



华域汽车（600741）：“业绩稳定增长+资产注入”造就低估值优势

近半年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本（百万股）	2583
实际流通A股（百万股）	1472
实际流通A股市值（亿元）	188.64

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

评级： **强烈推荐**

- 背靠上汽造就天然壁垒，新客户拓展良好，市场地位稳固。2011年乘用车市场将保持10%-15%的增速，公司主要客户上汽将受益于高端轿车以及SUV销量增加的影响，有望保持15%销量增速，另外随着公司客户的不断扩展以及资产注入等因素，我们认为公司2011年营业收入将保持20%的增速，超越行业平均水平。
- 上汽集团资产注入，公司业绩提升在即。目前公司已发布公告上汽集团将零部件资产注入到公司，我们预计上汽集团旗下的东华汽车公司将注入到上市公司。东华汽车主要从事零部件业务（模具及装备、底盘相关系统合成、电子仪表、饰件配件和锻造毛坯等）和服务贸易业务（进出口贸易、物流配送、物流贸易和土地资源开发等）。东华公司目前已经成功扭亏为盈，2010年实现利润约4600万元，已经具备了注入华域汽车的条件。
- 投资逻辑：业绩稳定增长+资产注入造就低估值优势；新能源汽车业务将打开新盈利空间。
- 2010/11/12年EPS分别为0.99元/1.24元/1.53元，目前对应的股价为（12.81元），2011/2012 PE分别为10.3X和8.4X，处于历史低位水平。基于公司的在零部件的龙头地位以及行业增速水平，我们给予公司2011年15倍的PE，公司的2011年的目标价格为18.6元，因此我们给予“强力推荐”评级。



目录

1. 公司基本情况	- 2 -
1.1 公司产品和行业	- 2 -
1.2 公司股权结构	- 3 -
2. 行业发展前景与竞争格局	- 4 -
3. 公司经营情况及竞争优势	- 5 -
3.1 公司经营情况	- 5 -
3.2 公司竞争优势	- 5 -
3.21 企业优势	- 5 -
3.22 客户优势	- 6 -
3.23 新能源汽车电机业务助公司在新能源领域占得先机。	- 7 -
3.24 上汽集团资产注入，公司业绩提升在即。	- 7 -
4. 财务分析	- 8 -
4.1 盈利能力分析	- 8 -
4.2 偿债能力分析	- 8 -
4.3 营运能力分析	- 9 -
4.4 期间费用率	- 9 -
5. 公司估值及投资建议	- 10 -
5.1 公司背靠上汽 2011 收入增速将保持 20%左右。	- 10 -
5.2 盈利预测与估值	- 11 -

图标目录

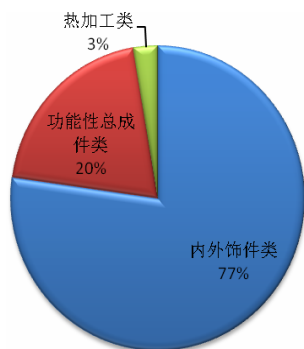
图 1: 09 年华域汽车收入占比.....	- 3 -
图 2: 09 年华域汽车毛利占比.....	- 3 -
图 3: 我国汽车销量及增速.....	- 4 -
图 4: 各主要国家千人汽车保有量对比.....	- 4 -
图 5: 2009 年控股子公司利润占比.....	- 5 -
图 6: 2010.1-9 月公司利润构成	- 5 -
图 7: 延锋伟世通主要国际合作伙伴.....	- 6 -
图 8: 延锋伟世通主要客户	- 6 -
图 9: 延锋伟世通研发制造分布.....	- 6 -
图 10: 上汽通用销量.....	- 7 -
图 11: 上汽大众销量.....	- 7 -
图 12: 上汽自主品牌销量.....	- 7 -
图 13: 同行业公司 2009 年毛利率比较.....	- 8 -
图 14: 华域汽车历年毛利率比较.....	- 8 -
图 15: 同行业公司 2009 年加权 ROE 比较.....	- 8 -
图 16: 同行业公司 2009 年净利率比较.....	- 8 -
图 17: 同行业公司 2009 年流动比比较.....	- 8 -
图 18: 同行业公司 2009 年速动比比较.....	- 8 -
图 19: 同行业公司 2009 年资产负债率比较.....	- 9 -
图 20: 同行业公司 2009 年利息保障倍数比较.....	- 9 -
图 21: 同行业公司 2009 年存货周转率比较.....	- 9 -
图 22: 同行业公司 2009 年应收账款比较.....	- 9 -
图 23: 同行业公司 2009 年销售费率比较.....	- 9 -
图 24: 同行业公司 2009 年管理费率比较.....	- 9 -
图 25: 同行业公司 2009 年财务费率比较.....	- 9 -
图 26: 同行业公司 2009 年期间费率比较.....	- 9 -
图 27: 华域汽车历史 PE band	- 11 -
图 28: 华域汽车历史 PB band	- 11 -

