

公司研究/首次覆盖

2017年07月09日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级：增持（首次评级）

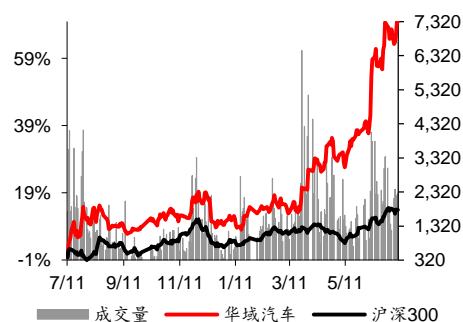
当前价格(元): 24.56
合理价格区间(元): 27~28

谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

祝嘉麟 021-28972068
联系人 zhujialin@htsc.com

陈燕平 021-38476102
联系人 chenyanping@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

中性化战略见成效，打造国际巨头

华域汽车(600741)

国内汽车零部件龙头企业

公司汽车零部件业务覆盖广泛，配套客户优质，行业龙头地位稳固。公司汽车零部件业务规模为行业内最大，产品包括汽车内外饰、热加工件在内的 30 种以上细分汽车零部件，其中 16 年内饰营收占比约为 66%；产品市场占有率高，汽车座椅、气囊、保险杠等内外饰件板块业务以及稳定杆、传动轴等功能性总成件业务市占率处于行业领先地位。公司作为零部件一级供应商，主要配套客户包括上汽大众、上汽通用、一汽大众、长安福特等国内厂商及通用、大众等国际厂商。

集团订单提供保障，客户“中性化”战略显成效

公司股权控制稳定，背靠控股股东上汽集团，积极开拓其他优质客户，业绩增长稳定。华域汽车由上汽集团控股，持股比例 58.32%，来自上汽及其合营、联营企业的订单是公司业绩的坚实保障。与此同时，华域积极采取“中性化”战略，与长安、长城、江淮、广汽也建立了合作关系；据公司公告，16 年华域汽车营业收入 44.75% 来自上汽集团以外的整车客户，比 15 年提高 6 个百分点。受益于自主品牌认知度及销量的提升，在与上汽及长安、长城等建立稳定合作关系的基础上，公司业绩稳健增长。

重组延锋内饰，复制国际汽车零部件巨头路径

2015 年公司全资子公司延锋公司与美国江森内饰业务重组建立延锋内饰，海外市场得以进一步拓展。2015 年 11 月，延锋公司与美国江森自控完成内饰业务重组，成为全球规模前列的内饰生产企业；受益于江森内饰业务并表影响，公司海外营收及内饰件业务收入增长迅猛。目前华域已在多个国家建立生产研发基地，海外布局的加快使得公司 2016 年海外营收同比增长 125%。随着海外市场的拓展，公司有望复制德尔福汽车、日本电装等巨头成长之路，成为国际汽车零部件巨头。

关注新能源化、智能化，加快业务升级

公司加快在智能驾驶、新能源汽车驱动系统等新兴业务领域的拓展，打开长远发展空间。公司已完成高频毫米波雷达样机研发，16 年 11 月份又与韩国 Cammsys 合作开发车载视觉系统；驱动电机、电机控制系统也已供货上汽乘用车、众泰汽车等新能源车厂商。公司重视汽车新能源化、智能化趋势，着力加快业务升级，业绩增长值得期待。

业绩稳增长，高分红蓝筹，给予“增持”评级

华域汽车作为我国汽车零部件龙头，依靠着上汽集团在内的国内外优质厂商的稳定合作，对海外市场进一步开拓，并在汽车的新能源化、智能化领域持续发力，且业绩增长稳定。维持较高的分红比例也反映了管理层对公司业绩持续增长的信心。我们预计 17-19 年营业收入分别为 1346、1460、1588 亿，归母净利润分别为 66.21、71.50、77.90 亿，对应 EPS 为 2.10、2.27、2.47 元。参考国内外零部件企业估值水平，我们认为公司估值处于合理区间且有良好的安全边际，给予公司 17 年 12.8-13.3 倍 PE 估值，目标价 27-28 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：我国汽车销量增速不及预期；公司海外市场拓展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,153
流通 A 股 (百万股)	2,867
52 周内股价区间 (元)	14.44-24.57
总市值 (百万元)	77,431
总资产 (百万元)	110,705
每股净资产 (元)	12.53

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	105,499	124,296	134,600	146,041	158,776
+/-%	42.62	17.82	8.29	8.50	8.72
归属母公司净利润 (百万元)	5,233	6,076	6,621	7,150	7,790
+/-%	17.43	16.11	8.98	7.98	8.95
EPS (元, 最新摊薄)	1.66	1.93	2.10	2.27	2.47
PE (倍)	14.80	12.74	11.69	10.83	9.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

综合实力强劲，奠定龙头扩张基础.....	4
业务广泛覆盖，细分领域市占率高.....	4
优质客户与充足产能保障业绩稳健增长.....	6
集团配套是业绩后盾，“中性化”战略逐现成效.....	7
海内外市场可期，全球零部件巨头崛起中.....	8
国内汽车销量稳步提高，持续拉动公司业绩.....	8
布局全球市场，复制汽车零部件巨头成长之路.....	9
重组延锋内饰，内外饰业务持续爬坡.....	11
布局“新能源”+“智能化”路线，加快业务升级.....	13
关注汽车智能化，加快 ADAS 系统布局.....	13
关注汽车新能源化，电子电器件业务增长迅速.....	14
高分红比率，彰显业绩增长信心.....	14
业绩预测与估值分析.....	15
业绩预测.....	15
首次覆盖并给予“增持”评级，目标价 27-28 元.....	15
风险提示.....	16

图表目录

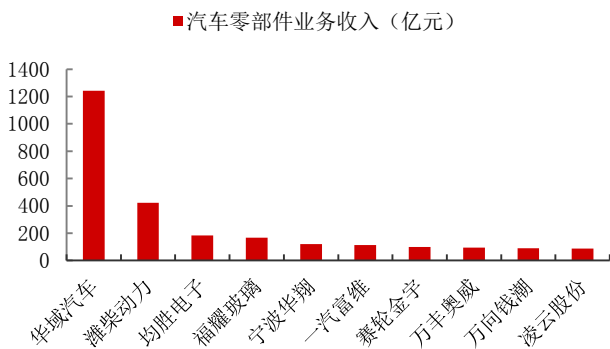
图表 1: 2016 年中国汽车零部件收入规模排名前 10 上市公司.....	4
图表 2: 2016 年华域汽车主营业务构成	4
图表 3: 华域汽车主营业务	4
图表 4: 零部件供应商层级示意图	5
图表 5: 华域汽车旗下主要子公司、合营企业、联营企业	5
图表 6: 华域汽车部分产品 2014 年细分领域市占率第一	5
图表 7: 华域汽车国内主要客户分布.....	6
图表 8: 华域汽车发展事件纪要	6
图表 9: 2016 年华域汽车股权结构.....	7
图表 10: 2011-2017 年 Q1 上汽集团营业收入及增速	7
图表 11: 2011-2017 年 H1 上汽集团汽车销量及增速.....	7
图表 12: 2011-2016 年华域汽车及下属企业向上汽集团及下属企业提供商品或服务的交易 额占营收比重.....	8
图表 13: 2011-2017M5 年国内汽车销量及增速	8
图表 14: 2011-2017M3 年汽车保有量及增速.....	8
图表 15: 2011-2017Q1 华域汽车营业收入及增速.....	9
图表 16: 2011-2017Q1 华域汽车归母净利润及增速	9
图表 17: 2011-2017Q1 年华域汽车毛利率变动	9
图表 18: 华域汽车全球分支机构布局.....	10
图表 19: 华域汽车全球合作伙伴	10
图表 20: 2011-2016 年华域汽车海内外营业收入情况.....	10
图表 21: 几大零部件巨头成长历程	11
图表 22: 延锋内饰的发展过程.....	11
图表 23: 2012-2016 年延锋公司营收占华域汽车营收比例稳定	12
图表 24: 华域汽车营业收入 YOY 与延锋公司营业收入 YOY.....	12
图表 25: 内饰业务毛利率变动.....	12
图表 26: 2011-2016 年华域汽车内外饰业务收入	13
图表 27: 2011-2016 年华域汽车内外饰毛利润及毛利率	13
图表 28: 2015-2020 年中国及全球汽车雷达市场规模预测 (单位: 万个)	13
图表 29: 2016 年报华域主营业务增长及毛利率情况	14
图表 30: 2014-2016 年华域汽车利润分配情况	14
图表 31: 2017-2019 年公司营业收入预测	15
图表 32: 国内可比公司估值	16
图表 33: 国际零部件公司与华域汽车对比.....	16
图表 34: 华域汽车历史 PE-Bands	16
图表 35: 华域汽车历史 PB-Bands	16

