

## 稳健凸显价值

### 投资要点：

- 依托上汽集团，业绩增长稳定。作为国内规模最大的汽车零部件企业，公司背靠上汽集团，面向中高端乘用车，在汽车行业景气向上时期业绩增长高于行业，在景气下行时期公司业绩下滑幅度低于行业，业绩表现出较高的稳定性。
- 携手国际汽车零部件巨头，细分市场竞争优势继续保持。凭借合资方在细分市场的龙头地位，参控股公司如延锋伟世通、小糸车灯、纳铁福、制动系统、采埃孚转向机、三电贝洱等均是各自细分市场上占有率最高的企业。公司在中高端乘用车零部件市场龙头地位难以撼动，细分市场竞争优势将继续保持。
- 12年盈利能力企稳，管理层激励彰显公司发展信心。1季度净利率较高的功能性总成业务净利润占比提升幅度较大，同时，原材料成本下降和费用率下降有利于公司盈利能力企稳。公司制定激励基金方案，反映了管理层对公司发展的信心，有利于公司实现长期稳定增长和提升估值水平。
- 近三年公司一直维持20%以上的分红率，投资回报稳定，是蓝筹稳健型汽车零部件投资标的首选。
- 投资建议：推荐。在下半年宏观经济稳增长和汽车市场需求回升的背景下，公司作为中高端乘用车零部件龙头将受益于乘用车需求回暖，给予12年8-10倍PE，给予“推荐”评级。
- 主要风险因素：宏观经济下滑风险；配套车型结构下行导致的盈利能力下滑风险。

### 主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	52298.78	56587.28	61114.26	66614.55
同比(%)	16.67%	8.20%	8.00%	9.00%
归属母公司净利润	2990.45	3267.45	3537.71	3923.10
同比(%)	17.10%	9.26%	8.27%	10.89%
毛利率(%)	16.28%	16.44%	16.42%	16.43%
ROE(%)	23.16%	20.30%	18.81%	17.66%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.37	1.52
P/E	7.75	7.12	6.57	5.93
P/B	1.47	1.22	1.08	0.95

资料来源：中国银河证券研究部

华域汽车 (600741.SH)

**推荐** 首次评级

### 分析师

杨华超

电话：(8621) 2025 2681

邮箱：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

### 特别鸣谢

王绪丽

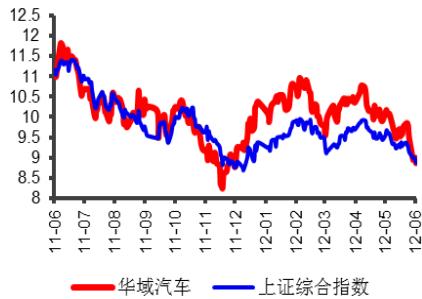
电话：(8621) 20252643

邮箱：wangxuli@chinastock.com.cn

### 市场数据 时间 2012.06.27

A股收盘价(元)	9
A股一年内最高价(元)	12.1
A股一年内最低价(元)	8.1
上证指数	2219.94
市净率	1.22
总股本(万股)	2583.20
实际流通A股(万股)	2583.20
限售的流通A股(万股)	
流通A股市值(亿元)	232

### 相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

## 投资摘要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

1、中高端客户结构保证了弱市背景下公司业绩增长的稳定性。公司是国内乘用车零部件龙头企业，主要客户以欧美系为主，市场定位中高端，宏观经济企稳和收入水平的提高将带来乘用车市场景气回升，中高端市场优先受益；

2、预计近两年来自上汽集团的营业收入占比仍将保持在 50%以上，集团外客户收入占比提升是长期趋势。预计 12 年上汽集团销量同比增长 8%，公司营业收入增速与上汽集团销量增速基本保持一致。12 年以来原材料成本下降有利于公司盈利能力企稳，预计毛利率同比略有提高。

### 我们与市场不同的观点：

近三年公司一直维持 20%以上的分红率，投资回报稳定，是蓝筹稳健型汽车零部件投资标的首选。在汽车行业弱市背景下，公司能够实现稳健发展并且为投资者带来稳定的投资回报是公司的投资亮点所在。

### 估值与投资建议：

预计公司 12/13/14 年 EPS 分别为 1.26/1.37/1.52 元，对应目前股价 PE 分别为 7/6/6 倍。在下半年宏观经济稳增长和汽车市场需求回升的背景下，公司作为中高端乘用车零部件龙头将受益于乘用车需求回暖。基于公司在零部件的龙头地位以及行业增速水平，给予 12 年 8-10 倍 PE，给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂：

汽车市场景气回升；配套客户销量增速超预期；激励基金方案对业绩长期增长的保障。

### 主要风险因素：

宏观经济下滑风险；配套车型结构下行导致的盈利能力下滑风险。

## 目 录

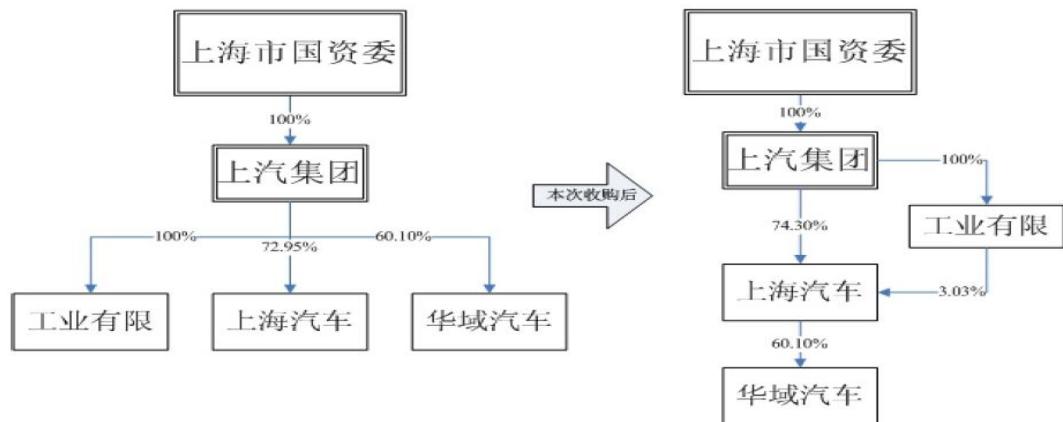
<b>一、中高端乘用车零部件龙头，业绩增长稳定.....</b>	<b>1</b>
(一) 依托上汽集团，公司业绩增长稳定 .....	1
(二) 内外饰、功能性总成业务是主要利润来源 .....	2
<b>二、细分市场竞争优势继续保持 .....</b>	<b>3</b>
(一) 主要零部件合资方均是细分市场龙头 .....	3
(二) 内外饰：继续深化与伟世通的合作 .....	6
(三) 功能性总成：纳铁福、三电贝洱业绩增长稳定 .....	7
(四) 热加工：收入规模小，皮尔博格、贝洱热系统是主要来源.....	11
<b>三、客户集中于欧美系，集团外客户拓展提供业绩增长空间.....</b>	<b>12</b>
(一) 客户集中于欧美系，受汽车销量增速下滑影响相对较小 .....	12
(二) 集团内客户是业绩增长保证，集团外客户拓展提供业绩增长空间.....	14
<b>四、盈利能力企稳，管理层激励彰显公司发展信心.....</b>	<b>16</b>
(一) 1季度公司盈利能力基本企稳 .....	16
(二) 高分红和管理层激励，蓝筹稳健首选 .....	17
<b>五、投资建议：推荐 .....</b>	<b>18</b>
附录：公司财务预测表（万元） .....	19
<b>插图目录 .....</b>	<b>21</b>

## 一、中高端乘用车零部件龙头，业绩增长稳定

### (一) 依托上汽集团，公司业绩增长稳定

华域汽车是国内乘用车零部件龙头企业，是上汽集团旗下独立供应汽车零部件的上市公司，控股股东上汽集团持有公司 60.1%的股权。

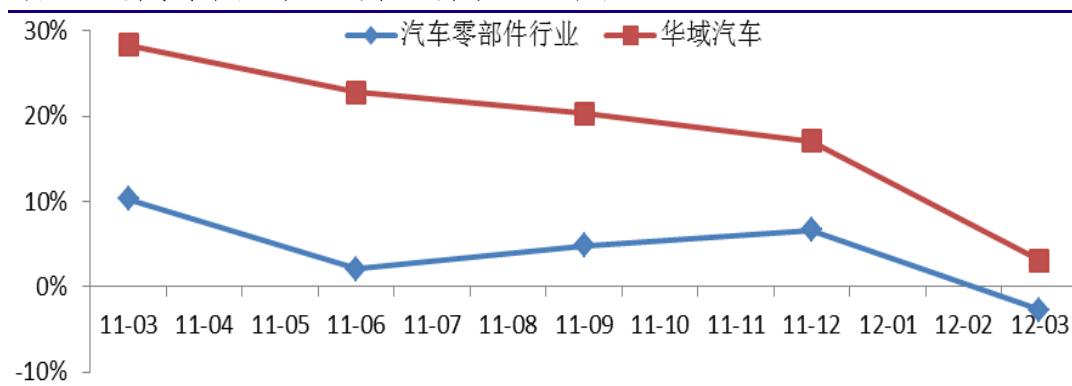
图表 1：华域汽车股权结构



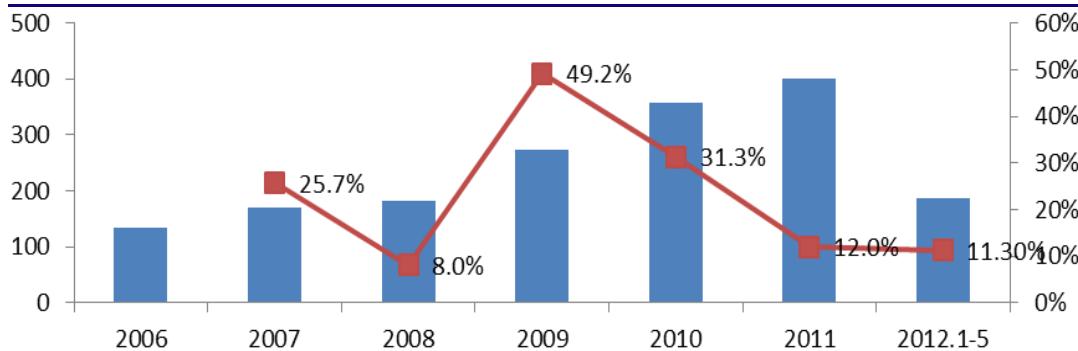
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

背靠上汽集团，面向中高端乘用车，在汽车行业景气向上时期公司业绩增长高于行业，在景气下行时期公司业绩下滑幅度低于行业，业绩表现出较高的稳定性。10 年上汽集团销量同比增长 31%，公司净利润增速为 64%，业绩增长居零部件行业前列。11 年而上汽集团销量同比增长 12%，公司归母净利润同比增长 17%，继续超越汽车零部件行业净利润增长；12 年 1 季度上汽集团销量同比增长 8%，公司归母净利润同比增长 3.1%，而汽车行业净利润同比下滑 2.7%，公司业绩增长稳定性进一步凸显。

