

华域汽车 (600741.SH) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

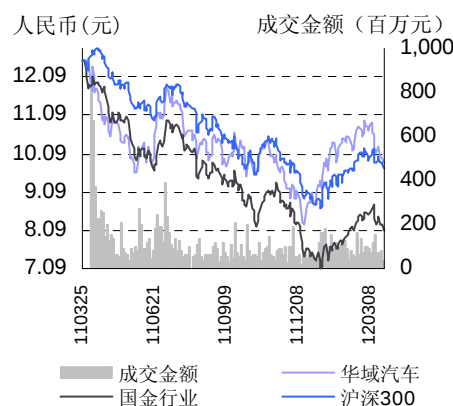
市价 (人民币): 9.85 元

2012 年业绩有望稳健增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,472.56
总市值(百万元)	25,444.52
年内股价最高最低(元)	12.55/8.25
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《依托上汽集团,业绩持续增长》, 2011.4.29

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwx@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.973	1.158	1.286	1.449	1.619
每股净资产(元)	5.62	6.41	7.57	8.73	10.22
每股经营性现金流(元)	1.74	1.79	1.93	2.35	2.72
市盈率(倍)	10.12	8.51	7.66	6.80	6.08
行业优化市盈率(倍)	16.83	16.40	12.36	10.05	8.65
净利润增长率(%)	64.19%	18.98%	11.10%	12.69%	11.74%
净资产收益率(%)	17.32%	18.05%	16.99%	16.61%	15.85%
总股本(百万股)	2,583.20	2,583.20	2,583.20	2,583.20	2,583.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

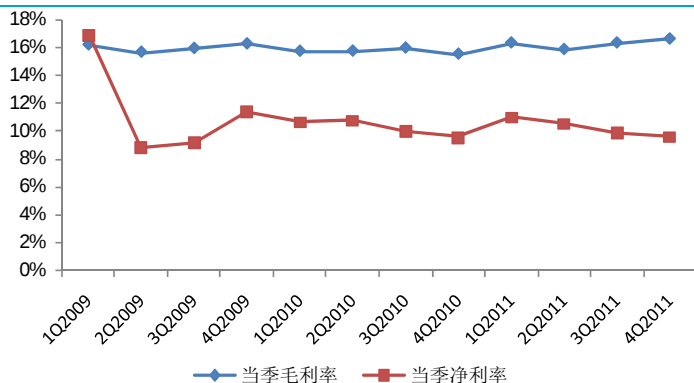
- **业绩符合预期:** 公司 2011 年营收 522.99 亿元, 同比增加 18.69%, 归属母公司股东净利润 29.90 亿元, 同比增长 18.98%, 对应 EPS 为 1.16 元, 符合我们预期。第四季度, 公司营收增长 0.69%, 归属母公司股东净利润增长 14.92%, 对应 EPS 为 0.27 元。