综合实力强劲，奠定龙头扩张基础

业务广泛覆盖，细分领域市占率高

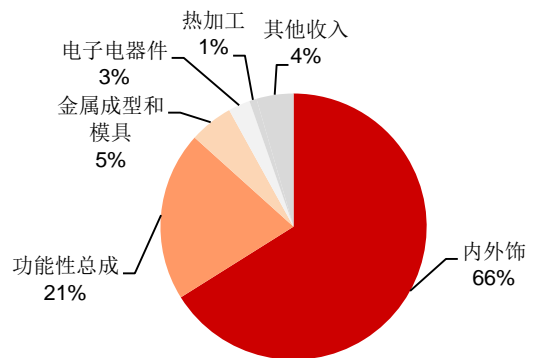
华域汽车是国内综合性零部件龙头，零部件业务覆盖广泛。华域汽车主要业务包括内外饰、功能件、金属成型模具、电子电器件、热加工件等，覆盖30种以上汽车零部件品种。2016年华域汽车营业收入1243亿，2017第一季度实现营业收入340亿，零部件业务规模为行业上市公司中最大。据16年公司年报，内外饰是公司的核心业务，占公司营业收入的66%，产品为仪表盘、门板总成、座椅总成、保险杠总成、安全气囊等。功能性总成件为第二主营业务，占公司营业收入的21%，主要产品为传动系统、制动系统、转向系统等。

图表1：2016年中国汽车零部件收入规模排名前10上市公司



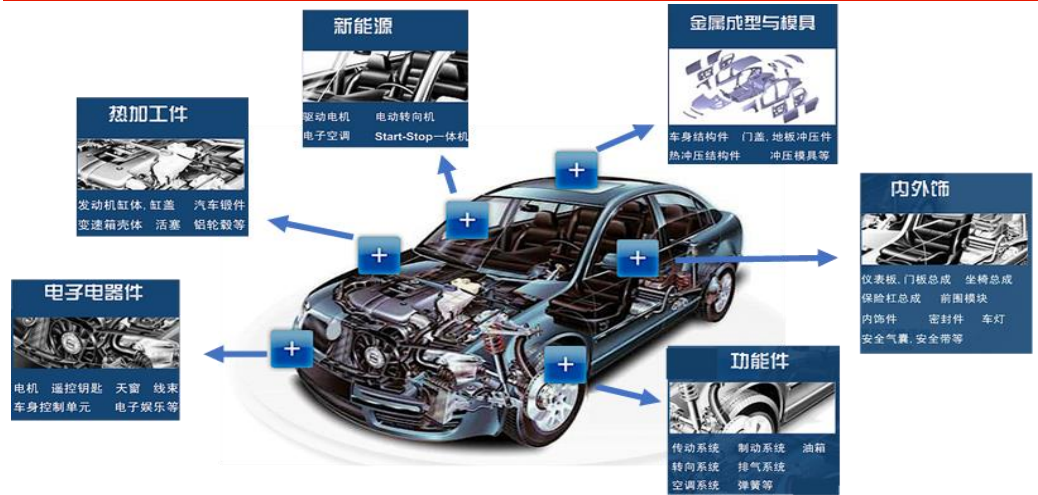
资料来源：Wind，华泰证券研究所（潍柴动力含整车销量）

图表2：2016年华域汽车主营业务构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：华域汽车主营业务

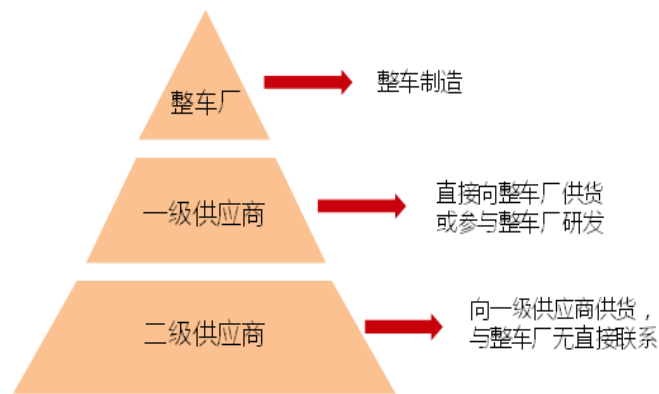


资料来源：华域汽车官网，华泰证券研究所

独立零部件供应商，旗下拥有多家优质子公司。公司全资控股9家零部件厂商或销售公司，分别为从事内外饰业务的延锋公司、从事拖拉机内燃机业务的拖内公司、从事汽车底盘业务的汇众汽车、生产弹簧和弹性体的中弹公司、生产摩托车及相应零部件的幸福摩托、生产汽车及摩托车配件的联谊公司、生产铁铸件的上海圣德曼铸造、生产铝合金压铸件和汽车泵类的乾通公司、负责零部件销售的华域上海。子公司的设立有利于在各个领域发挥专长，从而每个子公司在各自的细分市场中有望占据更多份额。

一级零部件厂商为主，具有良好的盈利能力与抗风险能力。对公司营业收入和利润贡献较大的控股公司或合营、联营企业多为一级供应商，如延锋内饰、上海小系车灯等。一级零部件供应商在整车项目中参与程度高，更具备整车客户合作经验和配套壁垒，同时可以向部分二级供应商转移一定程度的成本压力。华域汽车旗下多家一级零部件供应商为华域汽车良好的盈利能力提供支撑。

图表4：零部件供应商层级示意图



资料来源：华泰证券研究所

图表5：华域汽车旗下主要子公司、合营企业、联营企业

内外饰件	功能性总成及销售公司	热加工类
延锋公司, 100%	纳铁福传动, 45%	圣德曼锻造, 100%
拖内公司, 100%	华域三电, 48%	乾通公司, 100%
小系车灯, 50%	制动系统销售, 49%	皮尔博格, 50%
赛科利模具, 75%	法雷奥电器, 50%	泰克西, 25%
延锋江森座椅, 50%	科尔本活塞, 50%	贝洱热系统, 50%
恩坦华车门, 40%	中弹公司, 100%	
博泽部件, 40%	纳铁福销售, 51%	
法雷奥雨刮, 27%	实业交通, 70%	
	华域转向, 49%	
	菲特尔莫古复合, 40%	
	菲特尔莫古轴瓦, 40%	
	华域正大, 51%	
	联谊公司, 100%	
	萨克斯总成, 50%	
	华域电动, 60%	
	大陆制动, 50%	
	汇众汽车, 100%	
	华域上海, 100%	
	制动系统, 51%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所（高亮突出为子公司）

先发优势显著，产品市场占有率高。公司各类主要产品均具有较高的国内市场占有率，尤其是内外饰件板块（仪表板、汽车座椅、气囊、保险杠）以及功能性总成件板块（稳定杆、摇窗机、传动轴、空调压缩机、转向机）部分产品细分市场市场占有率均居于国内前列。据中国汽车工业年鉴，华域汽车多品类零部件 2014 年时市占率就已处于行业第一，在行业内先发优势明显，领先地位稳固。

