

收入增长，盈利稳定改善

增持维持

投资要点:

- 半年报业绩同比上升，收入稳定增长；
- 盈利状况稳定改善，销售收入集中度降低；
- 维持对华域汽车的增持评级。

报告摘要:

- 半年报业绩同比上升。**华域汽车 8 月 25 日晚发布 2011 年半年报，公司 2011 年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润 15.53 亿元，实现基本每股收益 0.60 元，同比增长 22.83%；
- 上半年收入保持稳定增长。**公司上半年共实现营业收入 260.34 亿元，同比增长 24.95%，增速低于 2010 年水平，但总体仍表现良好，公司功能性总成件类收入占比明显增长，从 2010 年底的 16.90% 升到 22.60%，上升了 5.70 个百分点；
- 盈利状况稳定改善。**公司上半年毛利率水平总体上升，毛利率水平为 16.09%，比 2010 年底上升了 0.36 个百分点，期间费用率略有下降，相对 2010 年底，上半年公司的期间费用率下降了 0.74 个百分点；
- 合并报表范围增加，销售收入集中度降低。**新增加的并表公司包括上海汽车制动系统有限公司、上海圣德曼铸造有限公司和上海幸福摩托车有限公司，此外，直接控股股东从上汽集团转为上海汽车，前 5 大客户占到华域汽车营业收入的比例从 2010 年底的 65.07% 下降到 57.30%，公司销售收入集中度有所降低；
- 我们维持对华域汽车的增持评级。**中国乘用车市场的长期增长和公司非上汽业务的开发是公司长期增长的推动力，公司具备长远可持续发展的竞争力，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.20、1.34 和 1.48 元，维持原有的增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	24668	44063	53756	61820	69238
同比增速	354.67%	78.62%	22.00%	15.00%	12.00%
净利润(百万元)	1531	2513	3106	3449	3828
同比增速	4332.56%	64.19%	23.58%	11.06%	10.96%
基本每股收益(元)	0.59	0.97	1.20	1.34	1.48

资料来源：宏源证券，Wind 资讯

宏源汽车组

分析师:

祖广平 (S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

1《宏源证券*中期策略报告*汽车行业：三季度乘用车登场，四季度商用车压轴**汽车行业*于军华》，2011.6

2《宏源证券*行业简评*4 月份汽车行业：狭义乘用车是 4 月份市场亮点**汽车行业*于军华》，2011.5

3《宏源证券*年报简评*华域汽车：基本面良好，具备长期增长前景*600741*汽车行业*于军华》，2011.3

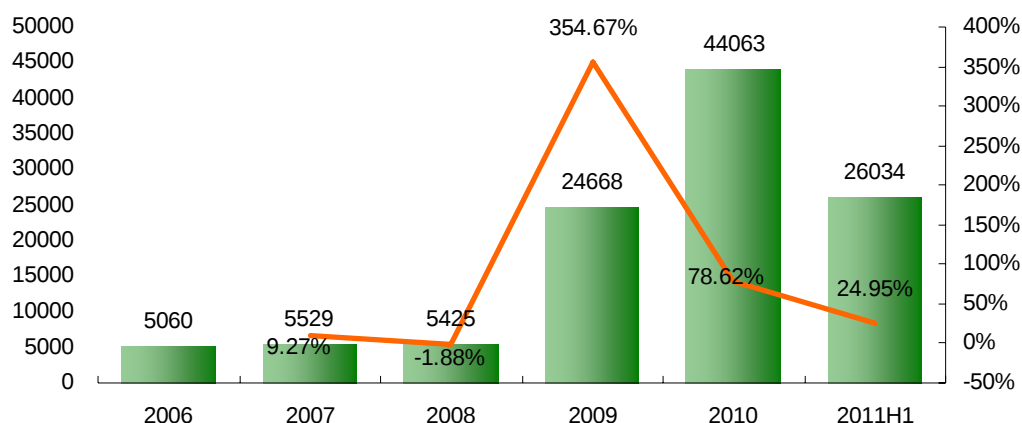
4《宏源证券*季报简评*华域汽车：盈利状况良好，前景看好*600741*汽车行业*于军华、陈盛军》，2010.10

