

华域汽车(600741) 抗周期性强，增长有保证

研究员：陈亮
执业证书编号：S0570510120055
电话：025-83290926
E-mail: pro7973@hotmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

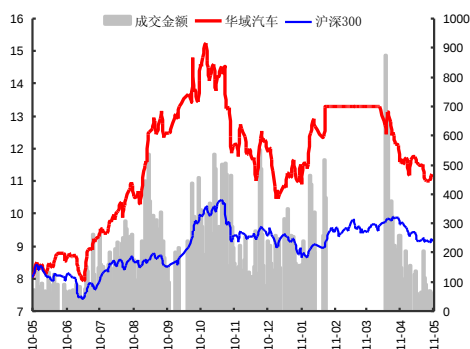
投资评级：推荐(维持)

公路运输 II

当前价格(元)：10.74

目标价格(元)：13.32

股价走势图



相关研究

- 1 《华域汽车(600741):稳健增长，难能可贵》2011.4
- 2 《华域汽车(600741):充分受益于上汽系产销规模扩大》2011.4
- 3 《华域汽车(600741):稳定，也具备成长性》2010.9

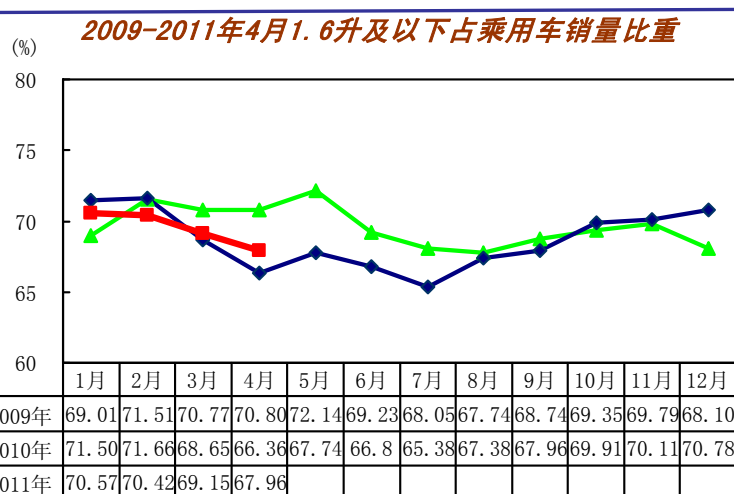
投资要点：

- 由于购置税优惠政策退出，今年前 4 个月乘用车销量结构上移明显，1.6L 及以下排量乘用车销量占比逐月下降，主要原因是交叉型乘用车前 4 个月销量下降了 7%。日本地震主要影响的是日系合资企业，4 月日系轿车销量同比负增长 13%，而非日系轿车同比增长 10%。公司 60% 以上的营收和利润来源于配套上汽系的上海大众、上海通用和上汽自主品牌，微车和日系车销量下降对公司影响小。
- 上汽系狭义乘用车（上海大众、上海通用、上汽自主品牌）前 4 个月产销量分别为 84.32 和 85.64 万辆，分别同比增长 26% 和 29%；其中 4 月产销量分别为 20.63 和 21.06 万辆，同比分别增长 17% 和 20%。一季度上汽系狭义乘用车产销量分别同比增长 30% 和 32%，华域汽车一季度营业收入、投资收益和净利润分别同比增长 30%、23% 和 28%。可见华域汽车业绩紧跟上汽系狭义乘用车产销量。
- 从历史上看，公司下属合资零部件企业竞争力强，华域汽车的盈利波动性较小（业绩弹性小）。2007 年公司模拟报表净利润 11.34 亿元，2008 年 1-5 月净利润 5.77 亿元，2008 年 1-11 月净利润 10.39 亿元，可见公司业绩稳定，抗周期性较强。
- 公司每股含金融股权 0.97 元（民生银行 0.56 元、兴业证券 0.41 元），母公司富余现金 0.74 元（19.22 亿元，已经扣除购买土地）。“金融股权 + 现金”折合为每股 1.72 元。目前股价 10.74 元，动态 PE 为 9.3 倍，股价去掉金融股权和现金后价格为 9.02 元，对应动态 PE 为 7.8 倍。安全边际高。
- 我们维持对公司 2011、2012 和 2013 年分别可实现每股收益 1.16、1.31 和 1.47 元的预测，按照 2011 年主营业务 10 倍 PE，加上每股 1.72 元金融股权，得到目标价 13.32 元，维持“推荐”评级。

