

盈利水平符合预期

事件：华域汽车公布2011年半年报，报告期内，公司实现营业收入260.34亿元，同比增长27.5%，实现归属于上市公司股东的净利润15.53亿元，同比增长26%，折合每股收益0.60元。其中，2季度，公司实现营业收入130.07亿元，同比增长13.5%，归属于上市公司股东净利润7.72亿元，同比增幅为20.7%。

研究结论

- **公司上半年整体盈利水平符合预期。**上半年，公司销售收入同比增长了27.5%，销售毛利率为16.1%，比去年同期微幅上升了0.4个百分点。按合并报表口径，上半年公司实现净利润27.96亿元，同比增长30.11%，虽然今年以来整个汽车行业景气程度下滑，而且去年同期高基数较高，但是公司盈利水平仍然维持了高速增长的态势，充分显示了公司较强的盈利能力。
- **公司2季度的盈利水平逊于1季度。**相对于其他大规模的汽车零部件公司和下游整车市场的销量增速，公司上半年的盈利增长情况还是相当不错的，但是，公司2季度的盈利情况逊于1季度。公司一季度实现营业收入130.27亿元，同比增长32.1%。与一季度相比，公司二季度销售收入的同比增速下降了近9个百分点至23.2%，收入为130.07亿元，同时毛利率水平也从一季度的16.3%下滑到了15.9%。从净利润水平来看，二季度公司净利润为7.72亿元，同比增长22%，低于一季度38.9%的同比增幅。我们认为，公司二季度盈利增速相比一季度有所下滑，主要是因为二季度下游汽车整车市场销售趋淡，库存上升，新车产量增速下降，导致了公司的并表子公司的销售收入以及毛利率水平都出现了不同程度的下滑；公司的合营、联营零部件公司在2季度的盈利表现也相对疲软，只贡献投资收益3.93亿元，相比去年同期出现了3.64%的下滑。
- **下游整车企业销量逆势快速增长是公司上半年盈利能以较快的速度增长的主要原因。**虽然2011年以来受到宏观经济增速放缓，汽车消费刺激政策退出的等多重因素的影响，国内乘用车市场销量增幅明显收窄，但是公司旗下汽车零部件企业主要服务的上海大众、上海通用凭借其强劲的产品竞争力以及丰富的产品线，销量表现依然出色，根据中汽协数据统计，11年上半年，上海大众整车销量为576815辆，同比增长28%；上海通用整车销量592086辆，同比增长26%；公司上半年的销售收入增速、盈利增速和这两家企业的产品销量增速基本匹配。
- **投资评级。**从我们跟踪的整车销量数据来看，虽然11年以来，行业景气程度有所下滑，但是6、7月的同比增速已回升至两位数，我们判断今年的4、5月份是全年行业景气度最低的阶段的概率非常高，下半年公司旗下零部件公司主要服务的上海大众和上海通用销量继续高增长的概率依然较高，并且未来三年的成长性有望依然好于行业。我们预计公司2011~2013年的EPS分别为1.31元、1.48元和1.77元，给予公司2011年12倍市盈率的估值水平，对应目标价15.72元，维持公司的买入评级。
- **风险因素。**1) 乘用车行业景气程度显著下降；2) 上汽集团旗下整车销量增长大幅低于预期；3) 公司对外业务拓展进度低于预期；4) 原材料价格大幅上涨。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业首席分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209090198

联系人

朱达威
8621-63325888 x 6024
zhudawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011年8月25日)	10.48元
目标价格	15.72元
总股本/A股 (万股)	25832/25832
A股市值 (百万元)	27072
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011年8月26日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

(百万元人民币)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	44,063	54,621	64,260	75,477
YOY	78.6%	24.0%	17.6%	17.5%
归属母公司净利润	2,513	3,375	3,817	4,585
YOY	64.2%	34.3%	13.1%	20.1%
每股收益(元)	0.97	1.31	1.48	1.77
ROE	18.7%	21.2%	20.2%	20.4%
P/E (倍)	10.8	8.0	7.1	5.9
P/B (倍)	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.36	3.09	2.64	2.22

