



## 宁波华翔（002048）：专注汽车内饰业务，国际并购可期

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 总股本（百万股）     | 567.14 |
| 实际流通A股（百万股）  | 423.33 |
| 实际流通A股市值（亿元） | 62.06  |

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 刘洋

电话 025-83367888-3305

邮箱 liuyang200029@163.com

### ● 内容提要

公司评级： 推荐

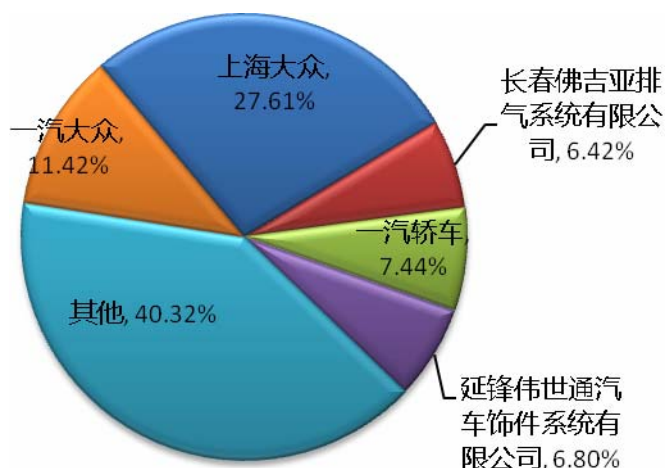
- 宁波华翔是汽车内饰的生产企业。公司主要客户有上海大众、上海汽车、一汽大众、一汽轿车、上海通用、天津一汽丰田、东风日产、沈阳华晨金杯等国内汽车制造商。
- 公司主营业务日渐突出，综合毛利率水平不断提升。卖掉陆平机器厂后，公司专攻汽车零部件业务。2010年上半年营业收入中内饰件占比达到48.63%，金属件营业收入占比达到21.96%，汽车电子电器附件占比11.14%，饰件占比9.06%。08年、09年和10年上半年公司综合毛利率分别为18.29%、21.62%和21.97%。主要由于内饰件毛利率的不断提高和汽车电子电器附件收入占比的提升。
- 国际并购有望取得突破。公司2010年上半年年报显示货币资金为11.4亿元，为国际并购解决后顾之忧。目前公司正在与多个国际知名汽车零部件厂商进行洽谈，2010年或2011年有望取得突破性进展。
- 盈利预测：我们预测公司2010年、2011年EPS分别为0.77元和0.87元，根据目前汽车零部件相关公司的估值水平，我们给予公司23倍的PE，其合理的价格为17.71元。因此我们给予公司“推荐”的投资评级
- 风险提示：1、公司是汽车零部件厂商，会受到汽车行业的波动而导致利润下滑。2、海外并购存在较大风险。

## 一、主营业务和主要客户

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。

公司主要客户有上海大众、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，主要配套车型包括“帕萨特领驭”、“奥迪”、“桑塔纳”、“捷达”、“POLO”、“赛欧”、“君越”、“别克”、“荣威”、“皇冠”、“锐志”、“卡罗拉”、“天籁”、“马自达”、“沃尔沃”、“中华”等。公司主要客户稳定群稳定，保障了公司营业收入的持续增长。2010年上半年公司前5名客户的营业收入占公司总收入的59.68%。