图表6：华域汽车部分产品 2014 年细分领域市占率第一

产品名称	企业名称	产品产量占比
气缸体	上海皮尔博格有色零部件有限公司	23%
气缸盖	上海皮尔博格有色零部件有限公司	18%
曲轴瓦、凸轮轴瓦、连杆瓦	上海菲特尔莫古轴瓦有限公司	57%
传动轴	上海纳铁福传动轴有限公司	38%
制动钳	上海汽车制动系统有限公司	93%
悬架弹簧	上海中国弹簧制造有限公司	76%
稳定杆	上海中国弹簧制造有限公司	68%
后桥总成	上海汇众汽车制造有限公司	25%
车架总成	上海汇众汽车制造有限公司	40%
发电机	上海法雷奥汽车电器系统有限公司	45%
起动机	上海法雷奥汽车电器系统有限公司	51%
车灯总成	上海小系车灯有限公司	61%
座椅调角器	上海延锋江森座椅机械部件有限公司	78%
座椅滑轨	上海延锋江森座椅机械部件有限公司	81%
安全带	上海天合汽车安全系统有限公司	37%
安全气囊	上海天合汽车安全系统有限公司	12%
空调压缩机	上海三电贝洱汽车空调有限公司（现为华域三电）	63%

资料来源：公司公告，2015 年中国汽车工业年鉴，华泰证券研究所

优质客户与充足产能保障业绩稳健增长

公司客户资源覆盖面广且结构逐步优化。在国内客户主要有上汽大众、上汽通用、一汽大众、上汽乘用车、长城汽车、江淮汽车、长安福特、神龙汽车、北京现代、东风日产、吉利汽车等整车厂商。此外，公司部分业务和产品已成功进入北京奔驰、华晨宝马、一汽奥迪等中高端整车品牌的国内配套体系。在海外市场上，公司优势业务和产品如内饰、汽车电子、油箱系统等，已为通用、大众等国际整车客户提供研发和供货服务，具备国际经营能力。

图表7：华域汽车国内主要客户分布



资料来源：华域汽车官网，华泰证券研究所

产能布局完善，满足整车客户配套需要。公司不断推进新的生产基地建设，从而能够保证对整车客户配套供货需求快速反应，及时调整，有利于建立长期稳定的客户关系。截至2016年末，公司在全国有295个研发、制造和服务基地，覆盖主要整车厂商聚集区域；海外设立有79个生产制造及研发基地，覆盖北美、欧洲、南非、东南亚等区域以及奔驰、宝马、福特、大众、通用等全球整车企业。公司区域布局广度及产业集群优势在国内汽车零部件行业均处于领先地位，有能力提供更优质的整车客户供货服务并进一步参与客户的同步开发与技术交流。

图表8：华域汽车发展事件纪要

时间	事件
2009年5月	上汽集团将零部件中内外饰类、功能性总成类及热加工类业务注入巴士股份，并将其更名为华域汽车（含延锋伟世通汽车饰件系统有限公司50%股权）。
2010年12月	收购上汽集团持有的上海圣德曼铸造有限公司100%股权，上海萨克斯动力总成部件公司50%股权，上海幸福摩托车有限公司100%股权，完善零部件配套体系。
2013年12月	收购延锋伟世通汽车饰件系统有限公司剩余50%股权
2014年3月	控股子公司收购上汽集团及东华实业持有的南京上汽模具装备有限公司100%股权，有利于公司围绕核心整车客户在南京地区快速形成制造和供货能力
2015年11月	全资子公司延锋公司与美国江森自控进行内饰业务重组，形成世界最大内饰系统供应商，加快公司内饰业务的国际化布局
2015年12月	全资子公司华域上海参与陕西庆华增资扩股，获得35%股权，提高在汽车被动安全核心零部件领域技术和资源的掌控能力
2016年1月	收购上汽集团持有的上海汇众汽车制造有限公司100%股权，公司业务拓展到汽车底盘系统
2016年10月	与韩国Cammsys开展“车载前视觉系统”技术开发合作，加速ADAS系列产品产业化
2017年1月	全资子公司华域上海参与湖北航鹏增资扩股，获得30%股权，加快公司在汽车被动安全领域的业务发展

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

集团配套是业绩后盾，“中性化”战略逐现成效

公司控股股东为国内整车龙头企业上汽集团。华域汽车原属于上汽集团下属的内外饰、功能性总成及热加工类业务部门。2009年，上汽集团拆分旗下零部件业务，将其注入巴士股份，并更名为华域汽车。公司由此成为独立的零部件供应商。据华域2016年年度报告披露，华域汽车控股股东为上海汽车集团股份有限公司，持股比例58.32%。

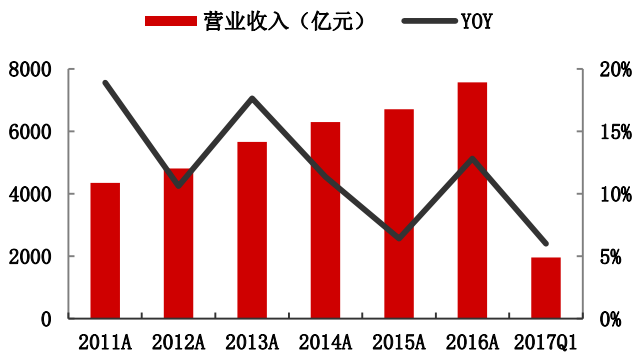
图表9：2016年华域汽车股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

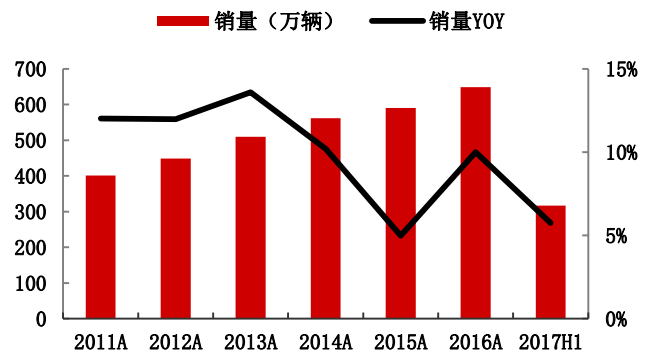
上汽集团产品强周期有力支撑华域汽车业绩增长。公司15年以前对上汽及其合营、联营企业的供货保持在较高比例，配套对象包括合资企业上汽大众、上汽通用及上汽自主品牌等。受汽车购置税减半等政策带动，上汽集团16年汽车销量649万辆，同比增长10%。向上汽及其相关企业供应零部件的华域汽车营业收入增速亦同向增长。随着上汽自主品牌整车的销量上涨，及上汽大众、上汽通用等合资品牌可观的销量基数，上汽集团国内乘用车销量龙头地位稳固，而华域汽车与上汽集团的稳定合作关系将带给华域汽车较强的业绩支撑。

图表10：2011-2017年Q1上汽集团营业收入及增速



资料来源：上汽集团公告，华泰证券研究所

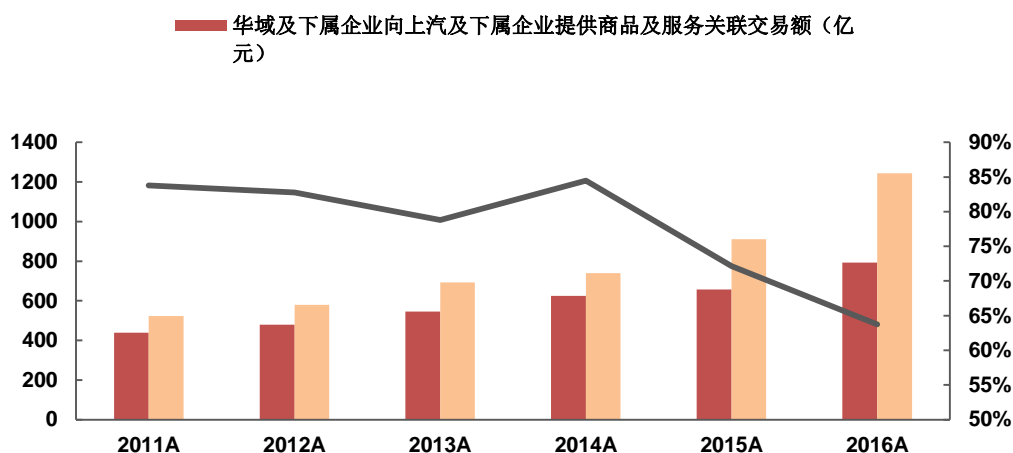
图表11：2011-2017年H1上汽集团汽车销量及增速



资料来源：上汽集团公告，华泰证券研究所

公司加快实施“中性化”战略，集团外业务稳步拓展。“中性化”意味着零部件企业不再只为集团内部配套生产，而同时向多家厂商供货。对于传统整车客户如上汽大众、上汽通用等，公司与其建立良好的合作关系并提供稳定配套供货。此外，公司与长安汽车、江淮汽车、长城汽车、广汽集团、吉利汽车等在内的整车客户建立战略合作关系，在配套布局、产品定点等方面发挥协同作用。按汇总口径统计，华域汽车来自于上汽集团以外的整车客户的营业收入呈递增趋势，2016年营业收入的44.75%来自于上汽集团以外的整车客户，比2015年提高逾6个百分点，表明对上汽集团的营收依赖稳步下滑，显示出公司“中性化”战略已初具成效。

