



30 December 2011 | 26 pages

宁波华翔 (002048)

扩大布局和产品优化提升竞争力

——公司深度研究报告

研究员: 马春霞 执业证书编号: 1230511010009

86-21-64718888-1270

machunxia@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司配套优势主机厂, 受益汽车消费升级;
- 积极推进生产基地布局, 提升竞争优势。

投资要点:

■ 公司配套优势主机厂, 受益汽车消费升级。

公司配套客户主要是上海大众、一汽大众、上海通用等欧美系合资厂商, 2011 年以来, 欧美系车在中国的市场份额逐步上升, 另外, 公司产品定位于中高档市场, 从汽车行业长期需求趋势来看, 中高级轿车将是市场增长较快的细分市场, 公司有望获得高于行业平均水平的增长。

■ 积极推进生产基地布局, 提升竞争优势

随着近年汽车整车企业新建扩产计划的执行, 上海大众、一汽大众等主流车企在全国战略型大举布点, 公司的跟随配套策略围绕整车企业进行工厂布局。一方面可以更好的与主流厂商合作研发、设计、协调生产, 加强合作关系, 能提供良好的售后服务; 另一方面可以降低产品配套的物流成本和人工成本, 提高竞争优势。

■ 新领域不断拓展, 奠定增长基础。

国内汽车行业的新车型不断推出, 使得内外饰零部件产品生命周期缩短, 公司不断加强研发, 每年都有新品推出。另外, 公司目前稳步推进国际并购, 并获取国外先进技术利用海外现有的销售渠道和客户资源, 完成全球化布局, 以提高在汽车零部件行业的整体竞争力。

■ 给予公司股票“买入”投资评级

预计公司 2011 年~2013 年每股收益为 0.62 元、0.82 元和 1.03 元。考虑到公司的产品处于增长较快的细分领域, 给予公司 2012 年 10~15 倍 PE, 对应公司股票的合理股价区间为 8.2-12.3 元, 估值区间中值为 10.3 元, 给予“买入”投资评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3333.11	3666.42	4949.67	6434.57
收入同比(%)	18.46%	10.05%	34.98%	29.88%
归属母公司净利润	420.26	349.76	465.58	583.43
净利润同比(%)	17.47%	-16.78%	33.11%	25.31%
毛利率(%)	22.87%	21.70%	21.60%	21.50%
ROE(%)	17.72%	13.06%	14.93%	16.28%
每股收益(元)	0.74	0.62	0.82	1.03

评级:

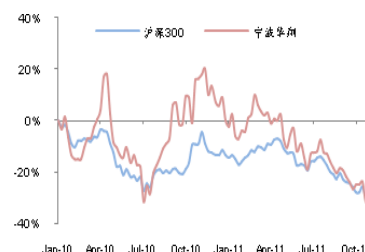
买入

上次评级:

当前价格:

7.05 元

公司股价走势图



报告撰写人: 马春霞





正文目录

一、	配套优势主机厂的饰件先锋	4
1、	公司主要业务和产品	4
2、	公司收入及产品毛利状况	5
3、	发展战略：力争成为优秀的国际化汽车零部件公司	6
二、	扩大布局和产品优化提升竞争力	6
1、	积极推进生产基地布局，长春基地将成业绩贡献最大来源	6
2、	桃木内饰将成核心产品	10
3、	配套车型持续热销带来超越行业业绩增幅	11
4、	新领域不断拓展，奠定增长基础	12
5、	国际并购重组稳步推进	13
6、	公司竞争优势不断加强	14
三、	公司财务分析	16
1、	盈利能力分析	16
2、	偿债能力分析	18
3、	资产周转能力	19
4、	期间费用率分析	20
四、	盈利预测与估值	21
1、	盈利预测	21
2、	相对估值	21
五、	股票投资风险	22
附 1:	公司股权结构和股东背景	23
附 2:	公司主要产品	23





图目录

图 1: 公司部分产品及使用位置示意图	4
图 2: 公司主要客户	4
图 3: 公司主营收入构成情况	5
图 4: 公司各产品毛利率状况	5
图 5: 公司主要控股和参股公司	5
图 6: 公司在中国大陆地区工厂分布	7
图 7: 长春华翔 2010 年产品销售收入市场份额	9
图 8: 长春华翔目前产品结构	9
图 9: 长春华翔销售额(亿元)	9
图 10: 长春华翔未来五年产品销售额预测(亿元)	9
图 11: 全球木制内饰件市场份额	11
图 12: 公司盈利能力变化趋势	16
图 13: 公司偿债能力变化趋势	18
图 14: 公司资产周转能力	19
图 15: 公司期间费用率变化趋势	20
图 16: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	23
图 17: 公司真木饰件产品	23
图 18: 公司中央通道产品	23
图 19: 公司门板系列产品	24
图 20: 公司金属件产品	24

表目录

表 1: 公司新建工厂拟配套车企	7
表 2: 公司 2010 年及 2011 年上半年主要利润贡献来源	8
表 3: 公司研发投入情况(单位: 元)	12
表 4: 可比公司盈利能力对比(%)	17
表 5: 可比公司偿债能力对比(%)	18
表 6: 可比公司资产周转能力对比(%)	19
表 7: 可比公司三项费用率(%)	20
表 8: 饰件类上市公司估值情况	21



一、 配套优势主机厂的饰件先锋

1、 公司主要业务和产品

公司及控股子公司主要从事汽车内外饰件的开发、生产和销售，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，主要应用于发动机附件系统、底盘系统、电器及空调系统、内外饰件系统等。

图 1： 公司部分产品及使用位置示意图



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 2： 公司主要客户



资料来源：公司资料、浙商证券研究所



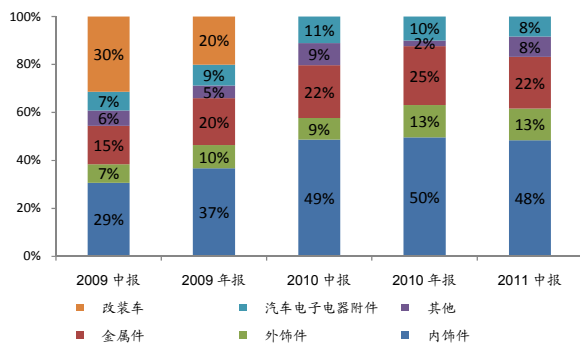
公司最大客户是上海大众和一汽大众，2010 年合计其年销售额超过 60%，同时还为上海通用、天津一汽丰田、上海汽车、一汽轿车、江铃、奇瑞、东风日产、沈阳华晨、江淮汽车、昌河铃木等国内汽车制造商提供零部件配套。