图1. 宁波华翔前五名客户收入占比



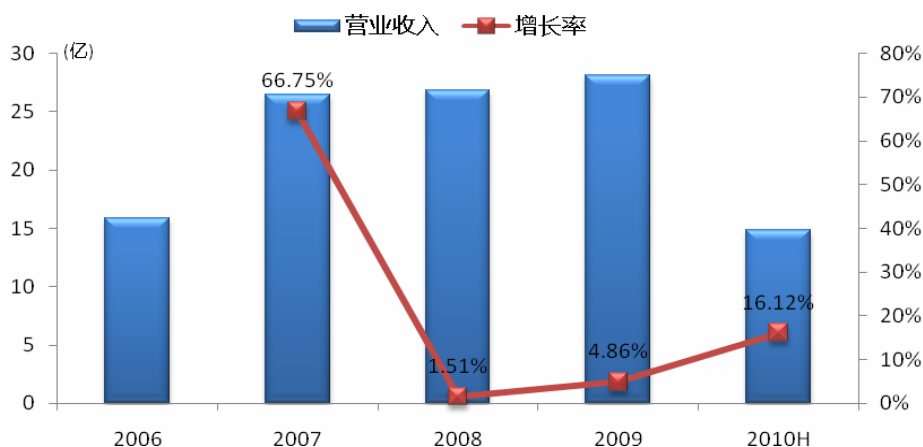
资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

## 二、公司运营情况

### 1、公司营业收入稳步增长

受汽车行业整体低迷的影响，公司2008年营业收入增速只有1.51%，2009年公司出售了所持有的陆平机器厂所以股权以及出售一汽富奥28%的股权，对公司当期收入有一定的负面影响，因此09年营业收入增速只有4.86%。随着公司主营业务上逐步专注，公司营业收入将进入高速增长期。

图2. 公司营业收入和增长率



资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

2010上半年年报显示，公司营业收入14.85亿，同比增长仅16.12%，净利润为1.85亿，同比增长87.65%。长期股权投资收益对公司净利润贡献较大，占净利润的43.57%。其中对富奥汽车0.67亿的投资收益，占净利润的比重达到28.48%。另外公司出售陆平机器厂73.8%的股权和一汽富奥29%的股权获得的大量资金带来的财务净收入占净利润的比重也达到2.7%。

表1. 公司2010年上半年长期股权投资收益

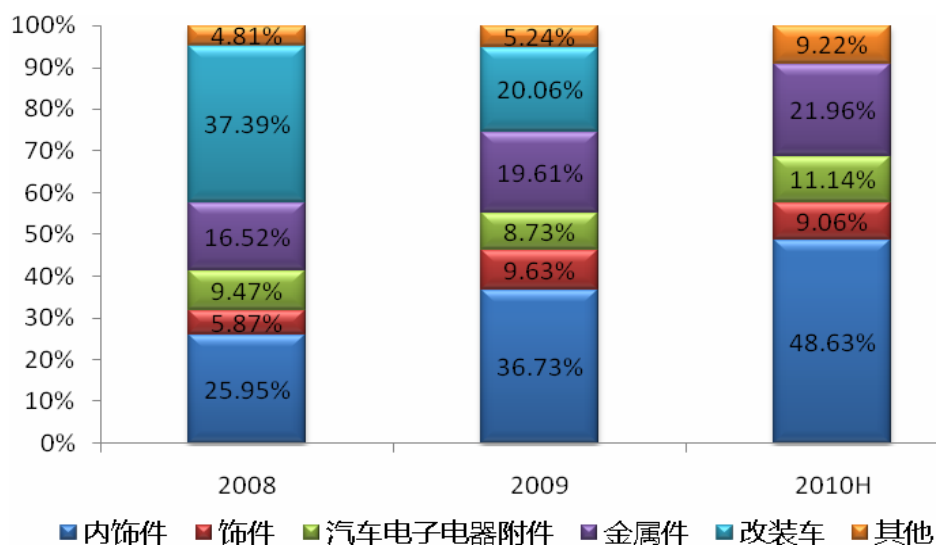
| 公司名称            | 投资收益        | 占净利润比重 |
|-----------------|-------------|--------|
| 富奥汽车零部件股份有限公司   | 67122067.05 | 28.48% |
| 长春佛吉亚排气系统有限公司   | 33986817.48 | 14.42% |
| 南昌江铃华翔汽车零部件有限公司 | 1495643.45  | 0.63%  |
| 上海宝得固塑料科技有限公司   | 90000       | 0.04%  |
| 长春英特汽车部件有限公司    | 0           | 0.00%  |
| 成都井上高分子材料有限公司   | 0           | 0.00%  |
| 合计              | 102694528   | 43.57% |