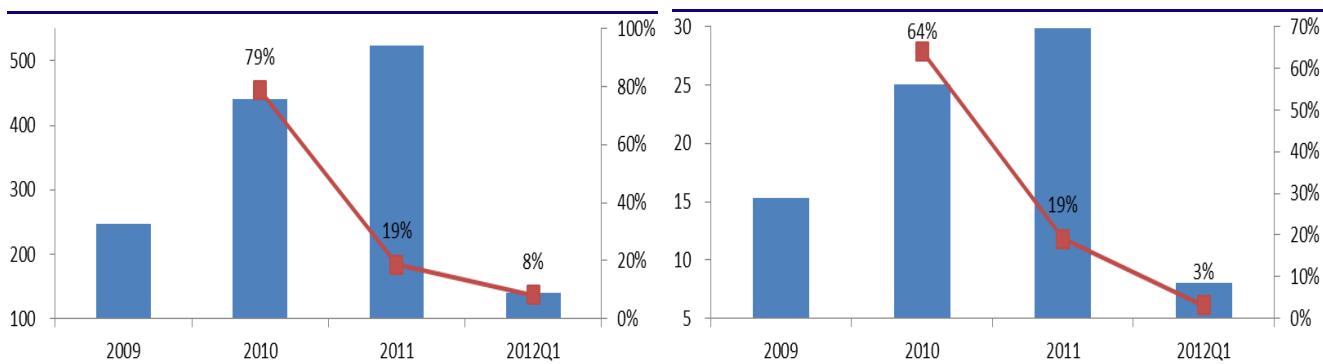
图表 2：汽车零部件行业净利润与华域汽车净利润累计增速对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**图表 3：上汽集团销量（万辆）及增速**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**图表 4：2008-2012Q1 公司营业收入（亿元）及增速（左）；归母净利润（亿元）及增速（右）：**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （二）内外饰、功能性总成业务是主要利润来源

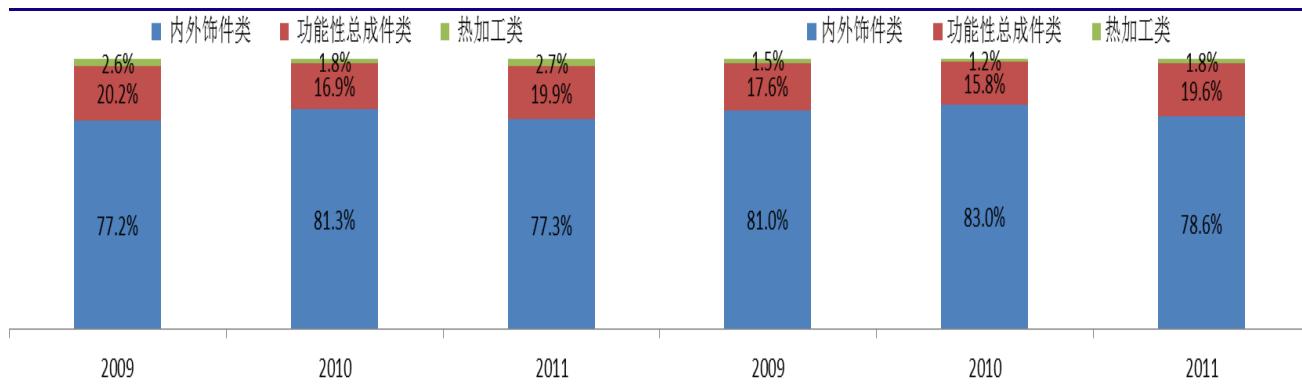
公司主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型与模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等。公司拥有国内产品最多、品种最全、合作发展最好、应用开发能力最强、客户覆盖最广、业务规模最大的汽车零部件供应链体系。

**图表 5：公司六大业务板块**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

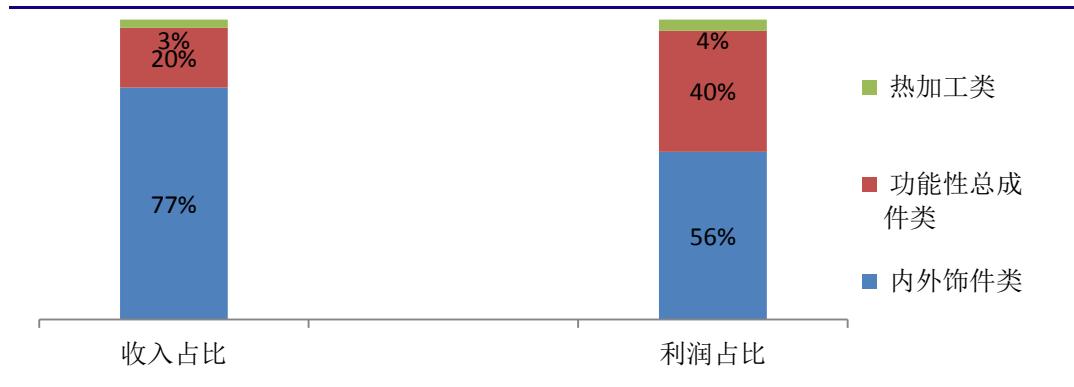
目前公司主营业务分为内外饰件、功能性总成、热加工三类。近三年公司收入、毛利结构呈现内外饰收入占比下，功能性总成和热加工收入占比提升的趋势。11 年公司收入结构中内外饰、功能性总成、热加工占比分别为 77%、20%、3%，利润结构占比为 56%、40%、4%。

图表 6：近三年公司收入结构（左）；毛利结构（右）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 7：2011 年公司收入与净利润结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 二、细分市场竞争优势继续保持

### （一）主要零部件合资方均是细分市场龙头

公司参控股公司 31 家，主要包含内外饰类公司岩峰伟世通、小糸车灯、上海天合、申雅密封件等；功能性总成类公司主要包括三电贝洱、中弹公司、亚普、法雷奥、采埃孚、纳铁福等；热加工类公司主要包括乾通、皮尔博格、贝洱热系统等国内优秀零部件公司。

图表 8：公司主要子公司与参股公司

业务分类	并表公司	持股比例	投资收益公司	持股比例
内外饰件类	延锋伟世通	50%	小糸车灯	50%
	施内公司	100%	上海天合	50%
	赛科利模具	75%	申雅密封件	47.5%
			博泽	40%

		法雷奥汽车电机雨刮	45%
		恩坦华汽车门系统	40%
功能性总成类	三电贝洱	38.5%	亚普
	联谊公司	100%	法雷奥
	中弹公司	100%	采埃孚
	实业交通	70%	科尔本施密特活塞
	华电动	60%	萨克斯
	幸福摩托	100%	菲特尔莫古轴瓦
	制动系统	50%	制动系统销售
	纳铁福销售	51%	纳铁福
热加工类			菲特尔莫古复合材料
	乾通	68.5%	皮尔博格
	圣德曼	100%	华东泰克西
			贝洱热系统
			50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司主要零部件合资方是世界零部件百强企业。凭借合资方在细分市场的龙头地位，参股控股公司如延锋伟世通、小糸车灯、纳铁福、制动系统、采埃孚转向机、三电贝洱等均是各自细分市场上占有率最高的企业。

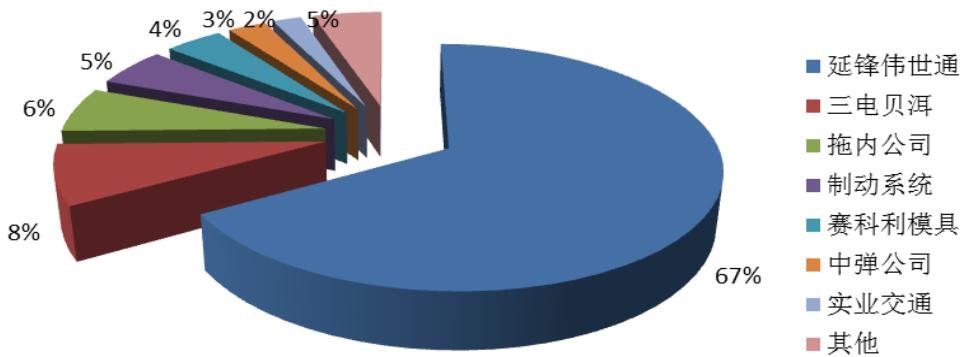
图表 9：华域汽车主要零部件合资方 2012 年在全球零部件百强中的排名

排名	2012
2	电装
3	大陆
9	采埃孚
11	法雷奥
12	天合
22	伟世通
41	小糸制作所
42	贝洱

资料来源：中国银河证券研究部

延锋伟世通是公司营业收入的主要来源。11 年公司实现营业收入 523 亿元，子公司延峰伟世通占比最高，达到 67%，其次是三电贝洱（8%）、托内公司（6%）。子公司合计贡献净利润 16.2 亿元，占归母公司净利润的 54.3%。

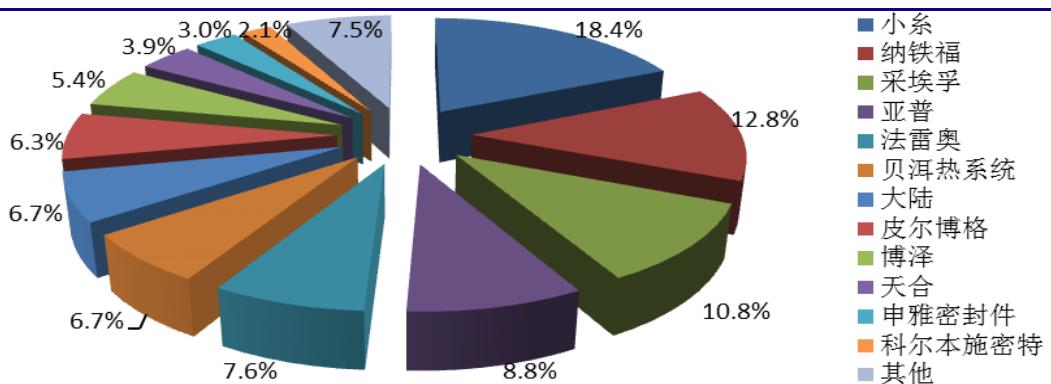
图表 10: 2011 年各子公司营业收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

11 年合营与联营企业共实现营业收入 346 亿元，其中，小系、纳铁福、采埃孚、亚普营业收入居前，分别占合营与联营企业合计营业收入的 18.4%、12.8%、10.8%、8.8%。合营与联营企业合计贡献净利润 13.4 亿元，占归母公司净利润的 45.7%。

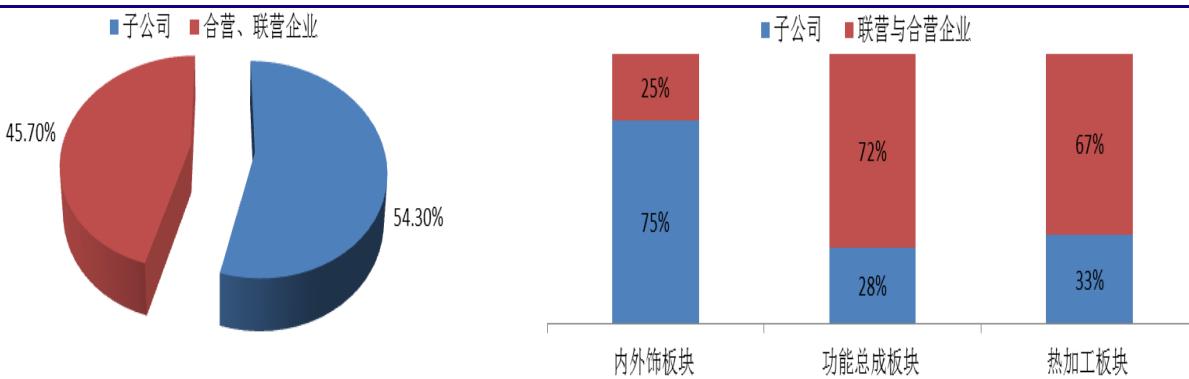
图表 11: 2011 年合营与联营企业实现的营业收入中各公司的占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从细分板块的净利润构成来看，11 年内外饰业务贡献净利润 16.6 亿元，子公司与投资收益公司分别占比 75%、25%；功能性总成业务贡献净利润 11.9 亿元，子公司与投资收益公司分别占比 28%、72%；热加工业务贡献净利润 1.1 亿元，子公司与投资收益公司分别占比 33%、67%。

图表 12: 子公司、联营与合营贡献净利润占比（左）；子公司、联营与合营企业在三大业务净利润中的占比（右）

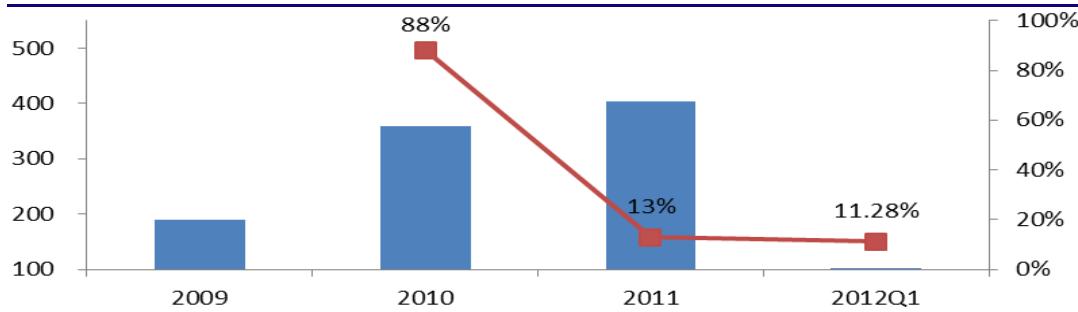


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (二) 内外饰：继续深化与伟世通的合作

内外饰业务是公司主要收入来源，11 年收入占比 77%。内外饰业务收入主要来源是延峰伟世通，11 年岩峰伟世通营业收入 353 亿元，在公司内外饰业务收入中占比 86.6%。

图表 13: 公司内外饰业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

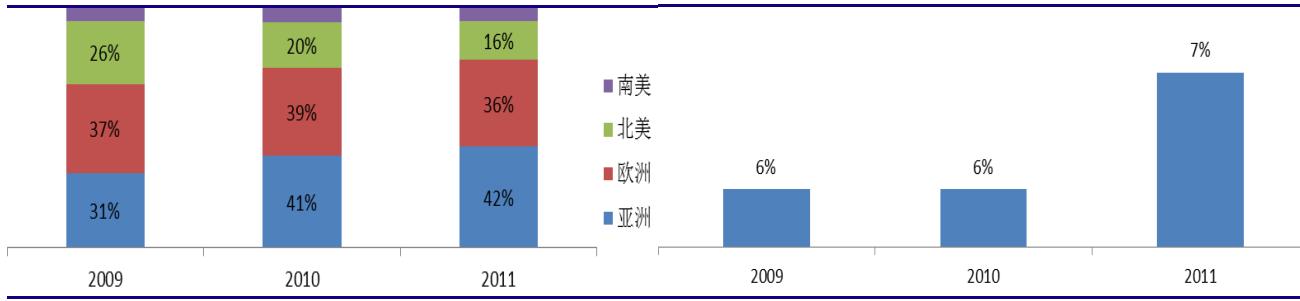
图表 14: 2011 年内外饰业务并表公司和投资收益公司收入、净利润（亿元）、净利率情况

并表公司	2011 年收入	投资收益公司	2011 年收入
延锋伟世通	3,532,383	小糸车灯	637,200
施内公司	323,933	博泽	186,682
赛科利模具	221,496	上海天合	134,572
		申雅密封件	105,070
		法雷奥汽车电机雨刮	49,995
		恩坦华汽车门系统	41,339
收入小计	4,077,812	收入小计	1,154,859
净利润	124,507	净利润	41,395
净利率	3.1%	净利率	3.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

延峰伟世通的合资方 Visteon 是一家全球领先的汽车零部件供应商，为全球汽车生产厂商设计和制造创新的空调系统、汽车内外饰，以及包括照明在内的电子系统，并提供多种产品以满足汽车售后市场的需求。10 年开始亚太地区成为 Visteon 最大的市场，11 年亚太地区销售收入占全球销售额的 40%以上，其中，中国地区收入占比达到 7%。

图表 15: 伟世通收入分区域结构（左）、伟世通中国地区收入占比（右）

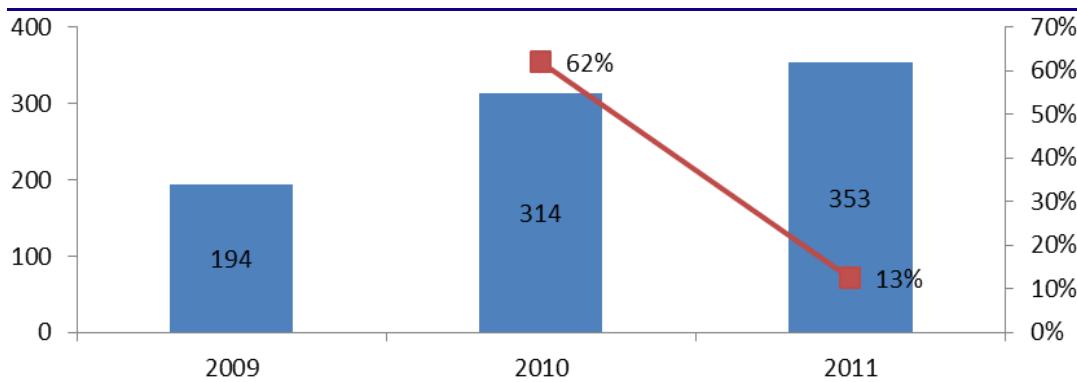


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

延锋伟世通业务领域覆盖汽车内外饰系统、外饰系统、座椅系统、电子系统和安全系统等，在全球设立了90余个生产基地和供货点，为国内外30多家著名整车制造商提供零距离的即时化供货与服务。公司产品出口至北美、欧洲、澳洲、东南亚等16个国家和地区。通过与国际战略伙伴的紧密合作和发展，不断提供超越客户期望的产品与服务。2011年延锋伟世通实现合并销售收入353亿元，在中国汽车零部件行业百强企业中排名第四位。

2011年11月30日，控股子公司延锋伟世通与签署谅解备忘录，延锋伟世通有意通过收购、整合等方式，与伟世通公司在内外饰业务方面深化战略合作。二者深化业务合作将继续带来公司在内外饰业务领域的龙头地位，有利于公司市场份额的进一步提高。

图表 16：延峰伟世通近三年营业收入（亿元）及增速

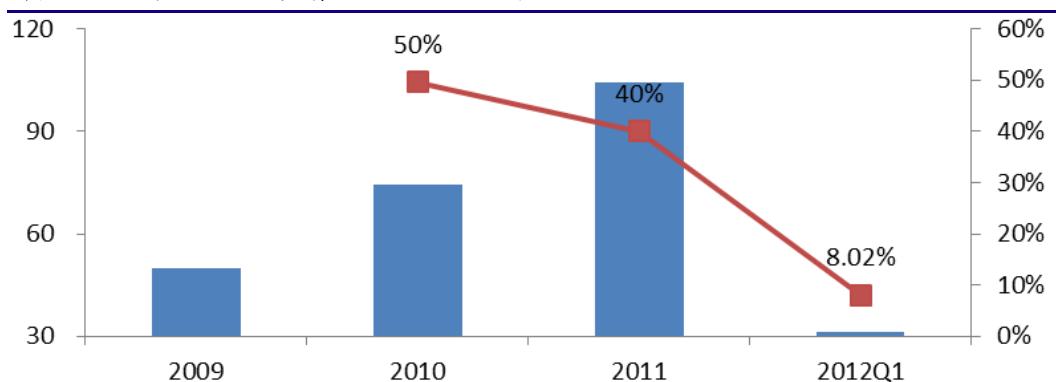


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### (三) 功能性总成：纳铁福、三电贝洱业绩增长稳定

11年功能性总成业务收入占比约20%，收入增速40%。

图表 17：公司功能性总成业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三电贝洱、制动系统、中弹公司是功能性总成业务收入的主要来源。纳铁福、采埃孚、亚普是公司功能性总成业务投资收益的主要来源。

图表 18：2011年功能性总成业务并表公司和投资收益公司收入、净利润（亿元）、净利率情况

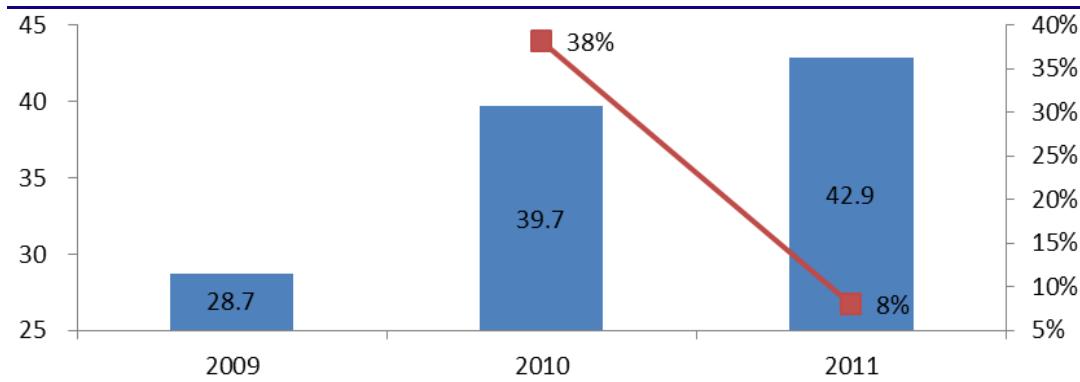
并表公司	2011年收入	投资收益公司	2011年收入

三电贝洱	428,699	纳铁福	444,775
制动系统	277,505	采埃孚	375,424
中弹公司	145,733	亚普	303,723
实业交通	111,089	法雷奥	262,895
联谊公司	79,921	制动系统销售	230,765
幸福摩托	24,674	科尔本施密特活塞	72,431
华电动	236	萨克斯	62,130
		菲特尔莫古轴瓦	31,932
		菲特尔莫古复合材料	7,926
收入小计	1,067,857	收入小计	1,792,001
净利润	34,229	净利润	85,520
净利率	3.2%	净利率	4.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

上海三电贝洱汽车空调有限公司是国内最大生产汽车空调系统及汽车空调压缩机等系列产品的专业定点企业。公司拥有摇摆斜盘、旋转斜盘技术的固定排量和内部控制、外部控制的可变排量压缩机以及新能源汽车用绿色环保的电动压缩机，排量范围从 60cc 到 330cc，形成了 7 大类、31 系列、500 多品种压缩机型谱。与国内整车企业逐步形成了同步开发、模块集成。公司产品主要为上海大众、上海通用、一汽大众、二汽神龙等国内大中型汽车集团配套，国内市场占有率超过 76%。同时，积极致力于全球范围内的配套，公司与一些国际知名厂商建立了良好的贸易合作关系，产品出口到欧洲、美洲、亚洲、其他国家或地区。

