

华域汽车 (600741.SH)

汽车零配件行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：8.60元

上半年业绩继续平缓增长，但后续压力较大

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)	2,583.20
总市值(百万元)	222.16
年内股价最高最低(元)	10.57/8.01
沪深300指数	2302.20
上证指数	2113.07



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	1.201	1.224	1.293
每股净资产(元)	5.62	6.41	7.48	8.42	9.58
每股经营性现金流(元)	1.74	1.79	1.87	2.23	2.53
市盈率(倍)	8.84	7.43	7.16	7.02	6.65
行业优化市盈率(倍)	13.67	15.23	12.34	9.25	8.23
净利润增长率(%)	64.19%	18.98%	3.74%	1.94%	5.63%
净资产收益率(%)	17.32%	18.05%	16.05%	14.54%	13.50%
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2012年上半年营收282.91亿元，同比增加8.67%，归属母公司股东净利润16.16亿元，同比增长4.06%，对应EPS为0.63元，符合我们预期。第二季度，公司营收增长9.22%，归属母公司股东净利润增长5.04%，对应EPS为0.31元。

经营分析

- **业绩随上汽销量平缓增长：**上汽集团上半年销量增速达11.4%，其中上海大众与上海通用分别增长10.4%与9.7%，略好于狭义行业8.2%的整体水平。公司当前约66%的营收来自上汽集团，依靠上汽销量增长的支撑，公司业绩亦稳步增长。我们认为，得益于数款新车与次新车的增长，上汽下半年销量仍有望稳健增长，华域的业绩亦有望继续稳步增长。
- **费率差导致内外饰件与功能件净利润涨跌互现：**上半年，内外饰件与功能件营收同比分别增长10.6%与5.7%，均实现稳健增长；但两者净利润出现分化，内外饰件归属母公司股东净利润下滑5.12%，功能件则同比增长20.6%。细分来看，上半年内外饰件与功能件的毛利率同比分别提升0.36与0.23个百分点，但内外饰件的母公司股东净利率下滑0.67个百分点，功能件则提升1.37个百分点，故二者的业绩差异主要来自费率变化。上半年，内外饰件与功能件归属母公司股东净利润占比分别为53.5%与42.7%，前者下滑5.1个百分点，后者则提升5.9个百分点。
- **公允价值增加促投资收益稳健增长：**公司上半年投资收益9.13亿元，同比增加8.07%，其中第二季度同比增长21.63%。分拆看，上半年来自子公司的收益为8.14亿元，同比增长2.37%，低于整体业绩增速；其余部分的较快增长，主要得益于公司可供出售金融资产公允价值的增加，这部分同比增加近4,000万元，是推动投资收益较快增长的重要因素。上半年，投资收益占母公司股东净利润比重为56.5%，其中第二季度为59.0%，该比例同比与环比均有所提升。
- **“中性化”战略取得持续进展：**上半年，公司来自上汽集团以外的营收占比已达33.6%，较2011年同期与全年分别提升3.2与5.8个百分点，“中性化”战略效果继续彰显。