资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

## 2、公司主营业务日渐突出

公司09年8月卖掉陆平机器厂，放弃了改装车业务。专注于汽车零部件生产。主要是由于陆平机器厂生产军用的改装车，产品市场占有率已达60%，毛利率只有15%-18%，市场容量较小。公司2010上半年汽车零配件业务实现收入14.12亿元，同比大幅增长69.2%。公司主营业务中内饰件、金属件和汽车电子电器附件营业收入占比不断提升。其中内饰件比重增幅较大，2010年上半年营业收入中内饰件占比达到48.63%，金属件营业收入占比达到21.96%，汽车电子电器附件占比11.14%，饰件占比9.06%。

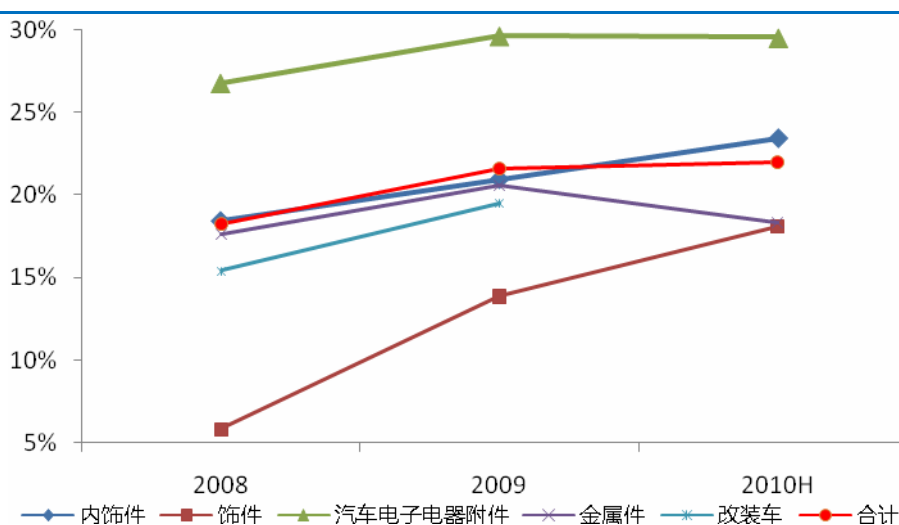
图3. 公司主营业务构成



资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

### 3、综合毛利率水平逐步提高

图4. 公司主要业务毛利率



资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

08年、09年和10年上半年公司综合毛利率分别为18.29%、21.62%和21.97%。主要由于内饰件毛利率的不断提高和汽车电子电器附件收入占比的提升。

公司内饰件业务毛利率提升较快。内饰件毛利率从2008年的18.44%上升到2010上半年的23.42%，主要是由于公司对内饰件进行了工艺上的改造，客户逐步向中高端轿车转变。公司为上海大众“朗逸”供应仪表板，为“晶锐”供应门内板总成；为MODEL-K门板，轮眉，格栅；为MODEL-S仪表板，中央通道，IMD饰件，落水槽。玛克特公司为一汽大众开发的奥迪B8真木饰件和为沃尔沃成功开发了S80真木饰件，毛利率高达40%-50%。

汽车电子电器附件毛利高达30%左右，是公司未来业务的发展重点。电子电器附件技术壁垒较高，依靠公司自身力量技术上很难有较大提升，公司主要依靠并购国外企业来实现跨越式发展。

### 三、国际并购有望取得突破

公司并购已经运筹多年，2010年上半年年报显示货币资金为11.4亿元，为国际并购解决后顾之忧。公司并购的目标企业应满足以下条件：（1）其核心技术（汽车电子电器附件、转向等）在世界上排名前三甲；（2）健康平稳运行，至少不亏损；（3）原经营管理团队要保持稳定，有利于后续业务的开展。目前公司正在与多个国际知名汽车零部件厂商进行洽谈，2010年或2011年有望取得突破性进展。