图表 19：上海三电贝洱营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

上海纳铁福是国内最大的等速驱动轴生产企业，主要为神龙汽车、东风本田、上海通用、上海大众、东风日产、上海汽车、奇瑞等众多合资企业和自主品牌企业提供等速传动轴、十字万向节传动轴和精锻件产品。

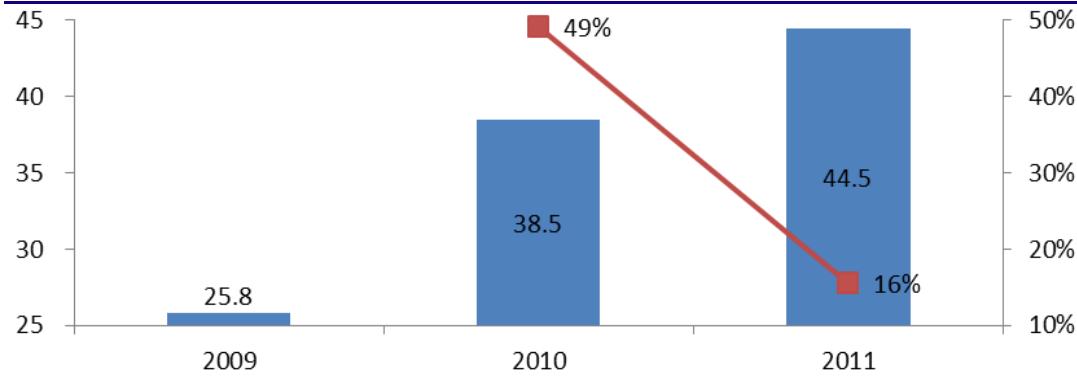
图表 20：上海纳铁福传动轴主要生产基地

生产基地	产品
上海总部	生产十字万向节传动轴和偏心轴、涡轮轴等产品。

康桥	生产等速万向节传动轴总成及其零部件
申江	公司主要的精锻件生产基地。
武汉	生产等速万向节传动轴总成及其零部件。
长春	生产等速万向节传动轴总成及其零部件。
重庆	生产等速万向节传动轴总成及其零部件。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

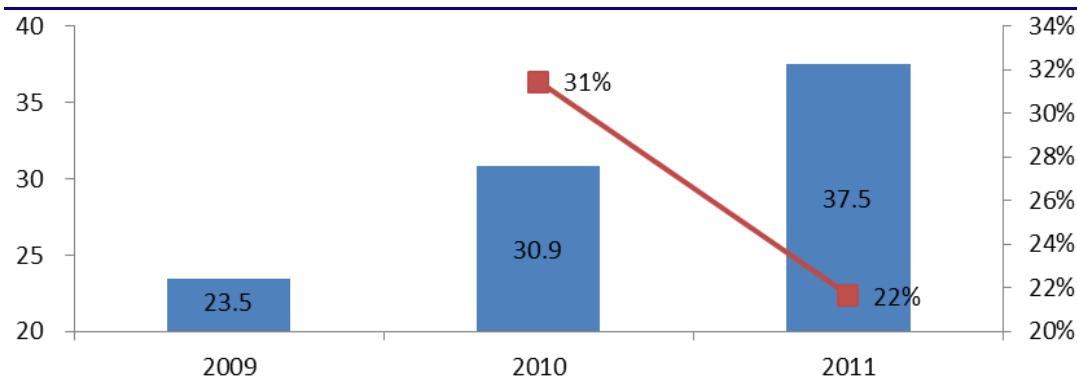
图表 21：上海纳铁福营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

上海采埃孚转向系统有限公司主导产品为液压助力转向机、电子助力转向机、转向管柱，以及转向阀组、齿条等转向系统相关零部件。目前主要客户包括上海大众、上海通用、上汽通用五菱、上汽乘用车、韩国通用大宇、一汽大众、华晨宝马、长安福特马自达、神龙汽车、长城汽车、江铃汽车、北汽集团、海马汽车、东南汽车等，部分产品远销欧洲、韩国、印度、马来西亚等地。自 1996 年批量生产以来，公司产量以每年平均近 25% 的速度递增，已经成为国内规模最大、市场占有率最高、综合能力最强的转向系统专业生产基地。

图表 22：上海采埃孚营业收入（亿元）及增速



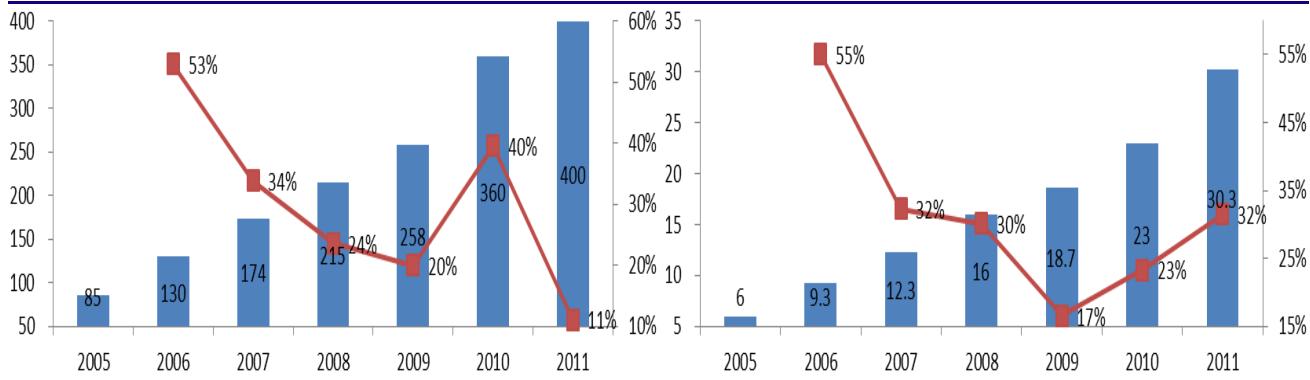
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

亚普公司是专业从事汽车油箱系统开发、制造和销售的集团化公司，国家重点高新技术企业。总部和研发中心在扬州，国内有八个生产基地（扬州、上海、长春、重庆、芜湖、武汉、烟台、成都）和四个装配工厂（天津、南京、沈阳、海口），在海外拥有四个生产基地（印度、俄罗斯、澳大利亚、捷克）。亚普公司主要客户为：大众、通用、福特、标致雪铁龙、戴姆勒\奔驰、铃木、上海汽车、一汽轿车等国内外汽车制造企业。公司发展目标是 2015 年跻身全球

燃油系统供应商前三强。

2011年8月3日为亚普汽车首次公开发行股票并上市的辅导起始日。亚普汽车主营汽车塑料油箱，目前总股本为4.5亿股，华域汽车持有其33.90%的股份。亚普上市后华域汽车将获得股权溢价。

**图表 23：上海亚普历年油箱产量（万只）及增速（左）；历年营业收入（亿元）及增速（右）**

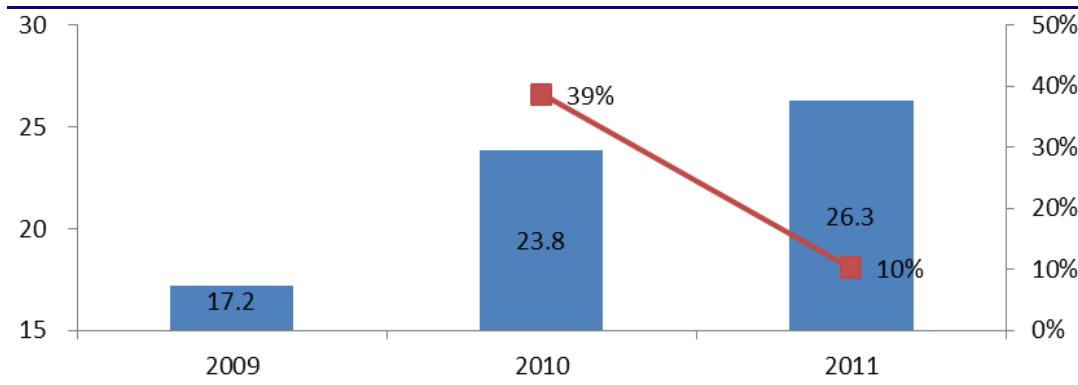


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

上海法雷奥汽车电器系统有限公司生产销售用于轿车、轻卡及柴油机配套的起动机和发电机，公司发电机、起动机的生产装备已达到欧美发达国家的同等水平，公司规划到2015年，年生产能力将突破1500万台。公司具有强大的销售网络，产品为上海大众、上海通用、一汽大众、神龙公司、一汽集团、长安福特、长安铃木、柳州五菱、奇瑞、吉利、江淮等轿车、轻型车和上柴、潍柴、锡柴、玉柴、纽荷兰等柴油机、工程机械及拖拉机生产厂商配套；部分产品已销往法国、伊朗和东南亚地区。为满足用户需求，公司扩大了汽车售后市场业务，从事法雷奥中国境内合资企业所有产品和进口零部件的销售及其相关的服务。

上海法雷奥产品配套的主要车型有：上海大众帕萨特、途观、朗逸、波罗、途安等；上海通用别克、赛欧、科鲁兹、凯迪拉克、英朗、凯越等；一汽大众宝来、奥迪、高尔夫、迈腾、速腾等；北京现代伊兰特悦动、瑞纳；上海汽车荣威、MG；以及一汽轿车、神龙汽车、长城汽车、长安福特、比亚迪、奇瑞汽车、江淮汽车、马自达等轿车及轻型车，并为上柴、潍柴、康明斯等多家柴油机及工程机械、拖拉机生产厂家配套。

**图表 24：上海法雷奥历年营业收入（亿元）及增速**

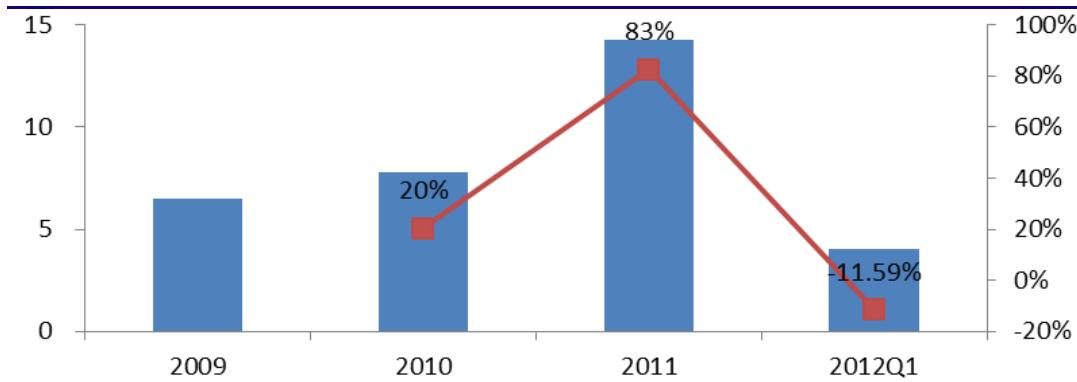


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

#### (四) 热加工：收入规模小，皮尔博格、贝洱热系统是主要来源

热加工业务收入占比较低，11 年实现营业收入 14.2 亿元，收入占比 3%。

图表 25：公司热加工业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

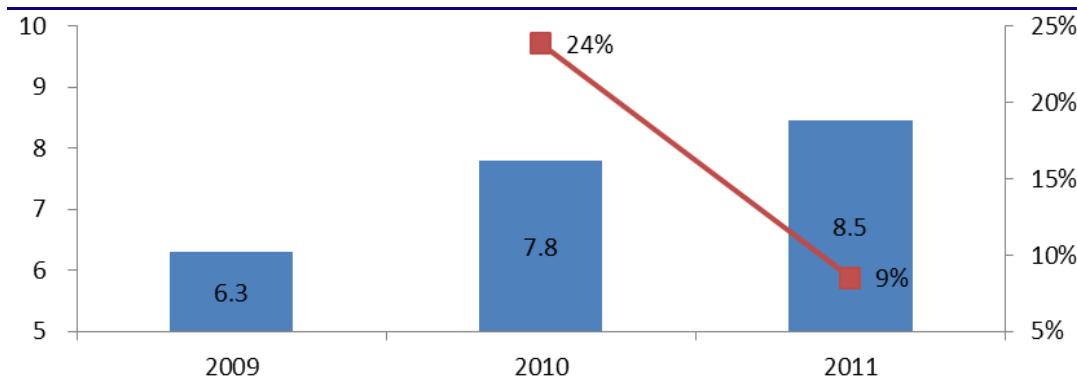
图表 26：2011 年热加工业务并表公司和投资收益公司收入、净利润（亿元）、净利率情况

