

2010-09-16

汽车零部件与设备

华域汽车 600741.SH

# 业绩与研发实力齐增，新能源汽车零部件业务稳步推进

- ◇ 公司技术研发实力提升
- ◇ 新能源汽车零部件业务稳步推进

## ◆ 发展仍存巨大空间，“中性化、零级化、国际化”拓展新客户

在中国已成为全球最大的汽车生产与消费国的背景下，公司规模与国际汽车零部件巨头相比仍存巨大发展空间。公司进一步做大规模的发展战略是在巩固上汽集团内部三大整车企业内配套份额的基础上，产品向下延伸服务国内自主品牌，向上延伸出口配套欧美市场，垂直整合为核心客户实现系统供货。我们预计，公司按照26家子公司汇总的销售收入将从2009年的495亿元上升至2010年的700亿元(合并报表408亿元，合营、联营公司292亿元)，而这一数字在2015年之前保守估计都将超过1000亿元。

## ◆ 技术研发实力提升短期提升竞争力，远期可带来跨越式发展

公司旗下合资企业基本上均处于国内细分行业前三，在上汽集团整车企业本土化开发的带动下，合资企业按照按图加工→应用开发→二次创新(→自主创新)的技术成长路径，已基本具备二次创新能力。技术研发实力的提升不仅可以提高合资企业的反应速度和新产品的开发进度，还将间接提升华域汽车的盈利能力。未来合资企业如果能够掌握核心技术，将有可能改变公司目前主要依赖合资企业的局面，为公司带来跨越式发展的机会。

## ◆ 新能源汽车零部件业务低风险、稳定收益：

公司的新能源汽车零部件业务主要是电动转向、电动空调和驱动电机三块业务，其中电动转向已实现大批量生产，电动空调已完成实用性系统鉴定，而驱动电机需要寻找技术合作伙伴。由于电动转向和电动空调是公司现有产品的电气化升级，新旧产品之间可以共享大部分零部件产能，因此公司无须在前期为上述两项产品做大量的固定资产投资，规避了新能源汽车市场规模不确定性的市场风险，而一旦新能源汽车市场上量，公司又可获得稳定收益。

## ◆ 给予“买入”评级，目标价位 14.35 元

我们对2010-2012年EPS的预测为0.98, 1.09和1.25元，三年盈利复合增速28.2%。结合绝对估值和可比公司估值，给予“买入”评级，目标价14.35元。

### 业绩预测和估值指标

| 指标                 | 2008     | 2009      | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------------|----------|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)          | 5,425    | 24,668    | 39,274 | 45,234 | 51,657 |
| 营业收入增长率            | -1.88%   | 354.67%   | 59.21% | 15.17% | 14.20% |
| 净利润(百万元)           | -36      | 1,531     | 2,533  | 2,814  | 3,224  |
| 净利润增长率             | -114.23% | -4332.56% | 65.49% | 11.08% | 14.57% |
| EPS(元)             | -0.01    | 0.59      | 0.98   | 1.09   | 1.25   |
| ROE(归属母公司)<br>(摊薄) | -1.29%   | 12.34%    | 17.81% | 17.84% | 18.34% |
| P/E                | -861     | 20        | 12     | 11     | 10     |
| P/B                | 11       | 3         | 2      | 2      | 2      |

首次

买入

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 11.90 元 |
| 目标价格 | 14.35 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

### 分析师：

于特(执业证书编号：S0930210060004)

021-22169158

[yute@ebcn.com](mailto:yute@ebcn.com)

### 联系人：

奉玮

021-22169320

[fengw@ebcn.com](mailto:fengw@ebcn.com)

### 市场数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本(百万股)      | 2,583         |
| 总市值(百万元)      | 31,128        |
| 流通比例(%)       | 57.01%        |
| 12个月最高/最低(元)  | 12.70/7.41    |
| 近3月日均成交量(百万股) | 17.43         |
| 主要股东          | 上海汽车工业(集团)总公司 |

### 股价表现(12个月)



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 19.87 | 40.24 | 49.68 |
| 绝对收益 | 23.61 | 47.61 | 41.17 |