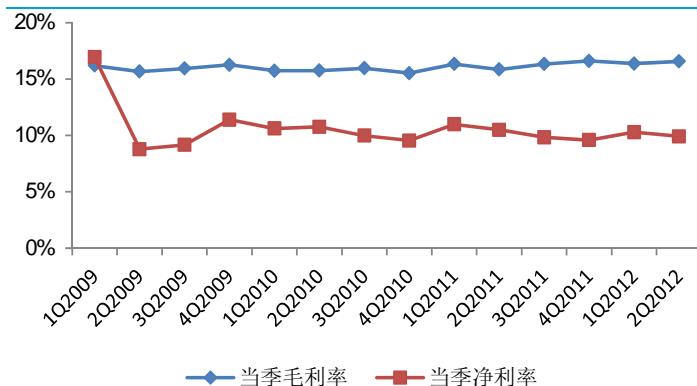
相关报告

- 1.《一季度业绩平缓增长》，2012.4.19
- 2.《2012年业绩有望稳健增长》，2012.3.26

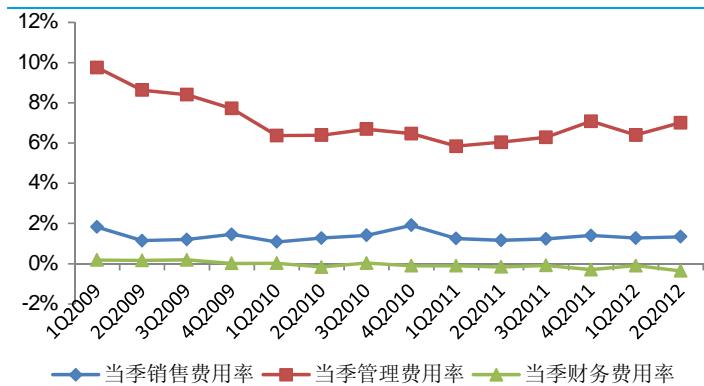
厉叶森 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

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

- **毛利率改善，但费率提升致净利率下滑：**第二季度，公司毛利率为16.56%，同比与环比分别提升0.7与0.2个百分点；但同期三项费率提升近1.4个百分点，使当季净利率仅9.91%，同比与环比分别下滑0.6与0.4个百分点。上半年，公司毛利率为16.46%，同比增加近0.4个百分点，同期费率增加1个百分点致净利率仅10.10%，同比下滑0.6个百分点。我们认为，原材料价格的下滑是公司当前毛利率改善的主要原因，预计下半年毛利率仍将较为稳健；而职工薪酬、研发费用与无形资产摊销的增长，是上半年管理费用增加的主要原因，我们预计下半年这些费用仍将较快增长，从而给继续公司净利率带来较大压力。
- **后续经营压力可能加大：**虽然公司上半年业绩继续平缓增长，但我们认为其后续经营将面临较大压力：首先，乘用车行业价格战的局面下半年将有所加剧，这种背景下零部件企业势必受到其压价的压力；上汽今年的业绩下滑较为确定，我们认为其也将对华域进行较大幅度的压价；因价格的传导具有一定时滞，预计华域下半年的业绩将会体现压价的情况。其次，原材料价格在去年下半年开始回落，下半年公司因成本降低而带来的业绩改善空间亦将缩小。最后，公司人工、研发等成本在持续较快增长，亦将影响公司的业绩。故我们认为，公司后续经营面临较大压力。

图表1：公司近年分季度毛利率与净利率


来源：公司资料、国金证券研究所

图表2：公司近年分季度三费比率


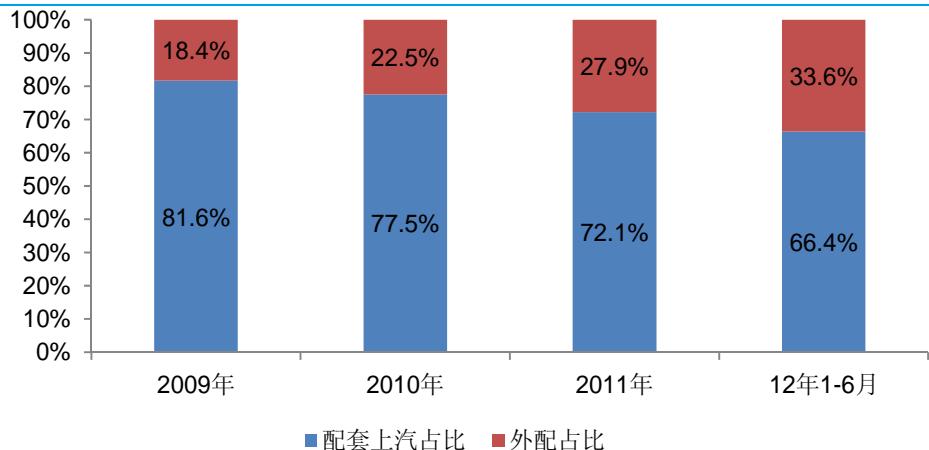
盈利预测

- 我们预测公司2012-2014年归属母公司股东净利润为31.02、31.62、33.40亿元，同比分别增长3.7%、1.9%与5.6%，对应EPS分别为1.20、1.22与1.29元。

投资建议

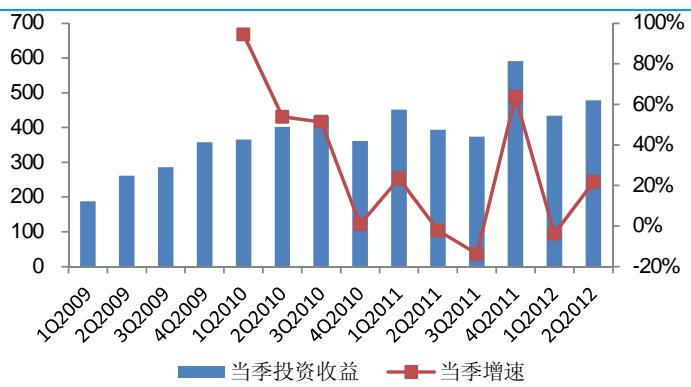
- 作为A股汽车零部件龙头企业，旗下诸多零部件企业质地优秀、竞争优势明显，目前股价对应2012年PE仅7.2倍，估值具有较大提升空间，维持公司“增持”评级。

图表3：华域汽车近年配套客户分类营收占比



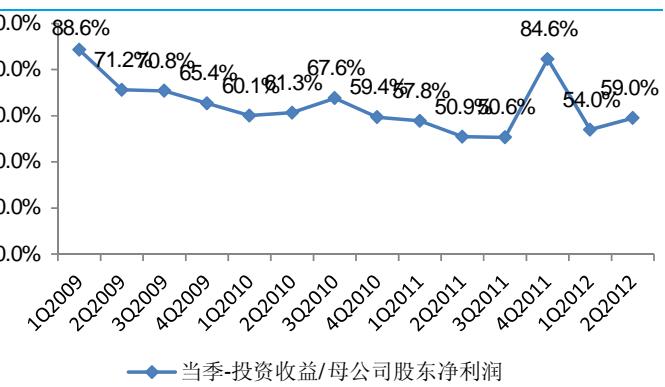
来源：公司资料、国金证券研究所

图表4：公司当季投资收益及增速（百万元）

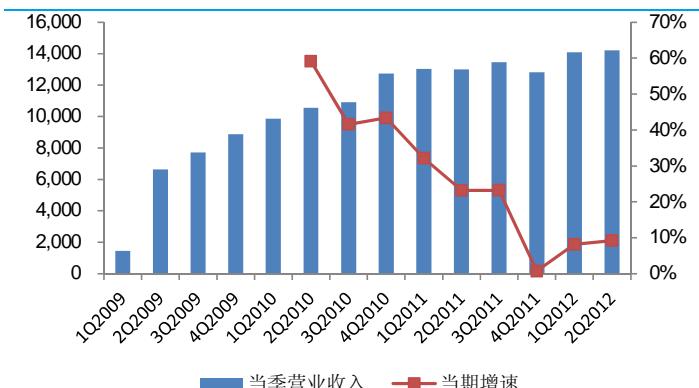


来源：公司资料、国金证券研究所

图表5：当季投资收益占母公司股东净利润比例



图表6：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7：公司当季母公司股东净利润与增速（百万元）



图表8：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	45,303	51,645	58,876
增长率 (YOY)	n/a	88.18%	12.87%	12.00%	14.00%	14.00%
毛利率	16.77%	16.05%	16.54%	16.60%	16.50%	16.50%
销售成本（百万元）	15,851	30,084	33,759	37,783	43,124	49,161
增长率 (YOY)	n/a	89.80%	12.21%	11.92%	14.14%	14.00%
毛利（百万元）	3,193	5,753	6,690	7,520	8,521	9,714
增长率 (YOY)	n/a	80.17%	16.29%	12.41%	13.31%	14.00%
占总销售额比重	77.20%	81.33%	77.34%	78.60%	79.62%	80.60%
占主营业务利润比重	80.96%	83.01%	78.60%	79.52%	80.48%	81.41%
功能件总成						
销售收入（百万元）	4,976	7,445	10,425	11,051	11,935	12,890
增长率 (YOY)	n/a	49.63%	40.02%	6.00%	8.00%	8.00%
毛利率	13.94%	14.68%	15.98%	16.30%	16.20%	16.20%
销售成本（百万元）	4,282	6,352	8,759	9,249	10,001	10,801
增长率 (YOY)	n/a	48.35%	37.89%	5.60%	8.13%	8.00%
毛利（百万元）	694	1,093	1,666	1,801	1,933	2,088
增长率 (YOY)	n/a	57.53%	52.43%	8.12%	7.34%	8.00%
占总销售额比重	20.17%	16.90%	19.93%	19.17%	18.40%	17.65%
占主营业务利润比重	17.59%	15.77%	19.57%	19.05%	18.26%	17.50%
热加工						
销售收入（百万元）	648	780	1,425	1,282	1,282	1,282
增长率 (YOY)	n/a	20.33%	82.71%	-10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.84%	10.88%	10.92%	10.60%	10.40%	10.20%
销售成本（百万元）	591	695	1,269	1,146	1,149	1,151
增长率 (YOY)	n/a	17.63%	82.63%	-9.68%	0.22%	0.22%
毛利（百万元）	57	85	156	136	133	131
增长率 (YOY)	n/a	48.10%	83.30%	-12.64%	-1.89%	-1.92%
占总销售额比重	2.63%	1.77%	2.72%	2.22%	1.98%	1.76%
占主营业务利润比重	1.45%	1.22%	1.83%	1.44%	1.26%	1.10%