并表公司	2011 年收入	投资收益公司	2011 年收入
乾通	84,620	皮尔博格	219,866
圣德曼	73,960	贝洱热系统	233,368
贝洱热系统	233,368	华东泰克西	67,048
收入小计	158,580	收入小计	520,282
净利润	3,587	净利润	7,447
净利率	2.3%	净利率	1.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

上海乾通汽车附件有限公司核心业务以大型商品铝合金压铸件和汽车泵类总成为主。国内主要客户有上海大众汽车有限公司、上海通用汽车有限公司、一汽大众、长安福特、上汽通用五菱、上海柴油机股份有限公司等。公司积极拓展国际市场，已经成为美国 VISTEON 公司的 OEM 配套供应商，是面向国内及国际两大市场的外向型企业。

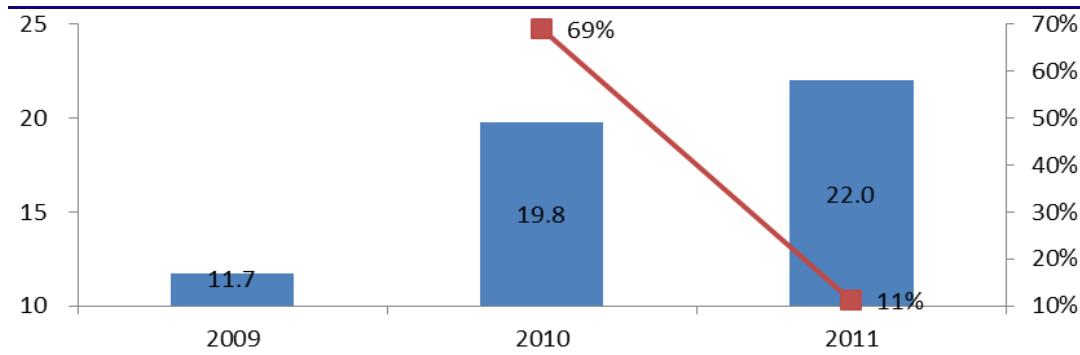
图表 27：上海乾通营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

上海皮尔博格是目前国内汽车有色铸件业最大的生产气缸盖、进气模块、机油泵、水泵等零部件产品的合资企业，主营汽车有色铸造零部件（缸体、汽缸盖、进气模块）、排气再循环系统、二次空气系统和泵类产品（机油泵、水泵和真空泵）。主要产品已形成逾 350 万件/年的能力。上海皮尔博格已占领世界汽缸业前五名的地位，主要客户包含上海大众、上海通用、上海汽车、上汽通用五菱、一汽大众、神龙公司、德国大众、Volvo 等大型汽车制造商。

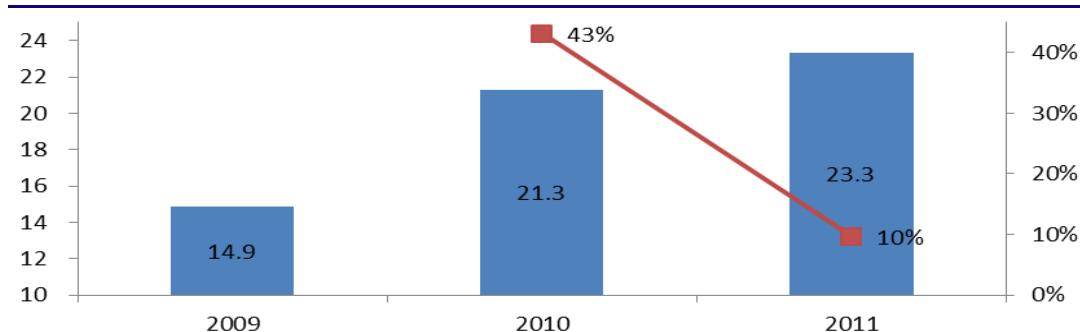
图表 28：上海皮尔博格营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

上海贝洱热系统有限公司(SBTS)是德国贝洱有限公司和上海三电贝洱汽车空调有限公司合作成立的合资企业。公司致力于开发和生产汽车空调模块、发动机冷却系统以及元件。SBTS 的产品范围包括机械装配式产品(散热器)；钎焊式产品(铝钎焊散热器，中冷器，油冷器，冷凝器，蒸发器，暖风芯体)；冷却模块，空调总成，塑料件，电气/电子零件，鼓风机叶轮总成和控制面板。定位中高档市场，兼顾低端市场，持续扩展出口和售后业务，成为全面系统集成供应商。

图表 29：上海贝洱热系统营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 三、客户集中于欧美系，集团外客户拓展提供业绩增长空间

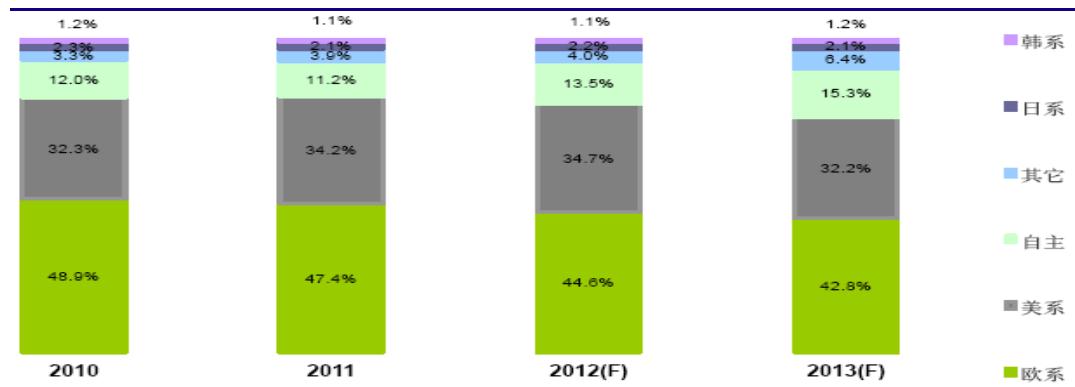
#### (一) 客户集中于欧美系，受汽车销量增速下滑影响相对较小

公司客户涵盖国内主要乘用车厂商，已与上海大众、一汽大众、上海通用、上海汽车、长安福特、北汽福田、北京现代、东风日产、广汽集团、长城汽车、江淮汽车等整车企业建立了

较为稳固的长期合作关系。

欧系、美系乘用车企业是华域汽车的主要客户，2011年合计业务比重超过80%。

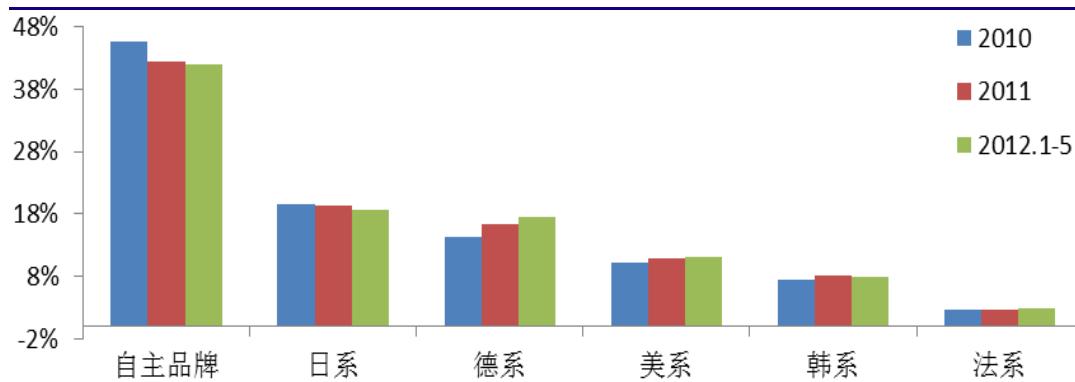
图表 30：公司客户分类



资料来源：CAAM, 中国银河证券研究部

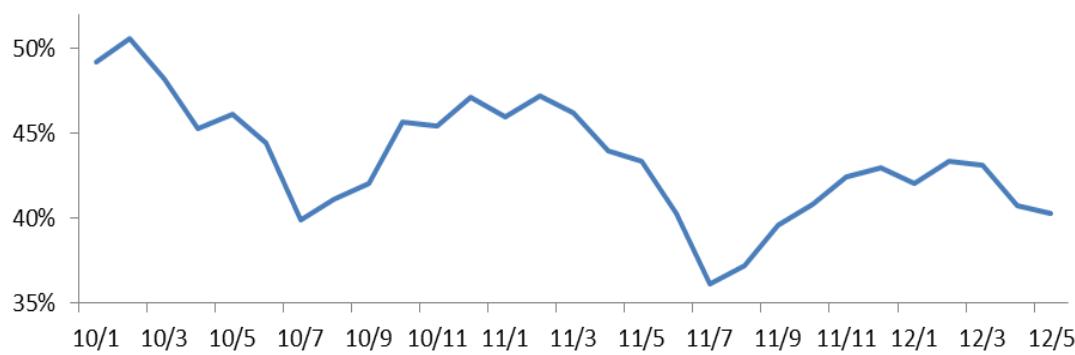
欧美系乘用车市场份额近三年持续提升，保证了华域汽车下游需求稳定，有效降低了汽车销量增速放缓对公司业绩的不利影响。德系、美系乘用车市场份额分别由10年的14.4%、10.3%提高至17.3%、11.1%，而自主品牌乘用车市场份额呈现下滑态势，由10年2月份最高的50.6%降至12年5月的41.9%。

