

## 稳健增长，攻守兼备

华域汽车（600741）

推荐 维持

核心观点：

### 1. 事件

2012 年公司实现营业收入 578.89 亿元，同比增长 10.69%；营业利润 61.21 亿元，同比增长 5.13%；归母净利润 31.04 亿元，同比增长 3.79%；EPS1.2 元。每 10 股派息 3.7 元（含税）。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）业绩稳健增长，收入增长主要来自内外饰业务

内外饰业务收入 437 亿元，同比增长 12.14%，收入占比由 11 年的 77.3%提升至 79.4%，毛利占比由 11 年的 78.6%提升至 79.3%。功能性总成、热加工业务收入分别同比下降 0.81%、8.02%。

#### （二）主营业务毛利率略有提高，利润增长主要来自功能性总成业务

2012 年公司综合毛利率 16.33%，同比基本持平。主营业务毛利率 16.04%，同比提高 0.37 个百分点。其中，内外饰、功能性总成、热加工业务毛利率分别为 16%、16.5%、12.7%，分别同比提高 0.09、1.15、2.26 个百分点。

功能性总成业务贡献主要利润增量，12 年功能性总成业务实现归母净利润 13.97 亿元，同比增长 15.7%，占 12 年归母净利润的 45.01%。内外饰、热加工贡献的归母净利润分别为 15.98 亿元、1.08 亿元，同比下降 4.4%、2.6%，占 12 年归母净利润的 51.5%、3.49%。

#### （三）欧美系、韩系客户销量增速高于行业

公司主要欧美系、韩系客户销量增速高于行业。12 年公司主要客户上海大众、上海通用、一汽大众、长安福特、神龙汽车、北京现代销量增速分别为 20.6%、15%、28.4%、31%、8.9%、16.19%，东风日产受钓鱼岛事件影响同比略有下滑。从 13 年销量目标来看，主要客户销量增速保持在 10-15%之间。

### 3. 投资建议

预计公司 13/14/15 年 EPS 分别为 1.27/1.36/1.45 元，对应目前股价 PE 分别为 7.6/7.1/6.6 倍。在行业增长分化的背景下，我们继续看好 B、C 级乘用车及配套零部件企业。公司业绩增长稳健，资本开支谨慎，且股息收益率稳定，PE、PB 估值具备安全边际，攻守兼备，维持“推荐”评级。

风险提示：公司盈利能力下滑风险，下游需求低于预期风险。

分析师

杨华超

☎：（8621）2025 2681

✉：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

王绪丽

☎：（8621）20252643

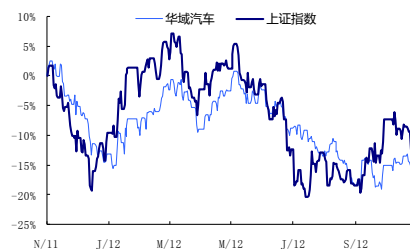
✉：wangxuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090003

市场数据 时间 2013.3.22

A 股收盘价(元)	9.65
A 股一年内最高价(元)	11.19
A 股一年内最低价(元)	8.94
上证指数	2,328.28
总股本(万股)	0.00
实际流通 A 股(万股)	258,320.02

相对指数表现图



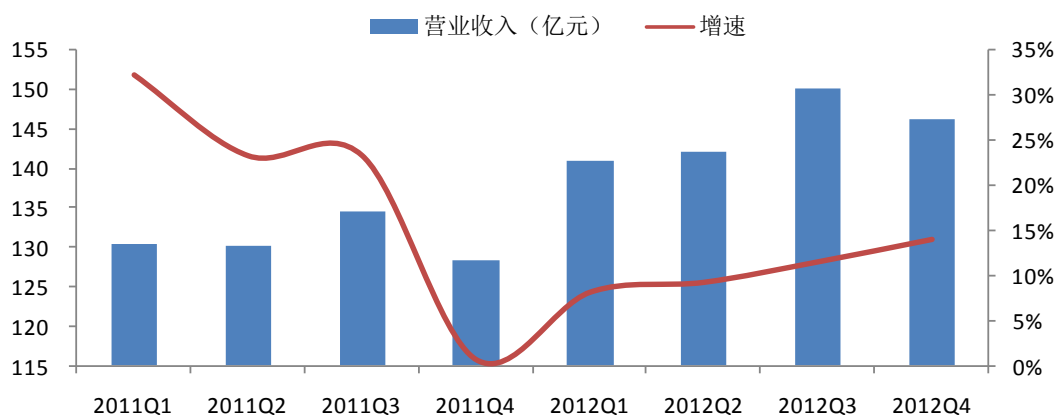
资料来源：中国银河证券研究部

## 一、业绩稳健增长，收入增长主要来自内外饰业务

2012 年，国内汽车销售为 1,941 万辆，同比增长 3.2%，其中乘用车销售为 1,378.8 万辆，同比增长 9.5%。2012 年公司实现营业收入 578.89 亿元，同比增长 10.69%，增速略高于乘用车销量增速；营业利润 61.21 亿元，同比增长 5.13%；归属母公司所有者净利润 31.04 亿元，同比增长 3.79%；EPS1.2 元。每 10 股派息 3.7 元（含税）。