### 相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 竞争力增强，客户群扩大

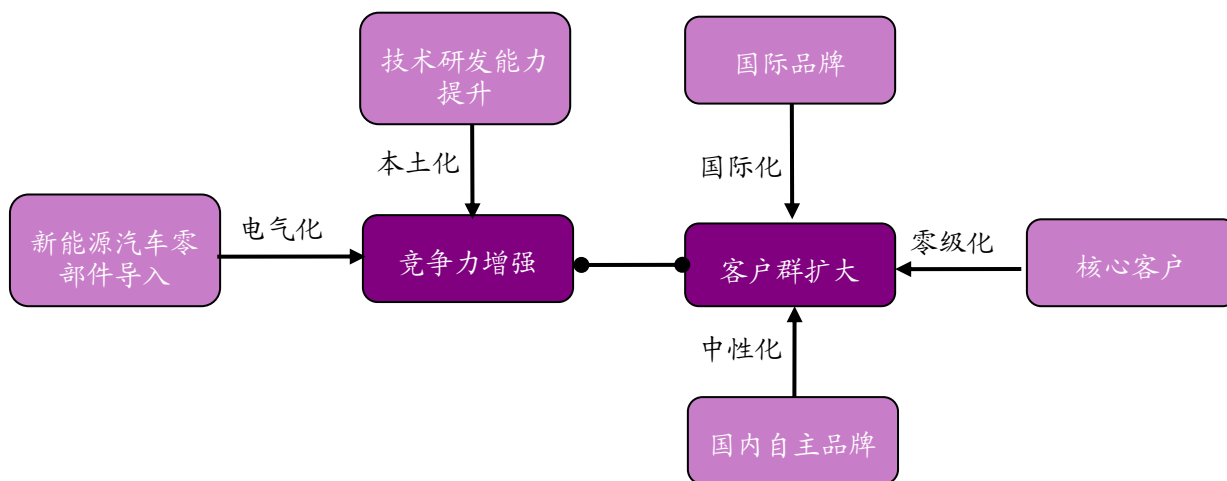
我们认为投资华域汽车的逻辑在于：技术研发实力的提升和新能源产品的开发将增强公司的产品竞争力，“中性化、零级化、国际化”的发展战略将扩大公司的客户群。

公司 26 家子公司中有 17 家都是与细分行业的国际龙头企业成立的合资公司，各合资子公司在国内市场基本上都位列细分市场前三名。但由于合资子公司以前主要是直接导入外方股东的成熟产品，在反应速度和成本结构两方面均逊于国内竞争对手。随着各合资子公司技术中心的建立，技术研发实力的提升将有助于提高合资公司的反应速度和盈利能力。

公司在 2009 年的董事会工作报告中就提出“要抓好驱动电机、电动空调、全车热管理系统、电动转向系统的研发工作，加快新能源零部件产业链建设”。公司在空调、热管理系统和转向系统方面有很好的技术储备，又有外方股东的技术支持，因此此三项产品的研发工作进展顺利。此外，由于此三项产品仅是在公司现有产品与新产品之间切换，新旧产品之间可以共享大部分零部件产能，无须进行大量固定资产投资，相关业务不会因为新能源汽车市场爆发时点的推迟而造成产能闲置。

“中性化、零级化、国际化”是公司建立之初就提出的发展战略，也是国际同行普遍采用的战略。今年以来公司的一系列行动表明该战略执行得力，未来 1~2 年有望收获成果。

图表 1 华域汽车的投资逻辑：竞争力增强+客户群扩大



资料来源：光大证券研究所

## 对比国际巨头，发展仍存巨大空间

汽车零部件行业是一个规模效应明显的行业。虽然公司已是国内市值最大的汽车零部件上市公司，但与国际同行相比，公司规模仍存很大差距。

以美国汽车新闻 2009 年 7 月统计的全球汽车零部件百强数据作为参照系，华域汽车 2009 年 246.7 亿元的合并报表收入大致处于第 40~50 名的位置，而按照我们 2010 年 393 亿元合并营业收入的预测，公司 2010 年的规模将与国际排名在 25~30 名的同行可比。

国际前十名的汽车零部件供应商均来自于德国、日本、北美和法国等大的汽车生产和消费市场。从 2009 年开始中国已成为全球最大的汽车生产和消费市场，国内巨大的市场为华域汽车提供了足够成长空间。

我们预计，公司按照 26 家子公司直接汇总的销售收入将从 2009 年的 495 亿元上升至 2010 年的 700 亿元（合并报表 408 亿元，合营、联营公司 292 亿元），而这一数字在 2015 年之前按照保守估计都将超过 1000 亿元。

**图表 2 2009 年全球汽车零部件百强名单节选**

评选标准为 2008 年对整车企业销售收入

| 排名                       | 公司                     | 销售额<br>(亿美元) | 折合人民币<br>(亿元) |
|--------------------------|------------------------|--------------|---------------|
| 1                        | 博世 (Robert Bosch)      | 339.0        | 2315.4        |
| 2                        | 电装 (Denso)             | 277.6        | 1896.0        |
| 3                        | 大陆 (Continental)       | 250.1        | 1708.2        |
| 4                        | 麦格纳 (Magna)            | 233.0        | 1591.4        |
| 5                        | 爱信精机 (Aisin Seiki)     | 208.0        | 1420.6        |
| 6                        | 江森自控 (Johnson Control) | 191.0        | 1304.5        |
| 7                        | 德尔福 (Delphi)           | 180.6        | 1233.5        |
| 8                        | 佛吉亚 (Faurecia)         | 176.6        | 1206.2        |
| 9                        | 采埃孚 (ZF)               | 168.9        | 1153.6        |
| 10                       | 天合 (TRW)               | 150.0        | 1024.5        |
| 15                       | 法雷奥 (Valeo)            | 103.3        | 705.5         |
| 20                       | 德纳 (Dana)              | 81.0         | 553.2         |
| 25                       | 康明斯 (Cummins)          | 69.0         | 471.3         |
| 华域汽车 2010 年合并报表营业收入 (预计) |                        |              | 392.7         |
| 30                       | 海拉 (Hella)             | 57.25        | 391.0         |
| 35                       | 天纳克 (Tenneco)          | 48.0         | 327.8         |

|                     |                 |      |       |
|---------------------|-----------------|------|-------|
| 40                  | 米其林 (Michelin)  | 42.9 | 293.0 |
| 华域汽车 2009 年合并报表营业收入 |                 |      | 246.7 |
| 50                  | 纳维斯塔 (Navistar) | 32.6 | 222.5 |
| 100                 | F-Tech Inc.     | 14.2 | 97.0  |

