

宁波华翔(002048)调研报告

谨慎推荐

——最有开拓精神的汽车零部件企业

首次评级

可选消费/汽车零部件

发布时间: 2010年5月19日

投资要点:

- 自2005年上市以来,经过5年的摸索和实践,公司已经成为定位清晰、初具规模的汽车零部件企业。主要产品是汽车内外饰件。公司是上海大众、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、沈阳华晨金杯等国内汽车制造商的主要零部件供应商之一。
- 公司管理层具有极强的资本运作能力,使得公司的业务结构不断优化、资产质量不断提高。自公司上市以来,已进行多次资产并购,其中长春华翔轿车消声器有限责任公司、一汽富奥汽车零部件股份有限公司等公司的并购重组,堪称杰作。
- 公司管理层雄心勃勃,做好充分的准备,积极推动公司全球战略布局工作。公司多次明确表示:将适时启动全球的战略布局工作,努力培育具有国际竞争力的核心产品,使公司成为国际上该类产品最大的供应商,完成全球的布局,并进入全球主流整车的全球采购平台。
- 公司自2002年以来,业绩呈快速增长态势。自2002年至2009年,公司业绩年复合增长率为48%;而自公司2005年上市以来,业绩年复合增长率为101%。
- 根据公司现有业务的发展态势及行业的发展状况,不考虑公司资产收购等因素,按最新总股本,公司2010-2011年每股收益分别为0.70元和0.77元,动态PE为16.80倍、15.27倍,最新PB为2.83倍。我们给予“谨慎推荐”的投资评级。
- 两方面消息可能诱发公司股价上涨:一是公司国际并购;二是一汽富奥上市。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	281,360	4.86	35,778	150.17	0.63		18.67	
2010E	350,000	24.42	39,500	10.43	0.70		16.80	
2011E	400,000	14.29	43,900	11.14	0.77		15.27	
2012E								

走势图



市场数据

2010-5-19

收盘价:	11.80 元
52周最高价:	17.45 元
52周最低价:	7.62 元
平均持仓成本:	14.14 元

基本数据

2010Q1

总股本(万股):	56,714
流通A股(万股):	56,714
每股收益(元):	0.17
每股净资产(元):	4.16
每股经营现金流(元):	0.14
市净率:	2.83

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550207100055

TEL: (8621)6336 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: llx365@vip.sina.com

地址: 上海市延安东路45号20楼

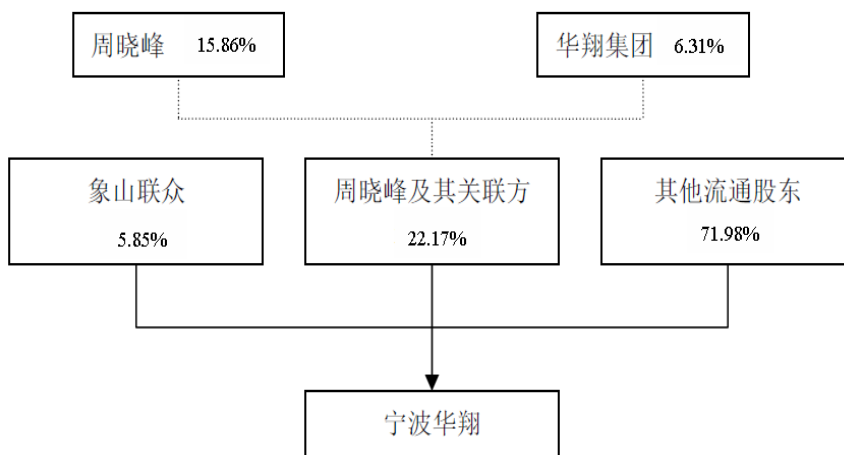
邮编: 200002

5月7日，我们参加了公司股东大会。先后与公司的董秘、独立董事、董事长、总经理、财务总监、机构投资者等进行了深入交流。我们的总体判断是：在中国的汽车零部件企业中，公司是最有开拓精神的企业之一，值得长期关注，考虑到汽车行业的强周期性，我们暂给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

1、公司股权结构：

2010年年3月31日，公司完成了自2005年上市以来的第二次非公开增发融资。公司向包括华翔信托（2000万股）、博时基金（1640万股）等7名特定投资者非公开增发7340万股，每股发行价11.88元，募集资金总额8.51亿元。公司最新的股权结构如下图所示。