公司产品主要配套车型包括“帕萨特新领驭”、“途观”、“朗逸”、“奥迪 Q5”、“奥迪 A6”、“速腾”、“高尔夫 A6”、“斯柯达”、“新君威”、“荣威”、“皇冠”、“锐志”、“卡罗拉”、“天籁”、“马自达”、“桑塔纳”、“捷达”、“奔腾”等。

公司自 2009 年退出军用改装车业务后，主业更加明确和集中，利润率稳定性增强，目前已在行业中成为定位清晰、初具规模的汽车零部件企业。公司主要客户上海大众、一汽大众发展前景向好，公司发展环境稳定。此外，公司积极寻找新能源产业及国际并购的发展机会，为后期业务拓展做好准备。

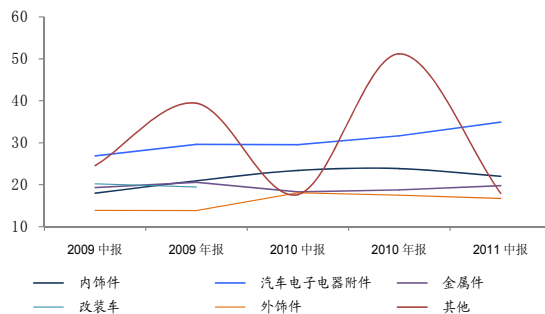
2、公司收入及产品毛利状况

图 3：公司主营收入构成情况



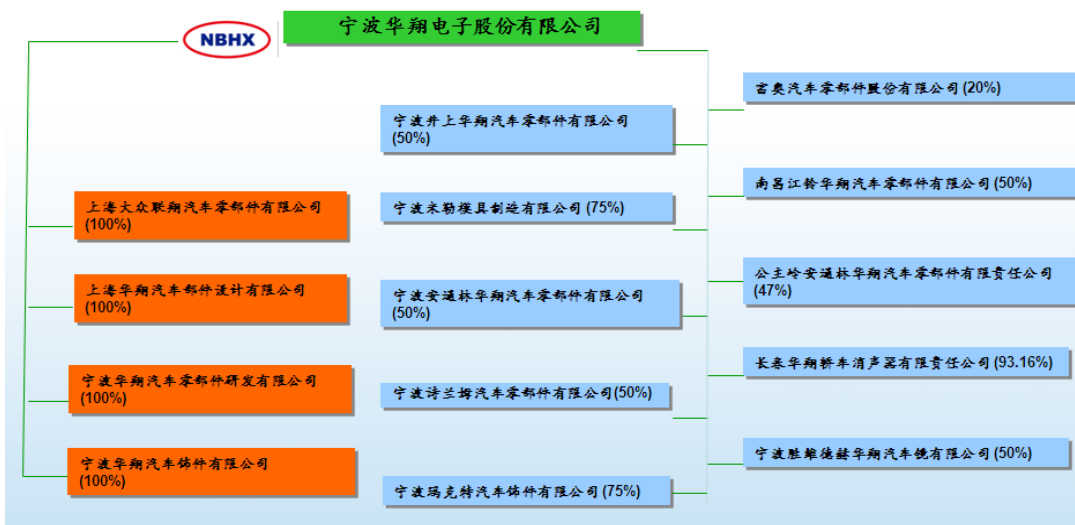
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：公司各产品毛利率状况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：公司主要控股和参股公司



资料来源：公司资料、浙商证券研究所





3、发展战略：力争成为优秀的国际化汽车零部件公司

成为世界主要汽车厂的重要合作伙伴；

是汽车零部件总成模块化的供应商；

形成领先于行业的研发设计和制造能力；

合理国际化布局、成为有竞争力的跨国企业。

二、 扩大布局和产品优化提升竞争力

近年来，我国 GDP 总量与人均 GDP 始终保持高速、稳定增长，并将在未来维持快速增长态势，这为汽车产业的发展创造了有利的外部环境。国内汽车产销量将持续稳定增长。

整车行业的发展拉动了零部件行业的快速增长，零部件产品向总成化、模块化发展趋势明显，汽车电子等新技术、新材料在行业的运用更加广范，零部件行业与整车厂的关系日益密切。国内零部件行业由于起步较晚，发展相对滞后，虽然部分关键零部件有所突破，具备一定的国际市场竞争能力，但核心零部件如底盘、驱动等都为国外企业垄断。非核心零部件本土生产企业，家数众多，竞争日益加剧，对企业的服务意识、成本意识等构成挑战。

1、积极推进生产基地布局，长春基地将成业绩贡献最大来源

随着近年汽车整车企业新建扩产计划的执行，上海大众、一汽大众、一汽丰田、福建戴姆勒和东风日产等主流车企在全国战略型大举布点，公司的跟随配套策略围绕整车企业进行工厂布局。

2011 年上半年，公司在现有生产基地的基础上，已初步在东北、成都建立了两大生产基地，目前公司的工厂主要分布在宁波、上海和长春和成都四个城市，目前长春是占地面积规模最大的。未来将继续做好广州、福州、武汉和南京等生产基地建设工作，完成公司的全国性布局。





