

践行一个平台战略 打造新增长范式

华域汽车深度分析

报告关键点:

- 华域汽车将对净利润贡献50%以上的企业具有控制权,将不再是一家投资型公司
- “一个平台”战略可行性已被延锋伟世通的成功证明,将可能在其他企业推广
- 打造华域自主零部件品牌只是时间问题

报告摘要:

- 公司是国内最大的独立汽车零部件供应商。公司控股8家、参股14家零部件公司,生产内外饰件、功能性总成件以及热加工类产品。2010年1-9月公司收入313.32亿元,营业利润36.38亿元,其中对联营企业和合营企业的投资收益11.76亿元,归属于母公司净利润18.86亿元,56.4%的净利润源自投资收益。
- 华域汽车不是一家投资型公司。公司已经对延锋伟世通取得了实际控制权,目前正在收购1%制定系统的股权,收购完成后,华域汽车将对净利润贡献50%以上的两家最重要企业具有控制权,从该意义上讲,华域汽车已经不是一家投资型公司。
- 延锋伟世通:“一个平台”战略的成功案例。延锋伟世通从成立之初,就不断探索和拓展新的合作模式,最终确定“一个平台”的发展战略。延锋伟世通在过去10年时间平均复合增长率32.1%,公司持续稳定的高增长证明了“一个平台”战略的成功。
- “一个平台”战略的复制。目前延锋伟世通收入是采埃孚转向机、制动系统的10倍,而各自的合资外方伟世通收入只是采埃孚、大陆的1/4、1/10。延锋伟世通的成功案例将为华域汽车在合营企业或联营企业推行“一个平台”发展战略起到非常正面的示范作用。
- 打造华域自主零部件品牌只是时间问题。当前,在华域汽车的整个版图上,新能源业务、汽车电子等关键核心零部件领域尚有诸多空白。华域与国际零部件制造企业有多年合作经验,技术积累最为深厚,通过资本运作及自主研发等多途径进入汽车电子领域只是时间问题。
- 维持买入-B投资评级,目标价上调至18.45元。公司2010-2013年EPS预计分别为1.01、1.23、1.51、1.85元,国际主要零部件公司估值区间在10-20倍之间,按2011年15倍PE估值,对应合理价值约在18.45元,维持买入-B投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,425.4	24,667.9	40,508.2	48,839.0	59,105.5
Growth(%)	-1.9%	354.7%	64.2%	20.6%	21.0%
净利润	-36.2	1,530.9	2,607.4	3,178.0	3,901.4
Growth(%)	-114.2%	-4332.6%	70.3%	21.9%	22.8%
毛利率(%)	10.4%	16.0%	17.1%	17.1%	17.1%
净利润率(%)	-0.7%	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%
每股收益(元)	-0.01	0.59	1.01	1.23	1.51
每股净资产(元)	1.39	5.92	6.83	8.73	11.01
市盈率	-826.3	19.5	11.5	9.4	7.7
市净率	8.3	2.0	1.7	1.3	1.1
净资产收益率(%)	-1.8%	16.6%	24.6%	23.1%	22.1%
ROIC(%)	18.4%	46.8%	59.6%	31.1%	33.6%
EV/EBITDA	27.6	7.7	6.5	5.2	4.2

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格: 18.45 元

期限: 6 个月 上次预测: 15.00 元

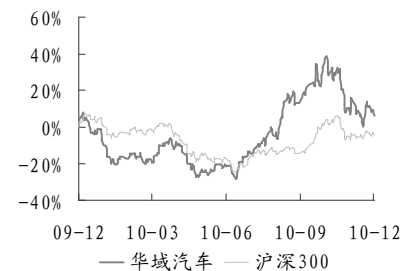
现价: 10.91 元

报告日期: 2010-12-27

市场数据

总市值(百万元)	29,035.17
流通市值(百万元)	16,551.60
总股本(百万股)	2,583.20
流通股本(百万股)	1,472.56
12 个月最高/最低	7.41/14.90 元
十大流通股股东(%)	43.52%
股东户数	89,900

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.33)	(18.08)	10.47
绝对收益	(0.71)	(6.49)	6.04

研究员

谈际佳

行业分析师

010-66581690

tanjj@essence.com.cn

证书编号

S1450210050006

前期研究成果

华域汽车: 下半年毛利率将有一定提升
2010-08-29

目 录

1. 华域汽车：最大的独立汽车零部件供应商.....	3
1.1. 控股或参股众多优秀企业.....	3
1.2. 公司投资催化剂.....	5
2. 延锋伟世通：“一个平台”发展战略成功实践者.....	5
2.1. “一个平台”发展战略 整合全球资源.....	6
2.2. 技术导向 打造核心竞争力.....	7
2.3. 收入增速超过行业.....	8
3. “一个平台”战略的复制.....	8
3.1. 推行“一个平台”发展战略 打造零部件核心竞争力.....	8
3.2. 认可“一个平台”发展战略 打造企业长期竞争力.....	9
4. “一个平台”战略 企业价值重估.....	11
4.1. “一个平台”发展战略 企业增长加速.....	11
4.2. “一个平台”发展战略 打造零部件自主品牌.....	12
5. 公司估值及投资建议	13
5.1. 2010-2013 年净利润复合增长率 22.5%.....	13
5.2. 相对估值：2010 年 15 倍 PE 对应股价 18.45 元.....	13
5.3. 绝对估值区间：12.86-28.62 元.....	15
5.4. 投资建议和风险提示.....	16

图表目录

图 1 华域汽车股权结构.....	3
图 2 2009 年收入分拆.....	4
图 3 2008 年收入分拆.....	4
图 4 2008 年投资收益分拆.....	5
图 5 延锋伟世通战略合作伙伴.....	6
图 6 延锋伟世通 2009 年收入构成.....	7
图 7 延锋伟世通发展历程.....	8
图 8 延锋伟世通收入（2000-2012）	8
图 9 培育汽车自主研发能力.....	9
图 10 主要合营或联营企业收入与外方母公司收入比较（2009 单位：百万元）	9
图 11 主要合营或联营企业收入与外方母公司利润比较（2009 单位：百万元）	10
图 12 主要合营或联营企业与延锋伟世通外方母公司收入比较（2009 单位：百万元）	10
图 13 主要合营或联营企业与延锋伟世通在中国收入比较（2009 单位：百万元）	11
图 14 主要合营或联营企业与延锋伟世通 2008-2010 收入 CAGR 比较.....	11
图 15 主要合营或联营企业主要产品国内市场份额（2009）	12
图 16 汽车电子市场产品结构（2007）	13
图 17 并表企业收入增长假设.....	13
图 18 50 大汽车零部件企业估值国际比较.....	14
图 19 EVA 估值	15
图 20 OPFCF 估值	15
图 21 FCFE 估值	16