资料来源: Automotive News, 光大证券研究所

## “中性化、零级化、国际化”扩大客户群

公司进一步做大做强的发展战略是“中性化、零级化、国际化”，即产品向下延伸服务国内自主品牌，向上延伸出口配套欧美市场，垂直整合为核心客户实现系统供货。

### 1) 中性化打开国内市场

中性化是德尔福、伟世通等从大型汽车集团分离出来的零部件业务集团的共同选择。德尔福 1999 年 5 月从通用汽车公司分离出来，当年德尔福对通用汽车的销售额占其营业收入比重为 76.4%，该比重在 2002 年、2006 年和 2008 年下降至 65%、41.1%和 30.6%。伟世通于 2000 年从福特汽车公司分离，之后福特在 2005 年又回购了 24 家工厂，使得伟世通对福特汽车的销售额占比由 64%下降至 50%。

华域汽车 2009 年前五名客户营业收入占比 64.35%，前三名客户占比 57.29%。参照德尔福和伟世通的发展轨迹，前三名客户（我们推测应为上海大众、上海通用和上汽乘用车）占比未来将下降至 50%以下。

公司实施中性化发展战略的具体措施是开拓重点客户与树立华域汽车整体形象。公司领导从去年开始就密集拜访外部客户。今年 3 月 22 日公司与江淮汽车签署战略合作框架协议，迈出了华域汽车与国内外主要整车企业建立战略合作关系的第一步。之后在今年 5 月的北京国际汽车展览会上，公司旗下 15 家零部件企业首次以华域汽车整体形象参展亮相，展示近 120 种新型零部件产品。

### 2) 国际化拓展国际市场

国际化是海外大型汽车零部件供应商的共同特点。国际化不仅可以分散单个市场的经营风险，也能最大限度地分摊新产品的研发费用。

华域汽车最具国际竞争力的是延峰伟世通的内外饰业务、座椅业务，其次是亚普公司的油箱系统业务。

早在 1999 年延峰伟世通的座椅业务就实现出口业务收入 1630 万美元，之后在 2004 年模具首次出口。在延峰伟世通 2009 年 193.8 亿元的营业收入中，有 2.01 亿美元营业收入来自其出口业务，占比 7.1%，客户为北美市场的克莱斯勒和福特。

2010年7月21日，亚普汽车部件有限公司与加拿大ABC集团签署战略联盟协议，成为全球汽车油箱系统第三大实体。联盟的建立，可以帮助亚普公司争夺通用汽车的全球平台产品项目，实现对通用汽车亚洲工厂的出口。

### 3) 零级化做好系统总成

零级化可以帮助公司各子公司之间实现交叉销售和龙头公司的拉动销售，充分挖掘客户的采购需求。公司有7家子公司生产内外饰件产品，之间存在很强的协同合作空间，可以通过在重点客户附近共享工厂的方式实现零级化供货。

2010年5月，公司签署协议在柳州河西工业区投资1.5亿元在兴建占地105亩的生产基地，专门为上汽通用五菱中级车业务提供汽车内饰件和汽车座椅配套。预计该项目在2010年年底实现部分投产，并逐渐形成年产12万套的生产能力。

### 4) 上汽集团剩余零部件资产注入

上汽集团尚未注入华域汽车的零部件资产包括东华公司和上海金合利铝轮毂制造有限公司、上海圣德曼铸造有限公司、上海萨克斯动力总成部件系统有限公司三家合资公司。由于东华公司、上海金合利铝轮毂和上海圣德曼三家公司均已连续两年亏损，因此短期内唯一可能注入华域汽车的就只有上海萨克斯动力总成部件有限公司。

根据巴士股份于2009年3月11日发布的“重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书”，上海萨克斯动力总成部件在2009年未能注入华域汽车的原因是当时尚未与外方股东达成一致。我们认为，合资企业注入上市对外方股东并无根本性的利益冲突，而根据公司2010年半年报，公司现在账面有79.97亿元货币现金，有足够动力与外方股东进一步沟通，因此未来上海萨克斯动力总成注入上市公司将是大概率事件。

## 技术研发实力提升将带来连锁反应

按照按图加工→应用开发→二次创新（→自主创新）的技术研发能力成长路径，华域汽车大部分合资企业均已建立技术中心，具备了二次创新的能力，但离核心技术的自主创新仍有一定距离。

按图加工始于上海大众最初的零部件国产化，上汽集团零部件企业通过引进大众汽车的外方零部件供应商组建合资企业；之后合资企业在上海大众、上海通用新车型本土化开发和上汽自主品牌大发展的带动下，逐步掌握了应用开发和二次创新的能力。