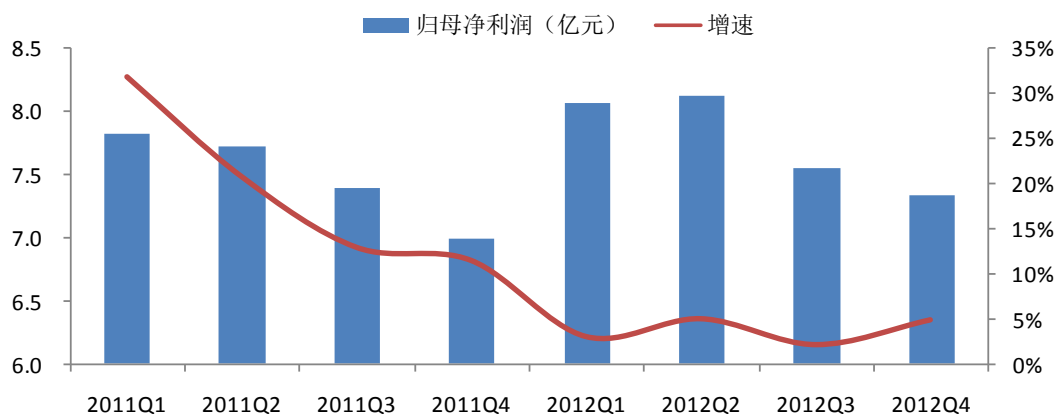
其中，四季度公司实现收入 146 亿元，同比增长 14%，环比下降 2.5%；实现归母净利润 7.3 亿元，同比增长 4.9%，环比下降 2.74%。