1. 公司基本情况

1.1 公司产品和行业

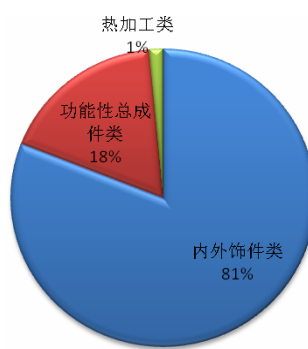
公司是国内最大的独立汽车零部件供应商。公司主要客户以上汽集团旗下公司为主，目前已经拓展到合资品牌和自主品牌在内的主流乘用车企业。公司主要业务为独立供应汽车零部件研发、生产及销售，主要包括汽车内外饰件、金属成型与模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等六大板块。

图 1 09 年华域汽车收入占比



资料来源：公司公告 南京证券研究所

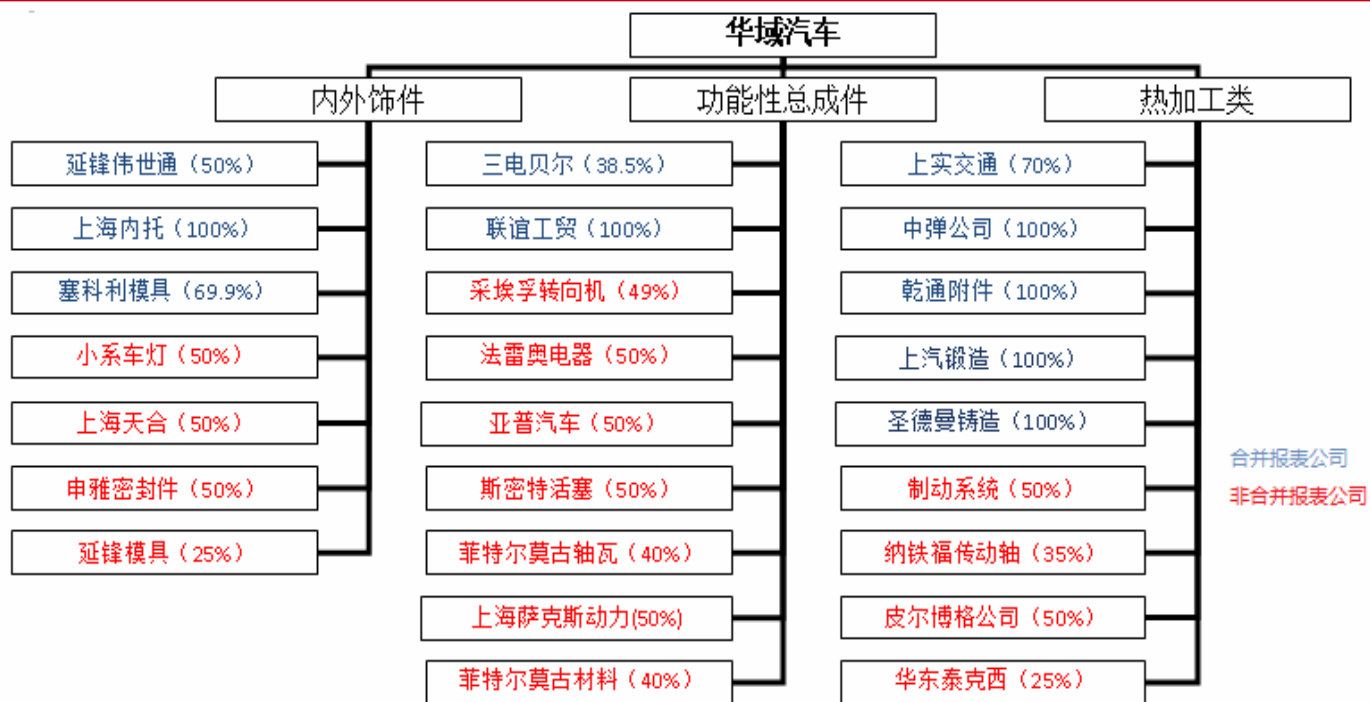
图 2 09 年华域汽车毛利占比



资料来源：公司公告 南京证券研究所

1.2 公司股权结构

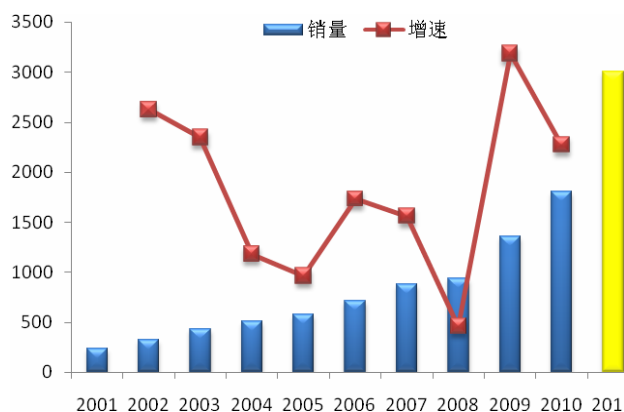
公司共有24家直接投资企业，子公司多为细分行业龙头公司，盈利能力强。主要包括延锋伟世通公司业务领域覆盖汽车内饰系统、外饰系统、座椅系统、电子系统和安全系统等，公司已具备了系统化设计、模块化供货的能力；超前开发和同步开发能力；从设计到验证、从工艺开发到模具开发，再到产品制造的全方位服务能力。上海三电贝洱汽车空调有限公司是国内最大生产汽车空调系统及汽车空调压缩机等系列产品的专业定点企业，主要配套上汽集团、一汽集团、东风PSA集团、奇瑞汽车等各类车型，产品国内市场占有率约为40%，同时出口32个国家和地区。上海采埃孚转向机有限公司是国内规模最大、市场占有率最高、综合能力最强的转向系统专业生产基地上海纳铁福传动轴有限公司，上海小糸车灯有限公司、上海拖拉机内燃机有限公司、上海赛科利汽车模具技术应用有限公司、上海实业交通电器有限公司、上海法雷奥汽车电器系统有限公司、上海乾通汽车附件有限公司、上海皮尔博格有色零部件有限公司等国内优秀企业。