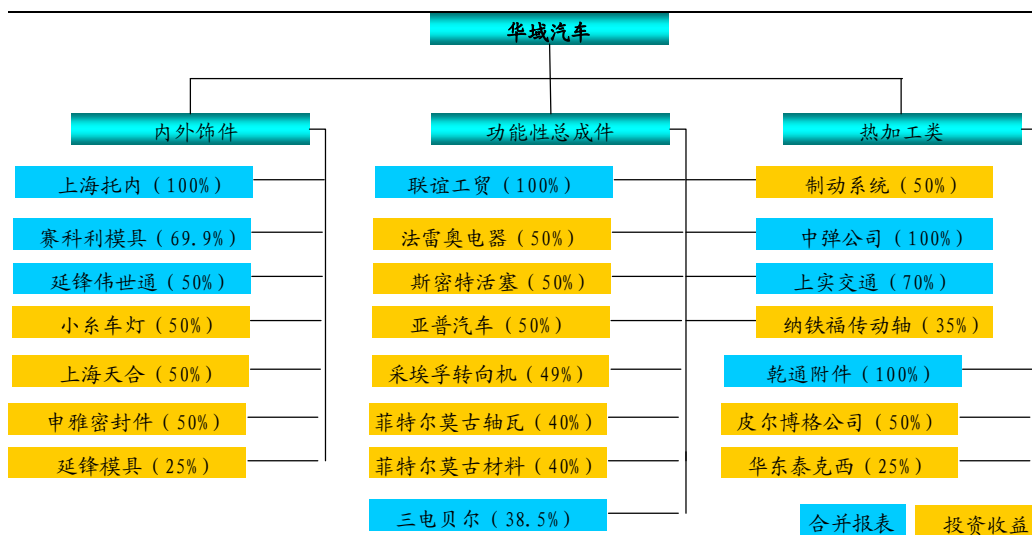
1. 华域汽车：最大的独立汽车零部件供应商

1.1. 控股或参股众多优秀企业

公司是国内最大的独立汽车零部件供应商。公司控股 8 家、参股 14 家零部件公司，生产内外饰件、功能性总成件以及热加工类产品。

公司通过控股或参股拥有众多优秀企业。制动系统公司是国内最早引进国际先进技术生产防抱死制动系统、制动钳、总泵助力器和后分泵产品的企业；公司生产的防抱死制动系统（ABS）曾被列入“十五”期间国家重点项目，也是当前国内唯一具备系统开发配套的专业企业。三电贝洱主要产品为车用压缩机，产品国内市场占有率约为 40%，公司目前已拥有摇摆斜盘、旋转斜盘技术的固定排量和内部控制、外部控制的可变排量压缩机以及新能源汽车用绿色环保的电动压缩机产品与技术，新能源汽车电动压缩机完成第三代产品开发，并开始为国内电动车进行配套。小系车灯专业从事汽车电子照明系统及模具开发、生产、销售和服务，居国内市场领先地位，小系车灯已具备自主的产品开发能力和精密模具制造能力，每年自制 100 多台专机设备，专机设备制造能力决定了小系车灯优秀的制造工艺。纳铁福公司、法雷奥电器等合资公司竞争能力也处于子行业的前列。

图 1 华域汽车股权结构

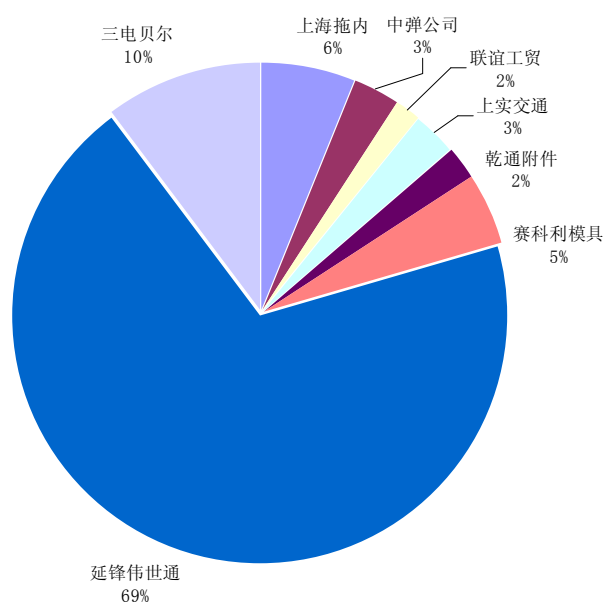


数据来源：CAAM，安信证券研究中心

2010 年 1-9 月公司收入 313.32 亿元，营业利润 36.38 亿元，其中对联营企业和合营企业的投资收益 11.76 亿元，归属于母公司净利润 18.86 亿元，56.4%的净利润源自投资收益。

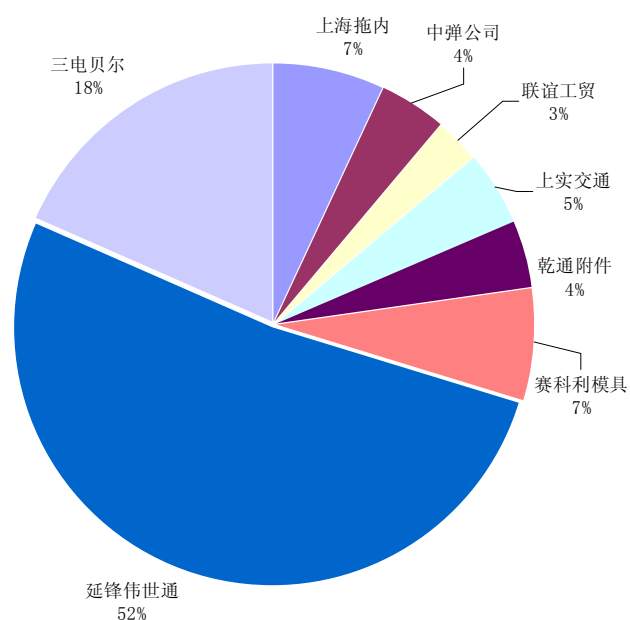
从 2009 年合并报表收入来看，延锋伟世通、三电贝尔、上海拖内、中弹公司，分别占比 69%、10%、6%、3%。

图 2 2009 年收入分拆



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

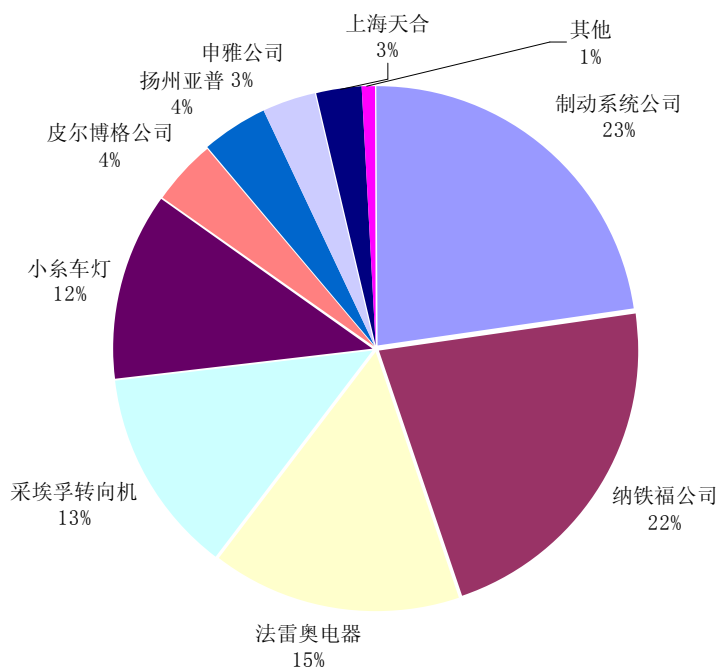
图 3 2008 年收入分拆



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

根据 2008 年 1-11 月合营和联营企业财务数据, 投资收益主要来自制动系统、纳铁福、法雷奥、采埃孚、小系车灯, 分别贡献投资收益的 23%、22%、15%、13%、12%。

图 4 2008 年投资收益分拆



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

1.2. 公司投资催化剂

公司已经对延锋伟世通取得了实际控制权，目前正在收购 1% 制定系统的股权，收购完成后，华域汽车将对净利润贡献 50% 以上的两家最重要企业具有控制权，从该意义上讲，华域汽车已经不是一家投资型公司。

华域汽车作为上汽集团唯一的汽车零部件整合平台，打造一定销售规模的自主零部件业务，打造华域品牌，是集团的必然选择。

当前，在华域汽车的整个版图上，新能源业务、汽车电子等关键核心零部件领域尚有诸多空白。华域与国际零部件制造企业有多年合作经验，技术积累最为深厚，通过资本运作及自主研发等多途径进入汽车电子领域只是时间问题。