图 6: 公司在中国大陆地区工厂分布

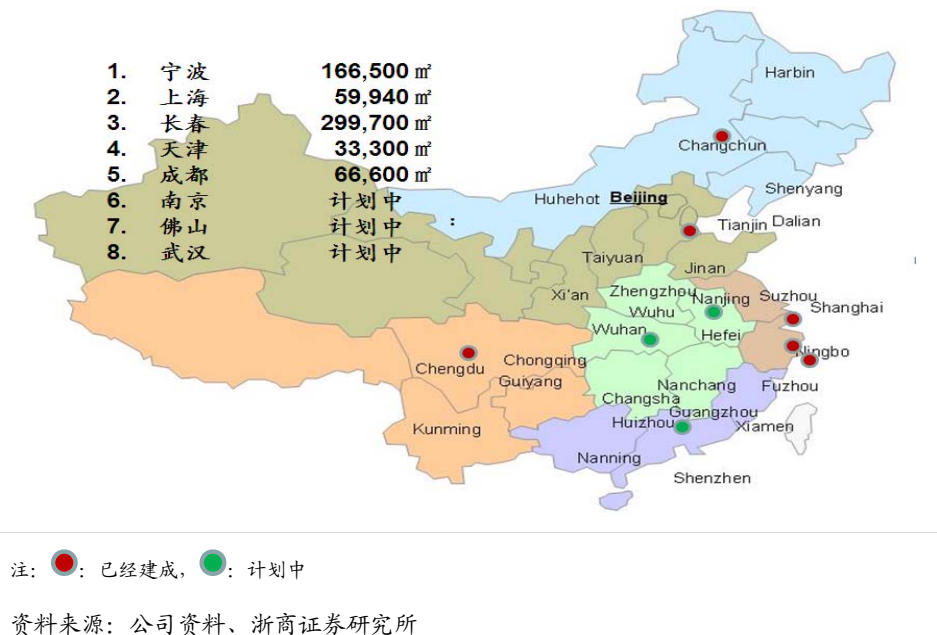


表 1: 公司新建工厂拟配套车企

新建工厂	产品	配套的整车企业	量产时间
东北新工厂	内饰件总成、轿车仪表盘支架和前后保险杠支架	一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、华晨汽车、哈飞汽车	2011年6月
成都新工厂	内饰件总成、发动机排气系统	一汽大众、一汽丰田	2011年下半年
南京新工厂	内饰件总成	上海大众南京分公司	筹建中
武汉新工厂	内饰件总成、发动机排气系统	神龙汽车、东风日产	筹建中
福州新工厂	内饰件总成	福建戴姆勒	筹建中
佛山新工厂	内饰件总成	一汽大众	筹建中

资料来源: 公司资料, 浙商证券研究所

目前公司成都厂区主要产品是一汽大众公司轿车车身、底盘冲压焊接件。成都厂区的 1 号、4 号厂房已经投入使用, 已经在供货, 另外的 2 号和 3 号厂房正在建设; 成都的两个厂房的产能利用率已经很高, 预计收入的贡献主要从 2012 年开始。

公司的跟随配套策略围绕整车企业进行工厂布局, 一方面可以更好的与主流厂商合作研发、设计、协调生产, 并且能提供良好的售后服务; 另一方面可以降低产品配套的物流成本和人工成本。

我们认为公司通过围绕主流车厂的战略布局产能, 同时经历多年来一直与在上海大众、一汽大众建立了良好的合作关系, 在大众合资的配套体系中一直处于较高的水平。凭借配套大众的良好口碑, 预计公司未来几年将在上海通用、一汽丰田、福建戴姆勒和东风日产等相关领域的配套份额有望大幅提高。





表 2: 公司 2010 年及 2011 年上半年主要利润贡献来源

被参控公司	参股比例(%)	归属母公司净利润占比 (%)		被参控公司主营业务	是否并表
		2010 年度	2011 年上半年		
长春华翔轿车消声器	93.12	34.09%	47.32%	消声器及管件系统,车身焊接件总成	是
富奥汽车零部件股份公司	20→17.86 注	37.25%	15.88%	制造业	
宁波井上华翔汽车零部件	50	4.93%	9.75%	汽车零部件,内外饰件,组合仪表等设计,制造	是
宁波玛克特汽车饰件	75	4.34%	8.44%	汽车内饰件,零配件及组合仪表的制造	是
宁波诗兰姆汽车零部件	50	2.21%	4.92%	汽车组合仪表,电器控制系统,线路保护零件等的制造	是
宁波胜维德赫华翔汽车镜	50	0.64%	2.65%	汽车镜,加油小门,车门外手柄,汽车电器及汽车组合仪表	是
南昌江铃华翔汽车零部件	50	1.33%	2.09%	制造业	
上海大众联翔汽车零部件	100	2.03%	1.37%	生产销售汽车零部件,汽车配件,汽车附件等	是
宁波安通林华翔汽车零部件	50	0.70%	0.62%	汽车车门内饰门板,车门模块系统的设计制造	是
宁波米勒模具制造	75	0.12%	0.38%	汽车零部件,汽车覆盖模,注塑模开发,制造	是
宁波华翔汽车饰件	75	0.55%	-0.41%	汽车零部件的油漆涂装及制造	是
上海华翔汽车部件设计	100	0.09%	-0.92%	汽车部件及摩托车部件,模具的设计,制造,销售	是

注: 2011 年 4 月起对富奥汽车零部件股份有限公司持股比例由 20%下降为 17.86%, 该部分长期股权投资改为成本法核算。

资料来源: WIND 资讯, 浙商证券研究所

从上表可以看出, 目前长春华翔轿车消声器厂在公司的净利润贡献中已经占据第一的位置, 2011 年 1-6 月实现营业总收入 43,568 万元, 剔除合并报表范围内交易后实现营业收入 43,411 万元, 对合并报表净利润贡献 9,030 万元(其中联营公司长春佛吉亚对合并报表净利润的贡献是 4,540 万元)。

长春华翔: 未来增长最为确定

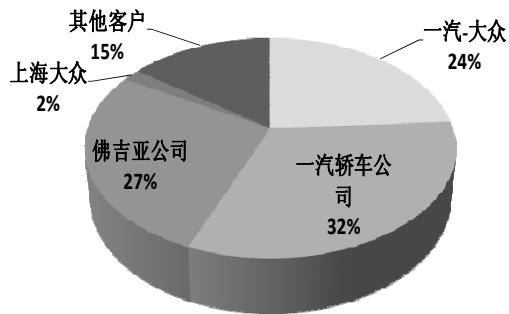
未来, 长春华翔将建设成为具有生产与设计研发能力的中高档汽车金属薄板及其焊接总成类零件基地。主要包括仪表板焊接总成; 保险杠焊接总成; 中高档汽车消声器系统部件; 模块化供货的车身、底盘总成部件, 车身结构新技术的引进和开发。

