



调研报告

6 December 2010 | 6 pages

华域汽车 (600741)

稳固的客户+稳健的经营带来稳定的业绩增长

— 公司调研报告

研究员: 马春霞

执业证书编号: S1230209050110

☎ 86-21-64718888-1270

✉ machunxia@stocke.com.cn

➤ 公司具有稳固的客户基础;

本报告导读:

➤ 技术优势: 公司控股和参股的企业均为行业龙头企业, 在其配套领域的竞争力很强, 具有稳定的业绩基础。

投资要点:

■ 公司是门类齐全、规模领先、具备行业竞争优势的汽车零部件公司

公司旗下共有 41 家中外合资汽车零部件企业, 拥有的直接投资汽车零部件企业 24 家, 具备国内产品最多、品种最全、合作发展最好、应用开发能力最强、客户覆盖最广、业务规模最大的汽车零部件供应链体系。

公司主要业务包括汽车内外饰件、金属成型与模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等六大板块。生产研发基地主要集中在长江三角洲地区, 并正实现全国布局。

公司正逐步建立起有一定国际竞争力的, 包括产品开发过程、开发软件、试验验证设备、开发团队等方面在内的较完整的设计开发体系。

■ 公司客户涵盖国内主要乘用车厂商

公司背靠上汽集团, 主要为上汽集团的上海通用和上海大众配套相关产品零部件, 公司借助上述配套可以成功地扩大自己在汽车零部件市场的份额。上汽集团的新能源规划也将为公司业绩增长提供机会, 上汽集团规划在十二五期间占据新能源汽车 20% 的市场份额, 而公司作为上汽的主要供应商将直接受益。

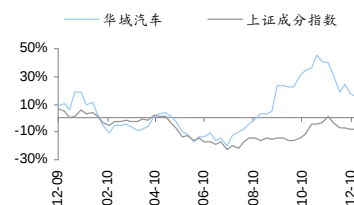
公司主要客户涵盖国内主要乘用车厂商, 除了上汽集团之外, 公司还与一汽大众、神龙汽车、长安福特、北汽福田、北京现代、东风日产、奇瑞汽车等整车企业建立了较为稳固的长期合作关系。公司也与江淮汽车、长城汽车等企业签订了合作协议, 在将来也会与许多整车厂进行谈判而合作。

公司部分产品如内饰、车灯、汽车电子、油箱系统等已进入欧、美、韩、澳及东南亚等地区市场。

评级: 买入

当前价格: 11.22 元

单季度业绩	元/股
4Q/2009	0.22
1Q/2010	0.23
2Q/2010	0.28
3Q/2010	0.25



公司简介:

公司控股股东为上汽集团, 公司直属的 24 家独立供应汽车零部件企业, 主要业务覆盖汽车内外饰件、功能性总成件、金属成形及模具、电子电器和热加工等业务板块。





■ 公司秉承中性化、零级化、国际化的发展战略

目前，公司秉承中性化、零级化、国际化的发展战略，聚焦核心业务，培育核心能力，为客户打造安全可靠的供应链，成为中国汽车零部件产业的旗舰企业。独立化、规模化、模块化要求零部件企业做大做强。汽车行业作为最典型的制造业，规模效应所带来的效率提升十分明显。

而做大规模的重要途径便是独立化供货，成为众多汽车整厂商的核心供应商。同时整车厂商出于成本、技术等原因，对零部件产品的集成化、模块化提出了更高的要求。而只有营收规模大的企业才能在研发上有更多的投入，来满足这些要求。因此行业趋势促使零部件行业将诞生未来的国际化大企业。

■ 新能源汽车零部件是公司未来发展的主要方向

公司希望通过新能源产品，为整车客户提供动力系统的核心零部件和子系统，帮助整车客户达到减少排量和提高节油率的目标，提升汽车生产商的经营绩效和汽车消费者的生活质量，并最终实现“缓解能源依赖，创造洁净未来”的目标。

公司的电动转向，电空调等新能源汽车零部件产品准备进入批量化生产，其他方面也会计划再投资。公司在新能源方面的策略主要是要加强合作，第一是自主研发、第二是中中合作，第三是中外合作，这三种合作方法都是以公司为主导。电子电池是目前公司关注的重点。

■ 公司与上汽的新能源业务具有比较明确的分工

上汽和公司的新能源业务总体上是不重复的。上汽更多的是关注整车方面的匹配、控制系统等。而公司在新能源汽车零部件方面刚刚起步，从长期来说，是有很明确的分工的。上海汽车与美国 A123 合资做电池控制系统，电池电器、模块都是从美国采购但是很多零部件还是公司生产的，比如上海汽车涉及到的关键零部件，如电空调、电制动、电动转向、包括纯电动电机等。