图表 1：季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 2：季度归母净利润及增速

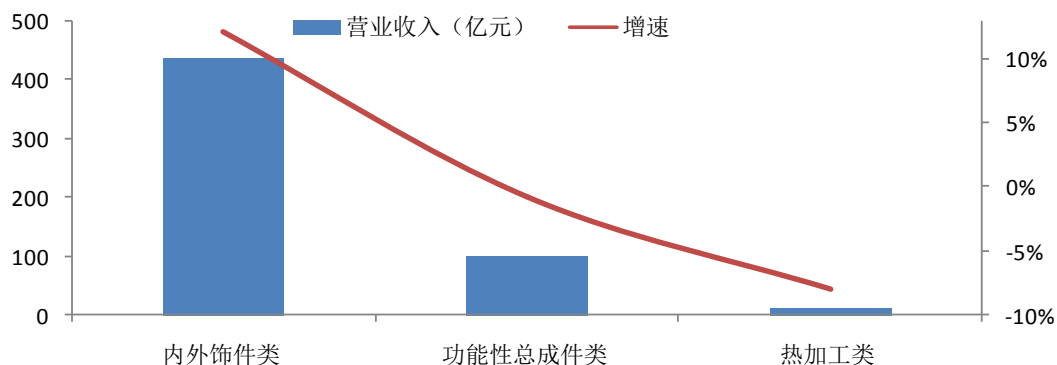


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （一）收入增长主要来自于内外饰业务

三大主营业务中，内外饰业务收入 437 亿元，同比增长 12.14%，功能性总成、热加工业务收入分别同比下降 0.81%、8.02%。

图表 3：分业务收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

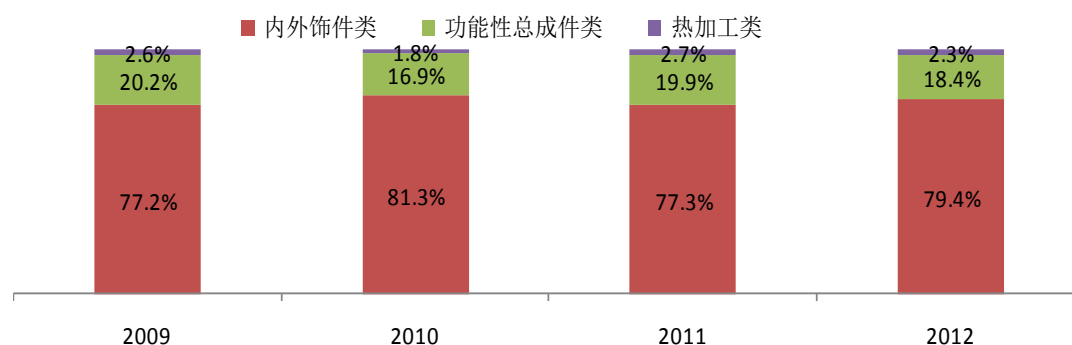
图表 4：主要子公司营业收入（亿元）及增速

主要子公司	2011	2012	增速
延锋伟世通	353.24	397.72	12.6%
三电贝洱	42.87	46.95	9.5%
拖内公司	32.39	36.99	14.2%
制动系统	27.75	26.99	-2.7%
赛科利汽车模具	22.15	22.59	2.0%
中弹公司	14.57	16.03	10.0%
实业交通	11.11	11.78	6.1%
联谊公司	7.99	8.28	3.6%
上海乾通汽车附件有限公司	8.46	7.75	-8.5%
上海圣德曼铸造有限公司	7.40	7.50	1.4%
幸福摩托	2.47	3.02	22.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

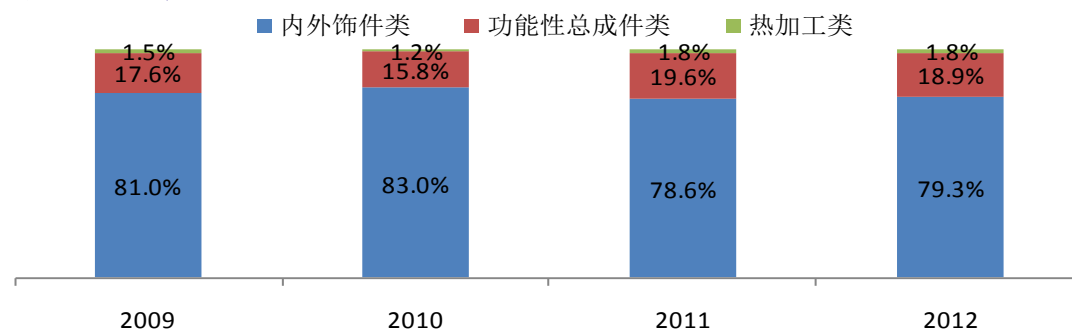
从收入与毛利结构来看，内外饰占比进一步提升。内外饰收入占比由 11 年的 77.3% 提升至 79.4%，毛利占比由 11 年的 78.6% 提升至 79.3%。

图表 5：分业务收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 6：分业务毛利结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (二) 下游需求稳定，欧美系、韩系客户销量增速高于行业

公司主要欧美系、韩系客户销量增速高于行业。12年公司主要客户上海大众、上海通用、一汽大众、长安福特、神龙汽车、北京现代销量增速分别为 20.6%、15%、28.4%、31%、8.9%、16.19%，东风日产受钓鱼岛事件影响同比略有下滑。从 13 年销量目标来看，主要客户销量增速保持在 10-15%之间。

图表 7：华域汽车主要客户销量（万辆）及增速

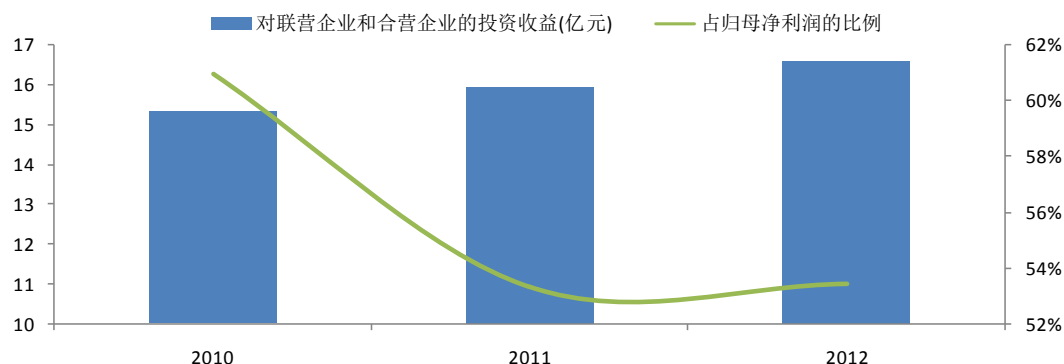
	2012 销量	增速	2013 销量目标	增速
上海大众	128.0	20.6%	142	10.9%
上海通用	136.4	15.0%	153	12.2%
一汽大众	132.9	28.4%	150	12.9%
长安福特	41.8	31.0%	56	34.0%
神龙汽车	44.0	8.9%	50.75	15.3%
北京现代	85.9	16.19%	100	16.4%
东风日产	77.3	-4.40%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (三) 合营与联营企业投资收益同比增长 4%