2. 行业发展前景与竞争格局

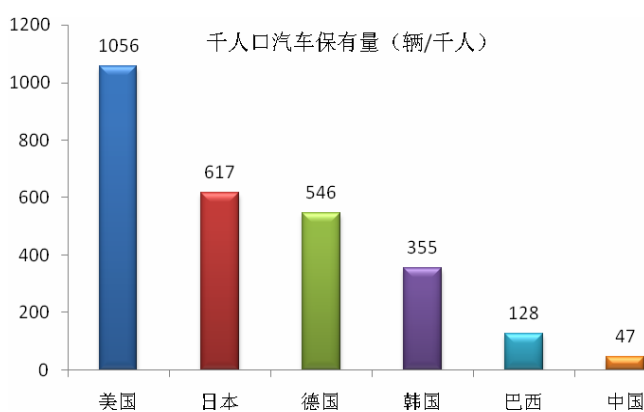
乘用车行业销售增速下滑，发展空间依然巨大。乘用车市场 201 年仍将保持 10%-15% 的增长速度，其中高端乘用车销量增长有望高行业增速。根据国际经验，人均 GDP 超过 3000 美元家用汽车消费将进入高速发展阶段，2008 年我国人均 GDP 超过 3000 美元，汽车消费进入普及阶段。2001-2010 年我国乘用车销量复合增长率高达 113.15%。而且我国目前千人保有量 2009 年才 47，不仅远远低于美国等发达国家，而且也低于 128 的平均水平，这也表明我国汽车仍有较大的发展空间。根据国际信息中心预测我国汽车年销量在 2015 年有望达到 3000 万辆，未来我国汽车销量年平均增速仍将保持 10% 以上增长。汽车零部件企业利润从 2001 年的 6.2 亿发展到 2010 年的 1193 亿，复合增长率高达 179%，高于汽车行业的增速。

图 3：我国汽车销量及增速



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 4：各主要国家千人汽车保有量对比



资料来源：wind，南京证券研究所

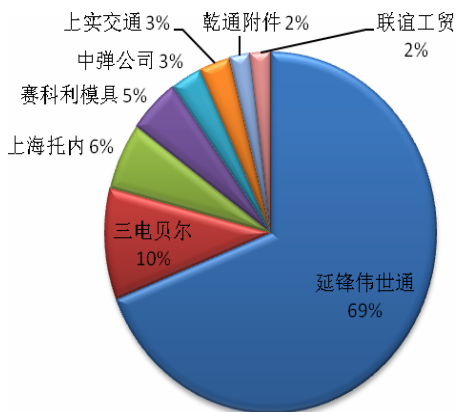
3. 公司经营情况及竞争优势

3.1 公司经营情况

公司最为国内最大的汽车零部件厂商，公司主要业务为独立供应汽车零部件研发、生产及销售，主要包括汽车内外饰件、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。

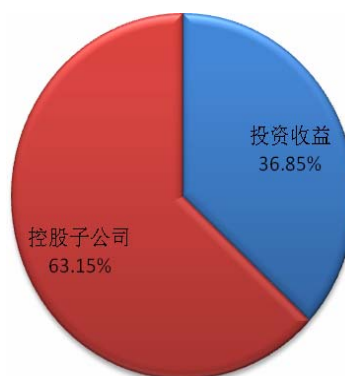
2010 年 1-9 月公司收入 313.32 亿元，利润总额为 32.52 亿元，其中投资收益 12 亿元，对利润的贡献率达到 36.85%。投资收益中纳铁福、制动系统公司、法雷奥电器、采埃孚转向机及小糸车灯 5 家企业对投资收益贡献率达到 80%。从 2009 年合并报表收入来看，延锋伟世通、三电贝尔、上海拖内、中弹公司，分别占比 69%、10%、6%、3%。

图 5：2009 年控股子公司利润占比



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 6：2010.1-9 月公司利润构成



资料来源：公司公告，南京证券研究所

3.2 公司竞争优势

3.2.1 企业优势

下属公司大多数为细分行业龙头，竞争优势明显。其中延锋伟世通对公司利润贡献最大。延锋伟世通业务覆盖汽车内饰系统、外饰系统、座椅系统、电子系统和安全系统等。公司已具备了系统化设计、模块化供货的能力；超前开发和同步开发能力；从设计到验证、从工艺开发到模具开发，再到产品制造的全方位服务能力。延锋伟世通为公司贡献了约 70% 的收入和 30% 的净利润。2009 年延锋伟世通实现合并销售收入 193.82 亿人民币，出口 2.01 亿美元。在中国汽车零部件行业百强企业中排名第四位。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。其客户几乎囊括了所有的国内主流乘用车车企。

