

分析师： 刘元瑞 (8621)68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 谭焜元 (8621)68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621)68751760 zhangle@cjsc.com.cn

华域汽车：稳健成长下协同效应不断显现

事件描述

华域汽车 3 月 31 日发布 2010 年年报，实现营业收入约 440.6 亿元，同比增加约 78.6%；归属于上市公司股东净利润约 25.1 亿元，同比增长约 64.2%；每股收益约 0.97 元，每股净资产为 5.62 元。公司本次分配方案为每 10 股派送现金红利 2.2 元(含税)。我们对此有如下点评：

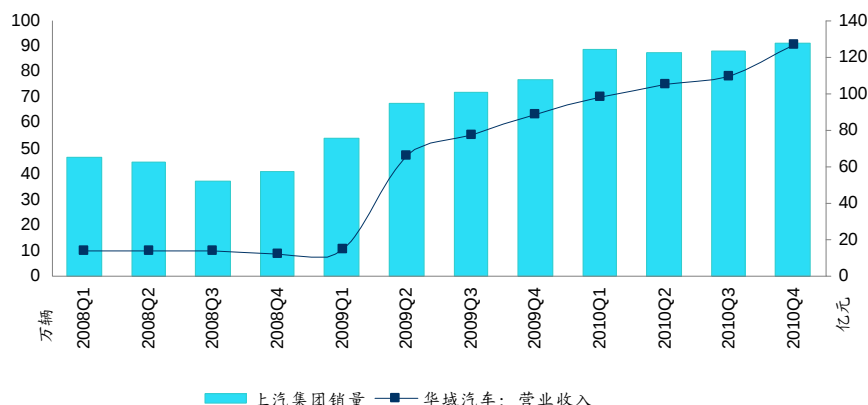
事件评论

第一、受益下游客户良好表现，全年业绩稳健提升

自 2008 年公司完成重组以后，公司成为上汽集团控股的独立零部件供应商。公司目前直接投资汽车零部件企业 24 家，拥有国内最为完善的独立供应汽车零部件体系。主要业务覆盖汽车内外饰、金属成形及模具、功能件、电子电器、热加工和新能源等。

上汽集团及其子公司是华域汽车的主要客户，相关关联交易配套金额占主营业务收入比例约 70%。2010 年上汽集团共销售约 356 万辆汽车，同比增长约 31.5%，而产品结构及附加值均大大提升，归属母公司利润同比增长约 108.3%，在此支撑下，公司全年实现了收入增长约 78.6%，利润同比增长约 64.2%的优异成绩。

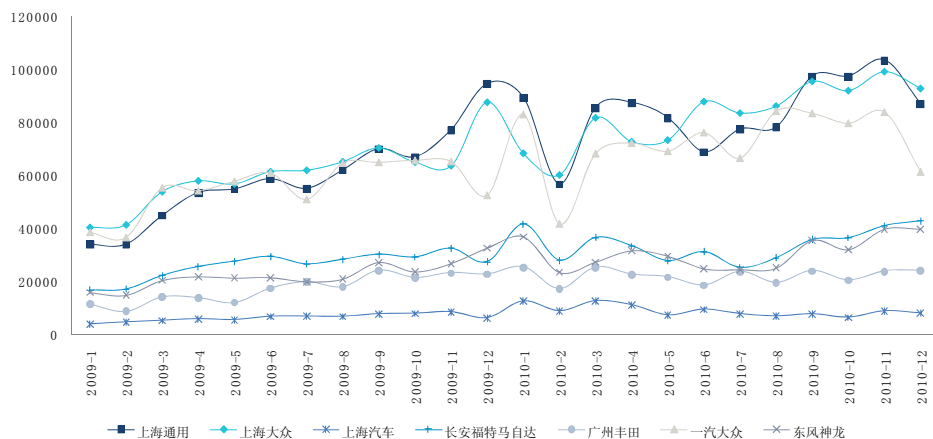
图 1: 上汽集团销量支撑公司业绩（09Q2 开始并表延锋伟世通，2010M11 开始并表制动系统）



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

公司主要客户不仅包含上汽集团，同时包含欧美系的一汽大众、长安福特、东风神龙标致，日系的广汽丰田等。受益于2010年国内汽车市场景气度持续向好，公司经营业绩获得稳步提升。

图 2：主要配套企业销量持续增长



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

同时公司公布了 2011 经营目标，力争实现合并营业收入 495 亿元，同比增长约 12%。

在**零级化**方面，公司视未来五年为加快技术创新、提升技术能级的关键机遇期，将重点聚焦核心能力建设，公司拟设立技术中心，致力于健全产品开发流程，培育核心技术团队，形成自主研发能力，为客户提供系统集成解决方案，支撑公司成为国内领先、国际上有竞争力的汽车零部件供应商。