销售总收入（百万元）	24,668	44,063	52,299	57,636	64,862	73,047
销售总成本（百万元）	20,723	37,132	43,787	48,178	54,274	61,114
毛利（百万元）	3,944	6,931	8,512	9,457	10,588	11,933
平均毛利率	15.99%	15.73%	16.28%	16.41%	16.32%	16.34%

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	57,636	64,862	73,047
增长率	78.6%	18.7%	10.2%	12.5%	12.6%	
主营业务成本	-20,723	-37,132	-43,787	-48,178	-54,274	-61,114
%销售收入	84.0%	84.3%	83.7%	83.6%	83.7%	83.7%
毛利	3,944	6,931	8,512	9,457	10,588	11,933
%销售收入	16.0%	15.7%	16.3%	16.4%	16.3%	16.3%
营业税金及附加	-27	-44	-122	-144	-162	-183
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-325	-638	-660	-749	-876	-986
%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	-4,092	-4,638	-5,223
%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	4,472	4,913	5,542
%销售收入	6.8%	7.7%	7.7%	7.8%	7.6%	7.6%
财务费用	-29	25	83	140	131	125
%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	-94	-109	-98
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,094	1,562	1,810	1,991	2,230	2,497
%销售收入	40.3%	31.4%	30.5%	30.0%	30.5%	30.4%
净利润	2,690	4,942	5,823	6,509	7,165	8,066
营业利润率	10.9%	11.2%	11.1%	11.3%	11.0%	11.0%
营业外收支	26	40	120	126	136	147
税前利润	2,717	4,982	5,943	6,635	7,301	8,213
利润率	11.0%	11.3%	11.4%	11.5%	11.3%	11.2%
所得税	-172	-497	-597	-730	-803	-903
所得税率	6.3%	10.0%	10.0%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	2,545	4,485	5,346	5,905	6,498	7,310
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	660	966	1,127	990	1,175	1,376
非经营收益	-1,042	-1,613	-1,827	-2,648	-2,362	-2,641
营运资金变动	1,254	656	-13	575	438	501
经营活动现金净流	3,416	4,494	4,633	4,822	5,748	6,546
资本开支	-555	-1,226	-1,498	-1,134	-1,178	-868
投资	1,237	1,037	1,782	-1	0	0
其他	903	874	747	1,991	2,230	2,497
投资活动现金净流	1,585	685	1,030	856	1,052	1,629
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	3,619	6,044	7,837