公司受益于乘用车销量结构上移

由于购置税优惠政策退出，今年前4个月乘用车销量结构上移明显，1.6L及以下排量乘用车销量占比逐月下降，主要原因是交叉型乘用车前4个月销量下降了7%。今年前4个月乘用车销量同比增长8%，但狭义乘用车（轿车+MPV+SUV）销量同比增长11%。公司配套企业主要是上海大众、一汽大众、上海通用、上海汽车、神龙汽车、长安福特、北汽福田、北京现代、东风日产、广汽集团、长城汽车、江淮汽车等狭义乘用车厂商，且配套范围以中高端乘用车为主，将受益于乘用车销量结构上移。

图表 1 我国 1.6L 及以下排量乘用车销量占比



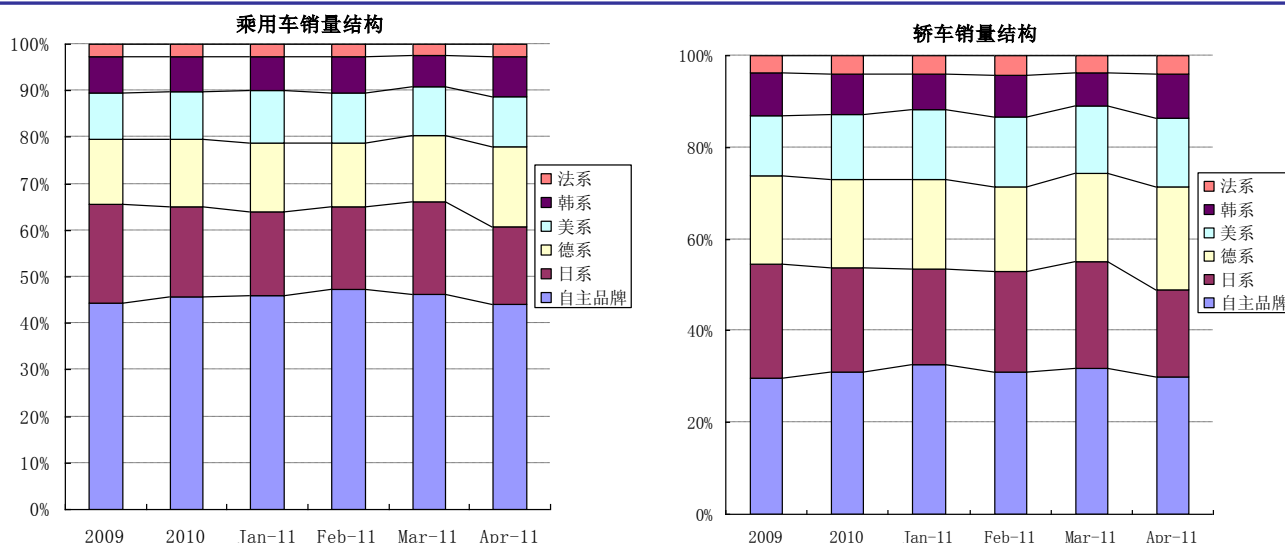
数据来源：CAAM

日本地震对公司影响小

日本地震主要影响的是日系合资企业，4月日系的东风日产、一汽丰田、广汽本田、广汽丰田受影响比较大，产量同比环比均下降25%以上，这也是4月份汽车行业销量出现同比负增长的重要原因。4月日系轿车销量同比负增长13%，而非日系轿车同比增长10%。前4个月累计来看，德系、美系、法系、韩系轿车销量分别同比增长23%、17%、11%、2%，自主品牌销量同比增长5%，日系车则下降3%。