图表12: 2011-2016年华域汽车及下属企业向上汽集团及下属企业提供商品或服务的交易额占营收比重



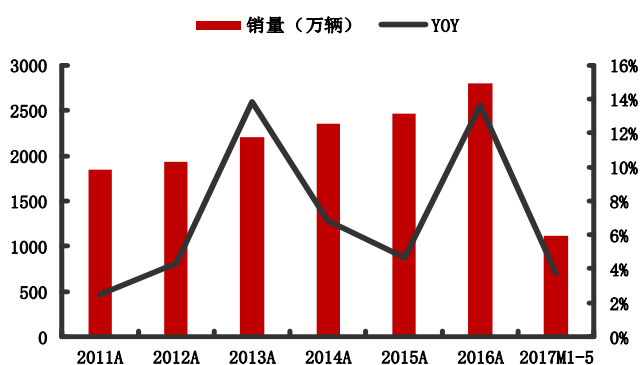
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

海内外市场可期, 全球零部件巨头崛起中

国内汽车销量稳步提高, 持续拉动公司业绩

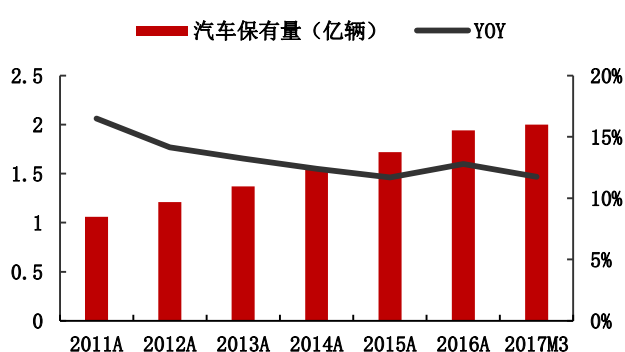
国家政策支持不断, 汽车销量快速增长。15年以来国家出台系列促进汽车行业发展的相关政策, 如乘用车购置税优惠、新能源汽车的补贴政策、货车超限超载治理等。多重政策利好之下, 16年国内汽车销量为2,803万辆, 同比增速达13.7%。尽管17年国内乘用车购置税由5%上浮至7.5%导致乘用车销量走势平缓, 但考虑到汽车作为国民经济支柱产业之一, 在经济平稳落地过程中起着拉动内需的重要作用, 预计后续汽车行业政策将维持稳健, 且国内汽车千人保有量仍处于相对低位, 未来数年汽车产销量将基本保持稳步增长趋势。

图表13: 2011-2017M5年国内汽车销量及增速



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

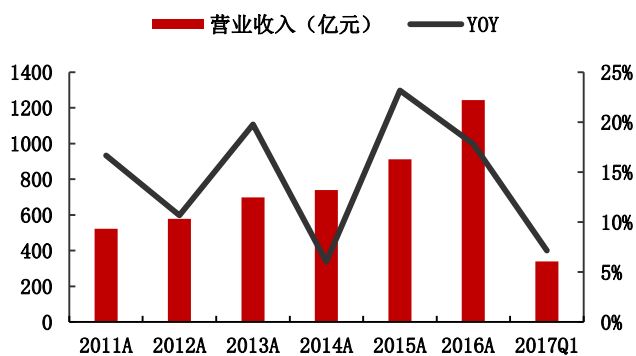
图表14: 2011-2017M3年汽车保有量及增速



资料来源: 公安部交管局, Wind, 华泰证券研究所

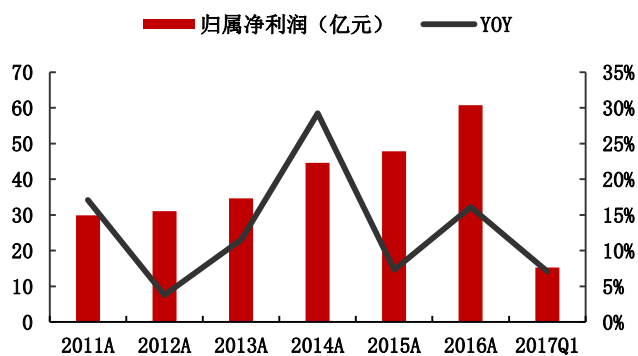
受益国内汽车销量持续提升, 公司业绩稳步增长。华域汽车属于汽车零部件行业, 与整车行业的发展密切相关。汽车产销量不断增长使整车厂增加对汽车零部件的采购量, 从而带动公司前装零部件业务的快速发展。受16年汽车销量快速增长的影响, 公司盈利情况得到有效改善, 16年度营业收入达到1243亿, 同比增长17.82%, 归母净利润60.76亿, 同比增长16.11%; 17年一季度营业收入达340亿, 同比增长7.14%; 归母净利润15.29亿, 同比增长7.12%。

图表15: 2011-2017Q1 华域汽车营业收入及增速



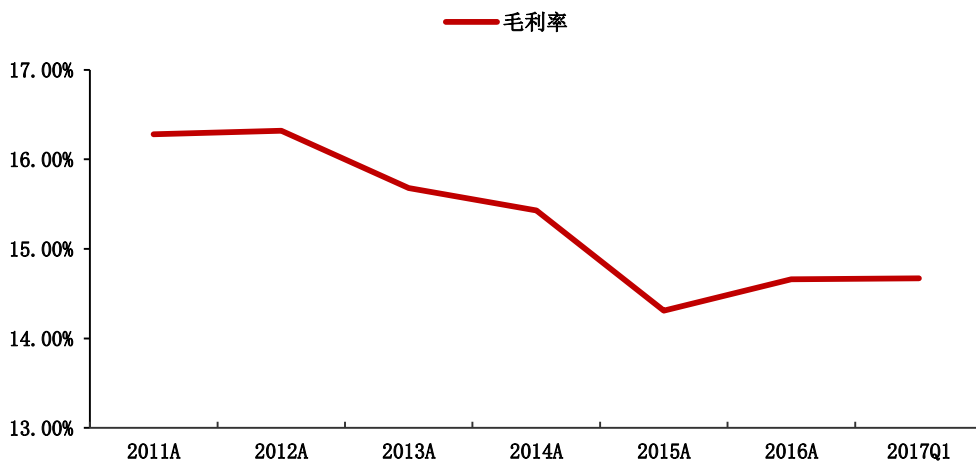
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 2011-2017Q1 华域汽车归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 2011-2017Q1 年华域汽车毛利率变动