在**中性化**方面，公司将继续加大对核心客户的市场拓展，同时重点开发国内自主品牌战略客户和新兴客户，保持并扩大市场份额。

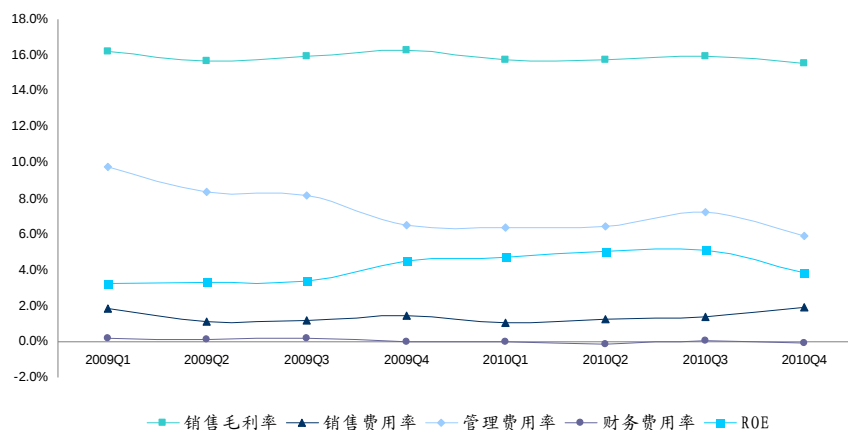
在**国际化**方面，公司鼓励有能力的业务单元尽快走向全球，目前内饰业务已经建立美国分公司，公司拟设立欧美客户中心，逐步培育公司的国际经营能力。

我们认为稳健的经营态度将带来更多内生性整合动作，为公司带来超额盈利。

第二、期间费率稳定，盈利能力持续向好

2010 年，公司综合毛利率约为 15.7%，四季度有小幅回落。从期间费率的情况来看，由于公司集团年内部供应比例较大，公司全年销售费用率较低，稳定在约 1%-2%，而良好的业绩使得管理费用率稳定在 6.7%-7.2%之间，受 2010 年 11 月开始并表制动系统影响，四季度 ROE 下滑约 1.5%至约 3.8%。

图 3: 公司期间费率稳定, 盈利能力向好

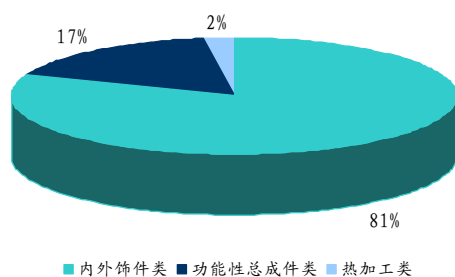


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三、 重点关注内外饰件及功能性总成件未来发展

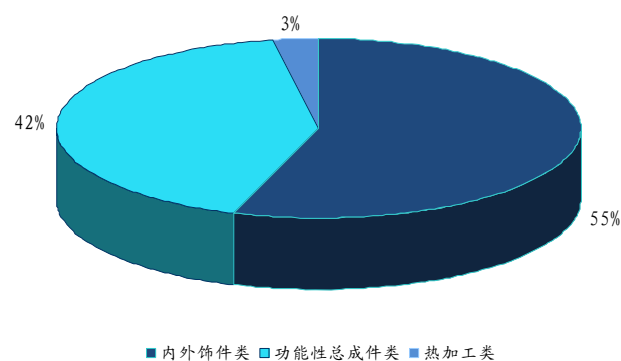
公司主营业务主要覆盖三大板块, 内外饰件、功能性总成件及热加工业务, 其中内外饰件和功能性总成件业务对公司归属股东净利润分别贡献约 55%和 42%, 两者的销售毛利率分别约为 16.1%、14.7%, 而折算净利率则分别为约 3.9%和 14.2%, 充分体现了功能性总成件的高附加值。

图 4: 内外饰业务是公司主要的收入来源



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 5: 内外饰及功能性总成件业务是公司主要的利润来源



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

第四、 投资收益续增, 合联营企业全面开花

除去主营业务, 公司从合、联营企业获得的投资收益亦占到了公司税前利润总额的 40%。其中, 纳铁福、法雷奥和小糸车灯等公司贡献了绝大部分投资收益 (约 70%), 它们具有较强的竞争优势, 是各自细分行业的龙头企业。另外, 待原合资企业制动系统公司的 1%股权收购完成后, 公司营收和利润状况可以得到进一步提升。