技术研发实力的提升不仅可以提高合资企业的反应速度和新产品的开发进度，还可以间接提升华域汽车的盈利能力。原因是在按图加工阶段，合资企业不仅要向外方股东支付技术许可费，还需要通过外方股东进口

关键零部件；而在二次开发阶段，合资企业不仅可以减少支付给外方股东的技术许可费，还可以拥有更多的供应商选择权，从而进一步降低采购成本。这样，即使在合资企业营业收入不变的情况下，外方股东与华域汽车从合资企业取得的投资收益也将此消彼长。

长远来看，公司合资企业一旦能够掌握核心技术，将有可能改变公司目前主要依赖合资企业的局面，为公司带来跨越式发展的机会。目前公司内合资企业存在的逻辑是上汽集团提供市场、外方股东提供技术。随着国内市场和上汽自主品牌近年来的飞速发展，上汽的话语权得到提升，而合资企业技术研发能力的提升又进一步削弱了外方股东的话语权。一旦合资企业掌握核心技术，合资企业存在的基础就将发生根本性的动摇。

## 新能源汽车业务低风险、稳定收益

新能源汽车的核心是汽车动力传动系统的部分或全部电气化。对于华域汽车而言，由于动力传动系统中的发动机、变速器均属于上汽集团的核心零部件业务，因此其现有业务中与新能源汽车相关的产品主要是以发动机作为动力源的汽车系统，如转向系统和空调系统。由于新能源汽车中内燃机可能就不存在了，因此新能源汽车的转向系统和空调系统需要将原来直接从发动机取力的工作模式转变为从电池取电、再由电机驱动的工作模式。

由于电动转向和电动空调两块业务均是公司现有产品的电气化升级，新产品与现有产品之间大部分零部件可以共享现有产能，因此公司无须在前期为此两项新能源汽车零部件做大量的固定资产投资，因而降低了由新能源汽车市场规模不确定性带来的投资风险，而一旦新能源汽车真正上量，公司又可获得稳定收益。

### 1) 电动转向：由合资企业上海采埃孚转向机生产，已批量供货。

电动转向机最初的开发目的是为了<sup>1</sup>提高汽车操纵稳定性，解决纯液压助力转向机高速行驶时方向盘发飘的问题。因此与动力电池等新能源汽车业务不同，电动转向系统既可以应用于新能源汽车，也适用于现有传统内燃机汽车。

电动转向机的工作原理是通过使用一个电子控制的电动马达取代传统的液压系统。根据伺服装置（电机）安装位置的不同，电动转向机分为 4 类：1) 轴助力式：电机和减速装置装在转向传动轴上；2) 小齿轮助力式：电机和减速装置装在输入小齿轮一侧；3) 另一端小齿轮助力式：电机和减速装置装在输入小齿轮对称另一侧；4) 齿条助力式：电机和减速装置套在齿条外侧。

**图表 3 齿轮齿条式液压助力转向机**

液压助力系统通过安装在发动机上的转向泵获得动力

**图表 4 华域汽车的电动转向机产品**

右上方为轴助力式，左下方为另一端小齿轮助力式



资料来源：公司网站，光大证券研究所

资料来源：公司网站，光大证券研究所

与液压助力转向机相比，电动转向机具有明显优势：1) 高速稳定性；2) 降低整车油耗 1%~3%；3) 更好的低温工作性能；4) 环保友好；5) 安装方便；6) 路感好、回正性好。

因此，即使在传统能源的汽车上，电动转向机取代液压助力转向机也是大势所趋。2007 年我国汽车转向器市场中，机械式转向器（MS）、液压助力转向器（HPS）、电液助力转向器（EHPS）和电动助力转向器（EPS）所占比重分别为 51.5%、43%、0.5%和 5%。中国汽车工业协会的预测是到 2010 年，以上各种转向器比例将变为 37%、50%、3%和 10%，即国内的电动转向机需求量将在 170 万套左右。考虑到电动转向对液压转向的替代效应，我们认为电动转向市场未来 5 年的复合年增速将在 20%~30%。

国内市场第一款应用电动转向机的车型是昌河汽车在 2000 年推出的北斗星，之后哈飞路宝、广州本田飞度、上海大众途安、一汽丰田花冠、一汽大众开迪等车型都采用了进口的电动转向机。

从 2003 年开始国内主要的汽车转向机生产厂家开始联合国内大专院校开展电动转向机的研究工作，而外资的汽车转向机生产商也开始筹划国产化。在 2009 年国内投产的电动转向机生产线包括上海采埃孚转向机、湖北恒隆集团武汉捷隆汽车电动转向和杭州恩斯克万达电动转向，此外，豫北光洋的电动转向机生产线将于 2012 年 1 月投产。

上海采埃孚转向机于 2008 年 6 月启动其另端小齿轮式电动转向机的转手贸易业务，之后于 2009 年 11 月开始大众汽车 PQ35 平台（斯柯达明锐、大众高尔夫、速腾、途冠、途安）电动转向机的国产化，现在已实现大部分零件的国产化。