### 四、盈利预测：

公司主要客户均是我国主要的汽车生产厂商，随着我国汽车行业驶入快车道，公司营业收入也将随之快速增长，另外公司国际并购有望取得突破，将对公司业绩产生积极影响。我们预测公司2010年、2011年 EPS分别为0.77元和0.87元，根据目前汽车零部件相关公司的估值水平，我们给予公司23倍的PE，其合理的价格为17.71。因此我们给予公司“推荐”的投资评级

表2. 相关上市公司相对估值

| 相关上市公司     | 市值(亿) | 2010 PE(动态) |
|------------|-------|-------------|
| 华域汽车       | 324   | 14          |
| 金马股份       | 22    | 32          |
| 万向钱潮       | 188   | 23          |
| 福耀玻璃       | 230   | 13          |
| 东风科技       | 51    | 25          |
| <b>中位数</b> |       | <b>23</b>   |

南京证券研究所整理

| 财务和估值数据摘要    | 2007A    | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）    | 2643.248 | 2683.073 | 2813.6   | 3138.4   | 3975.1   |
| 增长率(%)       | 66.75%   | 1.51%    | 4.86%    | 11.55%   | 26.66%   |
| 归属母公司股东净利润   | 143.6182 | 143.9717 | 357.7782 | 435.6662 | 494.0301 |
| 增长率(%)       | 43.04%   | 0.25%    | 148.51%  | 21.77%   | 13.40%   |
| 摊薄后每股收益(EPS) | 0.25     | 0.25     | 0.63     | 0.77     | 0.87     |
| 每股股利(DPS)    | 0.048365 | 0        | 0.060941 | 0.073641 | 0.083507 |
| 每股经营现金流      | 0.272108 | 0.544761 | 0.503723 | 1.344986 | 0.280974 |

|               |              |              |              |              |              |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售毛利率         | 19.13%       | 18.29%       | 21.62%       | 21.91%       | 21.96%       |
| 销售净利率         | 7.68%        | 6.88%        | 14.95%       | 16.32%       | 14.61%       |
| 净资产收益率(ROE)   | 14.68%       | 13.07%       | 25.12%       | 23.96%       | 21.81%       |
| 投入资本回报率(ROIC) | 23.66%       | 12.51%       | 20.63%       | 33.19%       | 40.80%       |
| 市盈率(P/E)      | 55.83803     | 55.70095     | 22.41433     | 18.40712     | 16.23253     |
| 市净率(P/B)      | 8.197464     | 7.278424     | 5.631156     | 4.411073     | 3.541062     |
| 股息率(分红/股价)    | 0.00342      | 0            | 0.00431      | 0.005208     | 0.005906     |
| <b>利润表</b>    | <b>2007A</b> | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 营业收入          | 2643.248     | 2683.073     | 2813.6       | 3138.45      | 3975.16      |
| 减：营业成本        | 2137.607     | 2192.255     | 2205.195     | 2450.816     | 3102.215     |
| 营业税金及附加       | 2.989985     | 5.673032     | 4.639383     | 5.175034     | 6.554696     |
| 营业费用          | 104.1619     | 90.63572     | 90.76801     | 104.8242     | 133.1679     |
| 管理费用          | 172.8601     | 204.6239     | 251.9666     | 281.0579     | 355.9879     |
| 财务费用          | 13.59938     | 60.23295     | 38.97483     | -6.25802     | -19.0765     |
| 资产减值损失        | 11.2783      | 20.38843     | 46.40362     | 20           | 22           |
| 加：投资收益        | 35.5556      | 106.4734     | 346.8282     | 300          | 300          |
| 公允价值变动损益      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他经营损益        | -3.3E-13     | -8E-14       | -1.8E-14     | 0            | 0            |
| 营业利润          | 236.3073     | 215.7373     | 522.4802     | 582.8352     | 674.3112     |
| 加：其他非经营损益     | 14.44169     | 3.615628     | -0.91725     | 0            | 0            |
| 利润总额          | 250.749      | 219.3529     | 521.5629     | 582.8352     | 674.3112     |
| 减：所得税         | 47.7355      | 34.66357     | 100.994      | 70.7088      | 93.57779     |
| 净利润           | 203.0135     | 184.6893     | 420.569      | 512.1264     | 580.7334     |
| 减：少数股东损益      | 59.39528     | 40.71766     | 62.79077     | 76.46026     | 86.70324     |
| 归属母公司股东净利润    | 143.6182     | 143.9717     | 357.7782     | 435.6662     | 494.0301     |
| <b>资产负债表</b>  | <b>2007A</b> | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 货币资金          | 384.6777     | 230.0041     | 517.6839     | 1038.309     | 1169.377     |
| 应收和预付款项       | 603.3108     | 442.492      | 458.8361     | 471.3549     | 518.4824     |
| 存货            | 526.7207     | 572.2631     | 444.9824     | 430          | 450          |
| 其他流动资产        | 4.926219     | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资        | 251.9963     | 657.1816     | 361.3275     | 661.3275     | 961.3275     |
| 投资性房地产        | 0            | 3.45176      | 3.320456     | 2.962919     | 2.605383     |
| 固定资产和在建工程     | 669.1228     | 810.914      | 662.0416     | 545.244      | 426.4464     |
| 无形资产和开发支出     | 153.7534     | 190.3835     | 128.6753     | 113.8812     | 99.08702     |
| 其他非流动资产       | 44.08748     | 69.26973     | 61.74574     | 30.87287     | 0            |
| 资产总计          | 2638.595     | 2975.96      | 2638.613     | 3293.953     | 3627.326     |