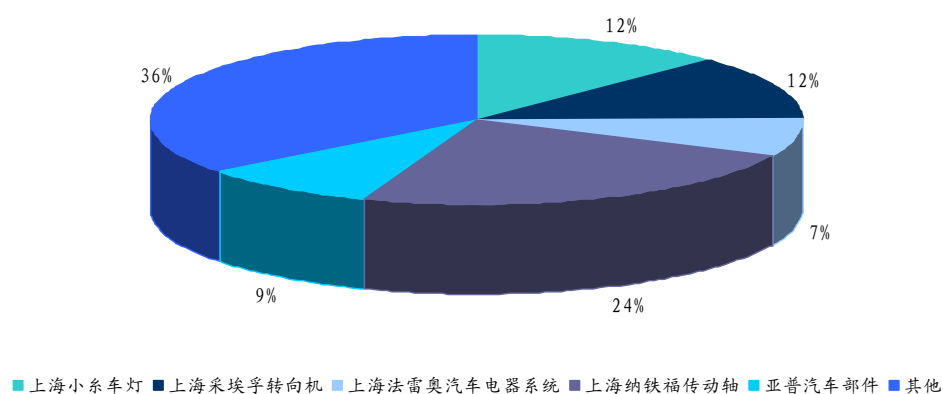
表 1:公司各子公司、合营联营企业股权及业务情况

分类	公司名称	持股比例	主要产品	
并表	内外饰	上海拖拉机内燃机	100%	拖拉机、内燃机、轻型客车及配套设备等产品
	内外饰	赛科利汽车模具技术应用	69.91%	设计、制作和生产汽车模具及其应用产品
	功能性总成件	上海中国弹簧制造	100%	弹簧、弹性件、弹性悬架装置
	功能性总成件	上海联谊汽车拖拉机工贸	100%	汽车配件、摩托车配件
	功能性总成件	上海实业交通电器	70%	各种喇叭、调节器、继电器、闪光灯等
	功能性总成件	上海纳铁福传动系统销售	51%	各种车用等速万向节、等速传动轴
	功能性总成件	上海汽车制动系统	51%	和销售汽车制动器总成产品
	功能性总成件	上海幸福摩托车	100%	汽车铝合金零部件，发动机机油泵等
	热加工	上海圣德曼铸造	100%	汽车铸铁件，曲轴、排气管、涡轮壳等
	热加工	上海乾通汽车附件	68.50%	供油产品、发动机活塞、有色金属压铸件
合营 及联 营	内外饰	延锋伟世通汽车饰件系统	50%	塑料和装潢产品、汽车电子、仪表等
	内外饰	上海天合汽车安全系统	50%	汽车安全带、安全气囊以及相关零部件
	内外饰	上海小系车灯	50%	汽车电子设备系统及汽车照明电子部件
	内外饰	上海申雅密封件	38%	汽车密封件
	内外饰	法雷奥汽车电机雨刮系统	45%	车辆雨刮系统、摇窗电机等
	内外饰	上海恩坦华汽车门系统	40%	汽车门锁系统等
	内外饰	上海博泽汽车部件	40%	汽车车门板模块系统等
	功能性总成件	上海三电贝洱汽车空调	38.50%	汽车空调系统、发动机冷却系统
	功能性总成件	上海大陆汽车制动系统	49%	鼓式制动器、制动钳、真空助力器等制动系统产品
	功能性总成件	上海采埃孚转向机	49%	汽车转向器及相关汽车零部件
	功能性总成件	上海科尔本施密特活塞	50%	活塞和整套活塞组件
	功能性总成件	上海法雷奥汽车电器系统	50%	汽车发电机、起动机及从事相关的维修业务
	功能性总成件	上海纳铁福传动轴	35%	车用等速万向节、等速传动轴
	功能性总成件	上海菲特尔莫古轴瓦	40%	轴瓦、衬套、止推片等产品
	功能性总成件	上海菲特尔莫古复合材料	40%	新型铝基复合材料和铜基复合材料
	功能性总成件	亚普汽车部件	34%	汽车塑料油箱
	功能性总成件	上海贝洱热系统	50%	汽车引擎降温系统及空调系统等
	功能性总成件	萨克斯动力总成部件系统	50%	零件加工、离合器装配和液力变矩器装配等
	热加工	上海皮尔博格有色零部件	50%	有色铸造零部件
	热加工	华东泰克西汽车铸造	25%	汽车缸体铸铁件

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

除去主营业务, 公司从合、联营企业获得的投资收益亦占到了公司税前利润总额的近 30%。其中, 纳铁福、法雷奥、采埃孚和小系车灯等公司贡献了绝大部分投资收益, 它们具有较强的竞争优势, 是各自细分行业的龙头企业。