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表 (百万元人民币)					现金流量表 (百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	44,063	54,621	64,260	75,477	经营活动现金流	4,494	3,837	6,723	7,869
营业成本	37,132	45,857	54,016	63,445	税后利润	2,513	3,375	3,817	4,585
主营业务税金及附加	44	141	180	211	经常性非现金支出	1,008	1,697	2,253	2,902
销售费用	638	715	900	1,057	非经常性现金支出	(1,655)	(1,906)	(2,156)	(2,481)
管理费用	2,851	3,373	4,035	4,719	营运资金变动	656	(1,731)	118	(152)
财务费用	(25)	(64)	(63)	(38)	少数股东损益	1,972	2,403	2,692	3,015
资产减值损失	43	63	78	93	投资活动现金流	(295)	(2,999)	(4,298)	(5,432)
总投资收益	1,562	1,921	2,171	2,496	资本开支	(1,226)	(4,065)	(5,516)	(6,867)
营业利润	4,942	6,456	7,286	8,485	投资与投资收益	931	1,066	1,218	1,435
营业外净收入	40	93	110	150	筹资活动现金流	(1,353)	(1,018)	(518)	(749)
利润总额	4,982	6,549	7,396	8,635	贷款增加	(31)	(500)	0	0
所得税	497	771	888	1,036	支付股利利息	(1,313)	(612)	(598)	(805)
净利润	4,485	5,778	6,508	7,599	其他融资	(25)	94	80	56
少数股东损益	1,972	2,403	2,692	3,015	现金净流量	2,847	(180)	1,907	1,688
归属母公司净利润	2,513	3,375	3,817	4,585	现金期初余额	6,895	9,742	9,561	11,468
EPS (元/股)	0.97	1.31	1.48	1.77	现金期末余额	9,742	9,561	11,468	13,157

资产负债表 (百万元人民币)					比率分析				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	23,186	27,603	32,359	37,624	增长能力				
货币资金	9,930	9,750	11,657	13,345	营收增长率(%)	78.62%	23.96%	17.65%	17.46%
应收账款及票据	8,570	12,291	14,452	16,965	EBITDA 增长率(%)	74.58%	38.29%	17.03%	18.97%
存货	3,470	4,216	4,805	5,755	EBIT 增长率(%)	78.92%	29.91%	13.11%	16.42%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	76.26%	28.82%	12.65%	16.76%
非流动资产合计	12,683	15,865	20,076	25,138	盈利能力				
长期投资	4,655	5,488	6,441	7,501	毛利率(%)	15.73%	16.04%	15.94%	15.94%
固定资产	4,065	6,334	9,187	12,348	净利率(%)	10.18%	10.58%	10.13%	10.07%
在建工程	533	695	1,133	1,915	EBITDA 利润率(%)	13.34%	14.88%	14.80%	14.99%
可供出售金融资产	2,420	2,420	2,420	2,420	ROA(%)	14.15%	14.57%	13.57%	13.19%
无形资产	370	378	417	480	ROE(%)	18.7%	21.2%	20.2%	20.4%
开发支出	3	3	3	3	ROIC(%)	24.92%	25.12%	22.44%	21.09%
资产总计	35,868	43,468	52,436	62,762	偿债能力				
流动负债合计	15,348	17,738	20,766	24,268	资产负债率(%)	46.0%	43.5%	41.8%	40.5%
循环借款	949	449	449	449	流动比率(倍)	1.51	1.56	1.56	1.55
应付账款及票据	11,343	13,665	16,097	18,907	速动比率(倍)	1.28	1.32	1.33	1.31
预收账款	604	765	900	1,057	营运能力				
其他应付款	932	917	1,080	1,269	总资产周转率	1.39	1.38	1.34	1.31
非流动负债合计	1,163	1,163	1,163	1,163	应收账款周转率	2.98	2.62	2.41	2.41
长期贷款	56	56	56	56	存货周转率	13.01	11.93	11.98	12.02
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	3.88	3.67	3.63	3.63
负债合计	16,511	18,901	21,929	25,431	价值评估				
股本	2,583	2,583	2,583	2,583	P/B(倍)	1.9	1.6	1.3	1.1
资本公积	9,024	9,024	9,024	9,024	P/E(倍)	10.8	8.0	7.1	5.9
未分配利润	2,642	5,111	7,977	11,329	EV/收入(倍)	0.58	0.46	0.39	0.33
股东权益合计	19,357	24,567	30,507	37,331	EV/EBITDA(倍)	4.36	3.09	2.64	2.22
负债和股东权益	35,868	43,468	52,436	62,762	EV/EBIT(倍)	5.17	3.90	3.45	2.96

资料来源：公司财务报告，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn