

大陆与香港 — 消息快报

华域汽车 2011 年中报点评

王玉笙

华域汽车(600741.SS/人民币 10.48, 买入)上半年实现销售收入 260.3 亿元, 同比增长 24.9%; 归属母公司净利润同比增长 22.8%至 15.5 亿元, 折合每股收益 0.60 元, 其中 2 季度与 1 季度基本持平, 业绩符合预期。

我们认为公司上半年业绩的稳健增长主要得益于下游配套客户销量的强劲增长。上半年公司前三大客户上海大众、上海通用、一汽大众销量分别同比增长 28%、26%和 15.8%, 显著高于行业平均。尽管今年以来原材料价格及劳动力成本压力凸显, 但由于配套车型结构的上移以及产能偏紧, 上半年公司综合毛利率较上年同期小幅提升 0.3 个百分点至 16.1%。上半年投资收益同比增长 9.2%, 增速低于公司整体盈利增幅, 我们认为主要是由于原合营公司制动系统自去年 11 月起转入并表所致。此外, 由于去年 12 月开始征收城建税及教育附加, 导致上半年营业税金及附加同比大幅增长 240.6%。

图表 1. 华域汽车 2011 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 上半年	11 年 上半年	同比变动 (%)	10 年 2 季度	11 年 2 季度	同比变动 (%)	11 年 1 季度	11 年 2 季度	环比变动 (%)
营业收入	20,836	26,034	24.9	10,558	13,007	23.2	13,027	13,007	(0.2)
营业成本 17.5	51	21,845	24.5	8,896	10,945	23.0	10,900	10,945	0.4
营业税及附加	18	61	240.6	7	25	274.7	37	25	(32.5)
主营业务利润 3.26	7	4,128	26.4	1,655	2,037	23.1	2,090	2,037	(2.5)
销售费用	252	315	25.0	135	151	12.4	163	151	(7.5)
管理费用 1.33	5	1,572	17.8	677	811	19.8	761	811	6.6
财务费用	(16)	(34)	103.6	(18)	(20)	15.7	(13)	(20)	54.9
资产减值 18		6	(64.1)	7	14	85.4	(7)	14	(288.3)
公允价值变动净收益	(6)	0	(100.0)	(6)	0	(100.0)	0	0	-
营业利润 1.67	3	2,268	35.6	848	1,082	27.5	1,186	1,082	(8.8)
投资收益	774	845	9.2	408	393	(3.6)	451	393	(12.9)
营业外收入 21		62	194.2	9	47	421.7	15	47	223.5
营业外支出	5	13	196.5	2	5	130.6	9	5	(42.8)
利润总额 2.46	3	3,161	28.3	1,257	1,517	20.7	1,644	1,517	(7.7)
所得税	281	365	29.6	144	152	5.4	213	152	(28.5)
少数股东损益 9.17		1,243	35.6	479	593	23.7	650	593	(8.7)
净利润	1,265	1,553	22.8	634	772	21.8	781	772	(1.2)
每股收益(元) 0.49		0.60	22.8	0.25	0.299	21.8	0.302	0.299	(1.2)
其中: 投资收益合每股收益(元)	0.30	0.33	9.2	0.16	0.15	(3.6)	0.17	0.15	(12.9)
本部盈利合每股收益(元) 0.19		0.27	44.3	0.09	0.15	67.9	0.13	0.15	14.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2. 公司主要下游配套客户销量

(台)	10 年上 半年	11 年上 半年	同比增 速 (%)	11 年 1 季度	11 年 2 季度	2 季度 同比 (%)	2 季度 环比 (%)	2011 年 增速预 测 (%)
上海通用	469,749	592,086	26.0	304,430	287,656	20.8	(5.5)	21.0
上海大众	450,679	576,851	28.0	286,781	290,070	23.7	1.1	19.0
一汽大众	411,001	476,119	15.8	225,256	250,863	15.2	11.4	16.5
长福马 200,	020	215,015	7.5	110,037	104,978	12.7	(4.6)	10.0
神龙汽车	175,190	193,860	10.7	101,791	92,069	6.1	(9.6)	12.0

资料来源：公司数据及中银国际研究

分板块来看，上半年内外饰板块（包括延峰、赛科利及上海拖内）实现销售收入 193.4 亿元，同比增长 17.2%。功能性总成件板块由于合并范围的变化（制动系统自去年 11 月并表），上半年收入同比增长 65.1%；如果统一口径，我们估算该板块收入同比小幅增长 5.1%。热加工板块上半年收入同比小幅增长 4.8%。毛利率方面，上半年除热加工板块同比略有下滑外，内外饰件及功能性总成板块毛利率同比均有小幅提升。

图表 3. 上半年各业务板块收入及毛利率列示

业务板块	收入(人民币, 百万)			毛利率(%)	
	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)	10 年上半年	11 年上半年
内外饰件类	16,499	19,340	17.2	16.4	17.0
功能性总成件类	3,563	5,883	65.1	13.5	13.8
热加工类	774	810	4.8	12.2	11.6
合计	20,836	26,034	24.9	15.8	16.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

投资收益方面，上半年主要合营及联营公司销售收入均录得较好增长，其中盈利贡献最大的四家合资公司纳铁福传动轴、小系车灯、采埃孚转向机和法雷奥电器上半年收入分别同比增长 20.7%、19.2%、8.2%和 9.0%。我们估计，采埃孚和法雷奥收入增速偏低是由于部分产品切换造成；预计下半年采埃孚盈利将有所恢复，法雷奥电器仍受铜价上涨等负面因素影响，预计全年盈利将有所下滑。

图表 4.主要合营及联营公司销售收入列示

(人民币, 百万)		持股比例	2006	2007	2008	2009	2010	2010 年 上半年	2011 年 上半年	上半年同 比增速(%)
内外饰件板块	小系车灯	50%	2,469	3,302	3,481	3,720	5,572	2,681	3,195	19.2
	博泽汽车部件 40	%				980	1,422	637	751	18.0
	天合安全系统	50%	399	701	672	906	1,247	631	676	7.1
	申雅密封件 47.5	0%	533	612	653	775	982	496	523	5.5
	恩坦华汽车门	40%				308	356	174	230	32.2
功能性总成件板块	纳铁福传动轴 35	%	1,679	2,241	2,244	2,582	3,849	1,901	2,295	20.7
	采埃孚转向机	49%	1,039	1,170	1,320	2,348	3,086	1,461	1,581	8.2
	法雷奥电器 50	%	970	1,253	1,364	1,720	2,385	1,139	1,241	9.0
	亚普汽车	34%	766	1,083	1,056	1,629	2,477	1,116	1,505	34.9
	贝洱热系统 50	%				1,487	2,128	998	1,127	13.0
KS	制动销售	49%							601	-
	活塞 50	%	250	359	389	401	570	284	347	22.3
	法雷奥雨刮系统	45%				313	422	197	176	(10.6)
	菲特尔莫古轴瓦 40	%	117	145	153	198	304	158	171	8.6
	菲特尔莫古复合材料	40%		14	61	29	31	16	40	148.9
热加工板块	皮尔博格 50	%	876	1,063	1,322	1,171	1,978	1,073	1,059	(1.3)
	华东泰克西	25%	462	573	694	571	516	239	322	34.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究

估值

整体而言, 我们认为华域汽车作为 OEM 配套供应商, 收入及盈利增长与下游配套客户销量的增速高度相关。今年以来公司主要配套客户欧美系销量的良好表现为公司业绩的稳健增长奠定了基础。我们预计下半年公司盈利有望与上半年持平, 维持全年 1.18 元的每股收益预测和 **买入** 评级, 目前股价相当于 2011 年 9 倍市盈率, 估值处于行业低端和历史低位。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371