公司 2010-2013 年 EPS 分别为 1.01、1.23、1.51、1.85 元，国际主要零部件公司估值区间在 10-20 倍之间，当前华域汽车估值较低，按 2011 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值约在 18.45 元。

2. 延锋伟世通：“一个平台”发展战略成功实践者

延锋伟世通汽车饰件系统有限公司成立于 1994 年，是上海汽车工业（集团）总公司和美国伟世通国际控股有限公司共同投资的中美合资企业。公司业务领域覆盖汽车内饰系统、外饰系统、座椅系统、电子系统和安全系统等。

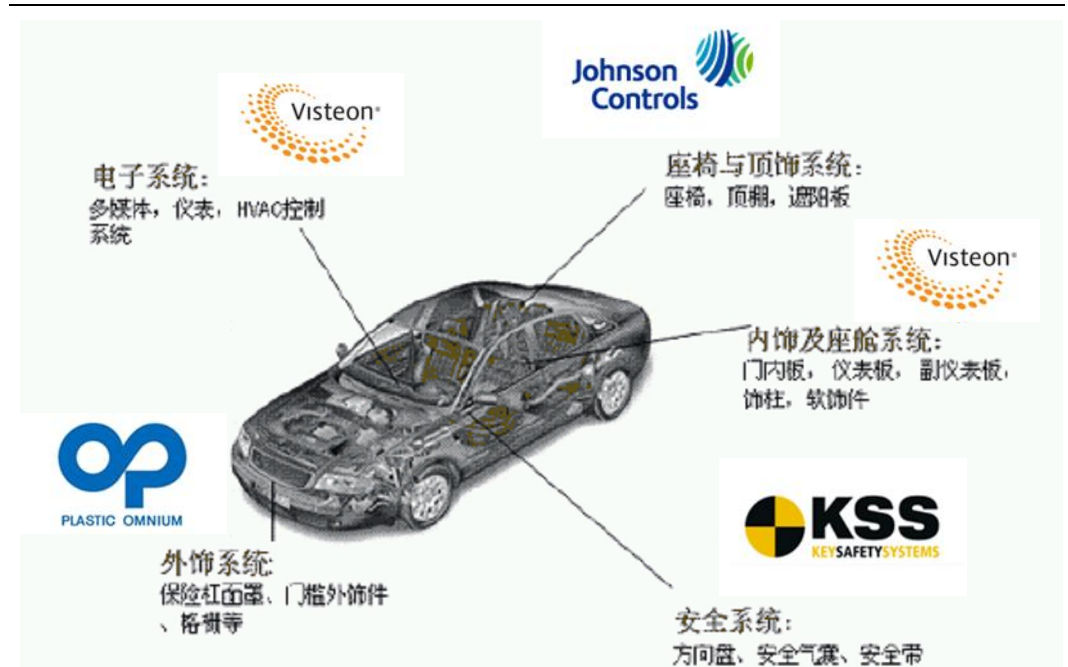
公司与美国伟世通、江森自控、百利得和法国彼欧等全球著名零部件供应商在中国市场实施“一个平台”发展战略，共同进行技术研发和业务拓展。公司的战略合作伙伴在各合作领域具有世界一流的技术和业务管理能力，通过不断扩大合作和互动发展，公司在这些业务领域保持与国际先进水平同步发展。

作为独立汽车零部件供应商，公司立足上海，在全国各主要汽车制造商集聚区设立了 70 余个生产基地和供货点，为整车制造商提供零距离的即时化供货和服务。

2.1. “一个平台”发展战略 整合全球资源

延锋伟世通从成立之初，就不断探索和拓展新的合作模式，最终确定“一个平台”的发展战略：延锋伟世通拥有完全的独立性，延锋与伟世通（伟世通分拆出来之前是福特公司）作为股东给予合资企业充分的支持，合资企业不断整合全球优秀资源，开拓新的业务。

图 5 延锋伟世通战略合作伙伴



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

1997 年，尽管公司已经拥有所有上海大众的座椅业务，是当时中国最大的汽车座椅制造商，但公司认识到福特汽车公司座椅开发并无独特的优势，经过充分论证，公司决定引进当时福特零部件的全球竞争对手江森自控，以 50.01%: 49.99% 的股比成立上海延锋江森座椅有限公司，共同发展座椅业务。

延锋江森座椅已经成为中国最大的汽车座椅及顶饰系统供应商之一，2009 年实现销售收入 93.71 亿人民币，出口 1.11 亿美元，约占公司集团口径收入的 49%。

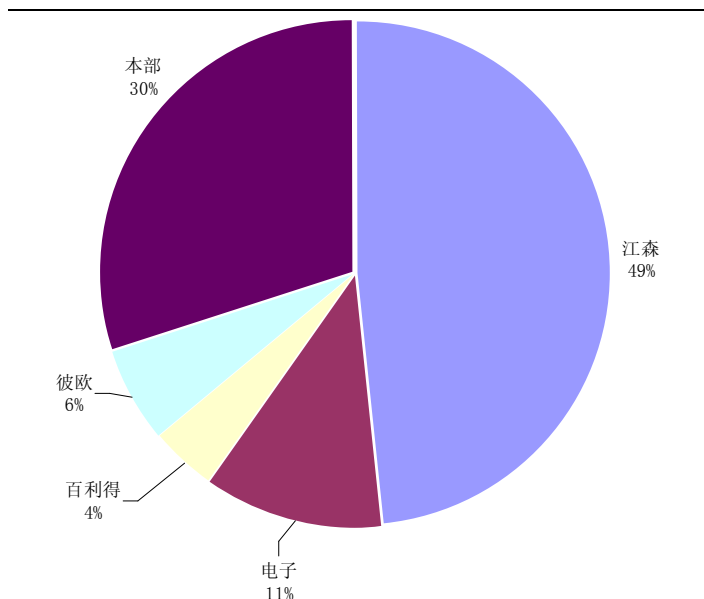
2002 年，基于对汽车电子未来市场的乐观预期，公司购并了电子合资公司自仪股份 30% 的股权，最后将延锋伟世通电子转变成延锋伟世通控股 60% 的合资企业。公司控股延锋伟世通电子前，电子公司基本停留在加工福特在美国的出口订单，控股后，电子公司很快就国产化桑塔纳产品的收音机，并和延锋的内饰技术中心共同开发了别克车的内饰和内饰电子产品。

电子公司业务目前已覆盖驾驶信息系统、音响娱乐系统、中控集成电子、车身控制模块、动力控制模块、功率放大器等。公司目前在全国拥有五家制造基地：松江工厂、绍兴怡东、徐州天宝、重庆徐港和长春徐港。2009 年电子公司实现销售收入 22 亿人民币，出口 4.28 亿人民币。

2004 年，延锋百利得由延锋伟世通汽车饰件系统有限公司和美国百利得安全系统公司共同投资建立。2009 年延锋百利得实现销售收入 8.2 亿人民币。

2007 年, 延锋彼欧汽车外饰系统有限公司由延锋伟世通汽车饰件系统有限公司和法国彼欧汽车外饰公司共同投资建立。2008 年延锋彼欧实现销售收入 7.1 亿人民币, 2009 年延锋彼欧实现销售收入 11.92 亿人民币。

图 6 延锋伟世通 2009 年收入构成



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

2.2. 技术导向 打造核心竞争力

延锋伟世通成立之初就认识到掌握核心技术是公司未来发展的必由之路, 合资合同就写明将派 500 人次前往福特汽车公司培训, 福特汽车为此专门成立中国合资厂培训办公室, 合资后不断委派管理、技术人员前往福特接受培训。公司后期与江森自控、百利得等合作时, 合资合同均附有类似条款, 以保证延锋伟世通拥有完备的技术研发实力。