经营分析

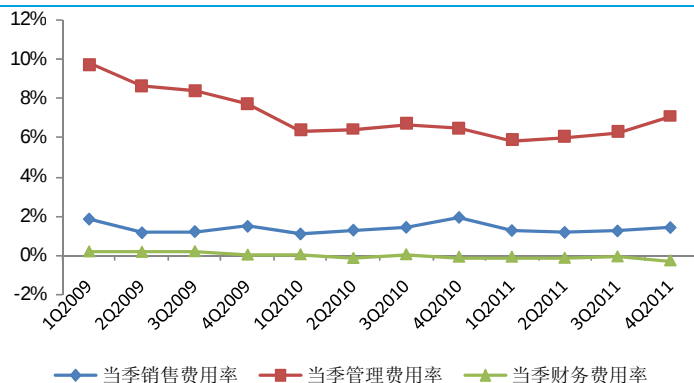
- **业绩随上汽集团稳健增长:** 2011 年, 上汽集团销量增速达 11.9%, 其中上海大众与上海通用分别增长 16.4%与 18.5%, 均远超行业整体增速。华域汽车 2011 年约 72%的营收来自上汽集团, 依靠上汽的销量增长与结构优化的支撑, 公司业绩亦快速增长。作为行业龙头, 依靠数款主打新车与次新车销量增长的带动, 上汽 2012 年的销量增速仍有望超越行业整体水平, 华域的业绩也有望实现较快增长。
- **“中性化”战略取得持续进展:** 2011 年, 公司来自上汽集团以外的营收占比已达 27.9%, 较 2009 与 2010 年分别提高 9.5 与 5.4 个百分点, “中性化”战略效果继续彰显。上汽集团 2011 年的乘用车市场份额为 25.8%, 即公司外部配套的市场空间是内配的 3 倍, 成长空间十分广阔, 预计公司外配比例仍将持续提升。
- **内外饰件增速稳健, 合并范围变化促功能件与热加工类高速增长:** 2011 年, 公司内外饰件营收与毛利分别增长 12.9%与 16.3%, 占比分别为 77.3%与 78.6%; 其中延锋伟世通营收增长 12.5%, 占内外饰件的比重为 87.3%。2011 年, 公司功能件营收与毛利分别增加 40.0%与 52.4%, 热加工类营收与毛利分别增长 82.7%与 83.2%; 二者较高的增速均由各自合并范围的变化所致, 功能件的变化主要来自上海汽车制动系统公司, 热加工类的变化主要来自圣德曼铸造公司; 考虑并表时间与业务发展前景, 预计两项业务 2012 年的增速将较为平缓。
- **投资收益稳健增长, 主要子公司龙头地位稳固:** 公司主要联营与合营企业 17 家, 2011 年贡献投资收益 18.10 亿元, 同比增加 15.83%, 占当年利润总额的 30.45%, 占比与去年基本持平。主要公司中, 小系车灯、纳铁福传动轴、采埃孚转向机、法雷奥电器的营收分别增长 14.4%、15.5%、21.7%与 10.2%, 均超过乘用车与狭义乘用车行业 5.3%与 8.7%的销量增速, 在各自细分市场的龙头地位愈加牢固。

- **全年盈利能力略有提升：**2011 年，华域汽车毛利率为 16.28%，较去年增加 0.55 个百分点；因管理费用率增加较快，公司全年净利率为 10.22%，同比仅增加 0.04 个百分点。第四季度，公司毛利率为 16.61%，同比与环比分别增加 1.08 与 0.28 个百分点；同期三费比例增加 0.8 个百分点，使净利率环比下滑 0.24 个百分点，同比基本持平。

图表1：公司近年分季度毛利率与净利率



图表2：公司近年分季度三费比率



来源：公司资料、国金证券研究所

- **外延式扩张值得期待：**2011 年 11 月，控股公司子公司延锋伟世通与伟世通公司签订谅解备忘录，前者有意以收购、整合等方式，与伟世通深化内饰件业务方面的合作；如果后续合作顺利，延锋伟世通有望在产品与市场（国际市场）两方面均取得拓展，进而获得新增长空间。此外，公司旗下诸多优质合资企业，也亦可依靠自身资金、资源优势进行收购扩张。

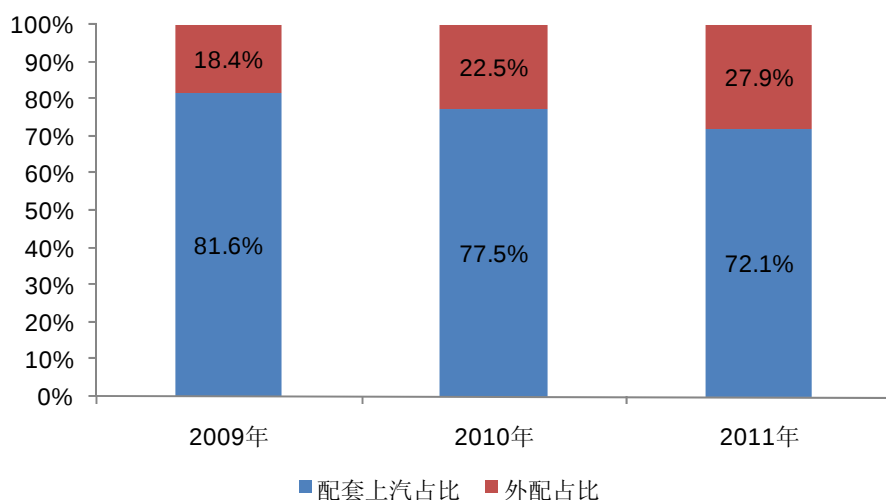
盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年归属母公司股东净利润为 33.22、37.44、41.83 亿元，同比分别增长 11.1%、12.7%与 11.7%，对应 EPS 分别为 1.29、1.45 与 1.62 元。