上海采埃孚转向机的产品分为轴助力式和另端小齿轮助力两类。其中轴助力式属于低成本的电动转向机，适用于 A 级及其以下的小型车；另端小齿轮助力式适用于 A 级及其以上的中大型乘用车，PQ35 平台使用的就是此类。

## 2) 电动空调：由合资企业三电贝洱研发，压缩机样品已做出

汽车空调由压缩机、冷凝器、蒸发器等部件组成，其中电动空调与现有

空调最大的区别来自于压缩机，即压缩机将由发动机通过皮带拉动转变为由电机拉动。

根据《中国汽车工业年鉴（2009）》，国内生产汽车空调压缩机的企业有8家，而华域汽车旗下上海三电贝洱及其子公司上海三电汽车空调占据的市场份额就在60%左右。根据该公司网站信息，该公司开发的电动压缩机实用性已通过系统鉴定，但尚未有批量投产计划。

**图表 5 与发动机配套的汽车空调压缩机**

压缩机左侧的皮带轮通过皮带直接从发动机取力



资料来源：公司网站，光大证券研究所

**图表 6 为电动汽车配套的电动空调压缩机**

电动空调压缩机通过电机驱动，左侧不再有皮带轮



资料来源：公司网站，光大证券研究所

### 3) 驱动电机：寻找合作伙伴，直接技术引进

虽然公司在09年的董事会工作报告中就提出了要抓好驱动电机的研发工作，但公司尚无子公司从事相关产品的生产或研发，因此我们认为公司的驱动电机业务势必要寻求技术合作伙伴，引进国内外的成熟技术

## 盈利预期

公司主要客户依然为上汽集团内的上海大众、上海通用和上汽乘用车三大整车企业，而受益于今明两年中高级轿车和SUV车型的热销，上述三家企业的销量增速将快于行业平均水平。我们认为，2010年国内乘用车市场的销量增速将在12%左右，上汽三家整车企业销量之和的增速将在15%左右，从而拉动华域汽车2010年的营业收入增速在15%左右。

在公司的三大类业务中，由于内外饰件类业务不仅本身具有很强的市场竞争力，而且该业务与汽车其它系统相对独立，有望在拓展集团外客户的过程中率先实现突破，营业收入增速也将领先其它两项业务；公司合并报表的功能性总成件类子公司中除三电贝洱以外市场竞争力一般，预计未来三年的增速将略低于公司平均增速；热加工类企业在三项业务中毛利率最低，随着塑料件和铝件缓慢侵蚀汽车中钢件和铸铁件的比重，热加工类业务的市场规模增速将低于汽车行业整体增速，我们预计公司该业务增速将低于公司平均增速约5个百分点。此外，公司未能合并报表的合资企业多具有较强的市场竞争力，公司投资收益将略快于公司营业收入增速。

在毛利率方面，规模效应可以帮助公司进一步降低采购成本、更好地分

摊费用，但公司拓展国内自主品牌的努力又将降低拉低销售价格，因此我们预计 2010-2012 年公司的毛利率将基本保持稳定。

在销售与管理费用控制方面，公司 2010 年上半年两项费用率之和为 8.6%，较 2009 年全年下降 0.4 个百分点。我们认为，随着公司开拓国内客户和国际客户，短期内营销费用和物流费用都将有所增加，因此销售费用率将未来三年将小幅上升，而管理费用将基本保持平稳。

**图表 7 华域汽车主营业务收入及费用预测（单位：百万元）**

|           | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |       |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-------|
| 内外饰件类     | 19,043.9 | 31,612.9 | 36,671.0 | 42,171.6 |       |
| 毛利率       | 16.8%    | 16.4%    | 16.4%    | 16.5%    |       |
| 功能性总成件类   | 4,976.0  | 6,767.3  | 7,579.4  | 8,413.1  |       |
| 毛利率       | 13.9%    | 13.3%    | 13.4%    | 13.5%    |       |
| 热加工类      | 648.0    | 894.2    | 983.7    | 1,072.2  |       |
| 毛利率       | 8.8%     | 10.0%    | 9.5%     | 9.2%     |       |
| 总收入       | 24667.9  | 39274.4  | 45234.0  | 51656.9  |       |
| 综合毛利率     | 15.99%   | 15.73%   | 15.76%   | 15.86%   |       |
| 营业税率      | 0.11%    | 0.08%    | 0.09%    | 0.10%    |       |
| 销售费率      | 1.32%    | 1.20%    | 1.25%    | 1.30%    |       |
| 管理费       | 7.72%    | 6.40%    | 6.40%    | 6.40%    |       |
| 实际税率      | 6.34%    | 12.00%   | 12.50%   | 13.00%   |       |
| 投资净收益     | 1,550    | 1,782    | 2,032    | 2,296    | 2,577 |
| 归属母公司的净利润 | 1,530    | 2,661    | 2,940    | 3,209    |       |
| EPS       | 0.59     | 0.98     | 1.09     | 1.25     |       |

资料来源：公司网站，光大证券研究所

综上所述，我们对华域汽车 2010-2012 年 EPS 的预测为 0.98, 1.09 和 1.25 元；在此期间，归属母公司的净利润的复合增速为 28.2%。

