东兴证券 DONGXING SECURITIES

华域汽车（600741）：车市易冷，但见新能源车热管理上行

——华域汽车系列报告之（二）

2020 年 04 月 13 日

推荐/维持

华域汽车 | 公司报告

全球疫情加剧了全球下行，华域旗下延锋饰件等的海外业务也将受冲击。但新能源车和自动驾驶相关配套仍然在蓬勃发展。疫情过后，以热管理、三电系统为代表的新能源车专用零部件的恢复弹性反而会更大。

华域汽车旗下多个子公司业务涉及新能源车电池、电机和热管理系统及其零部件的设计与制造，产业已经初见规模，推测 2019 年营收 10 亿左右。华域子公司华域三电是空调压缩机龙头，2019 年配套新能源车的电动压缩机出货量同比增长 58%。解决纯电动车冬季续航里程顽疾的热泵空调也配套上汽乘用车多个主流车型量产。子公司上海马勒热系统、华域皮尔博格泵技术等在电池热管理、电子水泵等方面也继续稳定发展。

热管理系统事关新能源车续航里程等性能瓶颈。随着新能源车市场的增长，热管理系统有门槛高、竞争格局相对稳定、零部件厂商议价能力较高的特点。新能源专用件业务到 2025 年有望占到公司营收的 10%以上。此类新业务普遍为高单价、高毛利率，因此对利润的影响更大。

华域汽车 2019 年营收 1,440 亿元，同比下滑 8%，但下滑幅度明显低于上汽集团整车销量的 12%。公司配套上汽系客户的业务比例同比下降 1.6%，在“零级化、中性化、国际化”的道路上继续前进。公司 2019 年归母净利润为 64.63 亿元，同比下滑 19%，扣非后同比下滑 12%。利润下滑的主要原因包括：国内乘用车销量下滑；规模效应下降；研发投入增长。**公司海外布局趋向分散，我们认为受海外疫情影响低于其欧美竞争对手，疫后反弹潜力大。**

盈利预测与评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业总收入分别为 1,206、1,354 和 1,439 亿元，归母净利润分别为 51、60 和 67.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、1.9 和 2.14 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 13、11、9.8 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：疫情持续时间超出预期；新能源车支持政策不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	157,170	144,024	120,560	135,360	143,856
增长率（%）	11.9%	-8.4%	-16.3%	12.3%	6.3%
归母净利润（百万元）	8,027	6,463	5,098	5,988	6,738
增长率（%）	22.5%	-19.5%	-21.1%	17.4%	12.5%
净资产收益率（%）	17.7%	13.1%	10.6%	12.3%	13.5%
每股收益(元)	2.55	2.05	1.62	1.90	2.14
PE	8.2	10.2	13.0	11.0	9.8
PB	1.46	1.34	1.38	1.35	1.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司业务为独立汽车零部件研发、生产及销售。主要包括“金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源”六个业务板块。主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等，是目前国内业务规模最大、产品品种最多、客户覆盖最广、应用开发能力最强的综合性汽车零部件上市公司，各类主要产品均具有较高国内市场占有率。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-04-29 预计披露 2020 年一季报

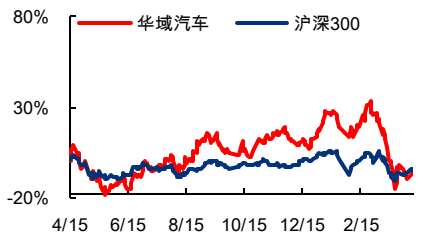
发债及交叉持股介绍：

上汽集团（600104.SH）持有本公司 58.3%流通股

交易数据

52 周股价区间（元）	30.05-18.34
总市值（亿元）	660.5
流通市值（亿元）	660.5
总股本/流通 A 股（万股）	315,272/315,272
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.47

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517080001

研究助理：刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

研究助理：张觉尹

021-25102862 zhangjueyin@dxzq.net.cn

全球疫情加剧了车市下行。然而我们认为新能源车和自动驾驶相关配套仍然在蓬勃发展。疫情过后，以热管理、三电为代表的新能源车专用零部件的恢复弹性反而会更大。

新能源车热管理系统是能够影响续航里程等新能源车瓶颈性能的关键系统。未来从销量和单车配套价值来说，均有加大的提升空间。

华域汽车旗下多个子公司业务涉及新能源车电池、电机和热管理系统及其零部件的设计与制造，产业布局较为全面。由于华域汽车千亿级别的营收体量，单个业务的弹性不大。然而考虑到新能源车的高成长性以及公司多个相关业务的领先地位，我们认为新能源专用件业务到 2025 年能够占到公司营收的 10%以上。此类新业务普遍为高单价、高毛利率，因此对利润的影响更大。