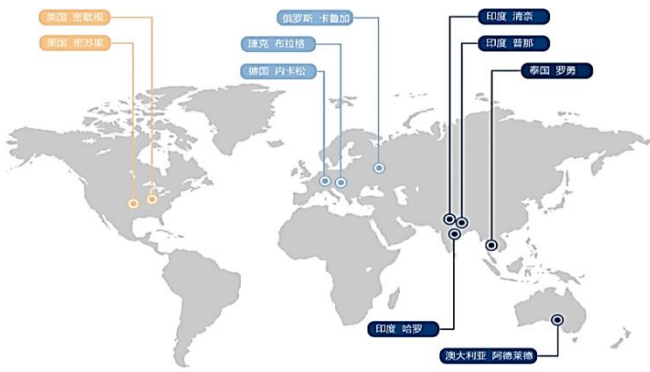


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

布局全球市场，复制汽车零部件巨头成长之路

公司积极推进核心业务国际化经营，加快拓展海外市场。延锋内饰抓住北美汽车市场增长机遇，实现与美国江森内饰件业务重组，并获得福特、通用、奔驰、宝马等整车客户未来车型配套定点。华域科尔本施密特铝技术有限公司在德国开展铸铝轻量化业务，获得奥迪、奔驰、保时捷、沃尔沃、宝马等整车客户未来车型高端发动机铝合金缸体等业务配套定点。上海实业交通电器有限公司在美国的摇窗机业务生产基地已顺利投产，实现对美国通用的供货。公司经过多年与与国际零部件企业合作，运营管理水平 and 自主研发能力已逐步提升，后续随着公司核心业务全球运营能力的不断提升和国际经营规模的不断扩大，全球市场份额将进一步扩张。

图表18: 华域汽车全球分支机构布局



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

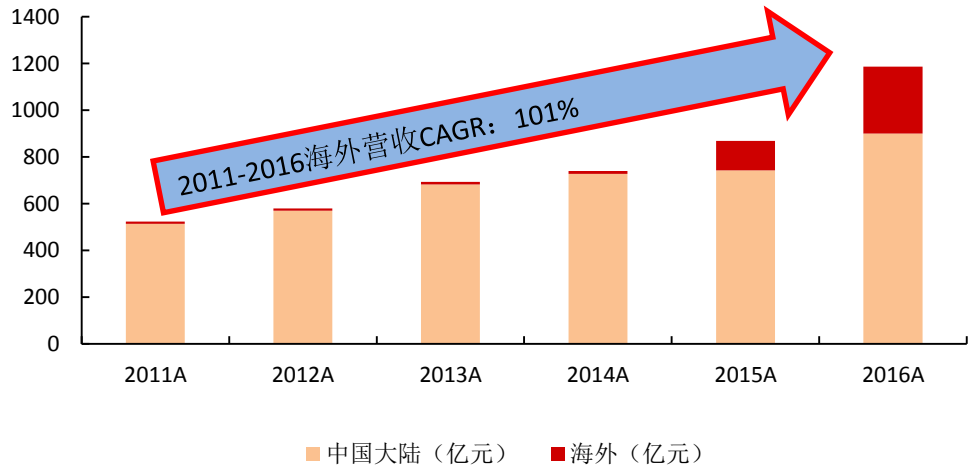
图表19: 华域汽车全球合作伙伴



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

公司海外营收明显提升, 海外布局策略收效显著。截至2016年, 公司已在美国、德国、泰国、俄罗斯等国家设立有79个生产制造(含研发)基地, 为国内外众多整车客户提供优质研发和供货服务, 已形成较为完善的国内外产业布局, 具备产业集群优势。受益于延锋公司与美国江森内饰件业务重组, 2016年公司海外营收规模达到286.41亿元, 同比增长125.27%, 2011-2016海外营收复合增长率为101%。随着海外建设生产、研发、制造基地的步伐加快, 海外市场进一步拓展, 公司有望与更多国外汽车制造商建立合作关系, 提升全球配套能力。

图表20: 2011-2016年华域汽车海内外营业收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

华域汽车发展轨迹与全球汽车零部件巨头高度相似, 有望复制国际巨头成长之路。在全球汽车零部件配套供应商百强中, 德尔福、伟世通前身分别为通用汽车、福特汽车的零部件子公司, 日本电装最初也仅是丰田汽车的子部门, 三者均在独立出整车厂商后通过内生增长结合外延拓展不断打破地域保护、市场割据与技术垄断, 从而开启了快速发展道路。目前华域汽车对上汽集团的依赖度逐步降低, 收购江森内饰业务也标志着公司海外拓展道路的开启, 我们可以看到华域汽车与全球零部件企业的成长之路的高度相似, 复制国际零部件巨头的成长之路并不断崛起值得期待。

图表21： 几大零部件巨头成长历程

德尔福	伟世通	日本电装
1988年通用成立ACG部门；1999年德尔福正2000年与福特汽车分离；2014年收购江森电子业务与通用汽车公司分离并上市；2016年配后开启全球快速扩张之路；目前，伟世通是全球前套营收166.61亿美元，为全球汽车零部件供三大汽车座舱电子供应商之一		1949年日本电装由丰田汽车中独立出来；90年代开启整合道路，借助丰田集团的支持进一步成长；2015年公司实现营收391亿美元，其中丰田销售额仍占据45.3%
应商第12位		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

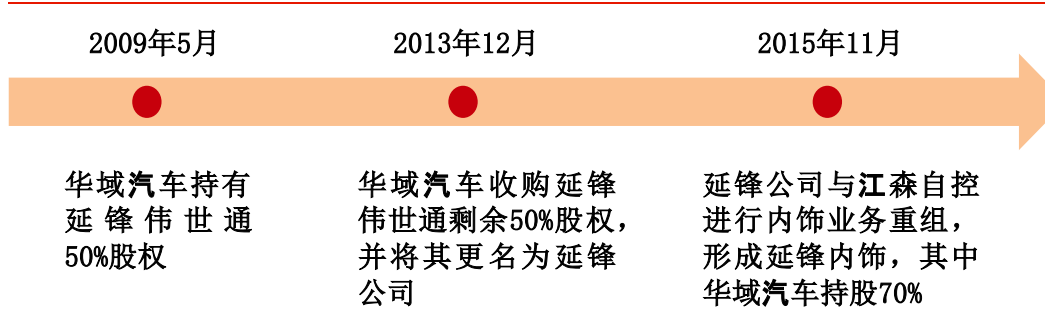
参考国际零部件巨头的成长之路，并结合华域汽车自身的特色，我们总结华域汽车未来几年有望成为全球性零部件巨头的原因主要在于以下几方面：

- 背靠前景广阔的中国市场。国内汽车市场目前千人保有量仍处于低位，未来将保持稳健增长，中国市场增长潜力充足，公司未来的成长能力有保障。
- 海外市场发展壁垒进一步打破。各大汽车零部件巨头成长史中海外市场的开拓都贡献了长期业绩增量。目前在各大国际巨头逐步走上集中化发展道路的契机上，公司有望加速整合全球性汽车内饰业务，获得竞争地位的提升。
- 公司具备良好而全面的产业布局。公司产品覆盖6大业务板块30个以上零部件品种，产品构成全面有利于客户资源的共享，协同效应逐渐凸显。
- 规模化效应下成本优势凸显。公司起步于中国市场，在人力资源端具有天然优势，随着公司全球产业基地扩张，规模化生产能力进一步提升带来生产成本的降低。

重组延锋内饰，内外饰业务持续爬坡

内饰业务持续加码，重组后延锋内饰具备全球竞争能力。延锋伟世通汽车饰件系统有限公司（简称“延锋伟世通”）是历史悠久的零部件大型供应商，于1978年开始从事内饰业务。2009年5月，华域汽车自上汽集团分拆而出，此时持有延锋伟世通50%的股权。2013年12月，华域汽车收购伟世通国际有限公司持有的延锋伟世通50%的股权，从而实现对延锋伟世通的全资控股，并更名为延锋汽车饰件系统有限公司（简称“延锋公司”）。2015年11月，延锋公司与美国最大汽车部件供应商江森自控进行内饰业务重组，形成全球规模前列的内饰件供应商延锋汽车内饰系统有限公司（简称“延锋内饰”），其中华域汽车持股70%，江森自控持股30%。