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	15,973	22,018	29,855
应收款项	6,191	8,570	9,802	9,759	10,766	11,883
存货	2,238	3,470	3,737	3,940	4,381	4,903
其他流动资产	1,000	1,216	1,533	532	599	674
流动资产	16,487	23,186	27,428	30,205	37,764	47,314
%总资产	59.9%	64.6%	65.0%	66.6%	71.1%	75.8%
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%	13.1%	11.7%	9.5%
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%	33.4%	28.9%	24.2%
资产总计	27,528	35,868	42,185	45,326	53,132	62,419
短期借款	956	1,080	995	0	0	0
应付款项	9,067	12,879	14,817	14,551	16,393	18,459
其他流动负债	1,332	1,390	1,642	2,069	2,288	2,534
流动负债	11,356	15,348	17,453	16,621	18,682	20,994
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	16,675	18,736	21,049
普通股股东权益	12,405	14,510	16,566	19,333	21,743	24,748
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	45,326	53,132	62,419

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.593	0.973	1.158	1.201	1.224	1.293
每股净资产	4.802	5.617	6.413	7.484	8.417	9.580
每股经营现金流	1.323	1.740	1.793	1.867	2.225	2.534
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%	16.05%	14.54%	13.50%
总资产收益率	5.56%	7.01%	7.09%	6.84%	5.95%	5.35%
投入资本收益率	9.45%	14.56%	14.67%	13.87%	12.69%	11.91%
增长率						
主营业务收入增长率	354.67%	78.62%	18.69%	10.20%	12.54%	12.62%
EBIT增长率	N/A	101.23%	18.50%	11.05%	9.86%	12.80%
净利润增长率	N/A	64.19%	18.98%	3.74%	1.94%	5.63%
总资产增长率	207.63%	30.30%	17.61%	7.45%	17.22%	17.48%
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	30.2	26.6	24.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.18%	-45.43%	-48.98%	-55.56%	-63.85%	-72.03%
EBIT利息保障倍数	58.4	-135.6	-48.6	-31.9	-37.5	-44.5
资产负债率	44.41%	46.03%	45.28%	36.79%	35.26%	33.72%

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	1	2	19
买入	0	0	0	1	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	1.00	1.25	1.33
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 2010-08-27	增持	9.73	12.88 ~ 12.88
2 2010-10-20	增持	13.30	16.26 ~ 18.16
3 2010-10-29	增持	12.98	18.96 ~ 21.07
4 2011-04-29	增持	10.60	N/A
5 2012-03-26	增持	9.46	N/A
6 2012-04-19	增持	9.96	N/A

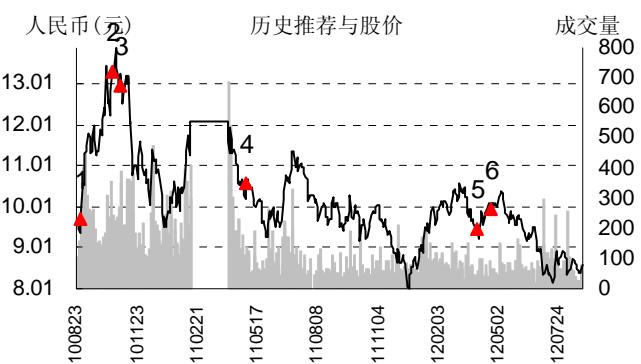
来源：国金证券研究所

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形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靠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