图1 公司新股发行后股权结构



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

其中，华翔集团为公司董事长周晓峰父亲周辞美先生控股。华翔集团持有公司6.31%，加上周晓峰持有的15.86%，累计22.17%，相对控股公司。

根据公开资料，尽管公司并没有实施股权激励计划，但除董事长周晓峰及其关联方持有公司22.17%的股权之外，公司总经理林福青持有公司股票33.768万股，副总经理楼家豪持有公司股票203.8191万股，董秘持有公司股票42.76万股，财务总监持有公司股票41.20万股，……。还有，公司注册地宁波象山联众投资公司持有公司股权3320.27万股，一直未动，该公司与公司并有关联关系。

另外，2010年3月份进行的第二次非公开增发，共发行7340万股，发行价每股11.88元。机构参与踊跃，列表如下：

表 1 公司非公开增发参与对象、认购数量及锁定期

序号	发行对象	认购数量 (万股)	限售期
1	杭州麦田立家泓达创业投资有限公司	900	12个月
2	浙江英维特投资有限公司	800	12个月
3	上海证券有限责任公司	500	12个月
4	湖南汇方投资有限公司	700	12个月
5	华宝信托有限责任公司	2,000	12个月
6	江阴西冶机械制造维修有限公司	800	12个月
7	博时基金管理有限公司	1,640	12个月
	合 计	7,340	-

资料来源：公司公告

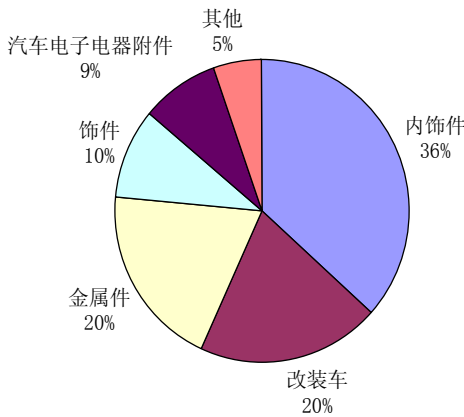
综上所述，公司的股权结构比较合理，股东持股稳定，机构投资人对公司的投资价值比较认同。调研时，我们与杭州麦田立家公司的总裁做了沟通，证实了我们的观点。

2、公司主营业务：

公司 2005 年 6 月上市。上市至今，公司资产经过多次的整合、收购、增资等行为，2009 年 8 月，公司以 3.51 亿元的价格出售了所持有的辽宁陆平机器股份有限公司 73.8% 的全部股权，公司不再从事军用改装车业务。

目前，公司的主营业务为汽车零部件开发、生产和销售，主要产品是汽车内外饰件。公司是上海大众、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、沈阳华晨金杯等国内汽车制造商的主要零部件供应商之一。公司主要配套车型包括“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”“POL0”、“赛欧”、“中华”等。

公司2009年分产品营业收入占比



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司主要产品应用于汽车内外系统、汽车底盘系统、汽车电器及空调配件、汽车发动机系统，主要产品包括仪表板总成、门内饰板总成、胡桃木饰件总成、中央通道总成、前后挡风玻璃包边、线路保护器、空调蒸发器组件、冲压及焊接件等。

公司本部没有制造业务，全部制造业务都放在下属全资、控股、参股的子公司里。截止 2010 年一季度末，公司共持有 15 家汽车零部件企业的股权。比较重要的公司列示如下：

(1) **宁波井上华翔汽车零部件有限公司**。该公司成立于 2002 年 12 月，注册资本 800 万美元，公司占出资比例的 50%。主要从事各类汽车内饰件的生产与销售，主要产品包括门内饰板总成、饰柱等，主要配套车型为上海大众“帕萨特领驭”、天津丰田“花冠”、“卡罗拉”、“锐志”、“RAV4”等。截止 2009 年 12 月 31 日，该公司总资产 34,682.17 万元、净资产 15,795.07 万元，2009 年度实现营业收入 54,553.89 万元，剔除合并报表范围内关联交易后实现营业收入 24,795.08 万元，对合并报表净利润贡献 2,694.55 万元。