图表 31：乘用车分车系市场份额



资料来源：CAAM, 中国银河证券研究部

图表 32：自主品牌乘用车市场份额下滑

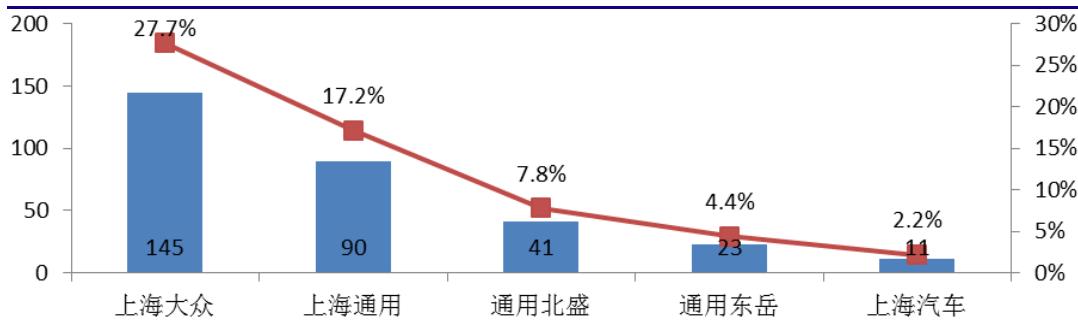


资料来源：CAAM, 中国银河证券研究部

## (二) 集团内客户是业绩增长保证，集团外客户拓展提供业绩增长空间

公司收入主要来自于上汽集团，主要客户上海大众、上海通用、上海汽车贡献公司约 60% 的收入。预计近两年来自上汽集团的营业收入占比仍将超过 50%，上汽集团销量的稳定增长为华域汽车业绩增长提供保证。

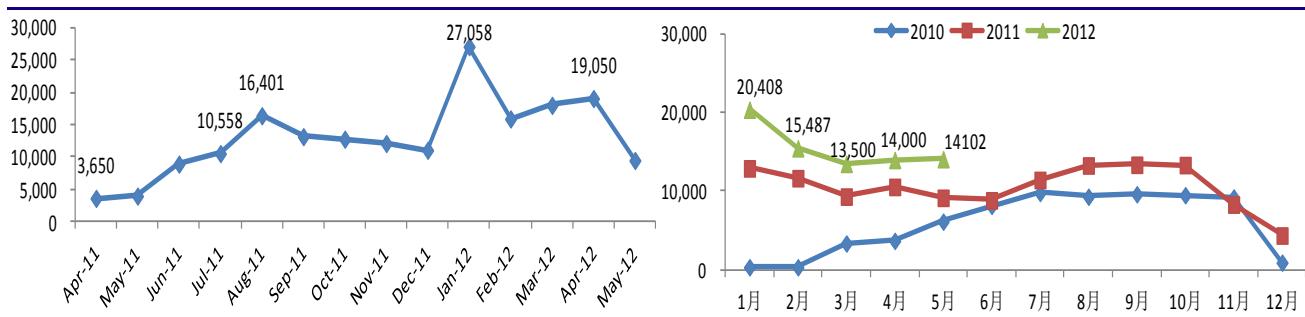
图表 33: 11 年公司前五大客户收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

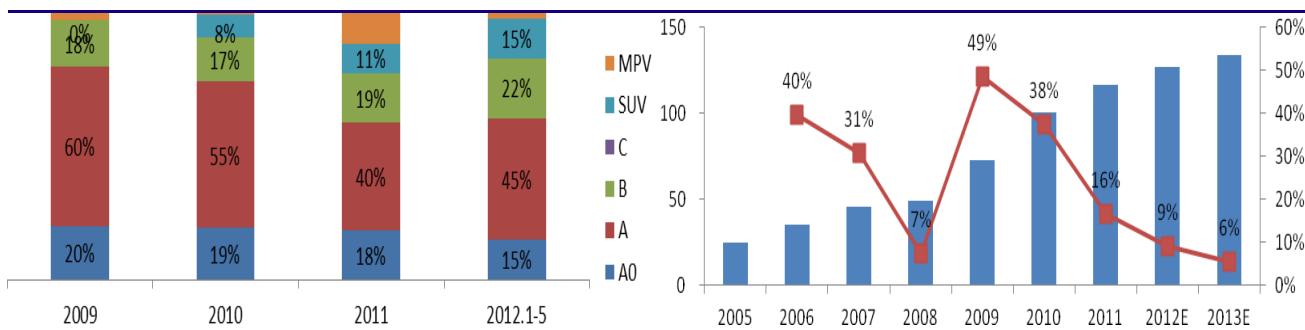
12 年新帕萨特、途观是上海大众销量主要增长点，车型结构上移有助于华域汽车产品结构提升。上海通用尽管新君威、新君越销量有所下滑，但考虑到迈锐宝、科帕奇未来也将逐渐上量，且上海通用汽车销量基数较大，预计对华域汽车零部件的需求仍能够保持相对稳定，但预计车型下移影响对零部件产品的需求结构。

图表 34: 帕萨特 (左)、途观 (右) 月度销量 (辆)



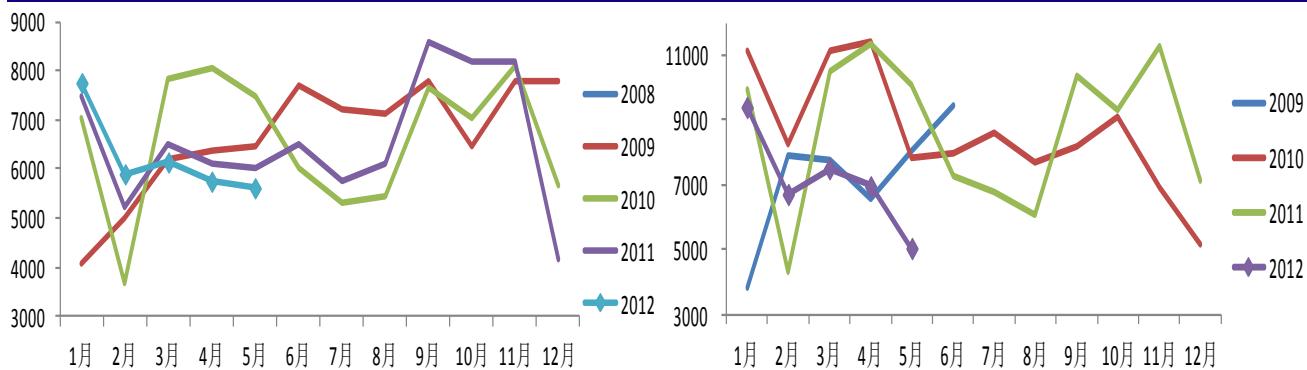
资料来源：CAAM, 中国银河证券研究部

图表 35: 上海大众销量结构 (左); 上海大众销量 (万辆) 及增速 (右)



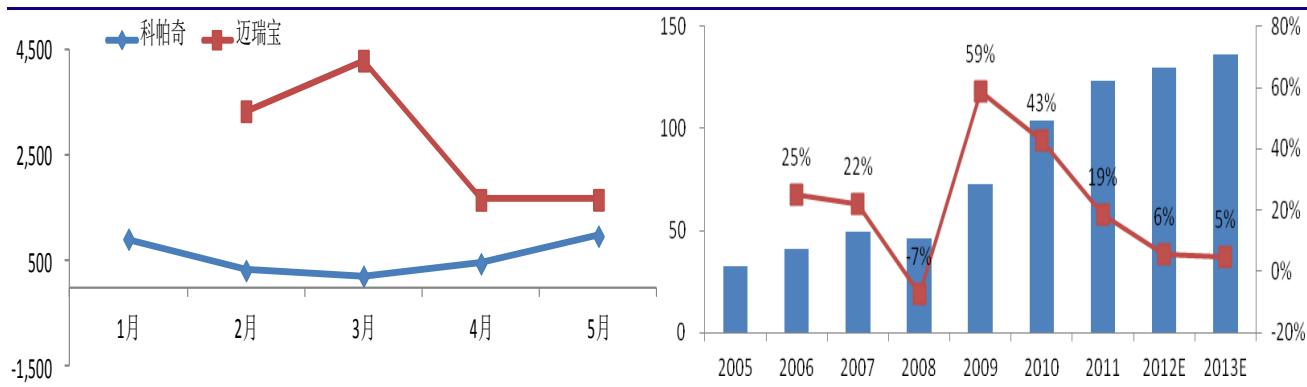
资料来源：CAAM, 中国银河证券研究部

图表 36：新君威（左）、新君越（右）上市以来的月销量（辆）



资料来源：CAAM，中国银河证券研究部

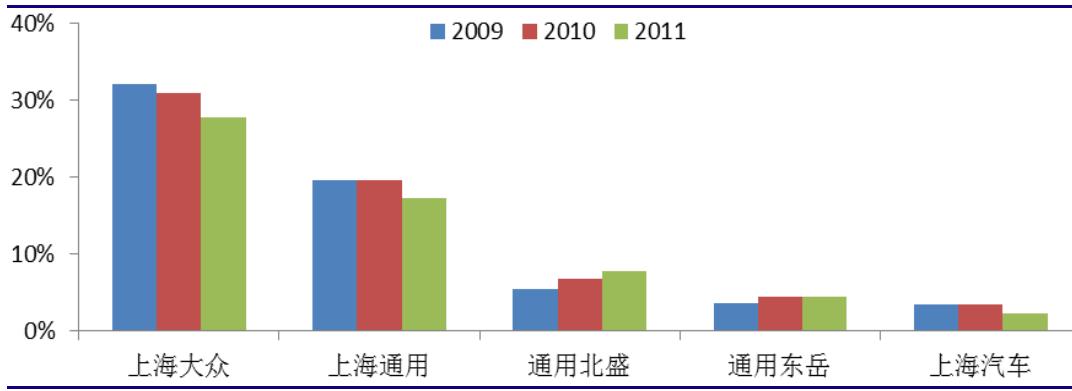
图表 37：科帕奇、迈瑞宝（左）月度销量（辆）；上海通用销量（万辆）及增速（右）



资料来源：CAAM，中国银河证券研究部

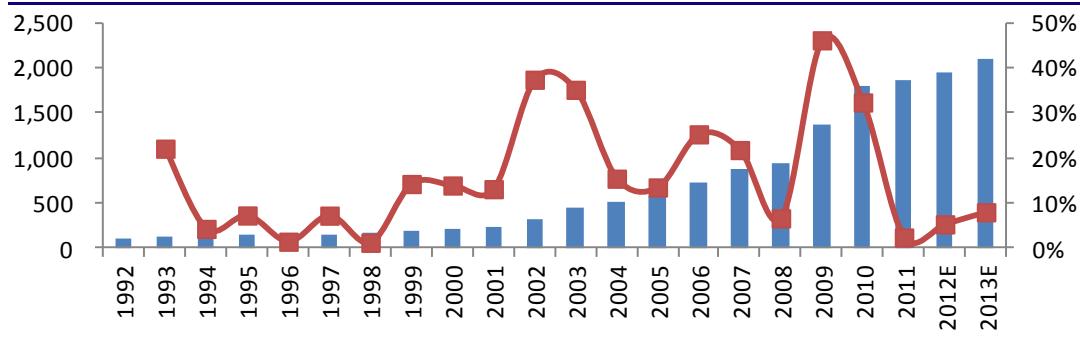
随着公司中性化战略的实施，公司客户将逐渐向集团外拓展，集团外客户为公司业绩增长提供了巨大空间。从三年的前五大客户收入占比可以看出，尽管上汽集团占据了公司前五大客户，但是收入占比逐年由 09 年的 64.4% 降至 11 年的 60.5%。预计未来集团外客户收入占比将超过集团内客户。

图表 38：公司前五大客户收入占比由 09 年的 64.4% 降至 11 年的 60.5%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 39: 1992-2013E 汽车销量（万辆）及增速