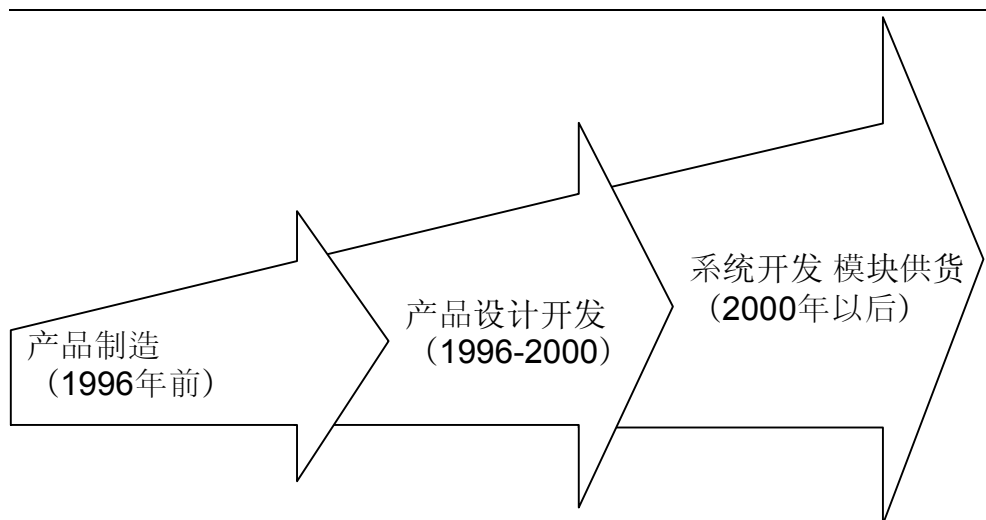
1996 年公司成功实现了新桑塔纳仪表板的国产化, 结束了从巴西进口仪表板的历史。随后又实现了 Polo、Passat 等上海大众车型仪表板的国产化。

2000 年以后, 随着上海通用的成立, 公司与伟世通合作成功对别克内饰进行了全面的改型, 是公司技术提升到系统设计、开发与集成的阶段, 成为汽车制造商的一级配套商。

随后, 公司又成功成为东风日产、北京现代、长安福特、东风神龙的一级配套商, 共同参与整车厂的车型研发。

公司目前拥有汽车饰件、座椅、电子和安全四个专业技术中心, 能够系统设计和集成开发内饰 (仪表板、门内板、副仪表板、饰柱等)、外饰 (保险杠、格栅、防护板、翼子板、防擦条、门槛饰条等)、座椅 (座椅总成及骨架、滑道、顶棚、遮阳板等)、汽车电子 (多媒体及信息处理系统、仪表、时钟、空调控制系统等) 和安全系统 (方向盘、安全气囊、安全带、手球等) 等五大系统产品, 并提供相应的模具装备, 在同行业中处于领先地位。

图 7 延锋伟世通发展历程

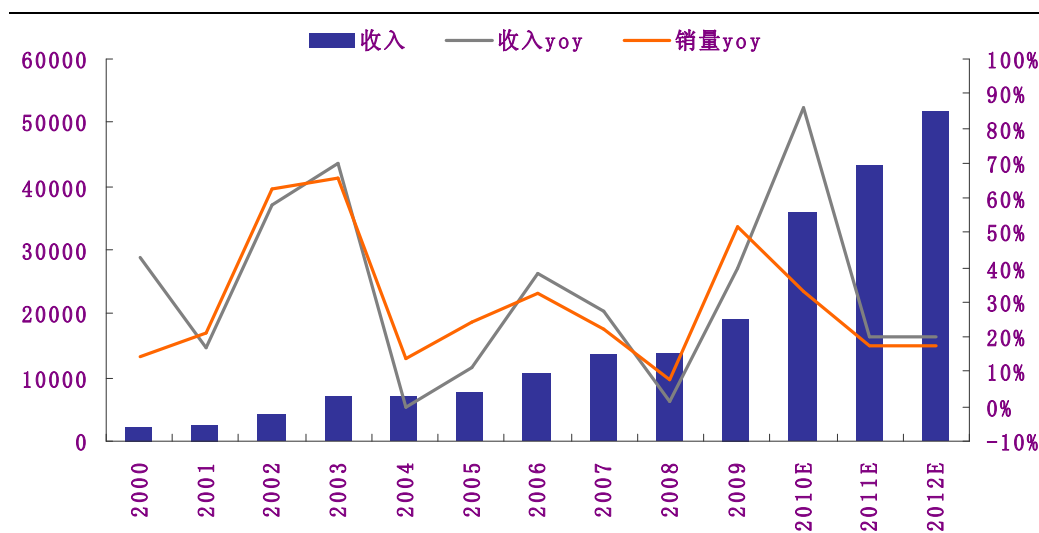


数据来源：CAAM，安信证券研究中心

2.3. 收入增速超过行业

2000 年延锋伟世通收入为 22.2 亿元，经过 10 年的发展壮大，预计 2010 年的收入将达到 360 亿元，2000-2010 年平均复合增长率 32.1%，略高于行业 31.7% 的平均复合增长率。基于我们对上汽销量的预测（敬请参考深度报告《上海汽车：不断开拓新的成长空间》），预计 2011、2012 年延锋伟世通收入有望保持 20% 的增速。

图 8 延锋伟世通收入（2000-2012）



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

3. “一个平台”战略的复制

3.1. 推行“一个平台”发展战略 打造零部件核心竞争力

华域汽车目前更多的是与国际零部件集团成立的合资企业，不具有实际控制权，这种情况主要是由于历史原因造成的。上海大众、上海通用成立之初，国内基本不具备零部件配套体系，零部件基本都由大众、通用全球的零部件配套商与上汽采取合资的方式生产。

随着国内汽车工业的壮大，汽车工业自主创新将是国家的战略需求，实现零部件国产化及零部件工业的自主创新是实现汽车工业自主创新的重要一环。上汽集团作为国内

汽车行业的重点集团，有责任将华域汽车逐步打造为拥有完整核心技术、完全自主研发能力的零部件企业。

图 9 培育汽车自主研发能力

数据来源：北京大学企业与政府研究所，安信证券研究中心

通过对延锋伟世通“一个平台”发展战略的研究，不难看出上汽集团对研发的重视程度。自 2001 年建立研发中心以来，延锋伟世通已经拥有完全的自主研发能力。2010 年，延锋伟世通为 Chrysler 配套的美国工厂开工建设，表明延锋伟世通已经具备与国际汽车制造商同步研发的能力。

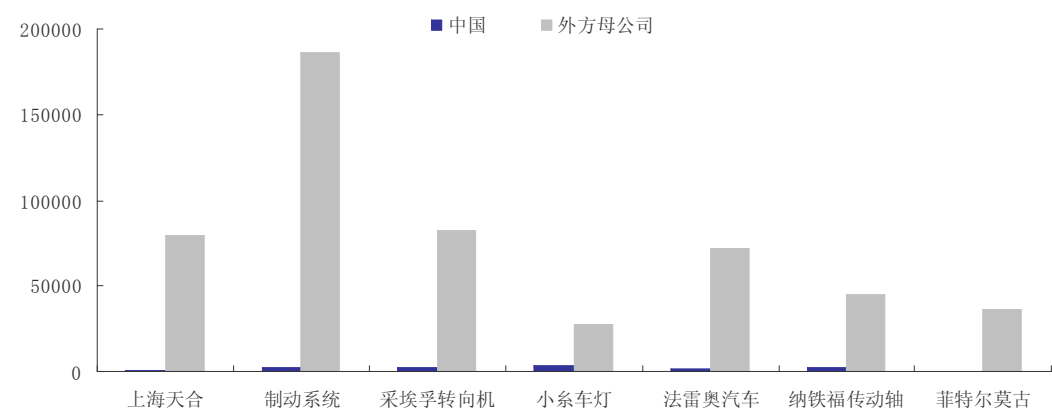
延锋伟世通是“一个平台”发展战略的成功案例，为了掌握零部件关键技术，华域汽车在上汽集团的支持下，很有可能合营或联营企业继续推行“一个平台”发展战略。