图 7：延锋伟世通主要国际合作伙伴



资料来源：公司网站，南京证券研究所

图 8：延锋伟世通主要客户



资料来源：公司网站，南京证券研究所

图 9：延锋伟世通研发制造分布

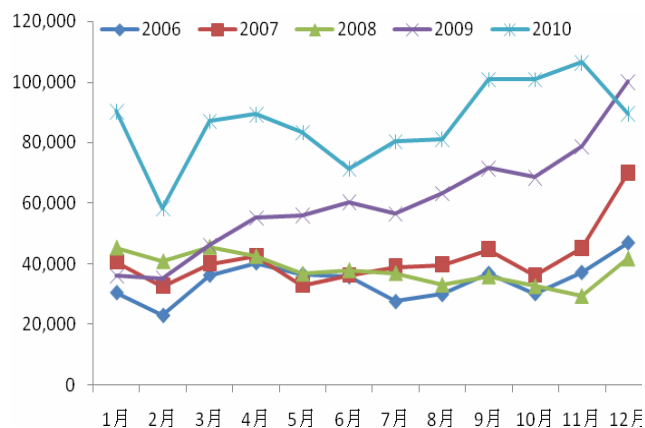


数据来源：公司网站 南京证券研究所

3.22 客户优势

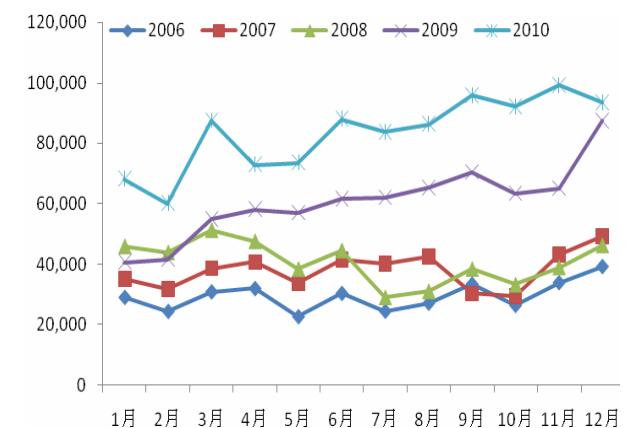
背靠上汽造就天然壁垒，新客户拓展良好，市场地位稳固。公司主营客户以上汽集团旗下子公司为主，占公司收入的 60%左右，目前逐步拓展到包含合资品牌和自主品牌的主流乘用车企业。随着 2011 年政策支持力度的减弱，乘用车将逐步回归到理性增长。我们认为低端轿车销量增速降幅较快，而高端轿车仍有望保持较高增速，上海汽车作为我国最大的高端汽车生产厂商，将保持较高速度增长，公司做为上海汽车零部件的主要供应商，将成为主要受益者，增速将超过行业平均水平。

图 10: 上汽通用销量



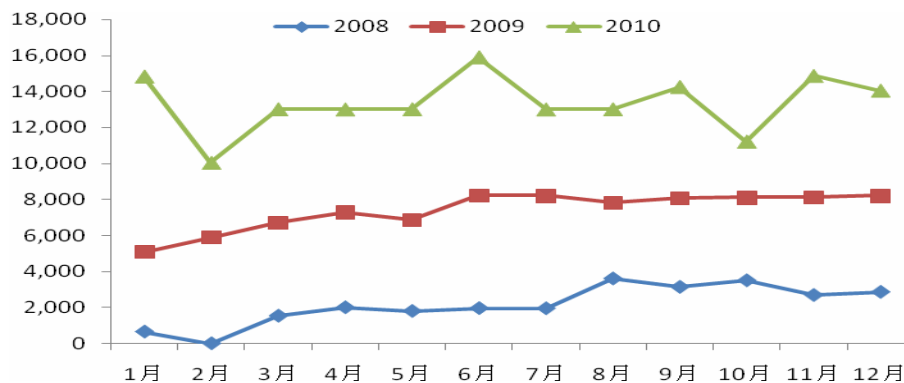
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 11: 上汽大众销量



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 12: 上汽自主品牌销量



数据来源: CAAM、南京证券研究所

3.23 新能源汽车电机业务助公司在新能源领域占得先机。

公司和贵州航天工业公司共同投资成立华域汽车电动系统有限公司, 业务涉及研发、制造汽车和工程车辆及机械用的各类电机及电机控制系统, 公司占有 60% 的股份。上汽十二五规划中明确表示, 在十二五期间新能源汽车占有率要达到 20% 左右, 公司作为上汽的零部件供应商必将占得先机。