一、上半年收入仍然保持稳定增长

(一) 上半年收入增长 24.95%

华域汽车上半年共实现营业收入 260.34 亿元，同比增长 24.95%，增速低于 2010 年水平，但总体仍表现良好。

图 1：华域汽车分年度营业收入（百万元）和同比增速走势图

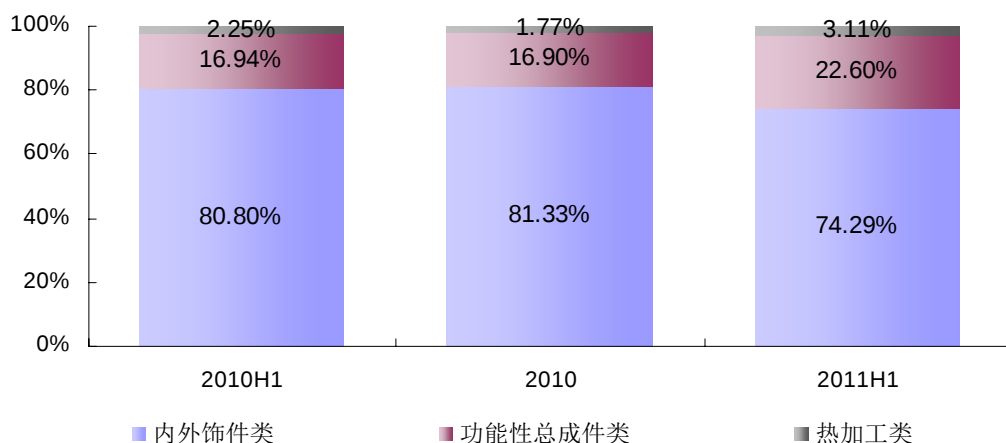


资料来源：宏源证券、华域汽车

(二) 功能性总成件类收入占比明显增加

公司功能性总成件类收入占比明显增长，从 2010 年底的 16.90% 升到 22.60%，上升了 5.70 个百分点。

图 2：华域汽车分年度分产品线营业收入构成



资料来源：宏源证券、华域汽车

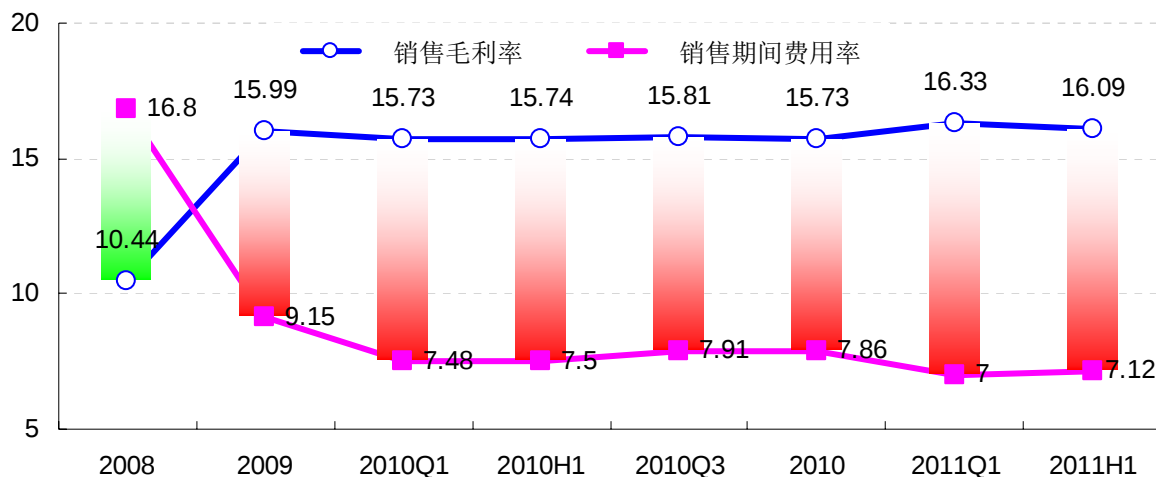
二、盈利状况稳定改善

（一）公司盈利能力稳定改善

上半年毛利率水平总体上升。华域汽车上半年毛利率水平总体上升，总体毛利率水平为 16.09%，比 2010 年底上升了 0.36 个百分点。

公司期间费用率总体下降。相对 2010 年底，上半年公司的期间费用率下降了 0.74 个百分点，相对 1 季度上半年的期间费用率略有上升。

图 3：华域汽车分季度累计销售毛利率（%）和累计销售期间费用率（%）

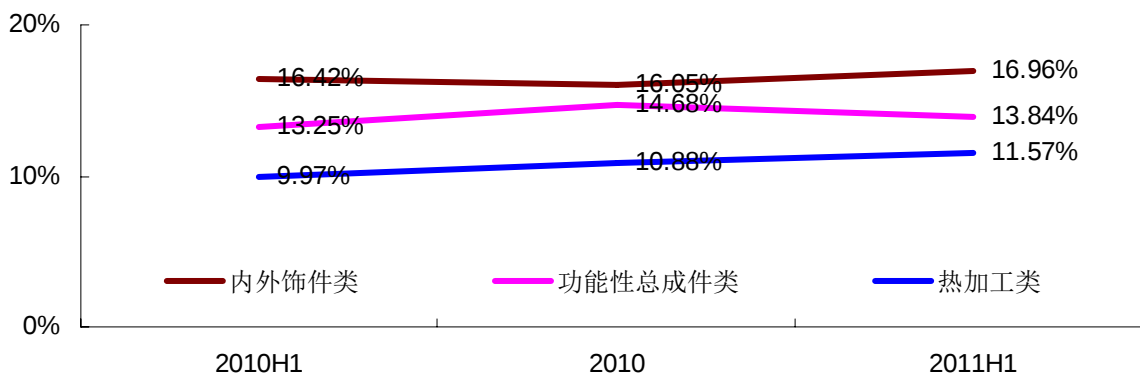


资料来源：宏源证券、华域汽车

（二）功能性总成件类毛利率略有下降

各个产品线的毛利率水平基本稳定。从分产品看，2011 年上半年内外饰件类、功能性总成件类以及热加工类的毛利率水平分别为 16.96%、13.84%和 11.57%，相对 2010 年底分别增长了 0.91、-0.84 和 0.69 个百分点，其中功能性总成件类产品毛利率有所下降。