资料来源: CAAM, 中国银河证券研究部

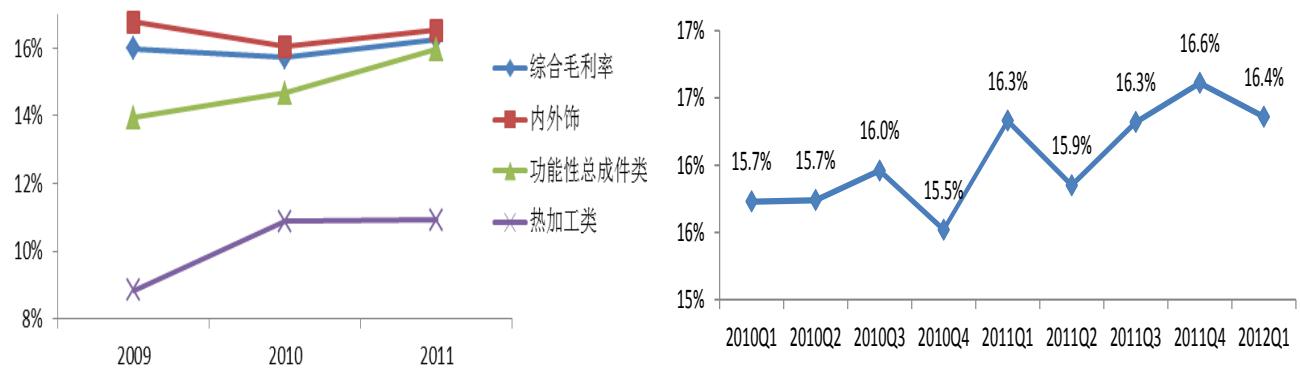
## 四、盈利能力企稳，管理层激励彰显公司发展信心

### (一) 1季度公司盈利能力基本企稳

近三年公司毛利率基本保持稳定，由09年的16%下降到10年的15.7%之后，11年回升到16.3%。从细分业务看，内外饰业务毛利率最高，其次是功能性总成，最后是热加工业务。

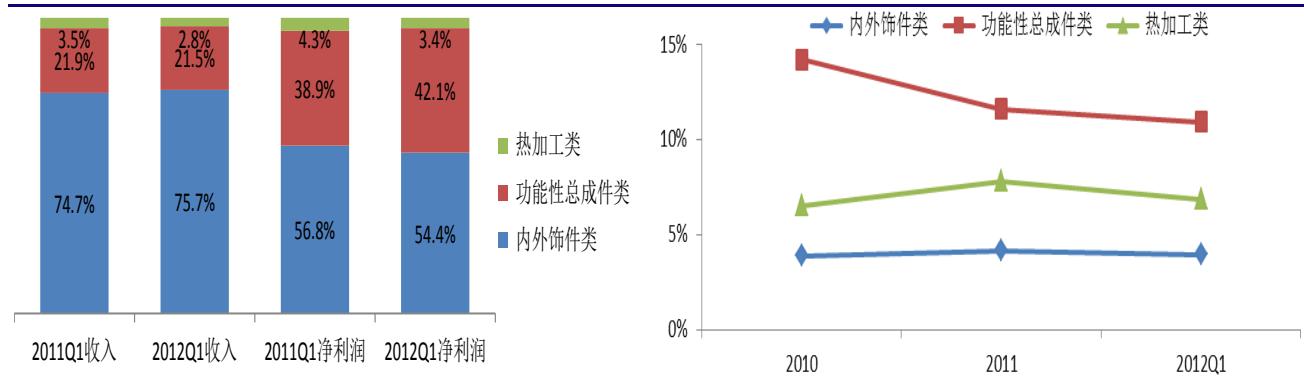
从分季度毛利率走势来看，公司毛利率自10年以来呈现上升走势，12年1季度公司毛利率同比小幅提高，环比略有下滑。

图表 40: 公司分业务毛利率走势(左); 公司分季度毛利率走势(右)



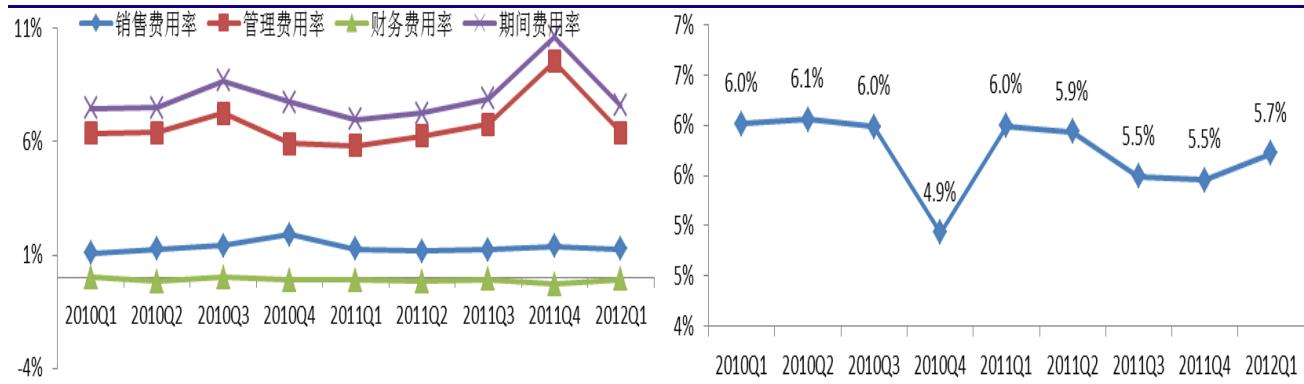
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

1季度功能性总成业务利润占比提升较为明显。12年1季度内外饰业务收入占比提升但净利润占比下滑，功能性总成和热加工类业务收入占比下降但净利润占比提升，尤其是净利率较高的功能性总成业务净利润占比提升幅度较大，同比提高3.2个百分点只42.1%。

**图表 41: 12 年 Q1 与 11Q1 收入与利润结构 (左); 分业务净利率走势 (右)**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

1 季度公司毛利率尽管环比略有下滑，但费用率下降导致净利率实现环比提高，盈利能力基本企稳。从季度期间费用率和净利率来看，11 年 4 季度工资、研发费用增加导致管理费用率上升，从而导致净利率下滑至 10 年以来的低点，不过 12 年 1 季度公司管理费用率已明显下滑，公司净利率环比回升至 5.7%。

**图表 42：公司分季度期间费用率走势 (左); 公司分季度净利率走势 (右)**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (二) 高分红和管理层激励，蓝筹稳健首选

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，09-11 年股利分配率分别为 46.4%、22.6%、25.9%。

**图表 43：公司近三年股利分配情况**

	2009	2010	2011
分配方案	每 10 股派 2.75 元 (含税)， 总股本 25.83 亿股	每 10 股派 2.2 元 (含 税)，总股本 25.83 亿股	每 10 股派 3 元(含税)， 总股本 25.83 亿股
现金股利 (万元)	71,038	56,830	77,496
归属上市公司股东净利润 (万元)	153,085	251,343	299,044
股利分配率	46.40%	22.61%	25.91%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司为管理层制定了激励基金方案，拟对约 130 名激励对象实施与超额净利润、净资产收益率、营业收入增长率和营业利润增长率挂钩的激励基金计划。奖励基金的基数为年度净利润减去公司 2009-2011 三年净利润算术平均值之差的 10%。董事会根据 2012-2015 各年度净利润的完成情况，在年度激励基金可提取数的额度内，结合年度激励对象年薪总额，分别确定年度激励基金。年度激励基金根据激励对象绩效评价结果分配后，在该年度之后三年内分三次发放。

我们认为该激励基金的推出反应了管理层对公司发展的信心，有利于公司实现长期稳定的盈利增长和提升公司估值水平。

## 五、投资建议：推荐

预计公司 12/13/14 年 EPS 分别为 1.26/1.37/1.52 元，对应目前股价 PE 分别为 7/6/6 倍。横向比较其它汽车零部件公司的估值水平，华域汽车市值最大，估值水平最低。

在下半年宏观经济稳增长和汽车市场需求回升的背景下，公司作为乘用车零部件龙头将受益于乘用车需求回暖。基于公司在零部件的龙头地位以及行业增速水平，给予 12 年 8-10 倍 PE，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济不景气风险；毛利率下滑风险。

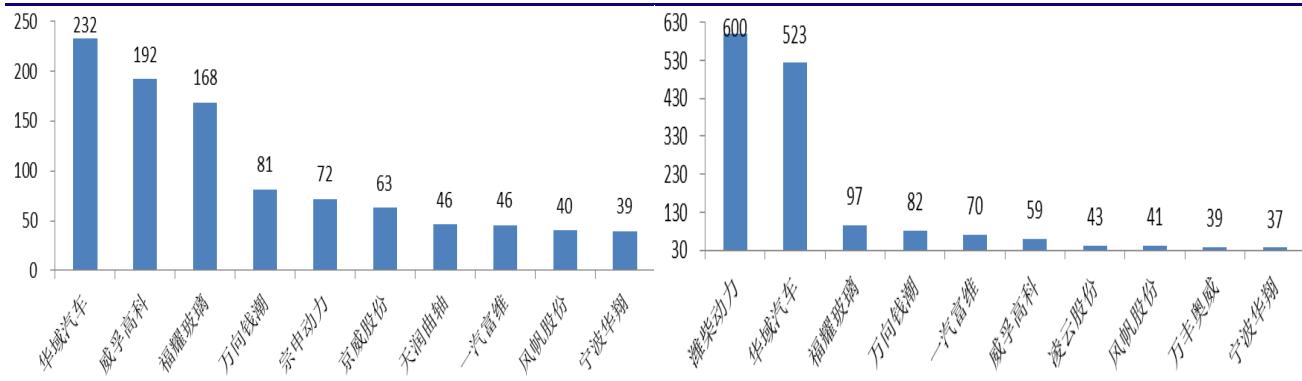
图表 44：华域汽车细分业务盈利预测

	业务分类	2010	2011	2012E	YOY	2013E	YOY
营业收入（百万元）	内外饰件类	35,837	44,575	43,766	8%	47,136	8%
	功能性总成件类	7,579	11,676	11,416	10%	12,500	10%
	热加工类	1,410	1,396	1,382	-3%	1,479	7%
	合计	44,826	52,299	56,563	8.2%	61,114	8%
营业成本（百万元）	内外饰件类	30,084	33,758	36,479	8%	39,311	8%
	功能性总成件类	6,352	8,759	9,555	9%	10,456	9%
	热加工类	695	1,269	1,228	-3%	1,313	7%
	合计	37,132	43,787	47,262	8%	51,081	8%
毛利率	内外饰件类	16.10%	16.50%	16.65%		16.60%	
	功能性总成件类	15.00%	16.00%	16.30%		16.35%	
	热加工类	11.60%	10.90%	11.10%		11.20%	
	合计	15.70%	16.30%	16.44%		16.42%	
净利润率	内外饰件类	3.90%	4.10%	4.12%		4.10%	
	功能性总成件类	14.20%	11.60%	11.90%		11.98%	
	热加工类	6.50%	7.80%	7.60%		7.20%	
	合计	5.70%	5.70%	5.78%		5.79%	
净利润（百万元）	内外饰件类	1,388	1,672	1,803	8%	1,933	7%
	功能性总成件类	1,074	1,207	1,358	13%	1,498	10%