3.24 上汽集团资产注入, 公司业绩提升在即。

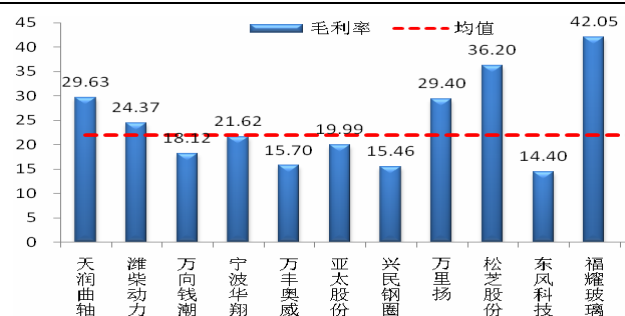
目前公司以发布公告上汽集团将零部件资产注入到公司, 我们预计上汽旗下的东华汽车公司将注入到上市公司。东华公司是由上海汽车工业(集团)总公司和南京跃进汽车有限公司共同投资的立足汽车零部件和服务贸易产业的大型企业。上汽占75% 股权, 跃进占25% 股权。公司拥有17家零部件企业、5家服务贸易企业, 总资产31亿元, 主要从事零部件业务(模具及装备、底盘相关系统合成、电子仪表、饰件配件和锻造毛坯等)和服务贸易业务(进出口贸易、物流配送、物流贸易和土地资源开发等)。东华公司目前已经成功扭亏为盈, 2010年实现利润约4600万元, 已经具备了注入华域汽车的条件。

4. 财务分析

4.1 盈利能力分析

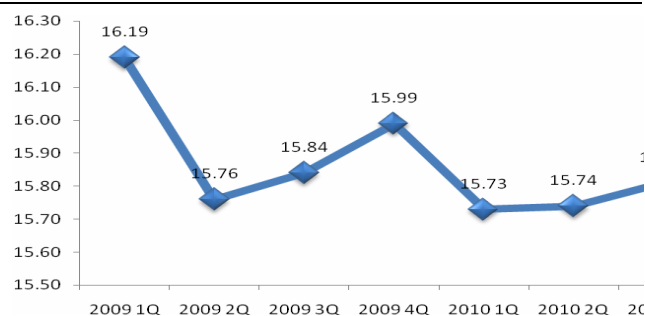
公司盈利能力在行业中仅处于平均水平，主要是由于公司从事的业务毛利率水平较低。随着市场高端轿车需求的不断增长，公司的高端配套零部件比重也将逐步提高。以及公司自主研发水平的提高将有利于提高公司的毛利率水平。

图 13: 同行业公司 2009 年毛利率比较



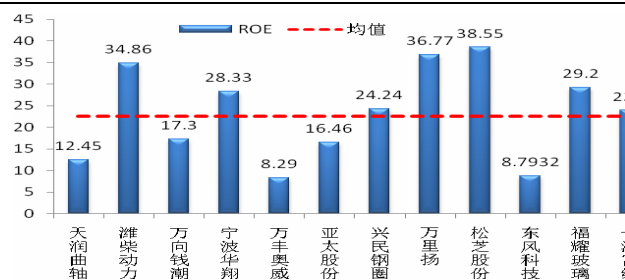
资料来源: wind, 南京证券研究所

图 14: 华域汽车历年毛利率比较



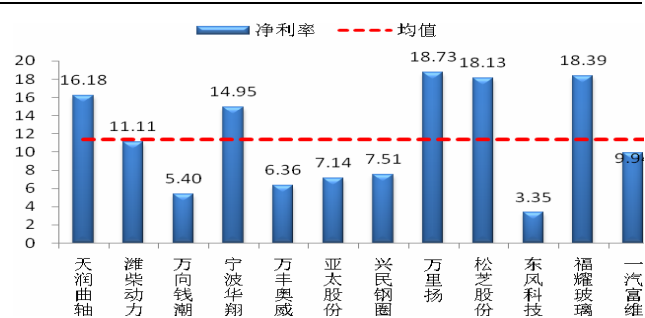
资料来源: wind, 南京证券研究所

图 15: 同行业公司 2009 年加权 ROE 比较



资料来源: wind, 南京证券研究所

图 16: 同行业公司 2009 年净利率比较

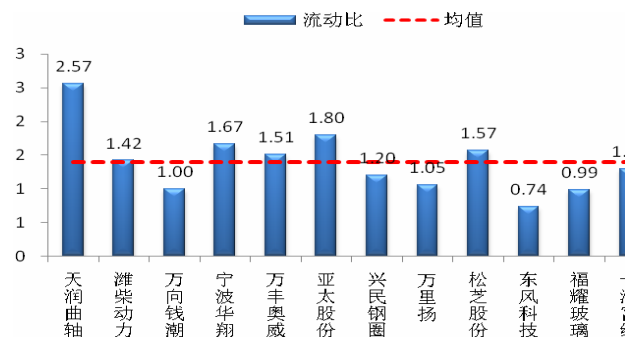


资料来源: wind, 南京证券研究所

4.2 偿债能力分析

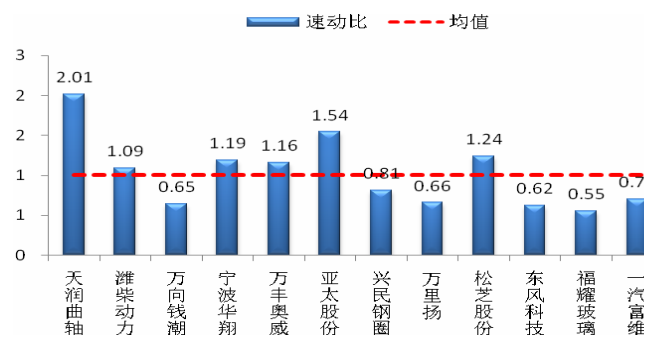
公司流动比、速动比、资产负债率均达到平均水平，利息保障倍数位列行业第一名。表明公司偿债能力强，应对不确定性风险的能力较高。