3.2. 认可“一个平台”发展战略 打造企业长期竞争力

虽然华域汽车主要联营或合营企业为世界重要的汽车零部件制造商，但企业对外方母公司的收入贡献很低，除小系车灯、纳铁福传动占比在 5% 以上外，其他企业占比均在 3% 以下。

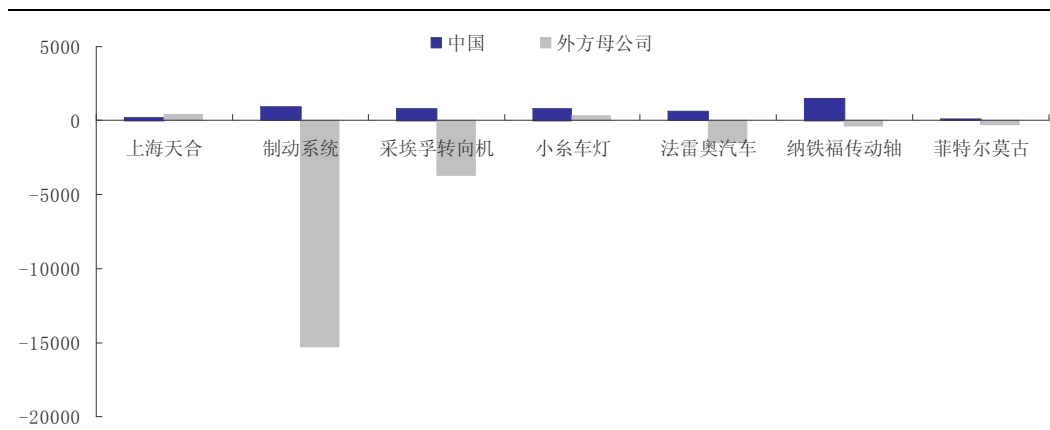
2009 年世界汽车工业尚未从金融危机走出来，诸多汽车零部件企业出现了亏损，中国市场为国际零部件企业贡献了弥足珍贵的盈利。对国际零部件制造商而言，如何迅速扩大中国市场份额、保持中国市场的盈利能力是当前最重要的主题，或许控制权并非至关重要。

图 10 主要合营或联营企业收入与外方母公司收入比较（2009 单位：百万元）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 11 主要合营或联营企业收入与外方母公司利润比较 (2009 单位: 百万元)

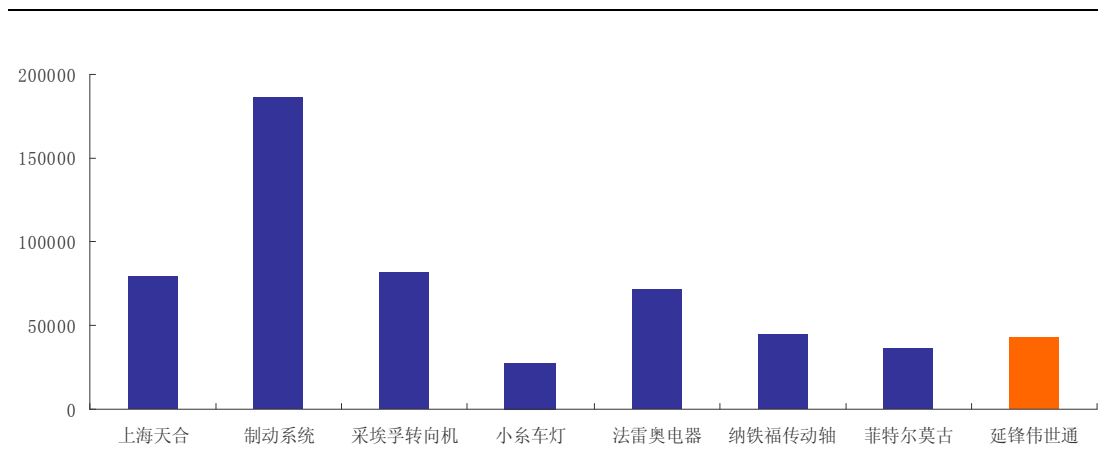


数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

延锋伟世通外方母公司伟世通是一家一度申请破产保护的企业,就营业收入而言,在华域汽车众多的合作伙伴中规模较小。但是在“一个平台”发展战略的指导下,给予延锋伟世通充分的支持和自主权,目前在中国的收入远远高于华域汽车其他的合营或联营企业,延锋伟世通收入是采埃孚转向机、制动系统的 10 倍,而它们各自的合资外方伟世通收入只是采埃孚、大陆的 1/4、1/10。

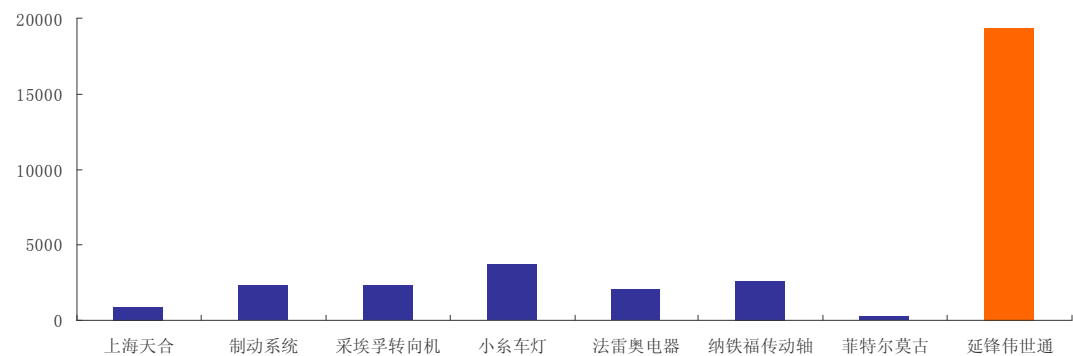
延锋伟世通的成功案例将为华域汽车在合营企业或联营企业推行“一个平台”发展战略起到非常正面的示范作用。

图 12 主要合营或联营企业与延锋伟世通外方母公司收入比较 (2009 单位: 百万元)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 13 主要合营或联营企业与延锋伟世通在中国收入比较（2009 单位：百万元）



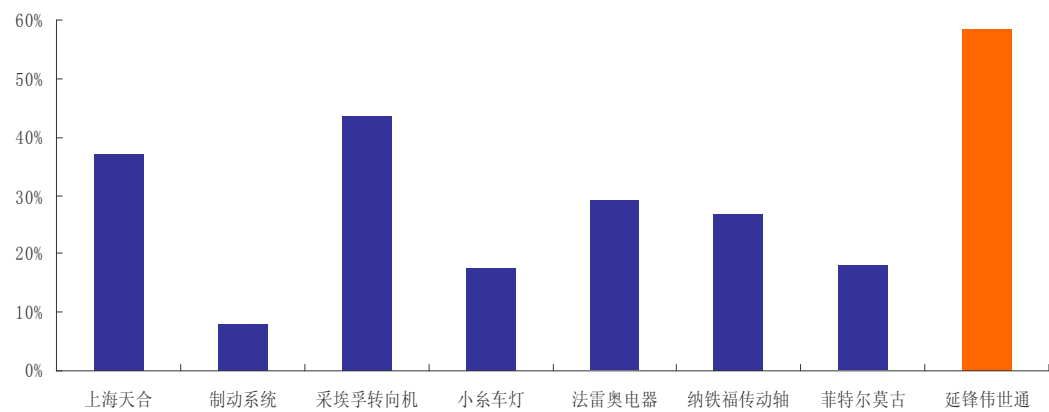
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4. “一个平台”战略 企业价值重估