目前, 长春华翔生产奥迪、宝马、高尔夫、马自达、迈腾等 20 余个系列轿车车身冲压焊接零部件等, 月供货量 350 万件。



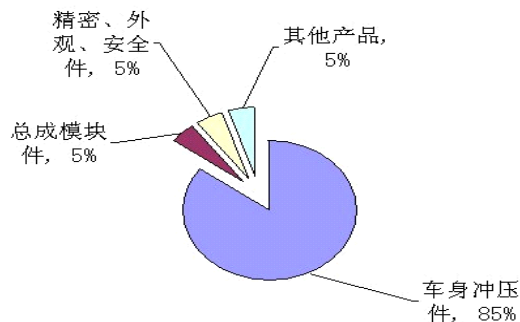


图 7: 长春华翔 2010 年产品销售收入市场份额



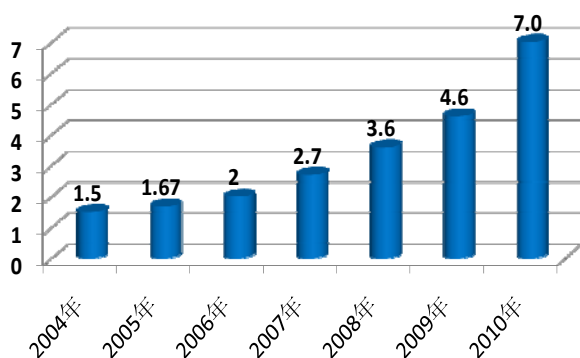
资料来源: 公司资料、浙商证券研究所

图 8: 长春华翔目前产品结构



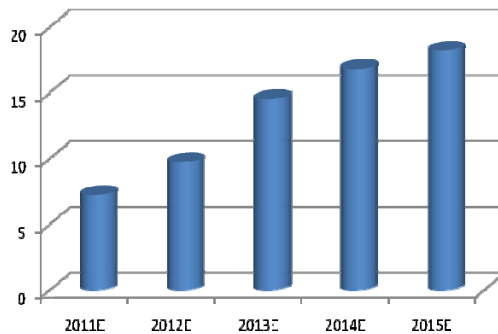
资料来源: 公司资料、浙商证券研究所

图 9: 长春华翔销售额(亿元)



资料来源: 公司资料、浙商证券研究所

图 10: 长春华翔未来五年产品销售额预测(亿元)



资料来源: 浙商证券研究所

此外, 长春华翔轿车消声器有限公司参股 49%的长春佛吉亚排气系统有限公司, 主营汽车排气系统。主要产品为一汽大众奥迪、捷达, 一汽轿车马自达等中高档轿车配套的净化器及排气系统。2010 年实现销售 17.90 亿元, 为宁波华翔实现投资收益 8,450 万元, 占当年净利润的 20%。

长春华翔目前客户仅有一汽大众和一汽轿车长春工厂。2011 年 5 月, 公司与佛吉亚签署合作协议, 扩大双方合作范围, 本次合作协议签定后, 长春佛吉亚的新增的配套范围将新增一汽集团在成都、佛山、柳州、天津的工厂, 新增一汽丰田、华晨宝马、华晨汽车、沈阳通用、哈飞汽车等整车厂; 新增华北地区除现代汽车及商用车外的整车厂拓展业务。按照销售体量来看, 本次合作范围的扩大, 长春佛吉亚的销量规模将大幅提高。也将成为公司业绩贡献的主要来源之一。





2、桃木内饰将成核心产品

豪华内饰件生产厂商的主要客户都是优质、高级和 SUV 级的汽车生产商，它们利用内饰件的设计来区分他们和其他厂商的产品。由于较高的技术壁垒，优质内饰件的市场是垄断型的，最大的几家厂商占据了市场份额的 80%。

在全球木制内饰件市场，木制或者仿木制材料是轿车内饰的主要材料之一，镶嵌在仪表板、中控板（副仪表板）、变速杆头、门扶手、方向盘等地方。根据选用的材料不同，这些内饰件又可分为两类，一类是使用真正的木制材料镶嵌加工而成的木制内饰；另一类是使用仿木制材料镶嵌加工而成的仿木制内饰。

目前豪华车型几乎全部装配木质内饰件，高档车接近一半选装木质内饰。高中档轿车配置木制内饰以显示豪华气派，中低档轿车配置仿木制内饰以提高其档次。

从地理角度而言，木制内饰件市场的动态和重要性在不同的地区各不相同。欧洲整车厂是豪华木制内饰件最重要的客户，从而使欧洲成为优质内饰件的最大市场（大约占整个市场的 75%）。但是这种趋势正在逐渐发生改变。在美国的欧洲汽车品牌需求增加以及客户对待个性化内饰设计理念的态度增加了美国对于豪华内饰件的需求。在亚洲，德国的高档车享有盛誉，因此对于“德国制造”的优质产品的需求也在增加。

国内市场方面，国产豪华轿车全部装配木制内饰件，高档轿车根据客户要求选配木制内饰件，目前市场上将近一半的高档车选配木制内饰件。据测算到 2015 年配置胡桃木饰件的豪华、高档轿车将大幅增长，为胡桃木饰件产品提供了很大的市场需求。

全球木制内饰件市场 2008 年的销售额大约为 7.8 亿美元。2009 年由于经济危机导致销售额显著降低，市场销量在 2010 年反弹。

2011 年上半年国内市场木质内饰需求量为 25 万套，木质内饰件销售额达 3.75 亿元。预计，2012 年国内桃木内饰件的市场销售额在 9 亿元以上，预计今后几年将保持 20%以上的增长。2014 年市场需求将达 10 亿元以上。

胡桃木饰件虽然属于高档汽车内饰件、且有一定的技术含量，但从制造工艺上属于劳动密集型产品。国内企业成本优势非常明显，有利于与国际竞争对手争夺国内外市场。

2011 年 9 月底，公司将原非公开发行募投项目——轿车坐垫、座枕项目调整为

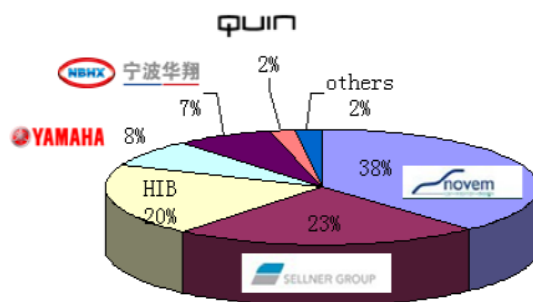




年产 15 万套汽车高端复合内饰件(胡桃木)增资技改项目。项目投资 1.5 亿元,项目主要定位宝马、大众等高端客户,预计项目达产后可新增销售收入 2.3 亿元,净利润 5737 万元。根据公司的发展战略,该产品将是重点扶持的核心产品之一。

另外,假如公司如期完成对 Sellner GmbH、IPG Industrieplast GmbH、美国 Sellner Corporation、捷克 Wech CHEB, spol.sr.o.的资产和业务,公司将在全球木制内饰件市场份额中排名第二,这也是公司完成全球化战略布局中的重要一步。

图 11: 全球木制内饰件市场份额



资料来源: 公司资料、浙商证券研究所

德国 Sellner 集团是高档轿车内饰件和功能件方面的行业领先者,是全球第二大天然桃木高档轿车内饰件供应商,拥有 20%的全球市场份额,与欧洲和北美知名整车厂宝马、戴姆勒、奥迪等都建立了长期供货关系。