1. 新能源车热管理系统蓬勃发展

新能源车热管理的单车配套价值比燃油车高出 3,000 元左右，是许多零部件公司来自新能源车营收弹性较大的领域之一。相比燃油车，新能源车在空调压缩机、空调（座舱舒适）系统以及电池热管理系统方面的复杂程度都明显更高。

表1：新能源车与燃油车的热管理系统差异

	纯电动车	燃油车
空调系统	电驱动空调/PTC/热泵	发动机驱动空调
其中：压缩机	电动压缩机	传统压缩机
动力总成冷却循环系统	电子水泵	普通水泵
电池冷却	风冷/水冷/相变冷却系统	无
其中：循环系统	电子水泵	无

资料来源：东兴证券研究所整理

华域汽车旗下的新能源车热管理业务主要包括电动压缩机、空调总成及电子水泵等。业务主体为华域三电、上海马勒热系统及华域皮尔博格泵技术。我们推测 2019 年新能源热管理业务合计营收 5.3 亿元。

表2：华域汽车新能源车热管理布局

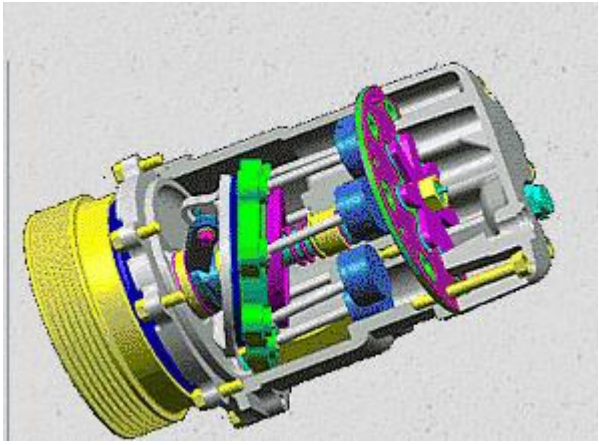
业务	子公司	华域股权	合资伙伴	并表	子系统	2018 出货量/套	2019 出货量/套
电动压缩机	华域三电	48.0%	三电、龙华工业	Y	热管理	13.2	20.8
热泵空调						2.9（推测值）	3.3（推测值）
新能源车空调总成、冷却模块、电池冷却器、低温散热器、冷凝器和水冷板等	上海马勒热系统	50.0%	马勒贝洱	N	热管理	5.0	2.2
新能源车电子泵	华域皮尔博格泵技术	50.0%	皮尔博格	N	热管理	0.6	6.3

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

华域三电是国内乘用车空调压缩机龙头，2019 年营收 57 亿，推算市占率近 4 成，年内新能源车电动压缩机出货量增长 58%。燃油车的空调压缩机是由发动机带动，结构较为简单，单车价值在 600 元左右。而电动车的压缩机由单独的电机带动，且加入了控制系统，单车价值在 1,000 – 1,500 元。华域三电电动压缩机 2019 年出货 20.8 万台，我们推测在新能源车市场中的市占率由 10.6%大幅提升至 17.2%。

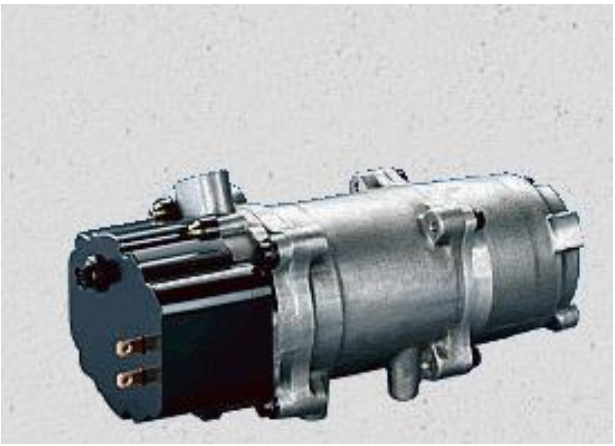
压缩机市场格局较为稳定，华域三电与奥特佳两家占据国内乘用车 60%以上的份额。此外压缩机是解决纯电动车续航里程等问题的瓶颈领域之一，厂商的议价能力较高。华域三电 2019 年压缩机（包含配套燃油车及新能源车）出货 828 万套，同比下滑 6%，强于乘用车市场。