4.1. “一个平台”发展战略 企业增长加速

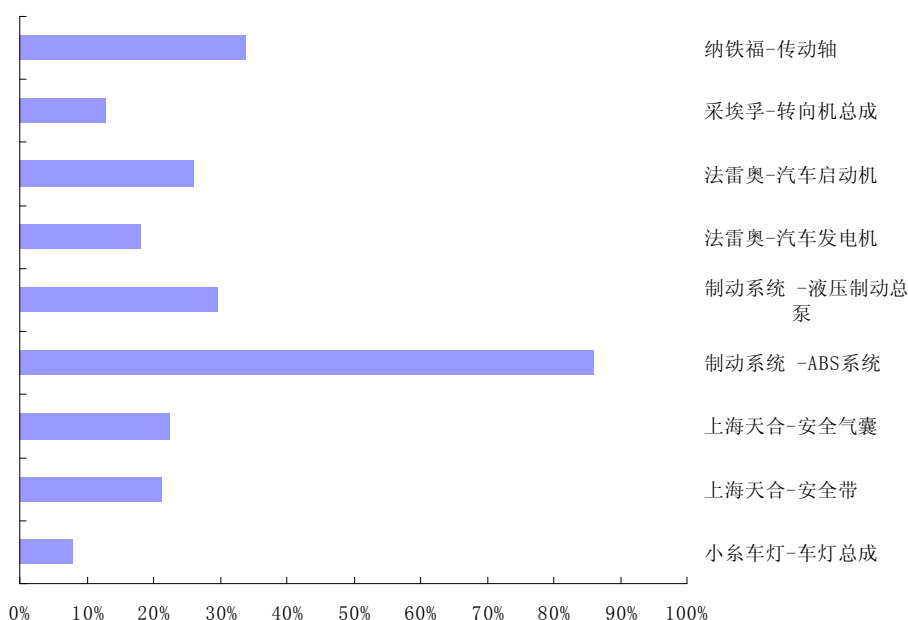
“一个平台”发展战略使延锋伟世通以完整的主体运营，延锋伟世通用了 16 年时间将收入从 5 亿做到 360 亿。即使在销售规模较大的情况下，2008-2010 年收入的复合增长率也高达 58%；与之相比，采埃孚转向机、上海天合增长率较为接近，分别为 44%、37%，制动系统增长率较低，仅为 8%。

图 14 主要合营或联营企业与延锋伟世通 2008-2010 收入 CAGR 比较



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15 主要合营或联营企业主要产品国内市场份额 (2009)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

从客户结构来看，目前小系车灯、上海天合及制动系统的 ABS 系统覆盖面较广，和国内主要厂商均有合作；而纳铁福、法雷奥、采埃孚客户只涵盖通用、大众、福特；制动系统液压制动总泵客户也限于大众和华晨金杯。从产品市场占有率来看，ABS 占有 86% 的市场，其他产品占有率一般也就在 20% 上下，市场仍有较大的开拓空间。推行“一个平台”战略后，合营或联营企业可以不拘泥于外方母公司的传统客户，积极开拓国际其他尤其是日韩客户，亦可以将产品向自主汽车生产商渗透。

4.2. “一个平台”发展战略 打造零部件自主品牌

自主开发产品的汽车企业能够带动相关工业的研发活动，其中首当其冲的则是零部件企业的研发。

零部件的自主研发与自主品牌汽车的成长形成良性正反馈。过去近 20 年零部件国产化发展出来的配套体系，是自主品牌整车企业能够迅速起步的一个必要条件，而这些自主开发企业的成长将会带动零部件企业系统化、模块化的开发能力，反过来又会进一步促进整车企业产品开发的能力和速度。

华域汽车作为上汽集团唯一的汽车零部件整合平台，打造一定销售规模的自主零部件业务，打造华域品牌，是集团的必然选择。

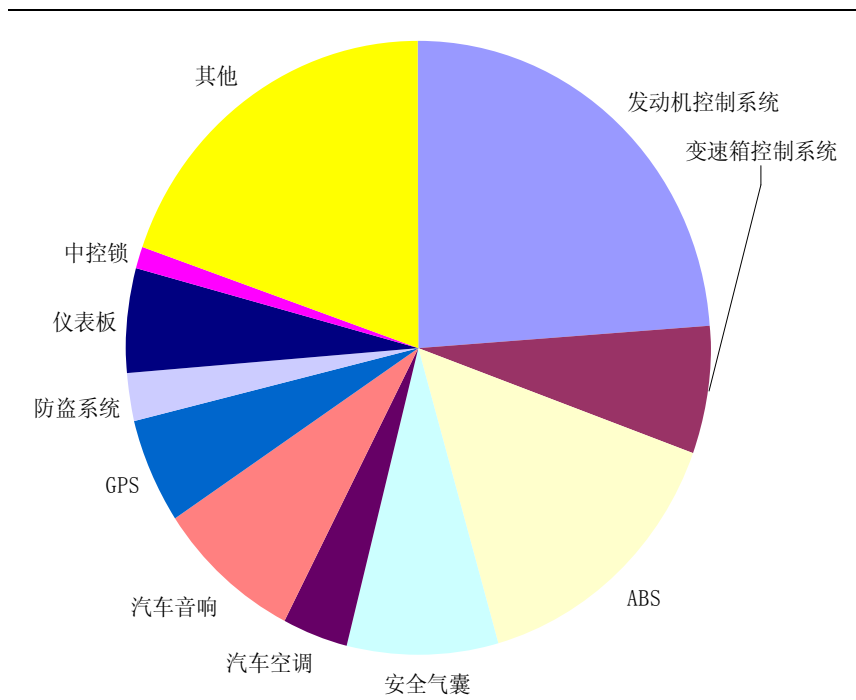
当前，在华域汽车的整个版图上，新能源业务、汽车电子等尚有诸多空白领域。

2010 年 10 月，公司与贵航共同设立华域电动是公司涉足新能源汽车领域的重要一步。

汽车电子是汽车研发作为核心的领域之一，2007 年收入总额在 1216 亿元，其中仅发动机管理系统、变速箱管理系统市场规模分别在 272、79 亿元，当前汽车电子技术基本被国外企业垄断。

华域与国际零部件制造企业有多年合作经验，技术积累最为深厚，通过资本运作及自主研发等多途径进入汽车电子领域只是时间问题。

图 16 汽车电子市场产品结构（2007）



数据来源：CCID，安信证券研究中心

5. 公司估值及投资建议

5.1. 2010-2013 年净利润复合增长率 22.5%

2010-2013 年，公司将继续在“一个平台”战略指导下，对合营或联营企业进行战略调整，开拓自主零部件业务，公司增长将快于行业，预计 2010-2013 年收入分别增长 64.2%、20.6%、21.0%、21.1%，净利润分别增长 70.3%、21.9%、22.7%、22.7%，净利润复合增长率 22.5%。

图 17 并表企业收入增长假设

收入增长率	2011E	2012E	2013E
延锋伟世通	20%	20%	20%
拖内公司*	20%	15%	15%
赛科利模具*	25%	25%	25%
上实交通*	18%	18%	18%
中弹公司*	18%	18%	18%
三电贝洱*	25%	30%	30%
联谊工贸*	18%	18%	18%
乾通公司*	18%	18%	18%

数据来源：安信证券研究中心

5.2. 相对估值：2010 年 15 倍 PE 对应股价 18.45 元

公司 2010-2013 年 EPS 预计分别为 1.01、1.23、1.51、1.85 元，国际主要零部件公司估值区间在 10-20 倍之间，当前华域汽车估值较低，介于华域汽车的规模和成长空间，按 2011 年 15 倍 PE 估值，对应股价约在 18.45 元。

图 18 50 大汽车零部件企业估值国际比较

公司	市值(Mil US\$)	市盈率	毛利率(%)	净利率(%)
Canada				
MAGNA INTERNATIONAL INC	12718.7	15.7	10.9	4.1
China				
HUAYU AUTOMOTIVE SYSTEMS -A	4370.7	12.3	15.9	6.0
France				
Average	2364.8	35.0		3.0
FAURECIA	3184.2	110.0		1.5
VALEO SA	4486.2	14.4		3.5
BURELLE SA	495.3	6.0		2.6
PLASTIC OMNIUM	1293.6	9.7		4.4
Germany				
RHEINMETALL AG	2981.0	22.5		4.0
Indonesia				
ASTRA INTERNATIONAL TBK PT	23355.9	16.0	21.0	11.9
Japan				
Average	4024.0	17.5	16.0	3.6
DENSO CORP	30107.9	14.1	15.8	5.9
AISIN SEIKI CO LTD	10159.2	8.4	14.4	3.9
SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES	10752.5	11.2	18.7	4.2
TOYOTA INDUSTRIES CORP	9869.5		16.0	3.2
TOYOTA BOSHOKU CORP	3221.5	11.6	9.7	1.8
JTEKT CORP	4006.3	54.2	14.6	1.9
CALSONIC KANSEI CORP	1081.7	28.8	7.5	1.2
NSK LTD	4906.8	18.9	20.0	3.0
TOYODA GOSEI CO LTD	2995.9	10.5	13.1	3.6
NOK CORP	3433.2	15.1	18.5	4.0
NHK SPRING CO LTD	2520.8	10.8	14.7	4.1
KOITO MANUFACTURING CO LTD	2463.1	19.6	16.6	1.8
FUTABA INDUSTRIAL CO LTD	494.9	99.2	8.2	0.6
TAKATA CORP	2443.1	11.8	20.2	5.1
TS TECH CO LTD	1286.4	9.9	12.0	3.1
TOKAI RIKI CO LTD	1777.0	13.7	15.5	-0.3
KAYABA INDUSTRY CO LTD	1653.1	12.7	19.6	5.2
KEIHIN CORP	1659.6	8.7	14.4	4.9
NGK SPARK PLUG CO LTD	3400.7	8.7	25.7	10.2
GS YUASA CORP	2842.7	23.7	23.2	2.0
TOKAI RUBBER INDUSTRIES	1374.1	10.5	16.6	3.7
STANLEY ELECTRIC CO LTD	3356.5	12.2	24.5	7.2
SHOWA CORP	547.2		13.2	0.2
TACHI-S CO LTD	563.0	5.2	10.4	4.3
SANDEN CORP	565.6	5.4	17.5	4.2
MITSUBA CORP	378.9	5.9	15.8	2.5
UNIPRES CORP	786.4	6.7	15.9	5.1
South Korea				
HYUNDAI MOBIS	24827.9	17.2		9.1
Sweden				
AUTOLIV INC	7181.6	13.5	21.5	8.0
United Kingdom				
GKN PLC	5334.1	40.9		6.2
United States				
Average	5562.8	17.7	19.0	4.3
JOHNSON CONTROLS INC	26057.9	19.4	16.5	5.0
TRW AUTOMOTIVE HOLDINGS CORP	6418.5	8.3	11.3	5.8
LEAR CORP	5067.9		8.4	3.4
GENUINE PARTS CO	8113.0	18.0	28.9	4.5
DANA HOLDING CORP	2460.0		11.7	3.0
FEDERAL-MOGUL CORP	2080.0	12.1	15.4	3.4
TENNECO INC	2535.1	32.8	17.0	0.6
BORGWARNER INC	8222.3	28.3	19.4	7.6
EXIDE TECHNOLOGIES	727.7	8.9	20.5	2.7
COOPER-STANDARD HOLDING	854.5		17.4	3.6
LKQ CORP	3300.1	21.0	43.0	5.9
AMERICAN AXLE & MFG HOLDINGS	917.3	10.4	18.4	6.3

数据来源: Bloomberg

5.3. 绝对估值区间：12.86-28.62 元

绝对估值我们选取了 EVA、OPFCF、AE 三种估值方法，估值结果分别为 28.62、21.23、12.86 元。

图 19 EVA 估值

EVA估值			主要假设			
显性预测	12,392.7	17.9%	无风险利率	5.10%		
半显性预测	24,266.2	35.0%	风险溢价	8.00%		
永续价值	32,627.9	47.1%	β 系数	0.98		
经济利润附加值	69,286.8	100.0%	Rm	13.10%		
加:投入资本和非营业资产	10,312.1		Ke	12.94%		
企业价值	79,598.9		Kd	6.00%		
减:付息债务	1,024.1		D/DE	3.31%		
减:少数股东权益	4,635.1		E/DE	96.69%		
权益价值	73,939.7		WACC	12.67%		
总股本	2,583.2		半显性期增长	8.00%		
每股权益价值	28.62		永续增长率	3.00%		
股价	11.57					
WACC		永续增长率				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	27.00	28.07	29.36	30.93	32.90	35.43
11.00%	29.88	31.29	33.01	35.17	37.94	41.63
10.00%	33.40	35.29	37.65	40.68	44.73	50.39
9.00%	37.79	40.38	43.70	48.13	54.34	63.64
8.00%	43.38	47.03	51.89	58.69	68.90	85.91
7.00%	50.69	56.02	63.49	74.69	93.37	130.71
6.00%	60.59	68.79	81.10	101.62	142.64	265.73

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 20 OPFCF 估值

公司OPFCF估值			主要假设			
显性预测	4,428.5	7.6%	无风险利率	5.10%		
半显性预测	23,980.5	41.1%	风险溢价	8.00%		
永续价值	29,882.8	51.3%	β 系数	0.98		
经营价值	58,291.8	100.0%	Rm	13.10%		
加:非营业资产	2,220.8		Ke	12.94%		
企业价值	60,512.6		Kd	6.00%		
减:付息债务	1,024.1		D/DE	3.31%		
减:少数股东权益	4,635.1		E/DE	96.69%		
权益价值	54,853.3		WACC	12.67%		
总股本	2,583.2		半显性期增长	8.00%		
每股权益价值	21.23		永续增长率	3.00%		
股价	11.57					
WACC		永续增长率				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	20.77	21.49	22.35	23.40	24.71	26.40
11.00%	23.68	24.66	25.86	27.35	29.28	31.85
10.00%	27.23	28.59	30.30	32.49	35.41	39.50
9.00%	31.64	33.58	36.07	39.40	44.05	51.03
8.00%	37.25	40.09	43.87	49.16	57.10	70.33
7.00%	44.58	48.87	54.89	63.91	78.95	109.03
6.00%	54.49	61.33	71.58	88.67	122.85	225.39

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 21 FCFE 估值

AE估值			主要假设			
显性预测	2,950.2	18.9%	无风险利率	5.10%		
半显性预测	5,515.3	35.3%	风险溢价	8.00%		
永续价值	7,151.2	45.8%	β 系数	0.98		
超额利润附加值	15,616.7	100.0%	Rm	13.10%		
加:净资产	17,606.2		Ke	12.94%		
权益价值	33,222.9		半显性期增长	8.00%		
总股本	2,583.2		永续增长率	3.00%		
每股权益价值	12.86					
股价	11.57					
Ke		永续增长率				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	12.69	12.94	13.24	13.60	14.06	14.64
11.00%	13.36	13.69	14.09	14.59	15.23	16.08
10.00%	14.19	14.63	15.17	15.87	16.81	18.12
9.00%	15.21	15.81	16.58	17.61	19.04	21.20
8.00%	16.52	17.36	18.48	20.06	22.42	26.36
7.00%	18.22	19.45	21.18	23.77	28.09	36.73
6.00%	20.52	22.42	25.26	30.01	39.51	67.99