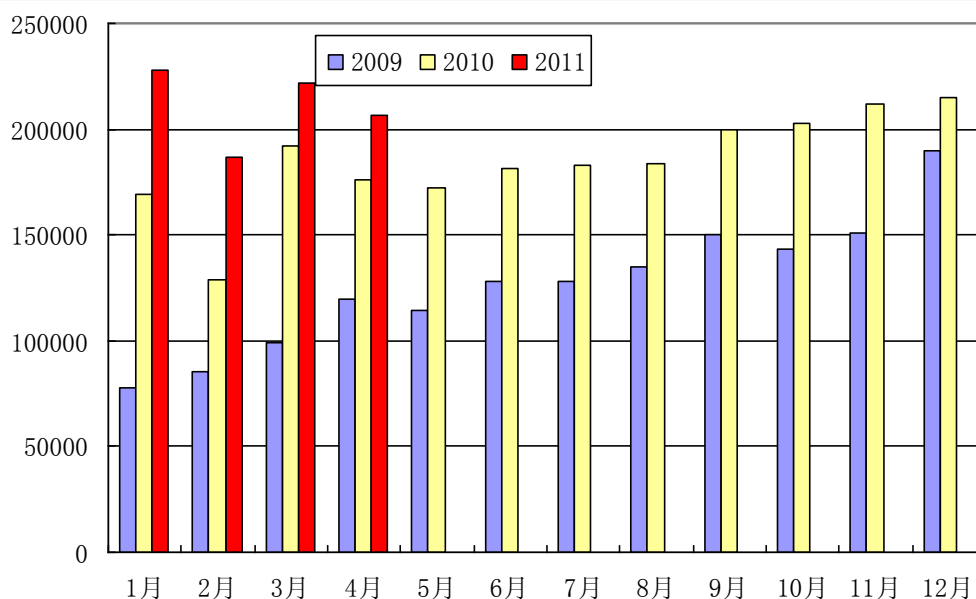
公司60%以上的营收和利润来源于配套上汽系的上海大众、上海通用和上汽自主品牌，微车和日系车销量下降对公司影响小。上汽系狭义乘用车（上海大众、上海通用、上汽自主品牌）前4个月产销量分别为84.32和85.64万辆，分别同比增长26%和29%；其中4月产销量分别为20.63和21.06万辆，同比分别增长17%和20%。一季度上汽系狭义乘用车产销量分别同比增长30%和32%，华域汽车一季度营业收入、投资收益和净利润分别同比增长30%、23%和28%。可见华域汽车业绩紧跟上汽系狭义乘用车产销量。