图1：传统空调压缩机



资料来源：三电公司网站；东兴证券研究所

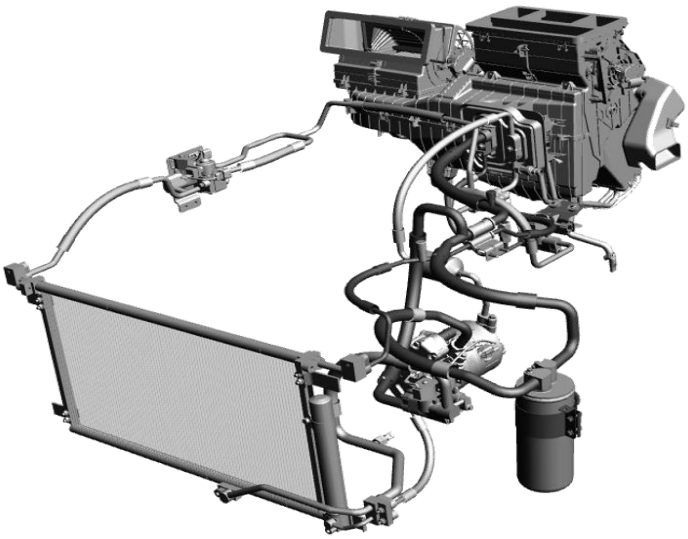
图2：空调电动压缩机



资料来源：三电公司网站；东兴证券研究所

华域三电的热泵空调配套了上汽乘用车旗下的 Marvel X 和 Ei5 两款电动车，是最先实现热泵空调量产的国内零部件企业。热泵相当于家用空调的逆向系统，效率远高于电加热（PTC）方案。**荣威 Ei5 热泵空调实测的“里程折损率”仅为 12%，而这一数值在采用 PTC 方案的其他品牌电动汽车上则高达 35%-40%。**

图3：Marvel X 热泵空调系统

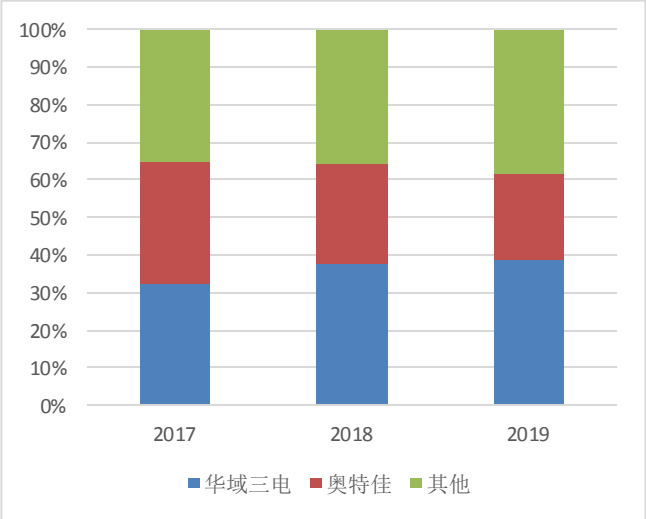


资料来源：上海汽车报；东兴证券研究所

燃油车空调运转的动力和制热所需的热源都来自发动机；而电动汽车由于没有发动机，无法使用类似燃油车的车载空调系统。大多数车企通过加装电驱动机和电加热器来简单地恢复动力源和热源（PTC 方案），该方案相当于一台大功率暖风机，耗电量高，对冬季续航里程影响较大。而热泵制热的原理为：通过电力驱动压缩机，带动制冷剂完成“逆卡诺循环”，将制冷剂蒸发过程中所吸收的车外环境热量和压缩机工作产生的热量转移到车内，制效率远高于电加热系统，对续航里程的影响较小。