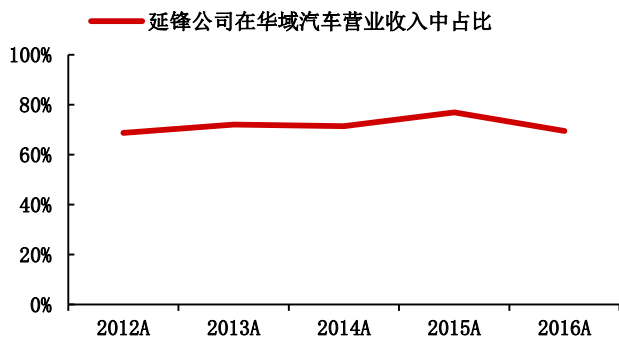
图表22： 延锋内饰的发展过程



资料来源：华域汽车官网，华泰证券研究所

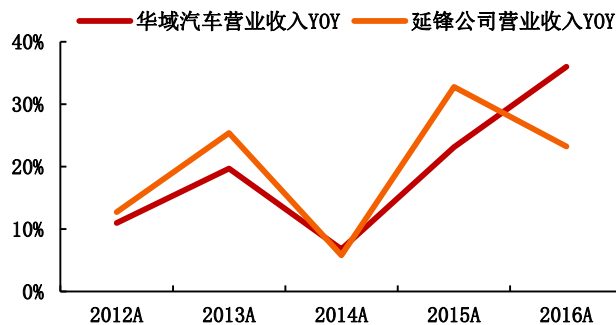
整合效应明显，延锋内饰贡献主要业绩增量。延锋公司是华域汽车的主要营业收入来源，自2012年以来，该业务营收占公司营收比例均在65%以上。16年延锋公司营业收入为864亿，同比增长23%，贡献华域汽车70%的营业收入；净利润为27亿，贡献华域汽车31.5%的净利润。受益于延锋公司在16年度的业绩增长，华域汽车当年营业收入同比增长17.82%，高于16年国内汽车整车销量13.7%的同比增速。规模化效应下内饰业务毛利率也明显回升，在16年内饰业务毛利率已经小幅增长至14.23%。

图表23：2012-2016年延锋公司营收占华域汽车营收比例稳定



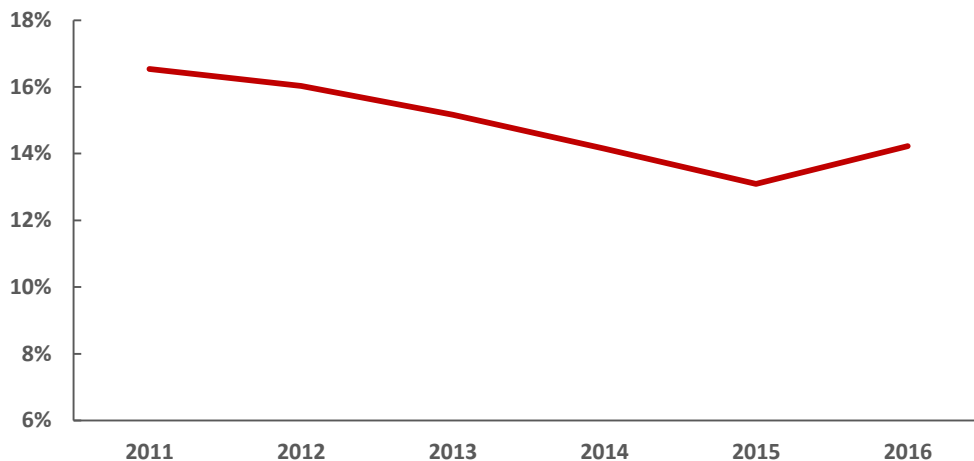
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24：华域汽车营业收入YOY与延锋公司营业收入YOY



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

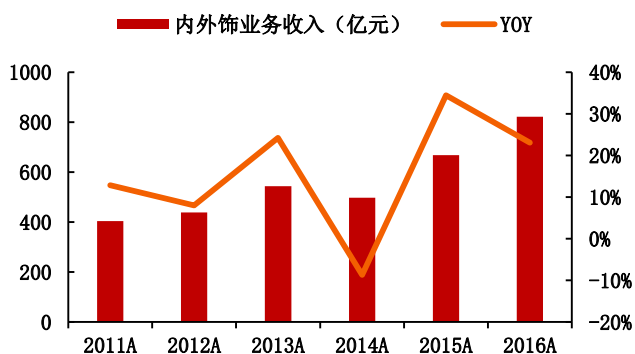
图表25：内饰业务毛利率变动



资料来源：华域汽车官网，华泰证券研究所

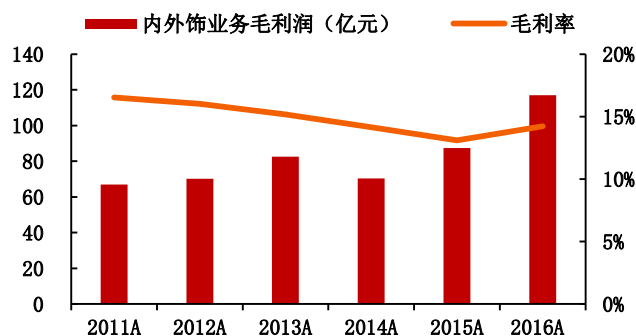
内饰业务盈利能力将逐步回升，打开海外市场新空间。内饰业务是整车中关键组成，在消费升级的长期趋势下，汽车内饰将向高端化发展，在整车中价值会有所提升。同时随着全球内饰巨头互相整合，内饰行业市场份额将进一步向行业龙头集中，具有丰富海外客户资源的延锋内饰借行业变革契机有望再次提升市场份额，将推动华域汽车内外饰业务持续爬坡。

图表26: 2011-2016年华域汽车内外饰业务收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表27: 2011-2016年华域汽车内外饰毛利润及毛利率



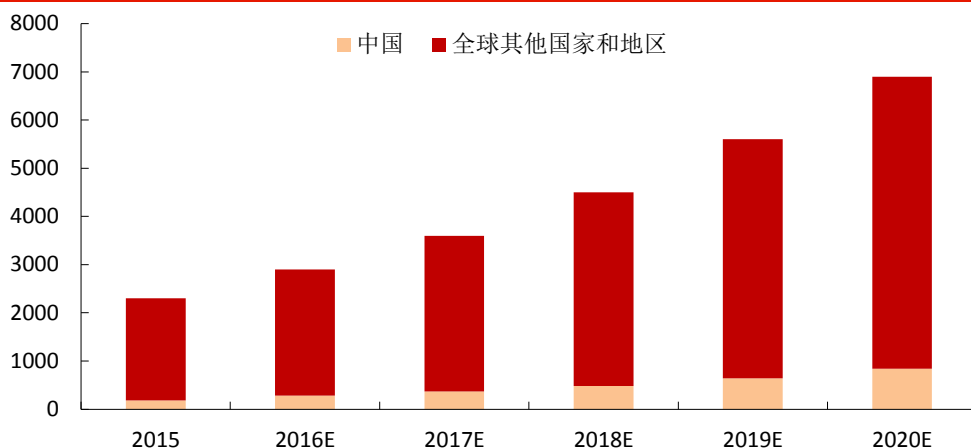
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

布局“新能源”+“智能化”路线, 加快业务升级

关注汽车智能化, 加快 ADAS 系统布局

借助 ADAS 系统快速深入汽车智能化领域。公司加快在智能驾驶等新兴业务领域的拓展, 重视在 ADAS 系统、尤其是毫米波雷达业务的布局。华域坚持自主研发突破核心技术和集成资源快速实现批量生产并举的策略, 2016 年上半年已完成 24GHz 后向毫米波雷达的功能样件开发和 77GHz 前向毫米波雷达的原理样机开发, 公司自主设计的毫米波雷达生产线正投入建设。在 ADAS 领域, 毫米波雷达因其对于各类工况的适应性以及产业成熟程度成为现阶段主流感知设备类型之一。据市场调研机构 Plunkeet Research 预测, 到 2020 年全球汽车毫米波雷达出货量将达到近 7000 万个, 中国市场出货量也将达到 850 万个, 广阔的市场空间待挖掘。华域对 ADAS、尤其毫米波雷达的重视, 为未来公司业绩稳定增长奠定了基础。