通过收购德国 Sellner Holding 公司,进一步确立公司的核心产品,同时获得宝马、通用等重要客户。通过收购,公司获得了木制内饰件生产制造方面核心技术,完成在全球主要市场的生产布局,从而改变了这个细分行业的竞争局面,使公司在这个领域拥有更多的话语权,向成为优秀的国际化汽车零部件企业的目标迈出坚实的一步。

3、配套车型持续热销带来超越行业业绩增幅

公司 80%的营业收入来自于上海大众和一汽大众等产品主要为合资品牌的中高端车型配套。受小排量轿车购置税优惠缩水和汽车消费升级的共同作用,2011 年 1 季度 1.6L 及以下小排量轿车的同比增速由 71%下降至 11%,而公司主要配套的中高端车型则持续热销,其中 1 季度高尔夫销量同比增长 28.2%,宝来同比增长 77.2%,





新君越同比增长 23.5%。未来南北大众将解决高尔夫、途观和奥迪 Q5 等畅销车型的产能瓶颈，并迎来帕萨特领驭、波罗、迈腾和奥迪 A6 等主力车型的换代车型。而这些热销车型的放量和换代将为公司未来 3 年的营业收入带来增长。

4、新领域不断拓展，奠定增长基础

2010 年，公司开发新产品 1,524 个，比 2009 年增长 21%，承接了宝马和奔驰的开发项目，首次参与了上海大众一新车型的仪表板和中央通道的结构设计，表明公司的开发水准又上一个新台阶。与上海大众签署的“途观”门板、格栅、轮眉等产品已投入了批量供货；一汽大众“奥迪 Q5”后视镜、中央通道、后行李箱盖板及高尔夫后行李箱盖板，也投入了批量供货；上汽 S161 及尼桑后视镜也投入批量供货；福建戴姆勒的 NCV2 饰柱等产品也投入了批量供货。2010 年接到的新产品开发订单：上海大众 MODEL-Z 门板、后视镜，上海大众新朗逸仪表板、饰柱、落水槽；一汽大众奥迪 C7 三角窗、金属件，捷达 NF 三角窗、金属件、副仪表板、中央通道、风道、衣帽架总成及顶棚；福建戴姆勒 NCV3 饰柱，上述产品的开发工作正在按照客户的进度要求有条不紊地进行。

另外，国内汽车行业的新车型的不断推出，使得零部件产品生命周期缩短，促进了新产品开发步伐的加快，为了适应这种发展趋势，公司不断加强在新产品开发上的投入。

表 3：公司研发投入情况（单位：元）

年份	研发支出	营业收入	占营业收入的比重
2010 年	82,302,336.86	3,333,110,387.32	2.47%
2009 年	47,260,934.17	2,813,599,528.03	1.68%
2008 年	20,662,744.09	2,683,072,661.73	0.77%

资料来源：公司资料、浙商证券研究所

2011 年下半年，公司研发中心竣工并投入运营，在硬件达标的前提下，重点提升研发的软实力。依照企业五年规划的要求，公司将依托研发中心，通过与国外企业的技术交流，努力提高自主研发能力，拥有自己的核心技术，切实提高企业的竞争力。

公司力求在未来 3 年将产品结构调整内饰件（35%）、外饰件（20%）、汽车电子电器及 DP 模块（13%）、座椅系统（12%）和金属冲压件（18%）。由此看来，我们认为这一发展策略符合汽车零部件供应商专业化、模块化的趋势，并将使产品升级





从而提高公司的盈利能力。

5、国际并购重组稳步推进

目前，全球汽车制造业正逐步从发达国家向发展中国家转移。与整车制造行业一样，目前主要的汽车零部件制造企业大多分布在美国、欧洲、日本等发达国家，这些大型跨国零部件企业都拥有较高的市场占有率，掌握大量核心技术，每年的销售额高达数百亿美元。在中国、印度、俄罗斯、巴西等汽车新兴经济体，零部件制造业伴随着整车制造企业高速发展，但很少有综合实力强大的本土零部件企业。我国零部件企业数量众多，但整个零部件市场的成熟度并不高、行业集中度较低，企业兼并重组是我国零部件行业发展的方向。

国际化战略是公司既定的重要战略，公司一直在根据行业形势的变化和自身的需求，主动、适时推进该项工作。

国际并购也是公司发展战略的需要。公司于 2010 年制订了未来 5 年的发展规划，准备在从 2011 年开始的 5 年内，实现销售规模、净利润快速增长，跻身国内汽车饰件行业前三名（盈利），在亚洲、美洲、欧洲完成全球化的战略布局，成为国际化专业汽车零部件公司。跨国并购对公司来说是实现这一目标的最佳途径，通过国际并购获取国外先进技术，提高企业研发水平和管理能力，利用海外现有的销售渠道和客户资源，完成全球化布局，以提高在汽车零部件行业的整体竞争力。

公司已在德国成立全资子公司，搭建了欧洲收购兼并平台，提高收购兼并的反应速度，简化相关审批、税收、法律等环节。公司 2011 年三季度报账面现金近 11 亿元，资产负债率为 26.6%，我们以公司 50%的资产负债率测算，公司可动用于投资的现金至少在 20 亿元。公司已经意识到全球化是汽车内外饰供应商的必由之路，除了与国际巨头加强合作，更需要收购兼并海外中小企业获取品牌、技术和客户。





6、公司竞争优势不断加强

公司在经营业绩取得快速增长的同时，也为公司今后的长期可持续发展奠定了坚实的基础，主要表现为以下几个方面。

一是，产品的配套能力方面，公司从单个零部件供货，实现了向总成和模块化供货，为客户提供门内护板总成、仪表板总成、中央通道总成、桃木饰件总成等，大幅提高了为单个车型的配套价值量，进一步增进了与客户的依存关系。

二是，在产品同步研发方面，经过公司前几年不懈的投入，公司的产品设计、研发和工艺能力全面提升，初步形成了与主机厂同步研发的能力，现公司参与上海大众、上海通用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市场竞争力，以及与主机厂的更稳定、更深入的合作关系。