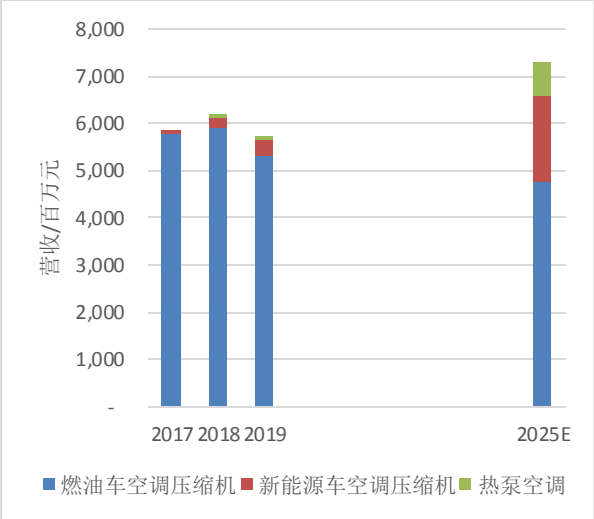
按照 2025 年国内新能源车 600 万台产量，华域三电市占率 25%，单车配套价值 1,200 元推算，公司 2025 年电动压缩机营收有望达到 18 亿元。按照 2025 年热泵在新能源车渗透率 50%，华域三电市占率 10%，单车配套价值 2,400 计算，公司 2025 年热泵空调业务营收有望达到 7.2 亿元。**推测华域三电公司 2025 年营收 73 亿元，比 2019 年提升 27%。**

图4：国内乘用车空调压缩机市场格局



资料来源：各公司公告（奥特佳 2019 年为推算值）；东兴证券研究所

图5：华域三电营收及预测



资料来源：WIND；东兴证券研究所

此外华域旗下的上海马勒热系统公司在新能源车空调总成、冷却模块、电池冷却器、低温散热器、冷凝器和水冷板等领域也在稳健发展。2019 年合计出货 2.2 万套。

图6：蓄能式蒸发器

图7：新能源车用高电压 PTC 电加热器

资料来源：上海马勒热系统公司网站；东兴证券研究所

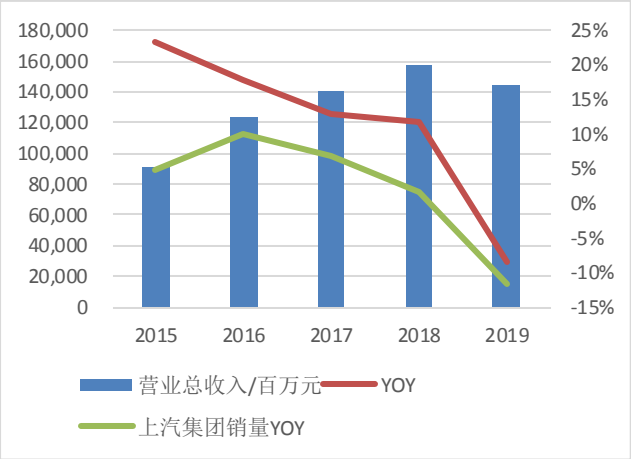
资料来源：上海马勒热系统公司网站；东兴证券研究所

2. 2019 年报分析、盈利预测与估值

华域汽车 2019 年营收 1,440 亿元，同比下滑 8%，但下滑幅度明显低于上汽集团整车销量的 12%。公司配套上汽系客户的业务比例同比下降 1.6%，在“零级化、中性化、国际化”的道路上继续前进。

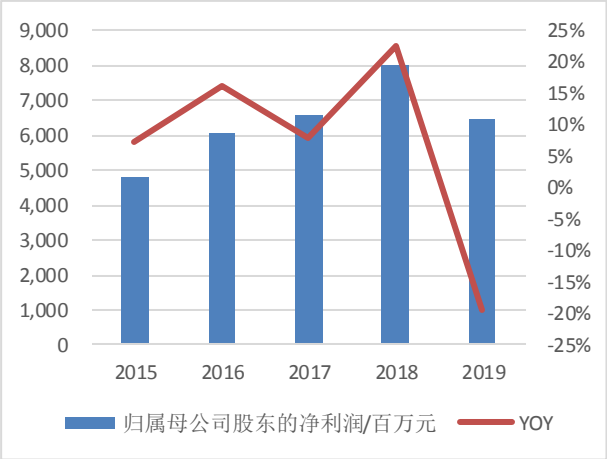
公司 2019 年归母净利润为 64.63 亿元，同比下滑 19%，扣非后同比下滑 12%。利润下滑的主要原因包括：国内乘用车销量下滑，规模效应下降；研发投入增长。

图8：华域汽车营收、增速及与上汽集团对比



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图9：华域汽车归母净利润及同比增速



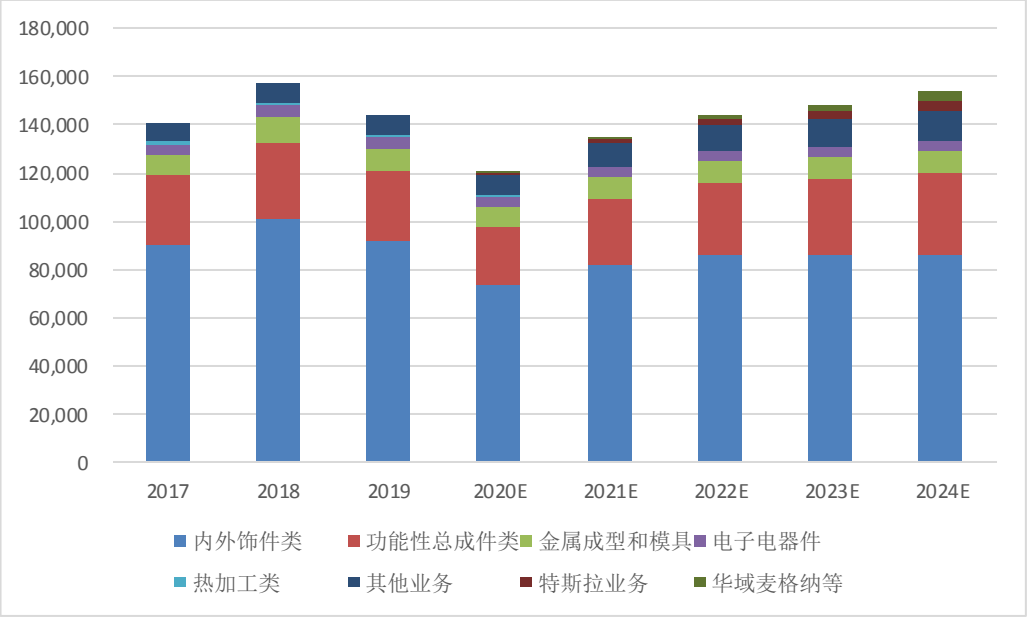
资料来源：WIND；东兴证券研究所

2020 年的全球新冠疫情将给全球乘用车行业带来较大的冲击，预计华域汽车的多数传统乘用车零部件业务都将随市下滑，但将好于欧美竞争对手。公司有 20%营收来自海外，主要为子公司延锋饰件布局于欧美的内外饰业务。目前海外疫情仍然严重，我们推测这部分业务 2020 年营收或下滑 20%以上。然而我们注意到延锋近年在东欧等地布局了多个新工厂。东欧等地由于经济活动、人口密度都远低于西欧，疫情影响有限。我们推测公司受全球疫情的打击低于其欧美竞争对手。

展望全球疫情后的反弹，我们认为受新能源车、自动驾驶业务强劲增长以及燃油车销量大幅下滑的影响，公司的业绩弹性反而会加大。新能源车销量目前的成长驱动力仍以补贴、行政措施（限购、限行）为主，受疫情影响较小。特斯拉等高端新能源车受到的影响更小。因此，一季度欧洲与国内中高端的新能源车销量均录得较强韧性。

我们认为华域三电的新能源车热管理、特斯拉及大众 MEB 的配套以及汇众旗下的线控制动（电子助力器）业务都将是公司业务反弹并超越乘用车市场的主要推动力。推测 2020 年新能源车热管理/配套特斯拉/MEB 的营收达到 7.2/12/4.5 亿元，2021 年达到 10/17/11 亿元。预计到 2025 年，新能源专用件业务能够占到公司营收的 10%以上。由于此类业务达产后，利润率将明显高于公司多数现有业务，公司在疫情后利润率的增速将高于营收增速。

图10：华域汽车各业务板块营收及预测



资料来源：WIND；东兴证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年的营业总收入分别为 1,206、1,354 和 1,439 亿元，归母净利润分别为 51、60 和 67.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、1.9 和 2.14 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 13、11、9.8 倍。华域汽车估值在可比汽车零部件公司中偏低，维持“推荐”评级。

3. 风险提示

疫情持续时间超出预期；新能源车支持政策不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	80,901	83,517	71,953	78,722	83,628	**营业收入**	157,17	144,024	120,560	135,360	143,856
货币资金	30,431	32,839	24,112	27,072	28,771	**营业成本**	135,48	123,195	104,339	115,889	122,419
应收账款	23,891	23,312	21,470	24,105	25,618	营业税金及附加	567	493	422	474	503
其他应收款	4,576	4,476	3,747	4,207	4,471	营业费用	2,238	1,961	1,808	2,030	2,158
预付款项	734	843	843	843	843	管理费用	8,161	8,031	10,850	12,182	12,947
存货	11,412	11,116	10,005	11,113	11,739	财务费用	-115	-57	-642	-357	-270
其他流动资产	2,280	2,259	2,025	2,173	2,258	资产减值损失	257	-177	0	0	0
非流动资产合计	52,786	55,611	55,456	61,071	63,238	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	13,743	13,958	13,958	13,958	13,958	投资净收益	5,065	3,809	3,304	3,586	3,766
固定资产	20,532	22,406	25,361	30,703	32,624	**营业利润**	10,966	9,157	7,086	8,727	9,864
无形资产	3,649	3,861	4,075	4,268	4,441	营业外收入	658	416	437	437	437
其他非流动资产	1,069	668	668	668	668	营业外支出	101	138	96	96	96
资产总计	133,687	139,127	127,409	139,792	146,866	**利润总额**	11,522	9,435	7,426	9,068	10,205
流动负债合计	68,078	69,869	59,725	69,331	73,279	所得税	1,077	919	709	865	974
短期借款	5,251	6,580	7,326	12,234	13,312	**净利润**	10,446	8,516	6,718	7,890	8,879
应付账款	42,118	44,172	34,303	38,101	40,247	少数股东损益	2,418	2,053	1,620	1,902	2,141
预收款项	1,177	1,377	1,494	1,654	1,809	归属母公司净利润	8,027	6,463	5,098	5,988	6,738
一年内到期的非流	1,254	1,007	1,007	1,007	1,007	EBITDA	17,819	16,828	10,288	13,436	15,099
非流动负债合计	10,981	10,557	6,617	6,617	6,617	**EPS（元）**	2.55	2.05	1.62	1.90	2.14
长期借款	4,315	3,816	3,816	3,816	3,816	**主要财务比率**					
应付债券	-	-	-	-	-		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	79,059	80,426	66,342	75,948	79,895	**成长能力**					
少数股东权益	9,263	9,279	10,898	12,800	14,941	营业收入增长	11.88	-8.36%	-16.29%	12.28%	6.28%
实收资本（或股本）	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	营业利润增长	6.41%	-16.50%	-22.62%	23.17%	13.03%
资本公积	12,878	12,814	12,814	12,814	12,814	归属于母公司净利	-21.12	17.45%	-21.12%	17.45%	12.54%
未分配利润	25,480	28,141	26,858	25,137	23,320	**获利能力**					
归属母公司股东权	45,364	49,423	47,887	48,763	49,748	毛利率(%)	13.80	14.46%	13.45%	14.38%	14.90%
负债和所有者权益	133,687	139,127	127,409	139,792	146,866	净利率(%)	6.65%	5.91%	5.57%	5.83%	6.17%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.00%	4.65%	4.00%	4.28%	4.59%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	17.69	13.08%	10.65%	12.28%	13.55%
经营活动现金流	9,376	9,656	-3,061	10,021	10,138	**偿债能力**					
净利润	10,446	8,516	6,718	7,890	8,879	资产负债率(%)	59%	58%	52%	54%	54%
折旧摊销	6,968	7,729	0	4,658	5,078	流动比率	1.19	1.20	1.20	1.14	1.14
财务费用	-115	-57	-642	-357	-270	速动比率	1.02	1.04	1.04	0.98	0.98
应收账款减少	0	0	1,843	-2,636	-1,513	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	117	160	155	总资产周转率	1.22	1.06	0.90	1.01	1.00
投资活动现金流	-6,819	-1,638	-181	-7,214	-4,034	应收账款周转率	6	6	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.79	3.34	3.07	3.74	3.67
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	5,065	3,809	3,304	3,586	3,766	每股收益(最新摊薄)	2.55	2.05	1.62	1.90	2.14
筹资活动现金流	-5,019	-5,636	-5,484	153	-4,405	每股净现金流(最新	-0.78	0.76	-2.77	0.94	0.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	14.39	15.68	15.19	15.47	15.78
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	8.23	10.22	12.96	11.03	9.80
资本公积增加	82	-64	0	0	0	P/B	1.46	1.34	1.38	1.35	1.33
现金净增加额	-2,462	2,383	-8,727	2,960	1,699	EV/EBITDA	2.61	2.65	5.26	4.17	3.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	华域汽车（600741）：借力特斯拉，拥抱新能源	2020-02-24
行业深度报告	后疫情时代系列报告之三：风吹投资起，疫毕机遇生	2020-03-29
行业事件点评报告	汽车行业报告：从 ModelX 召回看特斯拉产业链趋势	2020-02-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526