12 年公司实现投资收益 18.13 亿元，同比基本持平。其中，来自合营与联营企业的投资收益 16.58 亿元，同比增长 4%，占归母净利润的 53.4%。

图表 8：对联营和合营企业的投资收益及占归母净利润的比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

12 年收入增速较快的合营与联营企业是上海采埃孚转向系统有限公司、上海大陆汽车制动系统销售有限公司、上海纳铁福传动轴有限公司、上海皮尔博格有色零部件有限公司。

图表 9：主要合营与联营企业营业收入（亿元）及增速

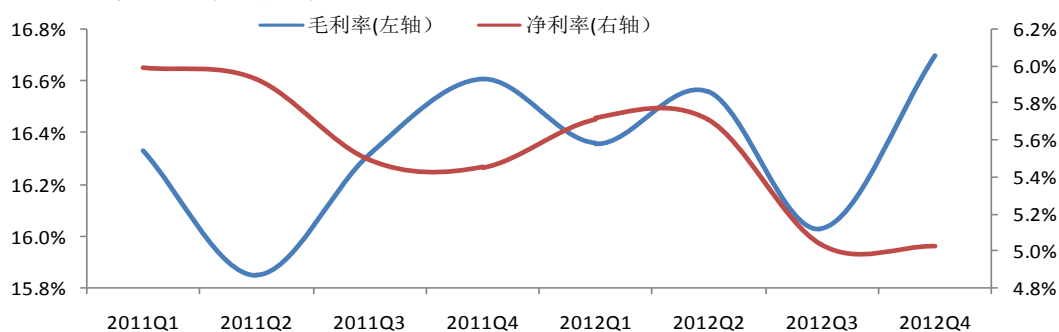
一、主要合营企业	2012	2011	增速
上海小糸车灯有限公司	65.60	63.72	3.0%
上海采埃孚转向系统有限公司	59.14	37.54	57.5%
上海纳铁福传动轴有限公司	53.61	44.48	20.5%
上海法雷奥汽车电器系统有限公司	29.20	26.29	11.1%
上海皮尔博格有色零部件有限公司	25.70	21.99	16.9%
上海贝洱热系统有限公司	21.93	23.34	-6.0%
上海天合汽车安全系统有限公司	13.55	13.46	0.7%
申雅密封件有限公司	11.22	10.51	6.7%
上海科尔本施密特活塞有限公司	8.77	7.24	21.1%
华东泰克西汽车铸造有限公司	6.52	6.70	-2.8%
上海萨克斯动力总成部件系统有限公司	5.93	6.21	-4.6%
二、主要联营企业			
上海大陆汽车制动系统销售有限公司	37.96	23.08	64.5%
亚普汽车部件有限公司	34.23	30.37	12.7%
上海博泽汽车部件有限公司	20.24	18.67	8.4%
上海恩坦华汽车门系统有限公司	5.69	4.13	37.5%
上海法雷奥汽车电机雨刮系统有限公司	5.49	5.00	9.8%
上海菲特尔莫古轴瓦有限公司	3.10	3.19	-2.9%
上海菲特尔莫古复合材料有限公司	0.87	0.79	9.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 三、主营业务毛利率略有提高，功能性总成业务贡献主要利润增量

公司盈利能力基本保持稳定。2012 年公司综合毛利率 16.33%，同比提高 0.05%。从季度走势来看，4 季度毛利率 16.7%，环比、同比提高 0.7、0.1 个百分点。

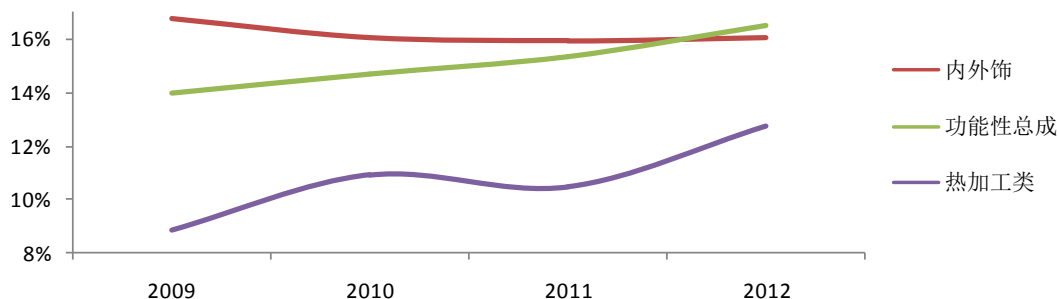
图表 10：季度毛利率与净利率走势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