图表28: 2015-2020年中国及全球汽车雷达市场规模预测 (单位: 万个)



资料来源: Plunkeet Research, 华泰证券研究所

公司与韩国 Cammsys 合作，加快在 ADAS 领域的发展进程。2016 年 10 月，华域与韩国摄影镜头模块专业制造商与半导体设备供货商 Cammsys 签署了合作协议，双方将在车载前视系统领域开展技术合作。Cammsys 的主要客户包括了汽车行业的比亚迪、大宇塔塔以及消费电子行业的三星、伟视达等。华域与 Cammsys 在车载视觉系统的合作，将丰富华域 ADAS 产品路线图的实现路径、加速公司 ADAS 系列产品的产业化，对其实现汽车“智能化”的目标具有强劲的推动作用。

关注汽车新能源化，电子电器件业务增长迅速

公司在新能源汽车驱动系统等新兴业务领域布局提速。华域汽车电动系统有限公司在优化对上汽乘用车、众泰汽车等整车客户现有新能源驱动电机、电机控制器等产品供货能力的基础上，完成对上汽大通商用车项目的电机驱动系统批产，及燃料电池项目电机驱动系统定点配套等工作，并进一步深化与德国大众、宝马中国、广汽乘用车、长城汽车等整车客户的技术交流，为满足整车客户配套需要公司建立起了覆盖中国、北美、欧洲、南非、东南亚等多地区的生产基地。

电子电器件毛利率高，带动业务结构升级。尽管电子电器件并非公司最主要的营收来源，但从 2016 年度公司公布的业绩数据来看，电子电器件的营收同比增长达 29.98%。随着公司驱动电机、电机控制器等产品的持续研发及生产，预计电子电器件业务的营收保持稳健增长。电子电器件毛利率为 17.40%，同比增加 0.82 个百分点，显著高于 16 年公司整体 14.66% 的毛利率及毛利率 0.35 个百分点的同比增幅。电子电器件业务的持续开发与增长在促进公司业务升级的同时，将动公司业绩持续增长。

图表29：2016 年报华域主营业务增长及毛利率情况

细分领域	营业收入 (亿元)	占营收比	营收同比增减	毛利率	毛利率同比增减
内外饰件	822.2	66%	23.14%	14.23%	增加 1.14 个百分点
金属成形和模具	65.94	5%	1.88%	14.83%	降低 1.32 个百分点
功能件	255.64	21%	8.44%	14.61%	增加 0.31 个百分点
电子电器件	32.52	3%	29.98%	17.40%	增加 0.82 个百分点
热加工件	10.72	1%	-21.03%	17.27%	增加 3.23 个百分点

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高分红比率，彰显业绩增长信心

公司注重为投资者带来稳定的投资回报，维持较高的分红比例。2014-2016 年，华域汽车现金股利占归母净利润的比重均高于 30%，2015、2016 年该比例甚至都超过 50%；公司充足的货币资金余额也保障了公司高股利分派的顺利进行。公司以持续稳定的高分红回馈投资者，显示出良好的投资回报率。

图表30：2014-2016 年华域汽车利润分配情况

年度	2014	2015	2016
利润分配方案	每 10 股派 5.20 元 (含税)	每 10 股派 8.10 元 (含税)	每 10 股派 10.00 元 (含税)
总股本 (亿)	25.83	31.53	31.53
现金股利 (亿元)	13.43	25.54	31.53
归母净利润 (亿元)	44.56	47.83	60.76
分红比率	30.14%	53.40%	51.89%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

业绩预测与估值分析

业绩预测

内外饰件业务：作为公司绝对的主营业务，加上延锋内饰重组完成后业务规模显著提升，预计 2017-2019 仍为公司营收的主要来源。我们预计未来公司 2017-2019 年内外饰件业务营业收入分别可以达到 891.28、969.26、1059.40 亿（元）；分别贡献毛利约为 127.27、138.90、152.13 亿（元）。

金属成形及模具业务：我们预计金属成形及模具业务营收在 2017-2019 分别达到 70.57、75.44、80.79 亿（元）；分别贡献毛利约 10.42、11.47、13.02 亿（元）。

功能件业务：2017 年功能件营收稳步提高，预计 2017-2018 年的营业收入可分别达到 268.43、281.85、295.95 亿（元）；分别贡献毛利约 41.02、45.10、48.00 亿（元）。

电子电器件业务：公司在新能源汽车驱动系统领域持续发力，2016 年报已显示初有成效，估计未来该业务营收也将维持稳健增长，预计 2017-2019 年的营业收入可分别达到 36.43、40.62、45.01 亿（元）；分别贡献毛利约 6.35、7.13、7.93 亿（元）。

热加工件业务：由于公司将重心转向其他业务板块，我们预计 2017-2019 年的营业收入可分别达到 10.75、10.77、10.79 亿（元）；分别贡献毛利约 1.53、1.48、1.52 亿（元）。

图表31： 2017-2019 年公司营业收入预测

细分领域		2017E	2018E	2019E	
营业收入 (亿元)	内外饰件	891.28	969.26	1059.40	
	金属成形和模具	70.57	75.44	80.79	
	功能件	268.43	281.85	295.95	
	电子电器件	36.43	40.62	45.01	
	热加工件	10.75	10.77	10.79	
	其他业务	68.54	82.46	95.81	
	总计	1346.00	1460.41	1587.76	
	营收增长率	8.3%	8.5%	8.7%	
	毛利润 (亿元)	内外饰件	127.27	138.90	152.13
		金属成形和模具	10.42	11.47	13.02
功能件		41.02	45.10	48.00	
电子电器件		6.35	7.13	7.93	
热加工件		1.53	1.48	1.52	
其他业务		11.01	10.75	11.60	
总计		197.59	214.83	234.19	
毛利润增长率		8.4%	8.7%	9.0%	

资料来源：华泰证券研究所

首次覆盖并给予“增持”评级，目标价 27-28 元

华域汽车作为我国汽车零部件龙头，在原有集团配套业务之外逐步实现客户“中性化”战略，对海外市场进一步开拓，并在汽车的新能源化、智能化领域持续发力，且业绩增长稳定。维持较高的分红比例也反映管理层对公司业绩增长的信心。我们预计 17-19 年公司营业收入分别为 1346、1460、1588 亿（元），归母净利分别为 66.21、71.50、77.90 亿（元），对应 EPS 为 2.10 元、2.27 元、2.47 元。17 年国内可比公司平均估值水平为 22.01（依据 Wind 一致预期），公司目前处于低估值水平，具有较好的安全边际。此外考虑到公司有望进一步成长为国际性零部件巨头，我们参考了海外零部件公司与华域汽车估值情况对比以进一步校验估值判断的合理性。综合考虑，我们依据华域汽车 17 年预测业绩给予公司 12.8-13.3 倍 PE 估值，目标价格区间 27-28 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表32: 国内可比公司估值

股票简称	股票代码	收盘价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
模塑科技	000700.SZ	8.09	0.26	0.41	0.54	31.17	19.61	15
中鼎股份	000887.SZ	22.09	0.76	1.01	1.24	30.26	21.89	17.78
拓普集团	601689.SH	32.38	0.95	1.1	1.42	38.26	29.45	22.86
一汽富维	600742.SH	19.8	1.01	1.51	1.87	19.6	13.18	11.01
东风科技	600081.SH	12.78	0.37	0.48	0.63	34.35	26.63	20.31
万丰奥威	002085.SZ	17.45	0.53	0.56	0.67	39.84	31.26	26.1
均胜电子	600699.SH	32.9	0.66	1.27	1.53	68.84	25.91	21.52
富奥股份	000030.SZ	9.01	0.52	0.67	0.81	17.22	13.38	11.06
福耀玻璃	600660.SH	24.6	1.25	1.47	1.68	19.63	16.79	14.68
平均			0.70	0.94	1.15	33.24	22.01	17.81
华域汽车	600741.SH	24.56	1.93	2.08	2.27	12.74	11.8	10.8

