行业箭靶组织结构



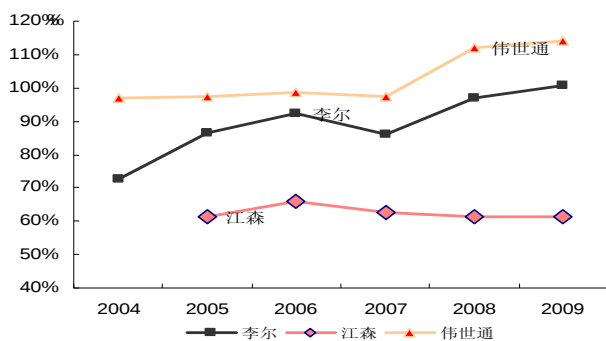
资料来源：华泰联合证券研究

在这种箭靶分层次的行业组织结构模式下，以宁波华翔为代表的外围骨干层零部件企业乃至协作企业，其先天劣势有 2 点：一是在配套订单的获取上并非出于有利位置，二是在技术与管理上也无法得到整车企业的支持。

由于金融危机导致企业资产的严重贬值，为缓解流动性短缺，国际零部件公司及整车企业被迫出售资产、品牌、技术等以收缩经营范围，发展核心业务，这为可能提供成本控制出路和巨大潜在市场的中国零部件企业提供了更多的机遇。例如，国际领先零部件生产企业李尔和伟世通的资产负债率常年处于非常高的水平，而主营业务收入持续下降。

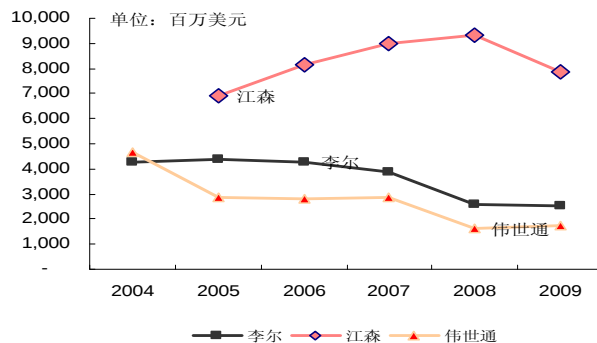
获得核心技术和品牌是国际化战略的首要目标。在金融危机下的欧美企业和相关政府部门放松了对中国国有企业并购的监管和审查，并购减少了跨境并购的政治障碍和隐性成本，能够最大程度地绕开因危机引发的贸易壁垒。

图 8 主要国际零部件厂商近年资产负债率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图 9 主要国际零部件厂商近年销售收入



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

盈利预测

公司已经通过了证监会非公开发增发方案审核，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），计划投资 8.5 亿元用于优化公司产业布局、改善公司产品机构，同时，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。具体募集资金投向如下：

表 7 公司非公开增发募集资金投向

	总投资 (万元)	建设期 (月)	内容	年收入 (万元)	年利润 (万元)	税后投资 回收期(年)	IRR
项目一：内饰件总成东北生产基地项目	39,113	18	汽车仪表板总成 30 万套 汽车中央通道总成 40 万套	53,680	7,578	5.5	17%
项目二：轿车仪表盘支架和前后保险杠支架生产	18,843	12	轿车保险杠支架 冲压焊接件 40 万套 仪表板支架冲压	31,767	7,215	3.20	33%

线	焊接件 25 万套					
项目三：轿车座椅头枕、座垫项目	12,120	12	15 万套轿车座椅头枕、座垫产品	20,250	4,206	4.15 17.50%
项目四：补充公司流动资金 5,000 万元						
项目五：偿还银行贷款 10,000 万元						

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

因为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务发展遇到瓶颈且不能与公司主业产生协同效应，所以 2009 年公司出让一汽富奥 29% 股权、出售陆平机器厂 74% 的股权。按照资产清理后，2009 年 3 季度业绩年化公司未来业绩，同时考虑到公司三块业务（不含座椅的非金属件、金属件、座椅）未来 2 年的增长，不考虑增发摊薄股本，我们估算公司 2010 年 EPS0.51 元、2011 年 EPS0.63 元；如果考虑定向增发，假设增发 9000 万股，全面摊薄后 2010 年 EPS0.43 元、2011 年 EPS0.53 元。

表 8 增发融资规模测算

万股 \ 万元	10 元	11 元	12 元
5000	50000	55000	60000
6000	60000	66000	72000
7000	70000	77000	84000
8000	80000	88000	96000
9000	90000	99000	108000

资料来源：华泰联合证券研究

表 9 非公开增发下的盈利情况

百万、元	2009E	09H1	09H2	2010E	2011E
合计经营性净利润	243.48	98.41	136.07	252.61	308.70
其中：富奥 29% 贡献利润	51.53	25.00	26.53	NA	NA
辽宁陆平贡献利润	26.40	20.37	6.03	NA	NA
剔除富奥 29% 股权和陆平的经营性净利润	156.56	53.05	103.51	252.61	308.70
总股本（百万股）	493.74			583.74	583.74
未摊薄 EPS	0.72*	0.20	0.52*	0.51	0.63
增发摊薄 EPS	0.72*	0.20	0.52*	0.43	0.53