## 估值

### 绝对价值评估

| 假设                              | 数值     |
|---------------------------------|--------|
| 第二阶段年数                          | 8      |
| 长期增长率                           | 2.00%  |
| 无风险利率 Rf                        | 3.40%  |
| $\beta(\beta_{\text{levered}})$ | 1.03   |
| Rm-Rf                           | 9.62%  |
| Ke(levered)                     | 13.34% |
| 税率                              | 12.00% |

|        |          |
|--------|----------|
| Kd     | 4.72%    |
| Ve     | 27931.32 |
| Vd     | 825.71   |
| 目标资本结构 | 2.87%    |
| WACC   | 13.09%   |

资料来源：光大证券研究所

| FCFF 估值      | 现金流折现值（百万元）  | 价值百分比   |
|--------------|--------------|---------|
| 第一阶段         | 2423.25      | 11.52%  |
| 第二阶段         | 11128.43     | 52.91%  |
| 第三阶段（终值）     | 7481.54      | 35.57%  |
| 企业价值 AEV     | 21033.21     | 100.00% |
| 加：非经营性净资产价值  | 24137.31     | 114.76% |
| 减：少数股东权益（市值） | 7294.70      | -34.68% |
| 减：债务价值       | 825.71       | -3.93%  |
| 总股本价值        | 37050.11     | 176.15% |
| 股本（百万股）      | 2583.20      |         |
| 每股价值（元）      | <b>14.34</b> |         |
| PE（隐含）       | 14.62        |         |
| PE（动态）       | 12.29        |         |

资料来源：光大证券研究所

按照现金流贴现估值，公司每股价值为 14.34 元。此价格中除华域汽车主营业务外，还包含其持有的 1.976 亿股民生银行股份和 6240 万股兴业证券股份等金融资产，其中兴业证券股份按照其 IPO 询价区间下限 10.60 元计价。

### 相对估值评估

我们主要选取 A 股市场大市值的国有汽车零部件公司作为华域汽车相对估值的可比公司。从图表 8 中我们可以看出，国有大型汽车零部件上市公司的股价对应的 2010 和 2011 年平均 PE 分别为 15.6 和 13.4 倍，均高于华域汽车的 12.1 倍和 10.9 倍。

图表 8 华域汽车与可比上市公司估值比较

| 证券代码   | 证券简称 | 股价    | EPS  |      |      | PE   |      |      |
|--------|------|-------|------|------|------|------|------|------|
|        |      |       | 10E  | 11E  | 12E  | 10E  | 11E  | 12E  |
| 600742 | 一汽富维 | 29.92 | 2.13 | 2.46 | 2.93 | 14.0 | 12.2 | 10.2 |
| 600660 | 福耀玻璃 | 11.17 | 0.82 | 0.94 | 1.14 | 13.6 | 11.9 | 9.8  |
| 000581 | 威孚高科 | 21.39 | 1.12 | 1.32 | 1.56 | 19.1 | 16.2 | 13.7 |
| 平均     |      |       |      |      |      | 15.6 | 13.4 | 11.2 |
| 600741 | 华域汽车 | 11.90 | 0.98 | 1.09 | 1.25 | 12.1 | 10.9 | 9.5  |

注：以上华域汽车盈利为光大证券预测，其余公司盈利为一致预测。

资料来源：Wind，光大证券研究所

考虑到华域汽车市值偏大和 A 股市场对大市值公司的估值折价，我们认为华域汽车的合理价值区间为 2010 年 14 倍的市盈率水平，即 13.72 元，对于 2011 年和 2012 年 1.09 元和 1.25 元的 EPS，对应 PE 分别为 12.6 倍和 11.0 倍。与绝对估值相同，加上公司所持 1.976 亿股民生银行股份和 6240 万股兴业证券股份折合的每股 0.64 元金融资产，得到相对估值价 14.36 元。

## 投资评价和建议

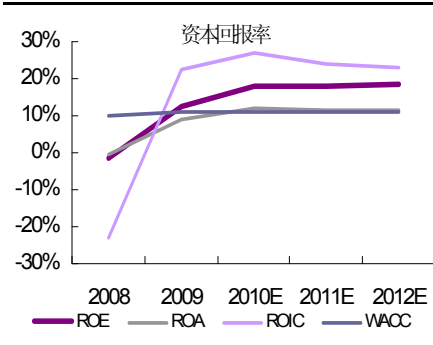
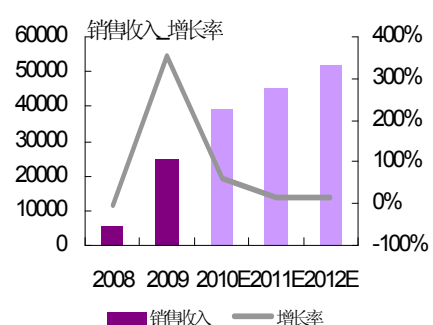
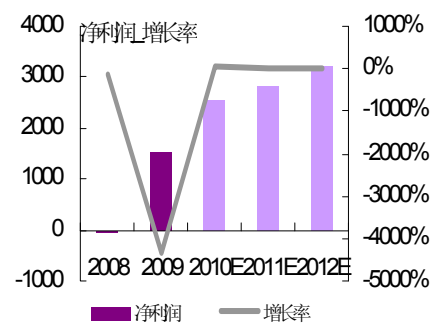
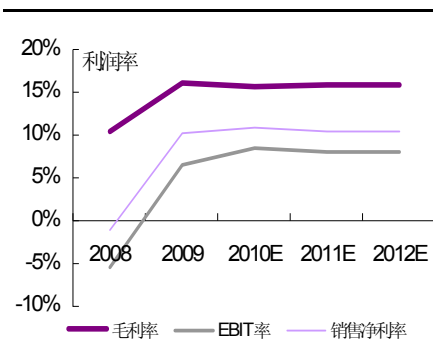
综合以上两种估值方法，我们得出的公司目标价位为 14.35 元，维持“买入”评级。