(2) **长春华翔轿车消声器有限责任公司**。该公司是在收购长春消声器厂的基础上组建，注册资本为人民币 7,459 万元，公司占出资比例的 90.23%。主要产品有轿车消声器、排气系统总成，为一汽大众、一汽轿车进行配套。截止 2009 年 12 月 31 日，该公司总资产 40,678.42 万元、净资产 30,544.23 万元，2009 年实现营业收入 56,591.83 万元，剔除合并报表范围内关联交易后实现营业收入 56,591.83 万元，对合并报表净利润贡献 10,653.76 万元（包含从参股公司长春佛吉亚取得的投资收益）。

(3) **一汽富奥汽车零部件股份有限公司**。该公司是由一汽集团下属全资子公司富奥汽车零部件有限公司整体改制基础上，由本公司、一汽集团、原富奥公司经营层发起设立的，公司成立于 2007 年 12 月，注册资本 100,000 万元人民币，公司占出资比例的 49%，于 2009 年 10 月出让 29% 股权，截止报表日公司拥有富奥公司 20% 股权，主要产品分为环境控制系统、转向及传动系统等六大体系，覆盖了重、中、轻、微型商用车和高、中、低档乘用车系列车型。截止 2009 年 12 月 31 日，该公司总资产 420,036.97 万元、净资产 113,992.74 万元，2009 年实现营业收入 334,699.79 万元，实现投资收益 9,545.14 万元。

(4) **宁波玛克特汽车饰件有限公司**。该公司成立于 2002 年 1 月，为中外合资企业，注册资本 640 万欧元，公司占出资比例的 75%。主要从事汽车复合内饰件（胡桃木）的生产和销售，主要产品为天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件等，主要配套车型为“帕萨特领驭”、“奥迪”、“沃尔沃”等。该公司是目前国内唯一一家生产开发中高档轿车天然胡桃木饰件的零部件厂商，市场进入时间较早、获取主机厂订单的机会较多、毛利水平较高。2009 年为沃尔沃开发的 S80 真木饰件实现了批量供货。截止 2009 年 12 月 31 日，该公司总资产 20,185.84 万元、净资产 7,886.65 万元，2009 年度实现营业收入 20,651.50 万元，剔除合并报表范围内关联交易后实现营业收入 18,895.15 万元，对合并报表净利润贡献 1,147.14 万元。

(5) **上海大众联翔汽车零部件有限公司**。该公司成立于 1997 年 12 月，注册资本 1,000 万元人民币，公司占出资比例的 100%。主要从事汽车零部件的生产和销售，

主要产品为饰柱等，主要配套车型为“桑塔纳”、“中华”，“奥迪”等。2006年12月，公司受让上海大众联合发展有限公司所持有上海联翔49%的股权，上海联翔成为公司全资子公司。截止2009年12月31日，该公司总资产5,627.49万元、净资产2,236.08万元，2009年度实现营业收入13,324.82万元，剔除合并报表范围内关联交易后实现营业收入2,257.30万元，对合并报表净利润贡献440.05万元。

3、公司能力判断：

(1) 自2005年上市以来，经过5年的摸索和实践，公司已经成为定位清晰、初具规模的汽车零部件企业。

公司刚上市时，持有路平机器20%的股权，后来逐步增持，至2009年8月退出时，持有陆平机器73.8%的股权。因此，公司的主营业务包括汽车零部件和军用改装车两块。对于中小板上市公司来说，业务定位不太清晰。军用改装车收入占比为37.39%，汽车零部件占比为62.61%。而且两块业务几乎没有相关性，不能产生协同效应。

2009年8月，公司出售了陆平机器的全部股权。使得公司将全部精力投入到主业——汽车零部件业中。

(2) 公司管理层具有极强的资本运作能力，使得公司的业务结构不断优化、资产质量不断提高。

公司上市后，有两个大的资本运作，对公司影响较大。一个是收购了长春消声器厂，组建长春华翔轿车消声器有限责任公司。目前该公司成为对公司利润最大的子公司，2009年贡献净利润1.07亿元，占公司净利润总额的30%。