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 0.25 元/股

表 10 分部收入和毛利预测

	2009E			2010E			2011E		
单位: 亿元	收入	毛利润	毛利率 (%)	收入	毛利润	毛利率 (%)	收入	毛利润	毛利率 (%)
金属件	5.81	1.12	19.34	6.68	1.27	19.00	7.35	1.40	19.00
不含座椅非金属饰件	16.59	2.98	17.98	16.27	2.77	17.00	19.66	3.34	17.00
座椅	0.00	0.00	20.00	0.00	0.00	20.00	2.10	0.42	20.00
电子件	2.86	0.77	26.88	3.29	0.85	26.00	3.62	0.94	26.00
其他	2.35	0.58	24.59	2.82	0.68	24.00	3.10	0.74	24.00
合计	23.90*	4.79*	20.03*	29.06	5.57	19.16	35.82	6.84	19.10

资料来源: 华泰联合证券研究所

注: 2009 年收入和毛利润未考虑陆平

风险提示

- 新业务拓展低于预期;
- 原材料价格上涨的风险。

盈利预测
资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1305	3007	4414	4838
现金	291	2021	3386	3571
应收账款	273	262	280	342
其他应收款	34	40	39	50
预付账款	46	77	69	89
存货	572	571	596	732
其他流动资产	90	36	44	54
非流动资产	1745	513	772	989
长期投资	657	308	339	372
固定资产	767	-78	169	367
无形资产	187	179	171	162
其他非流动资产	133	104	94	88
资产总计	3050	3520	5185	5827
流动负债	1480	1499	1495	1685
短期借款	727	664	685	678
应付账款	375	518	467	616
其他流动负债	378	317	343	391
非流动负债	166	209	275	333
长期借款	150	190	257	315
其他非流动负债	16	19	18	18
负债合计	1646	1708	1769	2018
少数股东权益	303	400	468	552
股本	494	494	584	584
资本公积	192	181	1373	1373
留存收益	416	738	991	1299
归属母公司股东权益	1102	1412	2948	3256
负债和股东权益	3050	3520	5185	5827

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	249	384	292	417
净利润	185	453	321	393
折旧摊销	117	121	146	188
财务费用	60	37	23	25
投资损失	-106	-355	-130	-150
营运资金变动	-23	128	-70	-45
其他经营现金流	16	-1	2	5
投资活动现金流	-614	1464	-274	-256
资本支出	322	-775	350	350
长期投资	-361	-353	31	34
其他投资现金流	-653	337	107	128
筹资活动现金流	185	-118	1347	25
短期借款	189	-63	21	-7
长期借款	120	40	67	58
普通股增加	219	0	90	0
资本公积增加	-219	-11	1193	0
其他筹资现金流	-124	-84	-23	-25
现金净增加额	-183	1730	1365	186

单位: 百万元

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2683	2790	2906	3582
营业成本	2192	2285	2349	2898
营业税金及附加	6	6	6	8
营业费用	91	87	93	113
管理费用	205	175	165	203
财务费用	60	37	23	25
资产减值损失	20	24	22	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	106	355	130	150
营业利润	216	532	378	461
营业外收入	9	4	0	0
营业外支出	5	4	0	0
利润总额	219	532	378	461
所得税	35	79	56	69
净利润	185	453	321	393
少数股东损益	41	97	69	84
归属母公司净利润	144	356	253	309
EBITDA	393	690	547	675
EPS (元)	0.29	0.72	0.43	0.53

单位: 百万元

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	1.5%	4.0%	4.1%	23.3%
营业利润	-8.7%	146.5%	-29.0%	22.2%
归属于母公司净利润	2.0%	147.4%	-29.1%	22.2%
获利能力				
毛利率(%)	18.3%	18.1%	19.2%	19.1%
净利率(%)	5.4%	12.8%	8.7%	8.6%
ROE(%)	13.1%	25.2%	8.6%	9.5%
ROIC(%)	16.5%	118.9%	48.6%	44.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.0%	48.5%	34.1%	34.6%
净负债比率(%)	54.02%	50.00%	53.23%	49.18%
流动比率	0.88	2.01	2.95	2.87
速动比率	0.50	1.62	2.55	2.44
营运能力				
总资产周转率	0.93	0.85	0.67	0.65
应收账款周转率	8	10	10	11
应付账款周转率	4.48	5.12	4.77	5.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.72	0.51	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.78	0.59	0.84
每股净资产(最新摊薄)	2.23	2.86	5.97	6.59
估值比率				
P/E	39.44	15.94	22.48	18.39
P/B	5.15	4.02	1.93	1.74
EV/EBITDA	15	9	11	9

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰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

华泰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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

华泰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 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，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，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.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
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com