华域汽车是目前汽车零部件行业估值较低的公司之一，而且公司经营稳定，现金流充裕，业绩能见度较高。潜在的股价催化剂包括新能源零部件业务取得较大进展，良好的 2010 年三季报业绩，以及国内中高级轿车市场持续热销。

## 风险分析

公司财务状况非常稳健，截止 2010 年上半年账面货币资金有 79.95 亿，而公司旗下有 26 家子公司，经营风险也被有效地降低。公司现阶段最大的风险是国内乘用车市场增速大幅放缓，激烈的价格战压低整个汽车行业的利润率。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008   | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-----------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 5,425  | 24,668   | 39,274   | 45,234   | 51,657   |
| 营业成本      | 4,859  | 20,723   | 33,098   | 38,104   | 43,464   |
| 折旧和摊销     | 208    | -2,642   | 35       | 80       | 140      |
| 营业税费      | 161    | 27       | 31       | 41       | 52       |
| 销售费用      | 19     | 325      | 471      | 565      | 672      |
| 管理费用      | 660    | 1,904    | 2,514    | 2,895    | 3,306    |
| 财务费用      | 232    | 29       | -13      | -37      | -51      |
| 公允价值变动损益  | 0      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 投资收益      | 74     | 1,094    | 1,480    | 1,702    | 1,940    |
| 营业利润      | -447   | 2,690    | 4,785    | 5,358    | 6,143    |
| 利润总额      | -14    | 2,717    | 4,811    | 5,388    | 6,177    |
| 少数股东损益    | -27    | 1,014    | 1,700    | 1,900    | 2,150    |
| 归属母公司净利润  | -36.17 | 1,530.85 | 2,533.47 | 2,814.20 | 3,224.10 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 8,948 | 27,528 | 35,104 | 40,906 | 47,379 |
| 流动资产        | 1,526 | 16,487 | 23,009 | 26,447 | 30,301 |
| 货币资金        | 768   | 7,058  | 7,417  | 8,583  | 9,992  |
| 交易型金融资产     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收帐款        | 207   | 4,303  | 6,999  | 8,061  | 9,205  |
| 应收票据        | 3     | 1,722  | 2,749  | 3,166  | 3,616  |
| 其他应收款       | 105   | 167    | 393    | 452    | 517    |
| 存货          | 295   | 2,238  | 3,972  | 4,572  | 5,216  |
| 可供出售投资      | 862   | 1,734  | 1,351  | 1,351  | 1,351  |
| 持有到期金融资产    | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资        | 588   | 4,495  | 5,228  | 6,071  | 7,031  |
| 固定资产        | 4,937 | 3,682  | 4,452  | 5,746  | 7,179  |
| 无形资产        | 788   | 373    | 357    | 339    | 322    |
| 总负债         | 5,357 | 12,226 | 16,279 | 18,636 | 21,150 |
| 无息负债        | 1,692 | 11,163 | 16,213 | 18,570 | 21,084 |
| 有息负债        | 3,664 | 1,062  | 66     | 66     | 66     |
| 股东权益        | 3,592 | 15,302 | 18,825 | 22,269 | 26,229 |
| 股本          | 1,473 | 2,583  | 2,583  | 2,583  | 2,583  |
| 公积金         | 934   | 8,701  | 9,336  | 10,043 | 10,850 |
| 未分配利润       | 388   | 1,121  | 2,309  | 3,146  | 4,150  |
| 少数股东权益      | 797   | 2,897  | 4,597  | 6,497  | 8,647  |