图 4：华域汽车分年度分产品毛利率水平



资料来源：宏源证券、华域汽车

三、合并报表范围增加，销售收入集中度降低

（一）合并报表新增了 3 家公司

从 2010 年 11 月 1 日起，公司将上海汽车制动系统有限公司纳入合并财务报表合并范围，上年同期（即 2010 年 1-6 月）制动系统不属于合并财务报表合并范围。

2011 年 1 月 1 日起，华域汽车完成了收购上海圣德曼铸造有限公司及上海幸福摩托车有限公司股权，将上述两家公司纳入合并财务报表合并范围。该交易构成同一控制下企业合并，公司因此对比较会计报表进行追溯调整。

（二）直接控股权从上汽集团转到上海汽车

2011 年 4 月 1 日，华域汽车接到控股股东上汽集团通知，上汽集团与上海汽车集团股份有限公司已签订了《发行股份购买资产协议》。作为该协议约定的一部分，上海汽车拟向上汽集团发行股份购买上汽集团持有的本公司 1552448271 股股权，占本公司总股本的 60.10%。上述股权变动完成后，本公司控股股东变更为上海汽车，实际控制人仍为上汽集团。

（三）销售收入集中度降低

2010 年，前 5 大客户占到华域汽车营业收入 65.07%，2011 年上半年该比例降为 57.30%，华域汽车销售收入集中度略有降低。

表 1: 华域汽车预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	8344	10016	14611	17930	营业收入	44063	53756	61820	69238
应收和预付款项	8989	331	10387	1619	营业成本	37132	45317	52114	58437
存货	3470	2317	4338	3125	营业税金及附加	44	134	155	173
其他流动资产	778	778	778	778	营业费用	638	672	767	852
长期股权投资	4655	6344	8287	10463	管理费用	2851	3387	3864	4327
投资性房地产	41	29	17	5	财务费用	-25	-71	35	53
固定资产和在建工程	4598	4043	3400	2676	资产减值损失	43	13	15	16
无形资产和开发支出	374	317	260	204	投资收益	1562	1689	1943	2176
其他非流动资产	2712	2635	2557	2557	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	33960	26810	44635	39356	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	949	0	0	0	营业利润	4942	5994	6814	7556
应付和预收款项	12879	2103	14846	3930	其他非经营损益	40	74	85	95
长期借款	56	56	56	56	利润总额	4982	6068	6899	7651
其他负债	718	718	718	718	所得税	497	525	743	821
负债合计	14602	2877	15621	4704	净利润	4485	5543	6155	6830
股本	2583	2583	2583	2583	少数股东损益	1972	2437	2706	3003
资本公积	9024	9024	9024	9024	归属母公司股东净利润	2513	3106	3449	3828
留存收益	2903	5041	7417	10052	EPS (元) ^①	0.97	1.20	1.34	1.48
归属母公司股东权益	14510	16649	19024	21660	主要财务比率				
少数股东权益	4847	7284	9990	12992	成长能力				
股东权益合计	19357	23933	29014	34652	销售收入增长率	78.62%	22.00%	15.00%	12.00%
负债和股东权益合计	33960	26810	44635	39356	净利润增长率	76.26%	23.58%	11.06%	10.96%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	4544	3746	5672	4367	毛利率	15.73%	15.70%	15.70%	15.60%
税后经营利润	2929	3788	4140	4573	销售净利率	10.18%	10.31%	9.96%	9.86%
折旧与摊销	923	1089	1124	1077	ROE	17.32%	18.66%	18.13%	17.67%
资产减值损失	43	13	15	16	偿债能力				
利息费用	42	-178	-274	-363	资产负债率	43.00%	10.73%	35.00%	11.95%
存货的减少	-1128	1153	-2021	1213	流动比率	1.55	6.02	2.01	5.78
经营性应收项目的减少	-1184	8658	-10056	8767	速动比率	1.24	4.63	1.67	4.81
经营性应付项目的增加	2968	-10776	12744	-10917	营运能力				
投资活动现金流量净额	-295	-335	-278	-219	总资产周转率	1.30	2.01	1.39	1.76
筹资活动现金流量净额	-1353	-1738	-800	-829	应收账款周转率	5.28	-	6.54	-
现金流量净额	2896	1672	4594	3319	存货周转率	10.70	19.56	12.01	18.70

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

^① 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

联系人简介:

于军华：宏源证券研究所汽车行业研究员，中国人民大学经济学硕士，CPA，CFA L3 Candidate，原国家信息中心汽车行业分析师，5 年汽车咨询行业从业经验。

主要研究覆盖公司：上海汽车、华域汽车、海马股份、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、福耀玻璃、江淮汽车等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本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、复制和发布。