■ 规模效应保证了公司良好的盈利能力

公司 2010 年 1-3 季度毛利率水平为 15.81%，基本上与 09 年同期水平一致，盈利状况良好。公司费用控制合理，公司 1-3 季度三费比例为 7.81%，整体上要比 09 年同期水平低接近 2 个百分点。

公司从 2009 年到 2010 年，管理费用率和销售费用率下降比较明显，主要是依托于整个市场的增量。公司提出的两个“一上一下”，即：结构成本要下，边际贡献要上。内部整合方面已经完成下岗问题、人员问题等已经解决，所以企业没有很重的负担。上汽在向巴士注入资产的过程中，也将许多不良资产进行了剥离，对公司来说是轻装上阵。公司目前对自己下属企业进行梳理，尽量做到扁平化。尽量减少层级管理，将资源集中起来，提高资源利用率。





■ 公司现金流较为充足

公司 2010 年 1-3 季度公司经营活动现金净流入 27.6 亿元，比 09 年同期增加 5.8 亿元，除了合并报表增加的原因外，业务增加和盈利水平提升是其主要原因。

这些充足的现金里面有一块是重组时候出售 TAXI 许可证的时候得到的。

■ 投资建议：买入

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.96、1.12 和 1.30 元，对应目前股价的 PE 为 12、10 和 9 倍，我们认为公司作为国内汽车零部件行业的门类齐全、规模领先、具有稳固的客户基础，并且公司控股和参股的零部件企业均为行业龙头企业，在其配套领域的竞争力很强，有稳定的业绩增长基础。给予公司 2011 年 12~17 倍 PE，公司股票合理的价格区间为 13.44~19.04 元，维持“买入”评级。

表：公司主要财务数据及盈利预测

财务摘要	2008 A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5425.4	24667.9	40702.0	52098.5	62518.2
收入增长率%	-1.9%	354.7%	65.0%	28.0%	20.0%
净利润(百万元)	-63.4	2544.6	4291.8	5095.4	5988.3
净利润增长率%	-114.2%	4332.6%	61.2%	17.8%	15.7%
摊薄 EPS(元)	-0.02	0.59	0.96	1.12	1.30

资料来源：浙商证券研究所





资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	767.8	7,057.7	9,854.6	11,825.5	11,877.5	营业收入	5425.4	24667.9	40702.0	52098.5	62518.2
应收票据	3.0	1,721.9	1,744.4	2,093.2	2,687.1	营业成本	4858.8	20723.5	34267.0	43919.1	52765.4
应收账款	206.9	4,302.8	7,594.5	9,113.4	10,155.1	营业税金及附加	161.0	26.6	28.5	36.5	43.8
预付款项	145.5	501.7	661.8	794.2	946.2	销售费用	19.2	324.8	488.4	625.2	750.2
其他应收款	104.9	166.7	152.3	182.7	242.5	管理费用	660.4	1904.4	2706.7	3386.4	4063.7
存货	295.0	2,237.6	3,175.6	3,810.7	4,458.2	财务费用	232.1	28.9	-20.4	-26.0	-31.3
其他流动资产	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	资产减值损失	15.1	62.9	18.0	0.0	0.0
长期股权投资	588.2	4,495.4	6,078.9	4,465.0	7,269.0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	4,937.5	3,682.0	5,242.8	6,291.4	6,920.6	投资收益	74.4	1093.7	1600.0	1600.0	1840.0
在建工程	109.1	221.6	514.6	566.1	622.7	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	-446.7	2690.5	4813.7	5757.5	6766.4
无形资产	788.3	373.3	357.9	607.8	647.2	营业外收支净额	432.9	26.3	30.3	0.0	0.0
长期待摊费用	56.5	192.9	199.8	179.7	276.7	税前利润	-13.8	2716.7	4844.1	5757.5	6766.4
资产总计	8,948.4	27,527.6	38,243.4	42,202.5	49,491.9	减：所得税	49.6	172.1	552.2	662.1	778.1
短期借款	2,984.3	930.6	1,256.3	1,507.6	1,785.7	净利润	-63.4	2544.6	4291.8	5095.4	5988.3
应付票据	132.7	1,201.7	1,622.3	1,946.7	2,305.8	归属于母公司的净利润	-36.2	1530.9	2467.1	2905.6	3360.6
应付账款	240.7	6,590.3	8,896.9	10,676.3	12,645.6	少数股东损益	-27.2	1013.8	1824.8	2189.7	2627.7
预收款项	256.7	532.9	719.4	863.2	1,022.5	基本每股收益	-0.02	0.59	0.96	1.12	1.30
应付职工薪酬	101.2	831.3	1,122.2	1,346.7	1,595.1	稀释每股收益	-0.02	0.59	0.96	1.12	1.30
应交税费	27.4	348.1	469.9	563.9	667.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	473.8	742.7	1,002.6	887.6	1,272.6	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	-1.9%	354.7%	65.0%	28.0%	20.0%
长期借款	0.0	106.0	99.0	118.8	156.5	EBIT 增长率	-7.2%	118.2%	78.3%	18.9%	17.5%
预计负债	0.0	53.9	72.8	50.7	85.8	净利润增长率	-114.2%	4332.6%	61.2%	17.8%	15.7%
负债合计	5,356.7	12,225.5	16,467.9	19,300.9	23,197.3	盈利性					
股东权益合计	3,591.8	15,302.1	15,889.8	17,193.2	18,275.9	销售毛利率	10.4%	16.0%	15.8%	15.7%	15.6%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-1.2%	10.3%	10.5%	9.8%	9.6%
净利润	-63.40	2,544.62	4,291.85	5,095.35	5,988.30	ROE	-1.3%	12.3%	15.1%	14.8%	15.6%
经营活动现金流	-888.3	1,074.5	883.0	2,739.2	2,903.6	ROIC	7.3%	11.1%	11.8%	12.1%	12.5%
投资活动现金流	37.7	1,198.3	1,320.2	1,619.4	1,636.6	估值倍数					
融资活动现金流	142.7	5,689.1	5,824.4	8,197.2	8,609.0	PE	-	19	12	10	9
现金净变动	625.1	1,205.5	6,894.6	12,719.0	20,916.2	P/S	3.0	1.2	0.7	0.6	0.5
期初现金余额	767.8	6,894.6	12,719.0	20,916.2	29,525.3	P/B	5.9	2.3	1.8	1.5	1.3
期末现金余额	-63.40	2,544.62	4,291.85	5,095.35	5,988.30	EV/EBITDA	12.8	18.8	16.1	13.3	12.1

资料来源：浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	服务 魏志羽 +86 21 6471 8888-1106 weizhiyu@stocke.com.cn	服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
服务 金肖男 +86 21 6471 8888-1824 jinxn@stocke.com.cn			

金融工程团队

金融工程与衍生品 邱小平 +86 21 6471 8888-1701 qiuxiaoping@stocke.com.cn	金融工程与基金 陆靖昶 +86 21 6471 8888-1254 lujingchang@stocke.com.cn	金融工程与债券 鲍翔 +86 21 6471 8888-1105 baoxiang@stocke.com.cn	信息技术 李思明 +86 21 6474 6780 lisiming@stocke.com.cn
信息技术 张雷 +86 21 6471 8888-1740 zhanglei@stocke.com.cn			

宏观策略团队

首席经济学家 闻岳春 +86 21 6471 6089 wenyuechun@stocke.com.cn	首席策略分析 潘立彬 +86 21 6431 6026 panlibin@stocke.com.cn	宏观 李瑞 +86 21 6471 8888-1211 lirui@stocke.com.cn	策略研究 王伟俊 +86 21 6471 8888-1277 wangweijun@stocke.com.cn
策略研究 张延兵 +86 21 6431 8952 zhangyanbing@stocke.com.cn			

行业研究团队

房地产行业 戴方 +86 21 6471 8888-1219 daifang@stocke.com.cn	银行业金融行业 黄薇 +86 21 6471 8888-1813 huangwei@stocke.com.cn	中药 生物制药行业 金嫣 +86 21 6471 8888-1241 jinyan@stocke.com.cn	大宗医药行业 姜恩铸 +86 21 6471 8888-1121 jiangenzhu@stocke.com.cn
农林牧渔行业 张俊宇 +86 21 6471 8888-1801 zhangjunyu@stocke.com.cn	食品、饮料行业 葛越 +86 21 6471 8888-1281 geyue@stocke.com.cn	家电、传媒行业 刘迟到 +86 21 6471 8888-1225 Liuchidao@stocke.com.cn	电力设备行业 史海昇 +86 21 6471 8888-1737 shihaisheng@stocke.com.cn
汽车行业 马春霞 +86 21 6471 8888-1270 machunxia@stocke.com.cn	机械行业 许光兵 +86 21 6471 8888-1805 xuguangbing@stocke.com.cn	煤炭行业 田加伟 +86 21 6471 8888-1117 tianjiawei@stocke.com.cn	化工行业 代鹏举 +86 21 6471 8888-1206 daipengju@stocke.com.cn
有色行业 林建 +86 21 6471 8888-1286 linjian@stocke.com.cn	钢铁行业 范飞 +86 21 6471 8888-1119 fanfei@stocke.com.cn	交通运输行业 李冬 +86 21 6471 8888-1807 lidong@stocke.com.cn	商贸行业 程艳华 +86 21 6471 8888-1212 chengyanhua@stocke.com.cn
旅游行业 王禾 +86 21 6471 8888-1740 wanghe@stocke.com.cn	通信行业 徐昊 +86 21 6471 8888-1702 xuhao@stocke.com.cn	公用事业行业 袁佳平 +86 21 6471 8888-1814 yuanjiaping@stocke.com.cn	





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

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>