投资建议

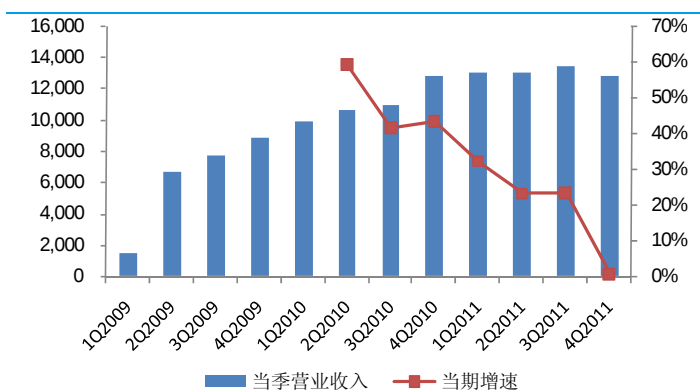
- 作为 A 股汽车零部件龙头企业，旗下诸多零部件企业质地优秀、竞争优势明显，目前股价对应 2012 年 PE 仅 7.7 倍，估值具有较大提升空间，维持公司“买入”评级。

图表3：华域汽车近年配套客户分类营收占比



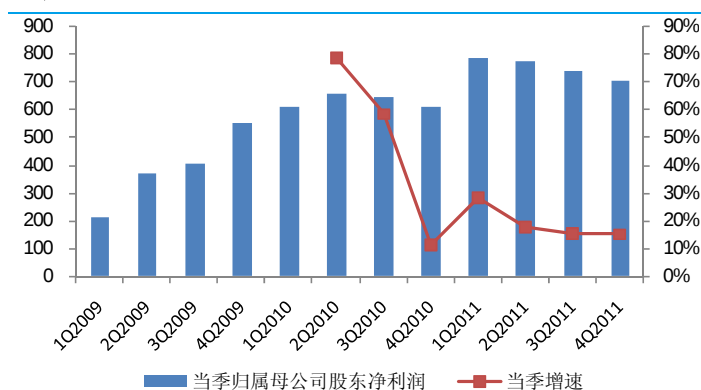
来源：公司资料、国金证券研究所

图表4：公司分季度营收与增速（百万元）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表5：公司分季度归属母公司股东净利润与增速（百万元）



图表6：华域汽车分业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
内外饰件						
销售收入（百万元）	19,044	35,838	40,449	46,112	53,029	60,983
增长率（YOY）	n/a	88.18%	12.87%	14.00%	15.00%	15.00%
毛利率	16.77%	16.05%	16.54%	16.50%	16.70%	16.70%
销售成本（百万元）	15,851	30,084	33,759	38,503	44,173	50,799
增长率（YOY）	n/a	89.80%	12.21%	14.05%	14.72%	15.00%
毛利（百万元）	3,193	5,753	6,690	7,608	8,856	10,184
增长率（YOY）	n/a	80.17%	16.29%	13.72%	16.39%	15.00%
占总销售额比重	77.20%	81.33%	77.34%	77.77%	78.37%	78.95%
占主营业务利润比重	80.96%	83.01%	78.60%	79.00%	79.60%	80.20%
功能件总成						
销售收入（百万元）	4,976	7,445	10,425	11,468	12,615	13,876
增长率（YOY）	n/a	49.63%	40.02%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	13.94%	14.68%	15.98%	16.00%	16.20%	16.20%
销售成本（百万元）	4,282	6,352	8,759	9,633	10,571	11,628
增长率（YOY）	n/a	48.35%	37.89%	9.97%	9.74%	10.00%
毛利（百万元）	694	1,093	1,666	1,835	2,044	2,248
增长率（YOY）	n/a	57.53%	52.43%	10.14%	11.38%	10.00%
占总销售额比重	20.17%	16.90%	19.93%	19.34%	18.64%	17.96%
占主营业务利润比重	17.59%	15.77%	19.57%	19.05%	18.37%	17.70%
热加工						
销售收入（百万元）	648	780	1,425	1,710	2,017	2,380
增长率（YOY）	n/a	20.33%	82.71%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率	8.84%	10.88%	10.92%	11.00%	11.20%	11.20%
销售成本（百万元）	591	695	1,269	1,521	1,791	2,114
增长率（YOY）	n/a	17.63%	82.63%	19.89%	17.73%	18.00%
毛利（百万元）	57	85	156	188	226	267
增长率（YOY）	n/a	48.10%	83.30%	20.88%	20.15%	18.00%
占总销售额比重	2.63%	1.77%	2.72%	2.88%	2.98%	3.08%
占主营业务利润比重	1.45%	1.22%	1.83%	1.95%	2.03%	2.10%
销售总收入（百万元）	24,668	44,063	52,299	59,289	67,660	77,239
销售总成本（百万元）	20,723	37,132	43,787	49,658	56,535	64,541
毛利（百万元）	3,944	6,931	8,512	9,631	11,125	12,699
平均毛利率	15.99%	15.73%	16.28%	16.24%	16.44%	16.44%

来源：公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	24,668	44,063	52,299	59,289	67,660	77,239
增长率		78.6%	18.7%	13.4%	14.1%	14.2%
主营业务成本	-20,723	-37,132	-43,787	-49,658	-56,535	-64,541
% 销售收入	84.0%	84.3%	83.7%	83.8%	83.6%	83.6%
毛利	3,944	6,931	8,512	9,631	11,125	12,699
% 销售收入	16.0%	15.7%	16.3%	16.2%	16.4%	16.4%
营业税金及附加	-27	-44	-122	-148	-169	-193
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-325	-638	-660	-771	-913	-1,043
% 销售收入	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
管理费用	-1,904	-2,851	-3,703	-4,210	-4,838	-5,523
% 销售收入	7.7%	6.5%	7.1%	7.1%	7.2%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	1,689	3,398	4,027	4,503	5,205	5,940
% 销售收入	6.8%	7.7%	7.7%	7.6%	7.7%	7.7%
财务费用	-29	25	83	144	146	158
% 销售收入	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-63	-43	-97	-97	-115	-106
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,094	1,562	1,810	2,117	2,477	2,899
% 税前利润	40.3%	31.4%	30.5%	31.1%	31.5%	32.0%
营业利润	2,690	4,942	5,823	6,667	7,714	8,891
营业利润率	10.9%	11.2%	11.1%	11.2%	11.4%	11.5%
营业外收支	26	40	120	138	152	167
税前利润	2,717	4,982	5,943	6,806	7,866	9,058
利润率	11.0%	11.3%	11.4%	11.5%	11.6%	11.7%
所得税	-172	-497	-597	-681	-787	-906
所得税率	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	2,545	4,485	5,346	6,125	7,079	8,153
少数股东损益	1,014	1,972	2,355	2,803	3,336	3,969
归属于母公司的净利润	1,531	2,513	2,990	3,322	3,744	4,183
净利率	6.2%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2,545	4,485	5,346	6,125	7,079	8,153
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	660	966	1,127	993	1,181	1,385
非经营收益	-1,042	-1,613	-1,827	-2,787	-2,626	-3,062
营运资金变动	1,254	656	-13	653	446	564
经营活动现金净流	3,416	4,494	4,633	4,984	6,080	7,039
资本开支	-555	-1,226	-1,498	-1,122	-1,162	-848
投资	1,237	1,037	1,782	-1	0	0
其他	903	874	747	2,117	2,477	2,899
投资活动现金净流	1,585	685	1,030	995	1,316	2,051
股权募资	10	17	83	0	-417	0
债权募资	-209	-31	-36	-2,026	0	1
其他	1,398	-1,338	-1,746	-34	-340	-340
筹资活动现金净流	1,198	-1,353	-1,699	-2,060	-756	-339
现金净流量	6,200	3,827	3,964	3,919	6,639	8,751

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	7,058	9,930	12,355	16,274	22,913	31,664
应收款项	6,191	8,570	9,802	10,039	11,231	12,565
存货	2,238	3,470	3,737	4,061	4,563	5,177
其他流动资产	1,000	1,216	1,533	548	624	712
流动资产	16,487	23,186	27,428	30,923	39,331	50,118
% 总资产	59.9%	64.6%	65.0%	67.2%	71.9%	76.8%
长期投资	6,288	7,115	7,727	7,728	7,727	7,727
固定资产	3,904	4,598	5,319	5,944	6,199	5,942
% 总资产	14.2%	12.8%	12.6%	12.9%	11.3%	9.1%
无形资产	569	528	1,107	845	838	832
非流动资产	11,041	12,683	14,757	15,121	15,369	15,105
% 总资产	40.1%	35.4%	35.0%	32.8%	28.1%	23.2%
资产总计	27,528	35,868	42,185	46,043	54,700	65,224
短期借款	956	1,080	995	0	0	0
应付款项	9,067	12,879	14,817	14,996	17,078	19,496
其他流动负债	1,332	1,390	1,642	2,122	2,370	2,658
流动负债	11,356	15,348	17,453	17,118	19,448	22,154
长期贷款	106	56	54	54	54	55
其他长期负债	763	1,107	1,596	0	0	0
负债	12,226	16,511	19,103	17,172	19,502	22,209
普通股股东权益	12,405	14,510	16,566	19,553	22,544	26,392
少数股东权益	2,897	4,847	6,515	9,318	12,654	16,623
负债股东权益合计	27,528	35,868	42,185	46,043	54,700	65,224

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.593	0.973	1.158	1.286	1.449	1.619
每股净资产	4.802	5.617	6.413	7.569	8.727	10.217
每股经营现金净流	1.323	1.740	1.793	1.929	2.354	2.725
每股股利	0.324	0.220	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	12.34%	17.32%	18.05%	16.99%	16.61%	15.85%
总资产收益率	5.56%	7.01%	7.09%	7.22%	6.84%	6.41%
投入资本收益率	9.45%	14.56%	14.67%	14.01%	13.29%	12.41%
增长率						
主营业务收入增长率	354.67%	78.62%	18.69%	13.37%	14.12%	14.16%
EBIT增长率	N/A	101.23%	18.50%	11.82%	15.59%	14.13%
净利润增长率	N/A	64.19%	18.98%	11.10%	12.69%	11.74%
总资产增长率	207.63%	30.30%	17.61%	9.15%	18.80%	19.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.4	44.6	49.4	47.0	46.0	45.0
存货周转天数	22.3	28.1	30.0	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	60.2	81.1	88.1	82.0	82.0	82.0
固定资产周转天数	54.5	33.7	32.4	29.4	25.5	23.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.18%	-45.43%	-48.98%	-56.18%	-64.95%	-73.49%
EBIT利息保障倍数	58.4	-135.6	-48.6	-31.3	-35.6	-37.5
资产负债率	44.41%	46.03%	45.28%	37.30%	35.65%	34.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	9
买入	0	0	0	0	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.31

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-07	买入	9.51	12.88 ~ 12.88
2 2010-07-20	买入	8.99	N/A
3 2010-08-27	买入	10.09	12.88 ~ 12.88
4 2010-10-20	买入	13.79	16.26 ~ 18.16
5 2010-10-29	买入	13.46	18.96 ~ 21.07
6 2011-04-29	买入	10.99	N/A

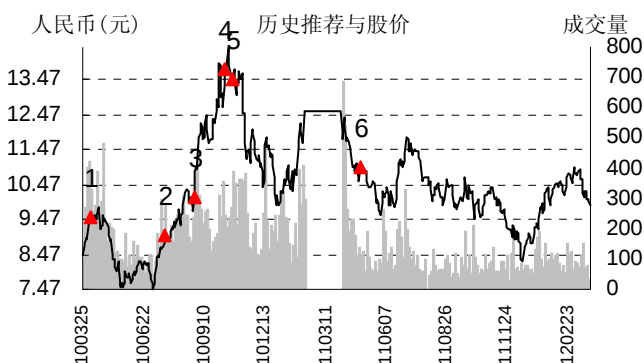
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B