热加工类	92	111	105	-5%	106	1%
合计	2,554	2,990	3,267	9%	3,537	8%

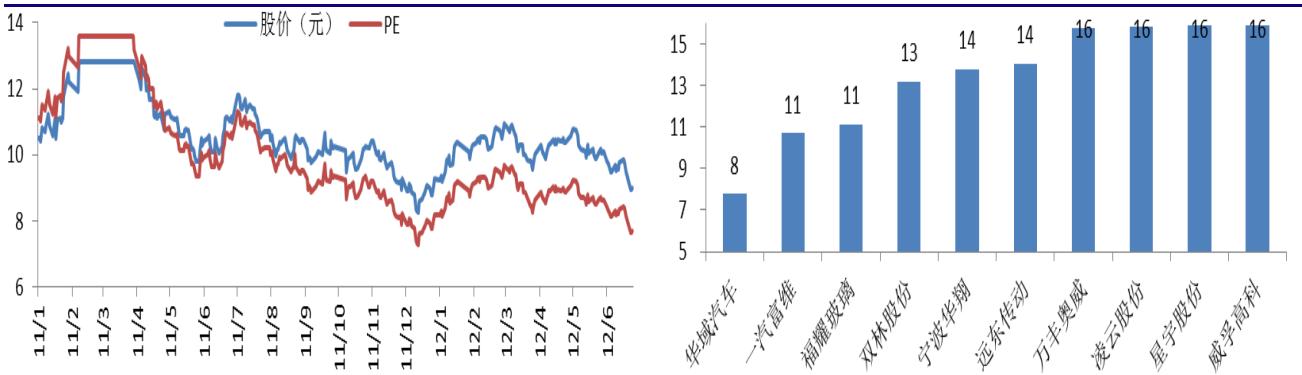
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 45：主要汽车零部件公司市值比较（亿元，左）；11 年营业收入比较（亿元，右）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 46：华域汽车股价与 PE 走势（左）；主要零部件公司 PE 比较（右）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 47：主要汽车零部件上市盈利预测与估值比较

证券代码	证券简称	2012/6/27		2012PE	PB	投资评级	
		收盘价(元)	EPS(元)				
		2011A	2012E				
600741.SH	华域汽车	9	1.16	1.26	7.1	1.4	推荐
002662.SZ	京威股份	20.9	1.03	1.31	16.0	7.6	推荐
002595.SZ	豪迈科技	18.6	1.06	1.26	14.8	1.9	推荐
000338.SZ	潍柴动力	30.1	3.36	2.3	13.1	2.2	谨慎推荐
000581.SZ	威孚高科	29.3	2.12	1.41	20.8	3.9	谨慎推荐
300258.SZ	精锻科技	13.6	0.86	1.17	11.6	2.3	谨慎推荐
600699.SH	均胜电子	9.4	0.39	0.45	20.9	6.5	谨慎推荐

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 附录：公司财务预测表（万元）

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	27427.66	27833.37	36644.99	38774.87	营业收入	52298.78	56587.28	61114.26	66614.55
现金	12354.78	13487.67	19027.44	21374.01	营业成本	43786.55	47284.33	51079.30	55669.78
应收账款	7672.33	5894.14	9558.72	7448.00	营业税金及附加	122.32	135.81	146.67	159.87
其它应收款	285.81	310.03	286.31	384.54	营业费用	659.67	746.95	794.49	799.37
预付账款	493.91	837.38	451.51	937.94	管理费用	3703.40	3904.52	4155.77	4503.14
存货	3737.48	3922.64	4332.53	4794.06	财务费用	-82.86	-89.89	-176.60	-276.36
其他	2883.34	3381.50	2988.49	3836.33	资产减值损失	96.73	102.87	96.18	116.38
非流动资产	14757.21	16695.31	18350.21	19746.63	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5582.46	6980.51	8488.81	9989.02	投资净收益	1809.76	1748.52	1852.78	1967.26
固定资产	4645.95	5615.41	5719.26	5775.32	营业利润	5822.72	6251.20	6871.23	7609.62
无形资产	853.44	790.10	710.53	640.34	营业外收入	155.17	105.22	116.53	125.64
其他	3675.37	3309.28	3431.62	3341.95	营业外支出	34.88	40.11	38.47	37.82
资产总计	42184.88	44528.67	54995.21	58521.50	利润总额	5943.01	6316.31	6949.28	7697.44
流动负债	17453.26	15306.12	20538.18	18417.03	所得税	597.15	634.79	701.88	777.44
短期借款	918.33	932.72	933.41	928.15	净利润	5345.86	5681.52	6247.41	6919.99
应付账款	11225.69	9332.30	13970.54	11623.25	少数股东损益	2355.41	2414.07	2709.70	2996.90
其他	5309.24	5041.10	5634.23	5865.62	归属母公司净利润	2990.45	3267.45	3537.71	3923.10
非流动负债	1649.99	1389.02	1567.68	1512.67	EBITDA	6633.02	6867.41	7462.32	8219.55
长期借款	54.00	50.95	38.04	24.77	EPS (元)	1.16	1.26	1.37	1.52
其他	1595.99	1338.07	1529.64	1487.90					
负债合计	19103.25	16695.14	22105.86	19929.70					
少数股东权益	6515.18	8863.54	11491.00	14355.25	主要财务比率	2011A	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东	16566.44	18970.00	21398.35	24236.55	营业收入	16.67%	8.20%	8.00%	9.00%
负债和股东权益	42184.88	44528.67	54995.21	58521.50	营业利润	17.07%	7.36%	9.92%	10.75%
	2011	2012E	2013E	2014E	归属母公司净利润	17.10%	9.26%	8.27%	10.89%
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	毛利率	16.28%	16.44%	16.42%	16.43%
经营活动现金流	4764.09	3536.19	7178.45	3900.83	净利率	10.22%	10.04%	10.22%	10.39%
净利润	5345.86	5526.88	6057.81	6613.69	ROE	23.16%	20.30%	18.81%	17.66%
折旧摊销	1029.92	928.80	1013.23	1148.50	ROIC	27.38%	25.87%	24.99%	24.32%
财务费用	-82.86	-130.69	-220.59	-306.84	资产负债率	45.28%	36.89%	39.92%	33.30%
投资损失	-1809.76	-1488.51	-1620.13	-1639.46	净负债比率	4.54%	3.55%	2.96%	2.46%
营运资金变动	387.49	-1370.61	1959.48	-1899.19	流动比率	1.57	1.84	1.79	2.13
其它	-106.56	70.32	-11.36	-15.87	速动比率	1.36	1.59	1.58	1.87
投资活动现金流	-968.95	-1527.17	-999.27	-888.35	总资产周转率	1.33	1.31	1.23	1.17
资本支出	1188.12	970.83	-212.56	-7.94	应收账款周转率	7.34	8.44	8.00	7.93
长期投资	-927.92	-1398.04	-1508.30	-1500.21	应付帐款周转率	4.12	4.66	4.44	4.40
其他	-708.74	-1954.38	-2720.13	-2396.50	每股收益	1.16	1.26	1.37	1.52
筹资活动现金流	-1111.32	-876.13	-639.42	-665.90	每股经营现金	1.84	1.34	2.77	1.50
短期借款	-30.86	14.38	0.70	-5.26	每股净资产	8.94	10.83	12.85	15.17
长期借款	-2.00	-3.05	-12.91	-13.27	P/E	7.75	7.12	6.57	5.93
其他	-1078.46	-887.47	-627.21	-647.38	P/B	1.42	1.22	1.08	0.95
现金净增加额	2683.83	1132.89	5539.77	2346.57	EV/EBITDA	-0.60	2.95	2.36	2.22

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部

## 插图目录

图表 1: 华域汽车股权结构.....	1
图表 2: 汽车零部件行业净利润与华域汽车净利润累计增速对比.....	1
图表 3: 上汽集团销量（万辆）及增速.....	2
图表 4: 2008-2012Q1 公司营业收入（亿元）及增速（左）；归母净利润（亿元）及增速（右）；.....	2
图表 5: 公司六大业务板块.....	2
图表 6: 近三年公司收入结构（左）；毛利结构（右）.....	3
图表 7: 2011 年公司收入与净利润结构.....	3
图表 8: 公司主要子公司与参股公司.....	3
图表 9: 华域汽车主要零部件合资方 2012 年在全球零部件百强中的排名.....	4
图表 10: 2011 年各子公司营业收入占比.....	5
图表 11: 2011 年合营与联营企业实现的营业收入中各公司的占比.....	5
图表 12: 子公司、联营与合营贡献净利润占比（左）；子公司、联营与合营企业在三大业务净利润中的占比（右）.....	5
图表 13: 公司内外饰业务收入（亿元）及增速.....	6
图表 14: 2011 年内外饰业务并表公司和投资收益公司收入、净利润（亿元）、净利率情况.....	6
图表 15: 伟世通收入分区域结构（左）、伟世通中国地区收入占比（右）.....	6
图表 16: 延峰伟世通近三年营业收入（亿元）及增速.....	7
图表 17: 公司功能性总成业务收入（亿元）及增速.....	7
图表 18: 2011 年功能性总成业务并表公司和投资收益公司收入、净利润（亿元）、净利率情况.....	7
图表 19: 上海三电贝洱营业收入（亿元）及增速.....	8
图表 20: 上海纳铁福传动轴主要生产基地.....	8
图表 21: 上海纳铁福营业收入（亿元）及增速.....	9
图表 22: 上海采埃孚营业收入（亿元）及增速.....	9
图表 23: 上海亚普历年油箱产量（万只）及增速（左）；历年营业收入（亿元）及增速（右）.....	10
图表 24: 上海法雷奥历年营业收入（亿元）及增速.....	10
图表 25: 公司热加工业务收入（亿元）及增速.....	11
图表 26: 2011 年热加工业务并表公司和投资收益公司收入、净利润（亿元）、净利率情况.....	11
图表 27: 上海乾通营业收入（亿元）及增速.....	11
图表 28: 上海皮尔博格营业收入（亿元）及增速.....	12
图表 29: 上海贝洱热系统营业收入（亿元）及增速.....	12
图表 30: 公司客户分类.....	13
图表 31: 乘用车分车系市场份额.....	13
图表 32: 自主品牌乘用车市场份额下滑.....	13
图表 33: 11 年公司前五大客户收入占比.....	14
图表 34: 帕萨特（左）、途观（右）月度销量（辆）.....	14
图表 35: 上海大众销量结构（左）；上海大众销量（万辆）及增速（右）.....	14
图表 36: 新君威（左）、新君越（右）上市以来的月销量（辆）.....	15
图表 37: 科帕奇、迈瑞宝（左）月度销量（辆）；上海通用销量（万辆）及增速（右）.....	15
图表 38: 公司前五大客户收入占比由 09 年的 64.4% 降至 11 年的 60.5%.....	15
图表 39: 1992-2013E 汽车销量（万辆）及增速.....	16

图表 40: 公司分业务毛利率走势 (左); 公司分季度毛利率走势 (右) .....	16
图表 41: 12 年 Q1 与 11Q1 收入与利润结构 (左); 分业务净利率走势 (右) .....	17
图表 42: 公司分季度期间费用率走势 (左); 公司分季度净利率走势 (右) .....	17
图表 43: 公司近三年股利分配情况 .....	17
图表 44: 华域汽车细分业务盈利预测 .....	18
图表 45: 主要汽车零部件公司市值比较 (亿元, 左); 11 年营业收入比较 (亿元, 右) .....	19
图表 46: 华域汽车股价与 PE 走势 (左); 主要零部件公司 PE 比较 (右) .....	19
图表 47: 主要汽车零部件上市盈利预测与估值比较 .....	19

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**杨华超，汽车行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)