三是，在产品系列方面，公司目前主要生产轿车门内护板、中央通道、仪表板及汽车各种油壶、减震器附属类零件、空调系统零件、汽车线束保护类零件、汽车管路系统产品六大类、千余个规格，覆盖面积达轿车内饰零部件非金属类产品中的 90%。是国内最大的具备了门内护板、中央通道、仪表板等子系统总成产品生产能力的橡塑类汽车零部件供应商。公司产品系列极为丰富，降低公司产品单一的风险，提升了公司在整车配套中的竞争力。

四是，公司的客户结构日趋完善，降低了公司的经营风险。

公司以技术和品质为保障已取得上海大众、上海汽车、上海通用、天津一汽丰田、一汽大众、一汽轿车、江铃、奇瑞、东风日产、沈阳华晨、江淮汽车、昌河铃木等国内主要汽车制造商的认证。为奥迪 A6、奥迪 A4、奥迪 Q5、新君越、新领驭、荣威、皇冠、锐志、天籁等车型提供配套产品。公司十分注重与客户的长期战略合作关系，积极配合客户进行项目研发或产品设计，努力成为其供应链中重要一环，从而提升客户忠诚度。多次获得中国质量过硬知名品牌称号、优秀质量奖、优秀成本控制供应商、优秀国产化奖、A 级供应商证书、卓越开发表现奖、卓越质量表现奖、年度优秀供应商等奖项。

五是，成本优势。

与国外企业相比，国内零部件生产企业在劳动力密集、材料密集产品上具有较强





的竞争力。目前，公司生产的主要为劳动力密集型产品，比如内饰件、汽车线束等产品。与国外汽车零部件企业生产的产品相比，公司产品具有成本优势。与国内大型零部件厂商相比，公司尽管在总体规模上还有一定的提升空间，但在其产品所属的特定细分市场上却拥有相当的市场份额，并且仍在不断增加之中。而且，在规模并不占优的情况下，公司的主营业务综合毛利率、净资产收益率等盈利能力指标均位居同行业上市公司前列。

公司参股富奥汽车零部件股份有限公司，富奥公司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，预计公司的该项投资将在未来给公司带来持续的投资收益。

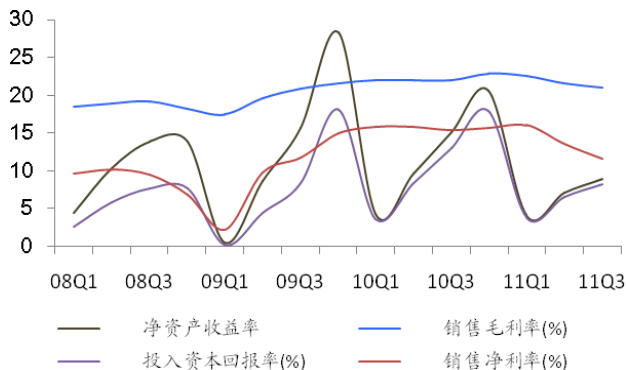




三、 公司财务分析

1、盈利能力分析

图 12: 公司盈利能力变化趋势



资料来源: wind、浙商证券研究所

近几年, 公司主营业务综合毛利率总体保持相对稳定, 主要源于。

(1) 新产品投放

从产品生命周期角度分析, 新产品享有较高的毛利水平。公司近年来新产品占主营业务的比例均超过 30%。公司陆续推出胡桃木产品、多功能门内护板, 照明后视镜等新产品, 这些新产品的推出提升了公司的整体盈利水平。

公司利用新产品开发和营销手段的改进, 不断拓展新的客户, 使公司销售规模进一步提升。以前, 公司客户体系以上海大众为主; 目前公司已成功开发了上海通用、一汽大众、一汽丰田、沈阳华晨等主要客户; 同时对长安福特、东风雪铁龙等国内重要的主机生产厂家建立了合作关系。

同时, 由于国产材料在生产工艺和生产水平上的提高, 部分原材料的质量水平已达到整车厂的要求, 公司在国产原材料采购上增加了份额。与国际材料相比, 同等质量的国产原材料由于关税等原因在价格上占据优势。

公司主要供应商包括普利特、Leonhard Kurz GmbH、上海国利汽车真皮饰件有限公司、长春佛吉亚排气系统有限公司、福耀集团(上海)汽车玻璃有限公司、天津宝钢北方贸易有限公司长春分公司等。

产销和采购规模提升, 以及在材料采购上采用集中定货的策略, 增加了公司价格





谈判的能力，从而在一定程度上降低了公司采购成本。

(2) 整车降价对不同零部件的降价幅度影响不一：整车降价对总成件如发动机、变速箱等的影响较大，而公司主要产品属于异型件，降价空间和压力均相对小于总成件。

(3) 零部件企业对降价有一定消化能力。一方面，由销售商主导的降价，对零部件企业一般不构成降价压力；另一方面，整车厂主导的降价，往往伴随着量产规模的扩大，为之配套的零部件生产企业规模经济也得以显现，单位生产成本逐步下降，因此也缓解了毛利率下降的空间和压力。

表 4：可比公司盈利能力对比（%）

证券代码	证券简称	毛利率	净利率	加权 ROE	ROIC
002048.SZ	宁波华翔	21.00	11.69	8.43	8.23
000700.SZ	模塑科技	23.87	5.90	8.00	2.10
002602.SZ	世纪华通	30.14	16.43	17.68	10.81
300100.SZ	双林股份	28.47	14.10	11.20	10.06
600081.SH	东风科技	16.18	7.63	16.26	10.86
600480.SH	凌云股份	21.39	8.71	7.94	5.04
600741.SH	华域汽车	16.17	10.43	14.37	12.74
600742.SH	一汽富维	6.59	7.19	13.21	12.31
002625.SZ	龙生股份	33.60	18.94	0.00	15.21
	平均	21.9	11.2	10.8	9.7

资料来源：wind、浙商证券研究所

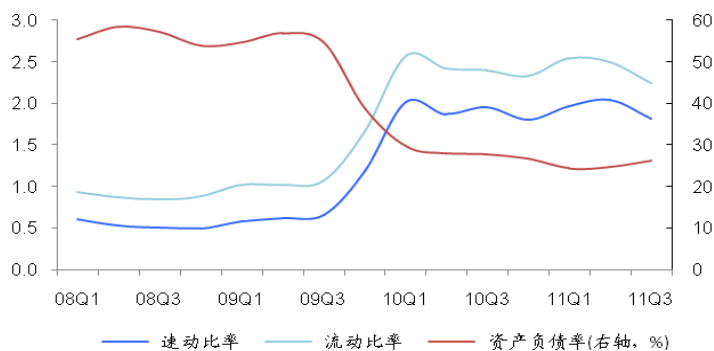
2011 年 1~9 月，公司销售净利率和毛利率处于行业同类公司的平均水平。未来，随着公司新产品不断推出及放量，公司能够保持产品平均售价和整体毛利率的稳定。