图 17: 同行业公司 2009 年流动比比较



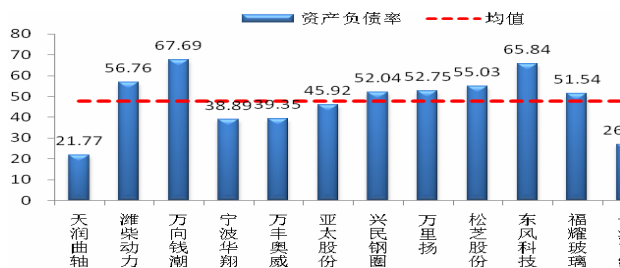
资料来源: wind, 南京证券研究所

图 18: 同行业公司 2009 年速动比比较



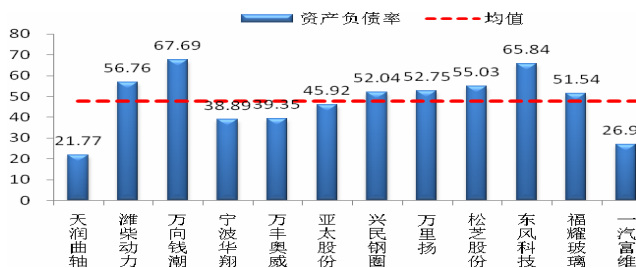
资料来源: wind, 南京证券研究所

图 19: 同行业公司 2009 年资产负债率比较



资料来源: wind, 南京证券研究所

图 20: 同行业公司 2009 年利息保障倍数比较

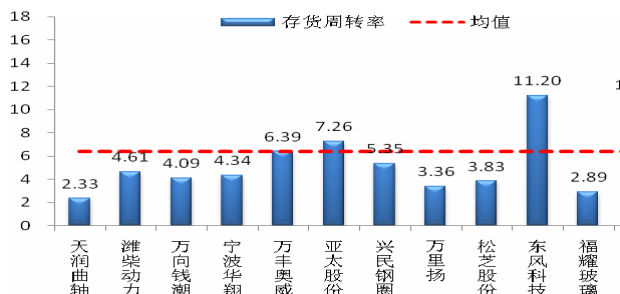


资料来源: wind, 南京证券研究所

4.3 营运能力分析

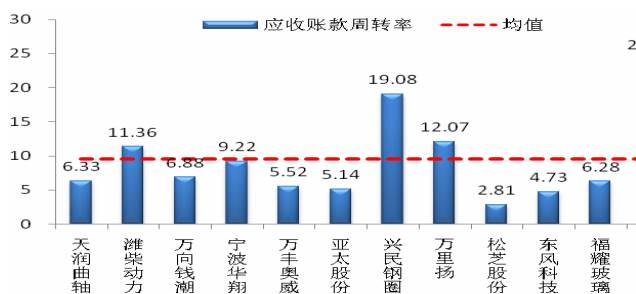
公司存货周转率在可比公司中最高, 达到 16.36 次, 应收账款周转率 10.94 次也高于可比公司平均水平, 表明公司运营能力较强。

图 21: 同行业公司 2009 年存货周转率比较



资料来源: wind, 南京证券研究所

图 22: 同行业公司 2009 年应收账款比较

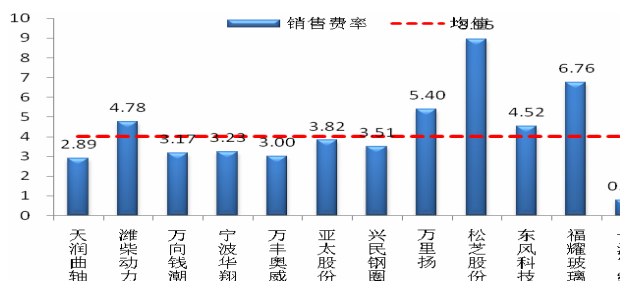


资料来源: wind, 南京证券研究所

4.4 期间费用率

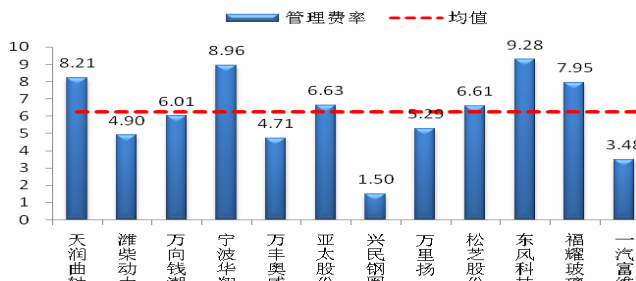
公司成本控制能力强, 三项费用率较低。除了管理费用略超过平均水平外, 其他两项费率远低于行业平均水平。期间费用率也是低于行业水平。管理费率略高主要是由于公司子公司和联合营公司较多所致。