|              |              |              |              |              |              |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 短期借款         | 537.5056     | 726.9654     | 206.6631     | 0            | 0            |
| 应付和预收款项      | 772.1975     | 668.6674     | 623.6314     | 1015.273     | 815.2728     |
| 长期借款         | 29.89327     | 150          | 100          | 100          | 100          |
| 其他负债         | 86.45182     | 25.83037     | 8.96344      | 8.96344      | 8.96344      |
| 负债合计         | 1426.048     | 1571.463     | 939.2579     | 1124.236     | 924.2363     |
| 股本           | 274.3        | 493.74       | 493.74       | 493.74       | 493.74       |
| 资本公积         | 411.1532     | 191.7132     | 191.7601     | 191.7601     | 191.7601     |
| 留存收益         | 292.82       | 416.3457     | 738.6052     | 1132.506     | 1579.177     |
| 归属母公司股东权益    | 978.2732     | 1101.799     | 1424.105     | 1818.007     | 2264.677     |
| 少数股东权益       | 234.2739     | 302.6976     | 275.2497     | 351.7099     | 438.4132     |
| 股东权益合计       | 1212.547     | 1404.497     | 1699.355     | 2169.716     | 2703.09      |
| 负债和股东权益合计    | 2638.595     | 2975.96      | 2638.613     | 3293.953     | 3627.326     |
| <b>现金流量表</b> | <b>2007A</b> | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 经营性现金净流量     | 154.3233     | 308.9559     | 285.6814     | 762.7955     | 159.3516     |
| 投资性现金净流量     | -347.204     | -614.01      | 576.5898     | 0            | 0            |
| 筹资性现金净流量     | 255.7145     | 185.275      | -573.581     | -242.17      | -28.2835     |
| 现金流量净额       | 62.93459     | -122.808     | 288.2172     | 520.6255     | 131.0681     |

**风险提示：** 1、公司是汽车零部件厂商，会受到汽车行业的波动而导致利润下滑。  
2、海外并购存在较大风险。



**南京证券上市公司投资评级标准：**

- 强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；
- 推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；
- 中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。