2、偿债能力分析

图 13: 公司偿债能力变化趋势



资料来源: wind、浙商证券研究所

表 5: 可比公司偿债能力对比 (%)

证券代码	证券简称	流动	速动	资产负债率
002048.SZ	宁波华翔	2.25	1.82	26.36
000700.SZ	模塑科技	0.71	0.47	72.92
002602.SZ	世纪华通	6.75	5.30	9.90
300100.SZ	双林股份	2.37	1.91	31.07
600081.SH	东风科技	1.09	0.90	59.60
600480.SH	凌云股份	2.31	1.73	45.72
600741.SH	华域汽车	1.57	1.37	46.11
600742.SH	一汽富维	1.71	1.23	28.94
002625.SZ	龙生股份	2.48	1.75	18.54
平均		2.4	1.8	37.7

资料来源: wind、浙商证券研究所

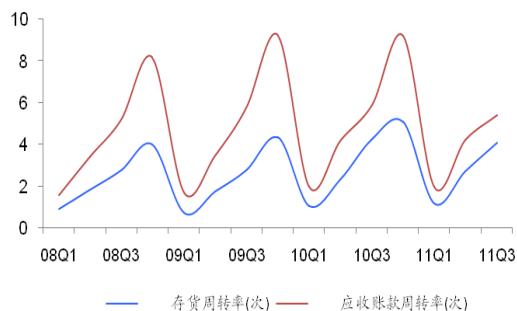
公司流动比和速动比处于行业平均水平, 资产负债率低于东风科技和华域汽车主要可比公司以及 A 股同行业上市公司的平均水平, 反映与 A 股同行业上市公司相比, 公司具有较强偿债能力, 应对不确定性风险的能力较高。





3、资产周转能力

图 14：公司资产周转能力



资料来源：wind、浙商证券研究所

表 6：可比公司资产周转能力对比（%）

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率
002048.SZ	宁波华翔	4.08	5.43
000700.SZ	模塑科技	1.97	4.65
002602.SZ	世纪华通	2.47	3.34
300100.SZ	双林股份	2.77	3.61
600081.SH	东风科技	8.54	2.99
600480.SH	凌云股份	2.50	3.64
600741.SH	华域汽车	9.45	5.19
600742.SH	一汽富维	9.75	10.74
002625.SZ	龙生股份	3.34	2.97
平均		5.0	4.7

资料来源：wind、浙商证券研究所

公司资产周转能力基本保持平稳。

存货周转率：公司存货周转情况良好，略低于可比公司中的平均水平，表明公司运营能力仍有提高空间，资金使用效率较低，处于行业中下游。

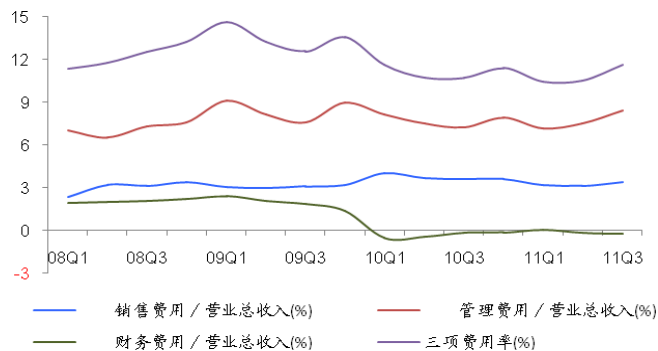
应收账款周转率：应收账款周转率略高于平均水平。公司的主要客户均为大型整车制造厂商，信誉良好，合作关系稳定，销售货款回收速度有所保证。





4、期间费用率分析

图 15: 公司期间费用率变化趋势



资料来源: wind、浙商证券研究所

表 7: 可比公司三项费用率 (%)

证券代码	证券简称	管理费用率	销售费用率	财务费用率	三项费用率
002048.SZ	宁波华翔	3.41	8.40	-0.20	11.60
000700.SZ	模塑科技	3.84	7.94	5.66	17.45
002602.SZ	世纪华通	5.77	3.61	1.25	10.63
300100.SZ	双林股份	2.93	8.93	0.65	12.50
600081.SH	东风科技	3.43	6.46	0.81	10.71
600480.SH	凌云股份	4.58	5.17	0.98	10.73
600741.SH	华域汽车	1.22	6.28	-0.11	7.39
600742.SH	一汽富维	0.61	3.20	0.13	3.95
002625.SZ	龙生股份	3.28	10.08	0.82	14.18
平均		3.2	6.7	1.1	11.0

资料来源: wind、浙商证券研究所

公司的期间费用率总体呈现下降趋势,但在可比公司中处于平均水平以上,除财务费率低于可比公司平均水平外,其余两项费用率均较高。这主要是由于公司的货币资金较多,付息债务较少。公司成本控制能力仍有提升空间。

总体而言,跟同行业其他公司相比,公司偿债能力、盈利能力较好。

近三年,公司营运水平不断提高,三项费用率不断下降,成本控制能力不断加强。但仍有提升的空间。





四、盈利预测与估值

1、盈利预测

在汽车行业增速大幅平稳增长的预期下，采取较保守的估计，暂时不考虑长春佛吉亚配套客户范围扩大和国际并购的影响，带来的盈利增加计算在公司的收入里。

公司配套客户主要是上海大众、上海通用、一汽大众等欧美系合资厂商，2011 年以来，德系车在中国的市场份额逐步上升，从汽车行业长期需求趋势来看，中国汽车行业从 2010 年开始进入二次购车时代，换车需求将逐渐成为需求主力，相应的中高级轿车和个性化如 SUV/MPV 车型将是市场增长较快的细分市场，公司将受益于此类车型的结构化增长。

考虑到公司未来三年全国布局快速提升市场份额、公司长春和成都新建产能的投放进度进入全新的产品领域提升产品附加值、国际并购引进盈利能力较强的产品，富奥上市后盈利水平进入快速上升通道，预计未来三年将是公司新一轮盈利快速增长期，复合增长率有望超过 25%。预测 2010-2011 年每股净收益分别为 0.62 元、0.82 元和 1.03 元。