另一个是公司2007年12月出自4.9亿元参与了一汽集团下属全资子公司富奥汽车零部件有限公司整体改制。改制完成后，公司持有一汽富奥汽车零部件股份有限公司49%的股权，一汽集团持有35%，富奥管理层持有16%。公司能够成为一汽富奥的控股股东，实在是大手笔。主要产品分为环境控制系统、转向及传动系统等六大体系，覆盖了重、中、轻、微型商用车和高、中、低档乘用车系列车型。2009年，富奥公司为公司贡献投资收益6,372.06万元，成为公司另一大净利润贡献源。

(3) 公司管理层雄心勃勃，做好充分的准备，积极推动公司全球战略布局工作。

公司多次明确表示：将适时启动全球的战略布局工作，根据公司发展的实际情况，现有产品的特点，依照具有“劳动力密集”、“高技术壁垒”、“资金密集型”这三大原则，努力培育具有国际竞争力的核心产品，使公司成为国际上该类产品最大的供应商，完成全球的布局，并进入全球主流整车的全球采购平台。

2009年10月公司出让29%的富奥公司的股权。公司公告，作为富奥公司第一大股东，依据相关法律、法规，富奥公司要成为上市公司，在股东结构方面存在着障碍，为了推动富奥公司进入资本市场，经与相关方协商同意，公司转让所持富奥公司29%的股份，仍持有20%的股份，为富奥公司第三大股东。此项交易获得资金3.364亿元，为公司全球化战略布局做了资金上的准备。另外，公司出售陆平机器的股权，获得资金3.51亿元。截止，2010年一季度末，公司账上有货币资金13.62亿元，应收账款3.32亿元，应收股利1.04亿元，存货5.35亿元，累计流动资产24.88亿元，而公司资产负债率仅为29.67%，公司已经为国际并购作了较为充分的准备。

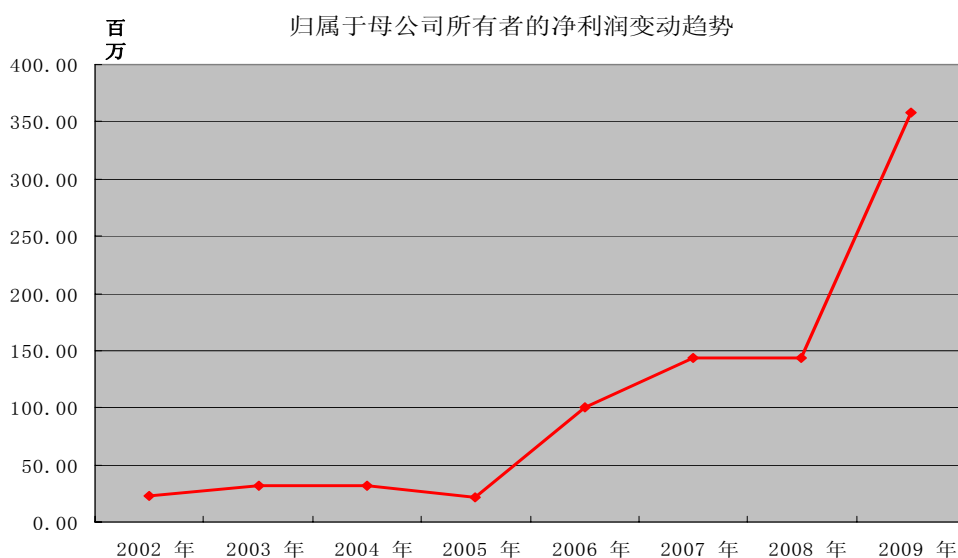
另外，公司管理层为公司未来的发展制订了宏大的发展规划：到2012年，通过国际并购和现有资产的经营，公司合并报表营业收入达100亿元，比2009年的28.14亿元，增长2.55倍；到2017年，公司营业收入到300亿元。

4、公司过往业绩:

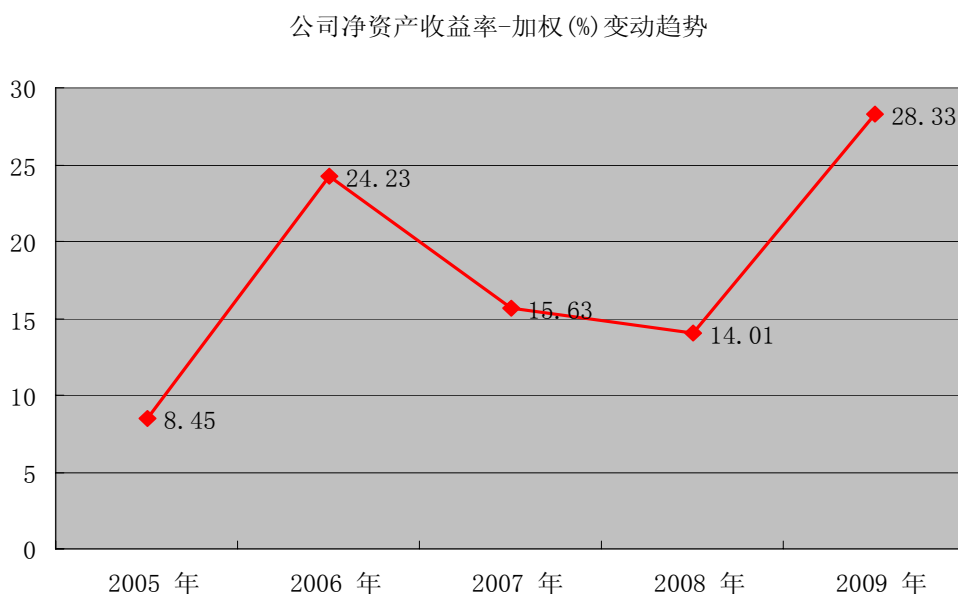
根据下图,我们可以得出两点:

(1) 公司自 2002 年以来,业绩呈快速增长态势。自 2002 年至 2009 年,公司业绩年复合增长率为 48%;而自公司 2005 年上市以来,业绩年复合增长率为 101%。

(2) 公司仍逃不过汽车行业强周期性的特点,但相比整车制造企业来说,业绩波动幅度相对较小。公司两次业绩下滑,都处在汽车行业的周期低点。



资料来源: Wind资讯 东北证券金融与产业研究所



资料来源: Wind资讯 东北证券金融与产业研究所

5、公司投资评级:

根据公司现有业务的发展态势及行业的发展状况,不考虑公司资产收购等因素,按最新总股本,公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.70 元和 0.77 元,按 5 月 17 日收盘价 11.41 元计算,公司动态 PE 为 16.30 倍、14.82 倍,最新 PB 为 2.77 倍。我们给予“谨慎推荐”的投资评级。

两个因素可能触发公司股价大涨:

1、目前公司正在筹划国际并购,前期大幅上涨,因公司国际并购传闻,后又大跌,因欧洲经济形势好转,收购推迟。但根据调研,公司管理层已经为此努力了 4 年时间,并购成功是早晚的事。一旦成功,对公司业务将造成重大影响,将导致公司股价大幅上涨。

2、公司持股 20%的一汽富奥,正在筹划上市,计划今年实现上市。一旦上市成功,必将刺激公司股价大幅上涨。

宁波华翔 (002048) 盈利预测

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2683	2813	3500	4000
增长率 (%)	3.16%	36.44%	36.82%	30.18%
营业成本	2192	2205	2800	3200
综合毛利率 (%)	18.30%	21.61%	20.00%	20.00%
营业税金及附加	5.67	4.6	5	6
销售费用	90.64	90.7	120	150
管理费用	204.62	251.9	300	330
财务费用	60.23	38.9	50	60
三项费用	355.49	381.5	470	540
期间费用率 (%)	13.25%	13.56%	13.43%	13.50%
资产减值损失	20.39	46.40	50.00	60.00
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	106.47	346.83	400.00	450.00
营业利润	215.92	522.33	575	644
营业利润率 (%)	8.05%	18.57%	16.43%	16.10%
营业外收入	8.78	12.8	15	15
营业外支出	5.16	13.7	10	10
利润总额	219.54	521.43	580	649
利润率 (%)	8.18%	18.54%	16.57%	16.23%
所得税	34.66	100.99	110	130
实际税负比率 (%)	16%	19%	19%	20%
净利润	184.88	420.44	470	519
少数股东权益	40.72	62.7	75	80
归属于母公司所有者的净利润	144.16	357.74	395	439
增长率 (%)	-82.63%	482.04%	110.75%	72.95%
总股本 (百万股)	567.14	567.14	567.14	567.14
每股收益 (元)	0.25	0.63	0.70	0.77

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。