图 23: 同行业公司 2009 年销售费率比较



资料来源: wind, 南京证券研究所

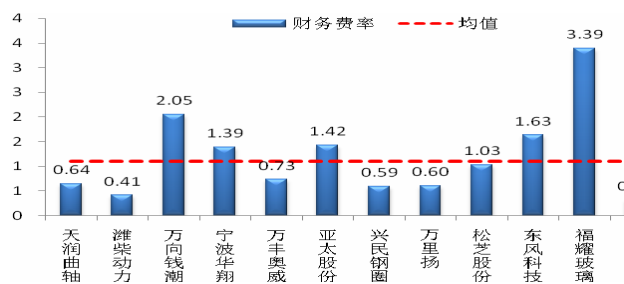
图 24: 同行业公司 2009 年管理费率比较



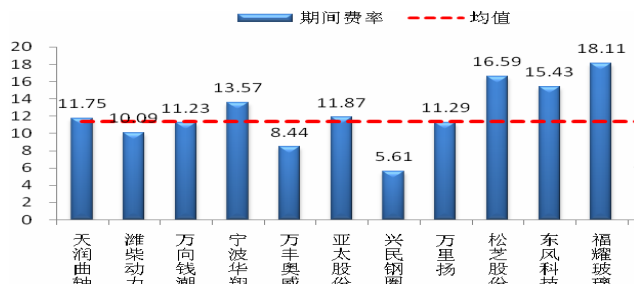
资料来源: wind, 南京证券研究所

图 25: 同行业公司 2009 年财务费率比较

图 26: 同行业公司 2009 年期间费率比较



资料来源: wind, 南京证券研究所



资料来源: wind, 南京证券研究所

5. 公司估值及投资建议

5.1 公司背靠上汽 2011 收入增速将保持 20%左右。

2011 年乘用车市场将保持 10%-15% 的增速, 公司主要客户上汽将受益于高端轿车以及 SUV 销量增加的影响, 有望保持 15% 销量增速, 另外随着公司客户的不断扩展以及资产注入等因素, 我们认为公司 2011 年营业收入将保持 20% 的增速。

表格 1: 公司各项业务假设

内外饰件业务		2009A	2010E	2011E	2012E
收入		19,043.90	33,326.83	40,325.46	48,793.80
增长率 (YOY)			75%	21%	21%
占总收入比重		77.2%	81.4%	81.6%	81.9%
毛利率%		16.8%	17.3%	17.3%	17.4%
功能性总成件					
收入		4,976.00	6,717.60	8,047.68	9,496.27
增长率 (YOY)			35%	20%	18%
占总收入比重		20.2%	16.4%	16.3%	15.9%
毛利率%		13.9%	15.5%	15.5%	15.2%
热加工类					
收入		648	874.80	1,049.76	1,259.71
增长率 (YOY)			35%	20%	20%
占总收入比重		2.6%	2.1%	2.1%	2.1%
毛利率%		8.8%	9.2%	9.2%	9.1%
合计					
总收入		24667.9	40,919.23	49,422.90	59,549.78
增长率 (YOY)			65.88%	20.78%	20.49%
毛利率%		15.99%	16.83%	16.83%	16.87%
营业税率		0.11%	0.0011	0.0011	0.0011
销售费率		1.32%	1.35%	1.30%	1.31%
管理费率		7.72%	7.60%	6.60%	6.40%
所得税率		6.34%	13%	14%	15%
投资收益		1093	1390	1500	1700
归属母公司净利润		1530	2553	3214	4941
EPS		0.59	0.99	1.24	1.53

5.2 盈利预测与估值

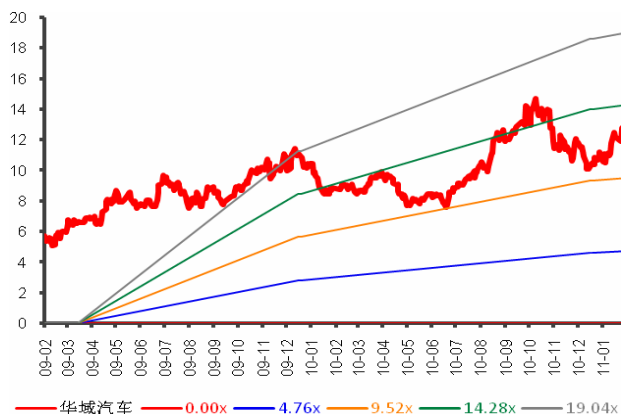
2010/11/12 年 EPS 分别为 0.99 元/1.24 元/1.53 元，目前对应的股价为（12.81 元），2011/2012 PE 分别为 10.3X 和 8.4X，处于历史低位水平。横向比较其它汽车零部件公司的估值水平，我们认为华域汽车的估值水平处于行业下游，极具安全边际。基于公司的在零部件的龙头地位以及行业增速水平，我们给予公司 2011 年 15 倍的 PE，公司的 2011 年的目标价格为 18.6 元，因此我们给予“强烈推荐”评级。

表 2: 可比公司盈利预测及估值表

代码	简称	总市值	收盘价	EPS			PE			PB			三年复	PEG	投资评级
			2011/2/17	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	合增长		
000581	威孚高科	280	49.3	0.79	2.27	2.82	62.41	21.72	17.48	9.86	5.60	4.36	52.83%	0.41	推荐
600742	一汽富维	78.22	36.98	1.67	2.69	3.23	22.14	13.75	11.45	4.74	3.74	2.96	24.59%	0.56	推荐
600660	福耀玻璃	212	12.04	0.55	0.89	1.1	21.89	13.53	10.95	4.15	4.15	3.44	25.99%	0.52	推荐
002048	宁波华翔	82	14.52	0.72	0.77	0.97	20.17	18.86	14.97	5.04	2.90	2.44	10.45%	1.81	推荐
平均							31.65	16.96	13.71	5.95	4.10	3.30			
600741	华域汽车	330	12.81	0.59	0.99	1.24	21.71	12.94	10.33	2.67	2.20	1.87	0.28	0.46	强烈推荐