2、相对估值

表 8：饰件类上市公司估值情况

证券代码	证券名称	收盘价	EPS				PE	
		2011/12/26	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
000700.SZ	模塑科技	5.420	0.11	0.30	0.40	50.48	18.07	13.43
002602.SZ	世纪华通	14.390	0.91	1.09	1.43	15.86	13.19	10.04
300100.SZ	双林股份	13.740	0.74	0.94	1.22	18.51	14.67	11.23
600081.SH	东风科技	6.640	0.52	0.55	0.64	12.71	12.04	10.35
600480.SH	凌云股份	8.320	0.70	0.71	0.86	11.95	11.77	9.63
600741.SH	华域汽车	8.980	0.97	1.18	1.37	9.23	7.62	6.53
600742.SH	一汽富维	18.420	2.70	2.40	2.95	6.83	7.67	6.24
002625.SZ	龙生股份	15.180	0.54	0.57	0.69	28.24	26.63	21.98
		平均值				19.22	13.96	11.18

资料来源：WIND、浙商证券研究所

参考饰件类上市公司 2012 年平均 PE 情况，并综合考虑到公司的产品处于增长较快的细分领域，可以给予公司 2012 年 10~15 倍 PE，对应公司股票的合理股价区间为 8.2-12.3 元，估值区间中值为 10.3 元，对应 2011-2013 年的 PE 为 17、13 倍和 10 倍，给予公司“买入”的投资评级。





五、 股票投资风险

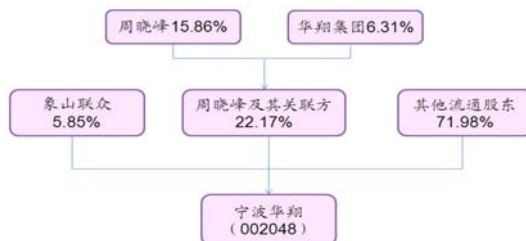
- 1) 宏观经济因素和政策调整;
- 2) 汽车销量增速严重下滑
- 3) 原材料、人工成本大幅上涨引起成本的上升;





附 1：公司股权结构和股东背景

图 16：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

附 2：公司主要产品

图 17：公司真木饰件产品



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 18：公司中央通道产品



资料来源：公司资料、浙商证券研究所





图 19: 公司门板系列产品



资料来源: 公司资料、浙商证券研究所

图 20: 公司金属件产品



资料来源: 公司资料、浙商证券研究所





资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2488.93	2918.01	3449.34	3709.02
现金	1295.53	1550.25	1440.82	1388.58
应收账款	387.84	439.99	649.17	773.64
其它应收款	19.79	53.49	36.48	73.96
预付账款	81.26	51.38	105.06	111.09
存货	564.56	719.13	957.89	1176.45
其他	139.95	103.77	259.91	185.30
非流动资产	1556.00	1647.72	2101.15	2522.86
长期投资	627.45	755.45	934.65	1149.69
固定资产	617.66	657.94	900.34	1076.15
无形资产	130.78	136.48	178.45	224.55
其他	180.11	97.85	87.70	72.47
资产总计	4044.93	4565.73	5550.49	6231.88
流动负债	1068.70	1230.24	1717.93	1784.61
短期借款	62.18	331.94	200.26	198.13
应付账款	604.95	568.90	976.61	1073.78
其他	401.58	329.40	541.06	512.71
非流动负债	10.14	28.34	31.13	23.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.14	28.34	31.13	23.20
负债合计	1078.85	1258.58	1749.06	1807.81
少数股东权益	323.03	405.08	507.23	644.20
归属母公司股东权益	2643.05	2902.07	3294.20	3779.86
负债和股东权益	4044.93	4565.73	5550.49	6231.88

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	469.58	132.01	479.40	413.71
净利润	525.64	431.81	567.73	720.41
折旧摊销	131.79	129.32	144.41	195.45
财务费用	-4.39	-36.51	-34.39	-35.80
投资损失	-237.77	-130.12	-179.20	-215.04
营运资金变动	101.23	-282.57	-21.39	-243.10
其它	-46.92	20.08	2.25	-8.19
投资活动现金流	-216.50	-91.98	-418.26	-402.02
资本支出	100.34	-52.95	271.01	214.38
长期投资	-266.12	-128.00	-179.20	-215.04
其他	-382.29	-272.94	-326.44	-402.68
筹资活动现金流	559.76	214.70	-170.58	-63.93
短期借款	-144.48	269.76	-131.68	-2.13
长期借款	-100.00	0.00	0.00	0.00
其他	804.25	-55.06	-38.90	-61.80
现金净增加额	812.84	254.72	-109.43	-52.24

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3333.11	3666.42	4949.67	6434.57
营业成本	2570.82	2870.81	3885.49	5051.14
营业税金及附加	8.38	7.33	9.90	12.87
营业费用	120.41	124.66	168.29	218.78
管理费用	264.21	304.31	405.87	521.20
财务费用	-4.39	-36.51	-34.39	-35.80
资产减值损失	34.51	36.66	49.50	64.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	237.77	130.12	179.20	215.04
营业利润	576.94	489.27	644.21	817.09
营业外收入	11.37	10.42	11.53	11.11
营业外支出	9.05	9.00	10.60	9.55
利润总额	579.26	490.69	645.15	818.64
所得税	53.62	58.88	77.42	98.24
净利润	525.64	431.81	567.73	720.41
少数股东损益	105.37	82.05	102.15	136.97
归属母公司净利润	420.26	349.76	465.58	583.43
EBITDA	669.78	583.14	754.67	977.64
EPS (摊薄)	0.74	0.62	0.82	1.03

主要财务比率

成长能力

营业收入增长率	18.46%	10.05%	34.98%	29.88%
营业利润增长率	10.42%	-15.20%	31.67%	26.83%
归属于母公司净利润增长率	17.47%	-16.78%	33.11%	25.31%

获利能力

毛利率	22.87%	21.70%	21.60%	21.50%
净利率	15.77%	11.78%	11.47%	11.20%
ROE	17.72%	13.06%	14.93%	16.28%
ROIC	17.99%	12.32%	15.33%	17.27%

偿债能力

资产负债率	26.67%	27.57%	31.51%	29.01%
净负债比率	2.10%	10.04%	5.27%	4.48%
流动比率	2.33	2.37	2.01	2.08
速动比率	1.80	1.79	1.45	1.42

营运能力

总资产周转率	0.98	0.85	0.98	1.09
应收账款周转率	9.19	8.86	9.09	9.04
应付账款周转率	4.86	4.89	5.03	4.93

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.74	0.62	0.82	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.23	0.85	0.73
每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.83	6.70	7.80





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