资料来源: Wind (截至2017年7月7日), 华泰证券研究所

图表33: 国际零部件公司与华域汽车对比

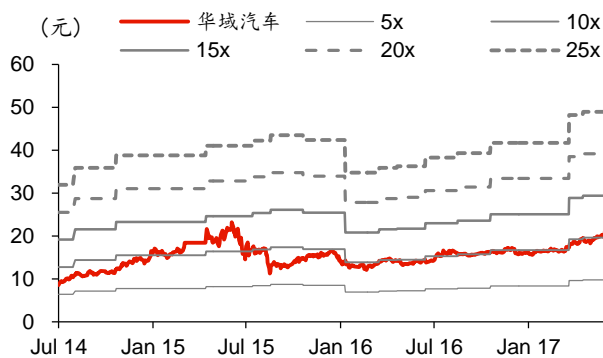
证券简称	股票代码	PE (TTM)	ROE (2016/平均)
德尔福汽车 (DELPHI)	DLPH.N	19.91	54.05
AISIN SEIKI	7259.T	17.27	8.64
日本电装	6902.T	14.81	8.01
德国大陆	CON.F	13.52	23.60
FAURECIA	E0.PA	9.84	32.74
李尔	LEA.N	9.42	32.59
曼格纳国际	MGA.N	8.66	20.95
HYUNDAI MOBIS	012330.KS	7.96	11.23
平均		12.67	23.97
华域汽车	600741.SH	12.53	18.59

资料来源: Wind(截止日期7月7日), 华泰证券研究所 (注: 德尔福汽车权益乘数较高)

风险提示

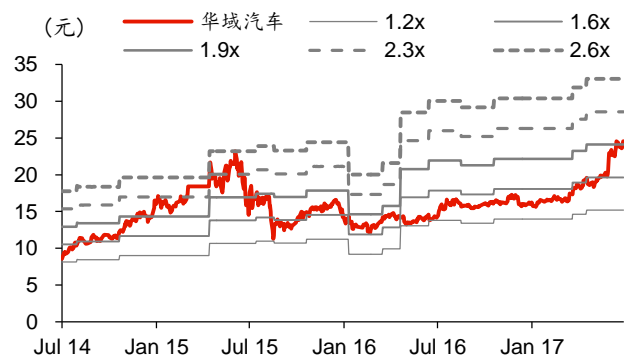
我国汽车销量增速放缓; 公司海外市场拓展存在不确定性, 客户“中性化”战略低于预期。

图表34: 华域汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表35: 华域汽车历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	55,057	67,832	79,198	92,832	106,074
现金	19,395	29,895	37,466	47,407	57,131
应收账款	20,992	21,087	23,900	26,056	28,054
其他应收账款	2,298	2,712	2,793	3,108	3,365
预付账款	944.94	763.27	1,059	1,089	1,170
存货	6,148	7,343	7,779	8,495	9,234
其他流动资产	5,280	6,032	6,201	6,678	7,119
非流动资产	35,926	39,780	38,798	38,630	38,493
长期投资	9,658	11,141	10,647	10,812	10,757
固定资产投资	13,029	14,625	15,727	15,829	15,907
无形资产	2,479	2,600	2,698	2,820	2,900
其他非流动资产	10,759	11,413	9,726	9,170	8,929
资产总计	90,983	107,612	117,996	131,463	144,566
流动负债	44,794	51,729	52,863	57,140	60,844
短期借款	1,567	1,519	1,535	1,530	1,532
应付账款	30,261	33,172	35,906	39,360	42,548
其他流动负债	12,966	17,037	15,422	16,250	16,765
非流动负债	9,083	10,039	9,802	10,568	10,984
长期借款	526.31	1,283	1,611	2,047	2,501
其他非流动负债	8,557	8,757	8,191	8,521	8,483
负债合计	53,877	61,768	62,665	67,708	71,828
少数股东权益	6,450	7,747	10,615	13,549	16,674
股本	2,583	3,153	3,153	3,153	3,153
资本公积	8,934	12,686	12,686	12,686	12,686
留存公积	16,710	20,163	28,879	34,374	40,233
归属母公司股	30,656	38,097	44,716	50,206	56,064
负债和股东权益	90,983	107,612	117,996	131,463	144,566

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	6,631	11,375	5,815	10,554	11,009
净利润	7,385	8,582	9,490	10,083	10,916
折旧摊销	2,150	2,699	2,889	3,403	3,921
财务费用	(89.92)	(105.17)	(526.92)	(588.79)	(752.19)
投资损失	(3,122)	(3,513)	(3,257)	(3,320)	(3,331)
营运资金变动	340.25	3,778	(2,452)	629.01	218.12
其他经营现金	(32.73)	(65.88)	(327.16)	347.79	37.60
投资活动现金	(1,176)	(2,267)	1,244	14.04	(558.82)
资本支出	3,769	4,496	2,000	2,700	3,500
长期投资	(137.30)	458.71	(405.80)	135.27	(45.09)
其他投资现金	2,456	2,687	2,838	2,849	2,896
筹资活动现金	(5,067)	1,311	512.25	(627.65)	(725.48)
短期借款	1,087	(48.28)	16.09	(5.36)	1.79
长期借款	122.01	756.36	327.96	436.44	453.60
普通股增加	0.00	569.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,630	3,752	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(9,906)	(3,718)	168.20	(1,059)	(1,181)
现金净增加额	393.85	10,446	7,571	9,940	9,724

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	105,499	124,296	134,600	146,041	158,776
营业成本	90,993	106,075	114,841	124,558	135,356
营业税金及附加	524.16	548.85	585.64	653.60	702.42
营业费用	1,186	1,529	1,629	1,826	1,969
管理费用	8,156	10,175	10,674	11,566	12,543
财务费用	(89.92)	(105.17)	(526.92)	(588.79)	(752.19)
资产减值损失	109.42	180.50	152.06	163.44	162.49
公允价值变动收益	(34.69)	7.49	(2.09)	(4.33)	(1.62)
投资净收益	3,122	3,513	3,257	3,320	3,331
营业利润	7,708	9,414	10,501	11,178	12,124
营业外收入	690.63	625.11	400.00	400.00	400.00
营业外支出	63.31	177.96	117.55	120.00	120.00
利润总额	8,336	9,861	10,784	11,458	12,404
所得税	950.38	1,278	1,294	1,375	1,489
净利润	7,385	8,582	9,490	10,083	10,916
少数股东损益	2,153	2,507	2,868	2,933	3,126
归属母公司净利润	5,233	6,076	6,621	7,150	7,790
EBITDA	9,768	12,007	12,863	13,992	15,293
EPS (元)	2.03	1.93	2.10	2.27	2.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	42.62	17.82	8.29	8.50	8.72
营业利润	13.65	22.12	11.55	6.45	8.46
归属母公司净利润	17.43	16.11	8.98	7.98	8.95
获利能力 (%)					
毛利率	13.75	14.66	14.68	14.71	14.75
净利率	4.96	4.89	4.92	4.90	4.91
ROE	17.07	15.95	14.81	14.24	13.89
ROIC	67.31	115.75	98.80	118.76	133.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.22	57.40	53.11	51.50	49.69
净负债比率 (%)	4.05	4.80	5.24	5.50	5.82
流动比率	1.23	1.31	1.50	1.62	1.74
速动比率	1.08	1.16	1.34	1.47	1.58
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.25	1.19	1.17	1.15
应收账款周转率	6.41	5.87	5.93	5.80	5.82
应付账款周转率	3.85	3.34	3.33	3.31	3.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.66	1.93	2.10	2.27	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	2.10	3.61	1.84	3.35	3.49
每股净资产(最新摊薄)	9.72	12.08	14.18	15.92	17.78
估值比率					
PE (倍)	14.80	12.74	11.69	10.83	9.94
PB (倍)	2.53	2.03	1.73	1.54	1.38
EV_EBITDA (倍)	4.62	3.76	3.51	3.22	2.95

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com