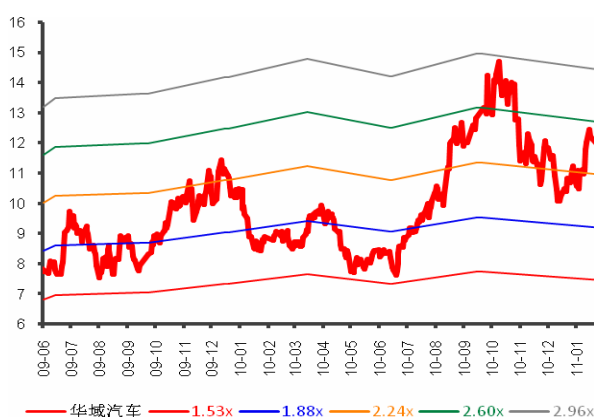
数据来源: Wind, 南京证券研究所

图 27: 华域汽车历史 PE band



资料来源: wind, 南京证券研究所

图 28: 华域汽车历史 PB band



资料来源: wind, 南京证券研究所

财务报表及预测									
利润表(百万)	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量净额	5695	2427	4878	5192
营业收入	24668	40919	49422	59549	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
减: 营业成本	20723	34032	41104	49503	收益率				
营业税金及附加	27	44	53	64	毛利率	16%	17%	17%	17%
营业费用	325	552	642	780	三费/销售收入	9%	9%	8%	7%
管理费用	1904	3110	3361	3811	EBIT/销售收入	11%	11%	12%	12%
财务费用	29	-116	-223	-333	EBITDA/销售收入	14%	13%	13%	13%
资产减值损失	63	63	63	63	销售净利率	10%	10%	11%	11%
加: 投资收益	1094	1390	1500	1700	资产获利率				
营业利润	2690	4623	5921	7361	ROE	12%	17%	18%	18%
加: 其他非经营损益	26	48	48	48	ROA	11%	22%	16%	20%
利润总额	2717	4671	5969	7408	ROIC	47%	44%	49%	57%
减: 所得税	172	427	626	856	增长率				
净利润	2545	4244	5343	6552	销售收入增长率	355%	66%	21%	20%
减: 少数股东损益	1014	1691	2129	2610	EBIT 增长率	19975%	66%	26%	23%
归属母公司股东净利润	1531	2553	3214	3942	EBITDA 增长率	328%	63%	22%	19%
资产负债表(百万)	2009A	2010E	2011E	2012E	净利润增长率	4114%	67%	26%	23%
货币资金	5523	7950	12828	18020	总资产增长率	201%	-19%	73%	-3%
应收和预付款项	6693	-540	7972	982	运营能力	158%	105%	-1%	52%
存货	2238	1770	3070	2758	资本结构				
其他流动资产	486	486	486	486	资产负债率	41%	7%	31%	10%
长期股权投资	4495	5885	7385	9085	投资资本/总资产	36%	49%	30%	35%
投资性房地产	59	45	30	16	流动比率	149%	1012%	224%	728%
固定资产和在建工程	3904	3122	2340	1559	速动比率	122%	776%	191%	622%
无形资产和开发支出	376	328	281	233	股利支付率	0%	0%	0%	0%
其他非流动资产	2047	1951	1855	1855	收益留存率	100%	100%	100%	100%
资产总计	25821	20997	36247	34994	资产管理效率				
短期借款	931	0	0	0	总资产周转率	0.96	1.95	1.36	1.70
应付和预收款项	9067	930	10836	3031	固定资产周转率	6.70	13.11	21.12	38.21
长期借款	106	106	106	106	应收账款周转率	4.09	24	7.14	93
其他负债	415	415	415	415	存货周转率	9.26	19.23	13.39	17.95
负债合计	10519	1450	11357	3552	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资本公积	8562	8562	8562	8562	EPS	0.59	0.99	1.24	1.53
留存收益	1260	3813	7028	10970	EBITDA	3336.	5427	6618	7848
归属母公司股东权益	12405	14959	18173	22115	NOPLAT	2542	4097	5106	6221
少数股东权益	2897	4588	6717	9327	净利润	1530	2553	3214	3941
股东权益合计	15302	19547	24890	31442	EBIT	2739	4550	5741	7067
负债和股东权益合计	25821	20997	36247	34994	BPS	4.80	5.79	7.04	8.56
现金流量表(百万)	2009A	2010E	2011E	2012E	PE	21.62	12.96	10.29	8.39
经营性现金净流量	3422	3195	4609	4811	PB	2.67	2.21	1.82	1.50
投资性现金净流量	1074	42	41	41	EV/EBIT	10.96	6.27	4.50	3.31
筹资性现金净流量	1198	-810	228	341	EV/EBITDA	8.99	5.25	3.91	2.98

作者郑重声明: 在本人所知情的范围内, 本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言, 仅供参考, 任何依据本产品做出的投资决策, 风险自负。本刊内容版权所有, 请勿公开引用。

独立性声明

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。