图 6: 小系车灯、采埃孚、法雷奥、纳铁福等公司贡献了投资收益的绝大部分



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

第五、 维持“推荐”投资评级

我们预期，在完成集团资产整理后，公司将得益于相关零部件资产的进一步整合而获得更好的协同效应，从而进一步提升公司估值水平。

我们预计公司 2011 年将继续保持稳定增长，公司子公司及合/联营企业对汽车零部件业务的广泛覆盖、公司对集团外部客户的拓展、以及资产重组带来的协同效应将支撑公司的业绩表现。我们预计公司 11 年、12 年的 EPS 分别为 1.1、1.3 元，当前股价 12.81 元，对应 PE 分别为 11.7 倍和 9.9 倍。维持推荐！

主要风险因素：乘用车行业景气度大幅回落导致公司营收严重下降；上游原材料价格大幅上涨压缩公司利润空间。

表 2：主要财务指标透视

百万元	2010Q4	2010Q3	2010Q2	2010 Q1
EPS	0.253	0.2476	0.2296	0.212
一、营业总收入	12731	10914	10558	9861
二、营业总成本	11788	10124	9704	9067
营业成本	10754	9172	8896	8310
营业税金及附加	23	5	7	9
销售费用	243	154	135	107
管理费用	755	790	677	628
财务费用	-13	3	-18	3
资产减值损失	25	0	7	11
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	6	-6	0
投资净收益	361	427	408	366
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	356	409	404	364
四、营业利润	1304	1222	1256	1159
加：营业外收入	28	28	9	11
减：营业外支出	21	10	2	2
五、利润总额	1311	1240	1263	1168
减：所得税	78	137	144	137
六、净利润	1233	1103	1119	1031
减：少数股东损益	606	449	479	437
归属于母公司所有者的净利润	627	654	640	593
主要比率				
销售毛利率	15.52%	15.96%	15.74%	15.73%
销售净利率	9.69%	10.10%	10.60%	10.45%
销售费用率	1.91%	1.41%	1.27%	1.08%
管理费用率	5.93%	7.24%	6.41%	6.37%
财务费用率	-0.10%	0.03%	-0.17%	0.03%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	44063	50337	59007	70927	货币资金	9930	16	20	25
营业成本	37132	42192	49344	59134	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6931	8144	9663	11793	应收账款	6700	1331	1560	1875
% 营业收入	15.7%	16.2%	16.4%	16.6%	存货	3470	3943	4611	5526
营业税金及附加	44	50	59	71	预付账款	419	843	986	1181
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	779	889	1043	1253
销售费用	638	729	854	1027	流动资产合计	23186	9054	10793	12911
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	可供出售金融资产	2420	2420	2420	2420
管理费用	2851	3257	3818	4589	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	长期股权投资	4655	6604	8845	11891
财务费用	-25	1	6	9	投资性房地产	41	41	41	41
% 营业收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	4962	4516	4007	3366
资产减值损失	43	0	0	0	无形资产	370	351	334	317
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	1562	1750	2012	2314	递延所得税资产	303	0	0	0
营业利润	4942	5856	6938	8412	其他非流动资产	-69	-69	-69	-69
% 营业收入	11.2%	11.6%	11.8%	11.9%	资产总计	35868	22918	26372	30878
营业外收支	40	0	0	0	短期贷款	1080	61	204	186
利润总额	4982	5856	6938	8412	应付款项	11343	13169	15401	18456
% 营业收入	11.3%	11.6%	11.8%	11.9%	预收账款	604	503	590	709
所得税费用	497	703	833	1009	应付职工薪酬	1062	1264	1479	1772
净利润	4485	5154	6106	7402	应交税费	212	295	349	423
归属于母公司所有者					其他流动负债	1048	1191	1394	1671
的净利润	2513.4	2835.8	3359.6	4073.0	流动负债合计	15348	16484	19417	23217
少数股东损益	1972	2318	2746	3329	长期借款	56	56	56	56
EPS (元/股)	0.97	1.10	1.30	1.58	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	519	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	588	588	588	588
经营活动现金流净额	4494	10930	6866	8469	负债合计	16511	17128	20060	23861
取得投资收益	874	0	0	0	归属于母公司	14510	16920	19776	23238
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	384	0	0	0	少数股东权益	4847	7165	9911	13240
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	19357	24086	29687	36478
固定资产投资	-1226	-903	-990	-1009	负债及股东权益	35868	41213	49747	60339
其他	547	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-295	-903	-990	-1009		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.973	1.098	1.301	1.577
股权融资	17	0	0	0	BVPS	5.62	6.55	7.66	9.00
银行贷款增加 (减少)	-31	51	143	-18	PE	13.17	11.67	9.85	8.12
筹资成本	1313	-427	-510	-620	PEG	0.75	0.67	0.56	0.47
其他	-2651	0	0	0	PB	2.28	1.96	1.67	1.42
筹资活动现金流净额	-1353	-376	-367	-638	EV/EBITDA	4.30	4.59	3.94	3.30
现金净流量	2847	9651	5509	6822	ROE	17.3%	16.8%	17.0%	17.5%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。