图表 2 乘用车和轿车销量结构



数据来源: CAAM

图表 3 上汽系狭义乘用车（上海大众、上海通用、上汽自主品牌）合计月度产量



资料来源: 上汽公告

给予公司“推荐”评级

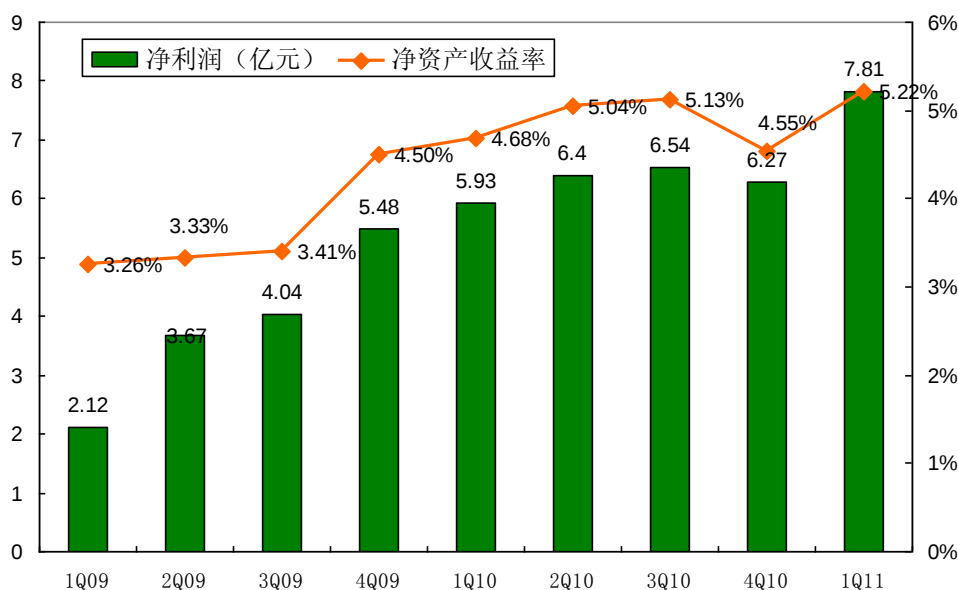
从历史上看,公司下属合资零部件企业竞争力强,华域汽车的盈利波动性较小(业绩弹性小)。2007 年公司模拟报表净利润 11.34 亿元,2008 年 1-5 月净利润 5.77 亿元,2008 年 1-11 月净利润 10.39 亿元,可见公司业绩稳定,抗周期性较强。

我们预计上汽系二季度产销量环比增长 $-5\%\sim 10\%$,同比增长 20%左右。华域汽车一季报 0.30 元,预计二季度和一季度基本持平(同比增长 20%),即中报 0.60 元。2011 年全年来看,我们预计上汽系产销量同比增长 15~20%,预计华域汽车全年每股收益 1.16

元。公司每股含金融股权 0.97 元（民生银行 0.56 元、兴业证券 0.41 元），母公司富余现金 0.74 元（19.22 亿元，已经扣除购买土地）。“金融股权+现金”折合为每股 1.72 元。目前股价 10.74 元，动态 PE 为 9.3 倍，股价去掉金融股权和现金后价格为 9.02 元，对应动态 PE 为 7.8 倍。安全边际高。

我们维持对公司 2011、2012 和 2013 年分别可实现每股收益 1.16、1.31 和 1.47 元的预测，按照 2011 年主营业务 10 倍 PE，加上每股 1.72 元金融股权，得到目标价 13.32 元，维持“推荐”评级。

图表 4 公司单季净利润和净资产收益率



资料来源：公司公告

图表 5 公司持有的金融股权和现金

代码	简称	持股数 (亿股)	股价 (元, 5.20 收盘价)	市场价值 (亿元)	每股价值
600016	民生银行	2.3712	6.06	14.37	0.56
601377	兴业证券	0.624	17.17	10.71	0.41
金融股权小计				25.08	0.97
母公司富余现金				19.22	0.74
合计				44.30	1.72

数据来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 6 华域汽车利润表预测

单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	44063	52034	60434	69500
营业成本	37132	43969	51188	59075
营业税金及附加	44	52	60	69
营业费用	638	731	857	983
管理费用	2851	3382	3922	4513
财务费用	-25	-32	2	15

资产减值损失	43	62	75	83
公允价值变动收益	0	-8	-10	-10
投资净收益	1562	1883	2103	2452
营业利润	4942	5752	6498	7292
营业外收入	76	25	28	32
营业外支出	36	29	36	34
利润总额	4982	5748	6489	7291
所得税	497	575	649	729
净利润	4485	5173	5840	6562
少数股东损益	1972	2184	2466	2770
归属母公司净利润	2513	2989	3374	3791
EBITDA	5839	6330	7070	7880
EPS（元）	0.97	1.16	1.31	1.47

数据来源：公司公告、华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。