| 现金流量表 (百万元) | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 993   | 3,416  | 1,809  | 3,139  | 3,593  |
| 净利润         | -36   | 1,531  | 2,533  | 2,814  | 3,224  |
| 折旧摊销        | 208   | -2,642 | 35     | 80     | 140    |
| 净营运资金增加     | -188  | 2,427  | 2,930  | 809    | 894    |
| 其他          | 1,009 | 2,100  | -3,690 | -563   | -666   |
| 投资活动产生现金流   | -888  | 1,074  | 245    | -740   | -820   |
| 净资本支出       | -788  | -376   | 898    | 1,600  | 1,800  |
| 长期投资变化      | 588   | 4,495  | -733   | -842   | -960   |
| 其他资产变化      | -688  | -3,045 | 79     | -1,498 | -1,660 |
| 融资活动现金流     | 38    | 1,198  | -1,694 | -1,233 | -1,364 |
| 股本变化        | 245   | 1,111  | 0      | 0      | 0      |
| 债务净变化       | 199   | -2,602 | -996   | 0      | 0      |
| 无息负债变化      | -100  | 9,471  | 5,049  | 2,358  | 2,513  |
| 净现金流        | 143   | 5,689  | 359    | 1,166  | 1,409  |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008     | 2009      | 2010E    | 2011E   | 2012E   |
|-------------------------|----------|-----------|----------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |          |           |          |         |         |
| 收入增长率                   | -1.88%   | 354.67%   | 59.21%   | 15.17%  | 14.20%  |
| 净利润增长率                  | -114.23% | -4332.56% | 65.49%   | 11.08%  | 14.57%  |
| EBITDA 增长率              | -120.81% | 1156.07%  | -427.54% | 11.14%  | 16.07%  |
| EBIT 增长率                | -246.91% | -662.51%  | 102.50%  | 9.92%   | 14.74%  |
| <b>估值指标</b>             |          |           |          |         |         |
| PE                      | -861     | 20        | 12       | 11      | 10      |
| PB                      | 11       | 3         | 2        | 2       | 2       |
| EV/EBITDA               | -267     | -28       | 10       | 9       | 9       |
| EV/EBIT                 | -75      | 17        | 10       | 10      | 9       |
| EV/NOPLAT               | -16      | 19        | 11       | 11      | 10      |
| EV/Sales                | 4        | 1         | 1        | 1       | 1       |
| EV/IC                   | 4        | 4         | 3        | 3       | 2       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |          |           |          |         |         |
| 毛利率                     | 10.44%   | 15.99%    | 15.73%   | 15.76%  | 15.86%  |
| EBITDA 率                | -1.49%   | -4.12%    | 8.47%    | 8.18%   | 8.31%   |
| EBIT 率                  | -5.33%   | 6.59%     | 8.38%    | 8.00%   | 8.04%   |
| 税前净利润率                  | -0.25%   | 11.01%    | 12.25%   | 11.91%  | 11.96%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | -0.67%   | 6.21%     | 6.45%    | 6.22%   | 6.24%   |
| ROA                     | -0.71%   | 9.24%     | 12.06%   | 11.52%  | 11.34%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | -1.29%   | 12.34%    | 17.81%   | 17.84%  | 18.34%  |
| 经营性 ROIC                | -22.83%  | 22.66%    | 26.98%   | 24.23%  | 23.12%  |
| <b>偿债能力</b>             |          |           |          |         |         |
| 流动比率                    | 0.31     | 1.45      | 1.45     | 1.45    | 1.46    |
| 速动比率                    | 24.95%   | 125.47%   | 120.31%  | 120.32% | 121.21% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 0.76     | 11.68     | 215.58   | 238.98  | 266.40  |
| 有形资产/有息债务               | 2.21     | 25.23     | 523.53   | 611.71  | 710.04  |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |          |           |          |         |         |
| EPS                     | -0.01    | 0.59      | 0.98     | 1.09    | 1.25    |
| 每股红利                    | 0.03     | 0.28      | 0.49     | 0.55    | 0.62    |
| 每股经营现金流                 | 0.38     | 1.32      | 0.70     | 1.22    | 1.39    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | -0.07    | -0.35     | -0.40    | 0.33    | 0.41    |
| 每股净资产                   | 1.08     | 4.80      | 5.51     | 6.11    | 6.81    |
| 每股销售收入                  | 2.10     | 9.55      | 15.20    | 17.51   | 20.00   |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040  
总机: 021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

| 销售小组        | 姓名       | 办公电话          | 手机          | 电子邮件              |
|-------------|----------|---------------|-------------|-------------------|
| <b>北京</b>   |          |               |             |                   |
|             | 李大志 (主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebscn.com    |
|             | 郝辉       | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebscn.com  |
|             | 孙威       | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebscn.com  |
|             | 吴江       | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebscn.com |
|             | 黄怡       | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebscn.com |
|             | 吴朝阳      | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebscn.com    |
| <b>上海</b>   |          |               |             |                   |
|             | 杨日昕 (主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebscn.com  |
|             | 平珂 (主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebscn.com  |
|             | 王莉本      | 021-22169083  | 13641659577 | wanglb@ebscn.com  |
|             | 周薇薇      | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebscn.com |
|             | 严非       | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebscn.com  |
|             | 王宇       | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebscn.com |
| <b>深圳</b>   |          |               |             |                   |
|             | 王汗青 (主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebscn.com  |
|             | 黎晓宇      | 0755-83024434 | 13823771340 | lixxy1@ebscn.com  |
|             | 黄鹂华      | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebscn.com |
|             | 张晓峰      | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebscn.com |
| <b>专题</b>   |          |               |             |                   |
| <b>QFII</b> |          |               |             |                   |
|             | 濮维娜      | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebscn.com    |
|             | 陶奕       | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebscn.com   |
|             | 满国强      | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebscn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。