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

5.4. 投资建议和风险提示

综合考虑各种估值结果, 由于华域汽车 2009 年 4 月进行了资产置换, 绝对估值可能有较大偏差, 主要考虑相对估值结果, 将华域汽车目标价上调至 18.45 元, 维持买入-B 投资评级。

如果 2010-2013 年汽车销量增速在 15%以下, 或者原材料价格大幅上升, 公司盈利会有大幅波动, 敬请注意相关风险。

财务报表预测和估值数据汇总					单位	百万元	模型更新时间		2010-12-23		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,425.4	24,667.9	40,508.2	48,839.0	59,105.5	成长性					
减: 营业成本	4,858.8	20,723.5	33,597.3	40,506.9	49,021.9	营业收入增长率	-1.9%	354.7%	64.2%	20.6%	21.0%
营业税费	161.0	26.6	60.8	73.3	88.7	营业利润增长率	-254.3%	-702.3%	73.5%	20.0%	20.9%
销售费用	19.2	324.8	526.6	644.7	780.2	净利润增长率	-114.2%	-4332.6%	70.3%	21.9%	22.8%
管理费用	660.4	1,904.4	3,139.4	3,785.0	4,580.7	EBITDA 增长率	-56.4%	509.3%	60.5%	18.1%	18.5%
财务费用	232.1	28.9	-60.0	-99.9	-172.8	EBIT 增长率	-147.4%	-1367.0%	69.4%	19.4%	20.0%
资产减值损失	15.1	62.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	115.6%	156.1%	66.8%	19.3%	19.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-0.1	-	-	投资资本增长率	1.0%	30.9%	128.6%	10.8%	11.6%
投资和汇兑收益	74.4	1,093.7	1,423.9	1,673.1	1,965.9	净资产增长率	-30.7%	326.0%	15.4%	27.7%	26.2%
营业利润	-446.7	2,690.5	4,668.0	5,602.2	6,772.9	利润率					
加: 营业外净收支	432.9	26.3	30.0	30.0	30.0	毛利率	10.4%	16.0%	17.1%	17.1%	17.1%
利润总额	-13.8	2,716.7	4,698.0	5,632.2	6,802.9	营业利润率	-8.2%	10.9%	11.5%	11.5%	11.5%
减: 所得税	49.6	172.1	352.4	422.4	510.2	净利率	-0.7%	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%
净利润	-36.2	1,530.9	2,607.4	3,178.0	3,901.4	EBITDA/营业收入	9.7%	13.0%	12.7%	12.4%	12.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	-4.0%	11.0%	11.4%	11.3%	11.2%
货币资金	767.8	7,057.7	7,959.1	12,214.8	17,390.1	运营效率					
交易性金融资产	-	0.1	-	-	-	固定资产周转天数	334	63	32	26	20
应收帐款	311.8	4,469.5	7,471.3	9,007.8	10,901.3	流动营业资本周转天数	-28	-11	30	62	62
应收票据	3.0	1,721.9	2,774.5	3,345.1	4,048.3	流动资产周转天数	94	131	178	202	219
预付帐款	145.5	501.7	837.7	1,242.7	1,733.0	应收帐款周转天数	12	33	51	59	59
存货	295.0	2,237.6	3,679.6	4,436.3	5,368.9	存货周转天数	18	19	27	31	31
其他流动资产	2.9	498.1	814.9	981.5	1,186.8	总资产周转天数	643	266	269	273	280
可供出售金融资产	861.5	1,733.8	-	-	-	投资资本周转天数	363	93	105	128	117
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	588.2	4,495.4	4,946.7	5,441.4	5,985.5	ROE	-1.8%	16.6%	24.6%	23.1%	22.1%
投资性房地产	29.1	58.7	58.7	58.7	58.7	ROA	-0.7%	9.2%	13.2%	12.7%	12.4%
固定资产	4,937.5	3,682.0	3,566.4	3,358.7	3,053.9	ROIC	18.4%	46.8%	59.6%	31.1%	33.6%
在建工程	109.1	221.6	141.9	94.2	65.5	费用率					
无形资产	788.3	373.3	336.1	302.5	272.4	销售费用率	0.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	108.6	474.2	454.8	555.7	677.6	管理费用率	12.2%	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%
资产总额	8,948.4	27,527.6	33,044.0	41,042.0	50,744.9	财务费用率	4.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
短期债务	2,984.3	930.6	918.1	885.5	828.8	三费/营业收入	16.8%	9.2%	8.9%	8.9%	8.8%
应付帐款	714.5	7,332.9	10,585.4	12,762.4	15,445.2	偿债能力					
应付票据	132.7	1,201.7	2,301.2	2,774.4	3,357.7	资产负债率	59.9%	44.4%	46.6%	45.1%	43.9%
其他流动负债	385.3	1,712.2	1,882.4	2,416.5	3,055.5	负债权益比	149.1%	79.9%	87.2%	82.0%	78.4%
长期借款	-	106.0	106.0	106.0	106.0	流动比率	0.31	1.45	1.58	1.73	1.86
其他非流动负债	422.6	763.3	389.0	389.0	389.0	速动比率	0.25	1.25	1.33	1.48	1.61
负债总额	5,356.7	12,225.5	15,390.7	18,496.8	22,297.2	利息保障倍数	-0.92	93.97	-76.74	-55.10	-38.19
少数股东权益	796.6	2,896.9	4,635.1	6,666.9	9,058.2	分红指标					
股本	1,472.6	2,583.2	2,583.2	2,583.2	2,583.2	DPS(元)	0.05	-	0.10	0.12	0.15
留存收益	1,322.6	9,822.0	10,434.9	13,295.0	16,806.3	分红比率	-339.3%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	3,591.8	15,302.1	17,653.2	22,545.2	28,447.7	股息收益率	0.4%	0.0%	0.9%	1.1%	1.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	-63.4	2,544.6	2,607.4	3,178.0	3,901.4	EPS(元)	-0.01	0.59	1.01	1.23	1.51
加: 折旧和摊销	794.0	597.3	522.8	556.2	581.8	BVPS(元)	1.39	5.92	6.83	8.73	11.01
资产减值准备	15.1	62.9	-	-	-	PE(X)	-826.3	19.5	11.5	9.4	7.7
公允价值变动损失	-	-	-0.1	-	-	PB(X)	8.3	2.0	1.7	1.3	1.1
财务费用	169.3	236.6	78.6	-60.0	-99.9	P/FCF	270.6	-10.8	-4.5	21.7	17.2
投资收益	-74.4	-1,097.4	-1,423.9	-1,673.1	-1,965.9	P/S	5.5	1.2	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	-27.2	1,013.8	1,738.3	2,031.8	2,391.2	EV/EBITDA	37.6	7.7	6.5	5.3	4.3
营运资金的变动	-47.4	918.1	-1,963.6	-387.0	-484.8	CAGR(%)	-534.8%	35.2%	20.5%	-40.6%	-39.1%
经营活动产生现金流量	993.3	3,416.3	1,420.7	3,606.0	4,250.9	PEG	1.5	0.6	0.6	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-888.3	1,074.5	2,393.0	913.3	1,206.7	ROIC/WACC	1.5	3.7	4.7	2.5	2.7
融资活动产生现金流量	37.7	1,198.3	-1,972.7	-250.5	-274.0	REP	2.5	0.9	0.4	0.7	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

谈际佳，安信证券研究中心汽车与零部件行业分析师，车辆工程学士，数量经济学硕士。3 年汽车与零部件行业研究经验，曾先后任职于天相投资顾问有限公司和太平洋证券股份有限公司。2010 年 5 月加入安信证券，从事证券研究之前，有多家汽车制造厂实习或工作经历。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034