主营业务毛利率 16.04%，同比提高 0.37 个百分点。其中，内外饰、功能性总成、热加工业务毛利率分别为 16%、16.5%、12.7%，分别同比提高 0.09、1.15、2.26 个百分点。

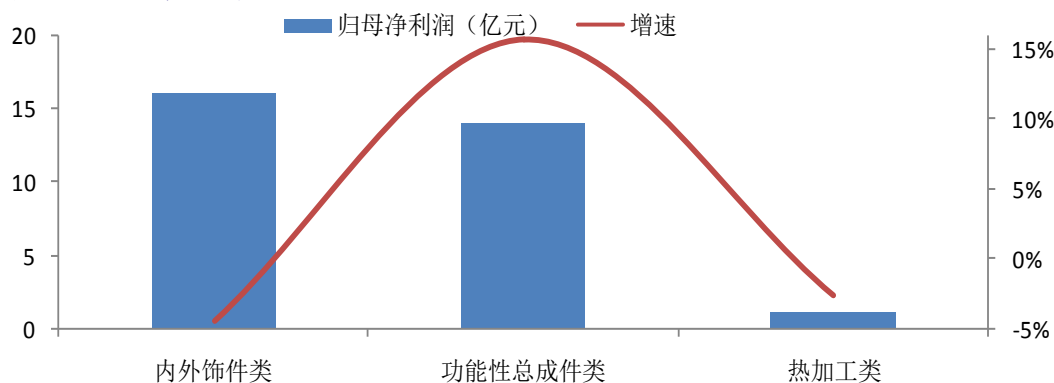
图表 11：细分业务毛利率走势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

功能性总成业务贡献主要利润增量，12 年功能性总成业务实现归母净利润 13.97 亿元，同比增长 15.7%，占 12 年归母净利润的 45.01%。内外饰、热加工贡献的归母净利润分别为 15.98 亿元、1.08 亿元，同比下降 4.4%、2.6%，占 12 年归母净利润的 51.5%、3.49%。

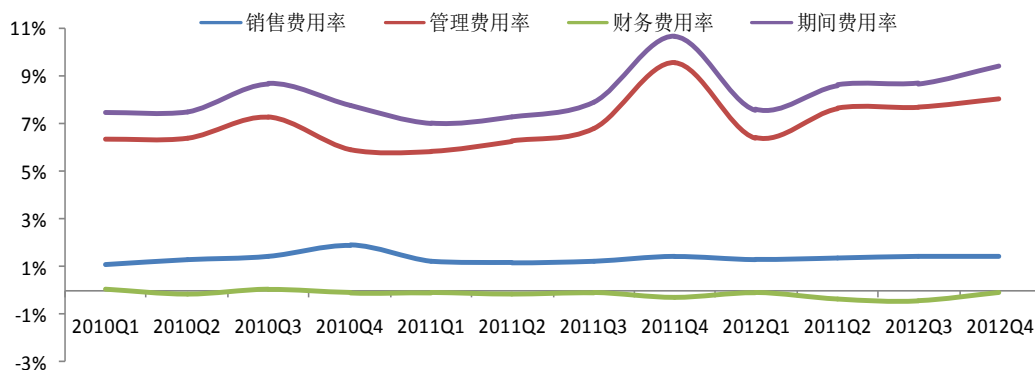
图表 12：分业务归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2012 年公司期间费用率 8.56%，同比提高 0.38 个百分点。销售费用率、管理费用率分别同比提高 0.1、0.36 个百分点至 1.36%、7.44%。财务费用率同比下降 0.08 个百分点至 -0.24%。从季度走势来看，4 季度期间费用率环比提高 0.7 个百分点至 9.4%。

图表 13：季度期间费用率走势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 四、盈利预测

预计公司 13/14/15 年 EPS 分别为 1.27/1.36/1.45 元,对应目前股价 PE 分别为 7.6/7.1/6.6 倍。在行业增长分化的背景下,我们继续看好 B、C 级乘用车及配套零部件企业。公司业绩增长稳健,资本开支谨慎,且股息收益率稳定,PE、PB 估值具备安全边际,攻守兼备,维持“推荐”评级。

风险提示:公司盈利能力下滑风险,下游需求低于预期风险。

资产负债表百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产					营业收入	57889	61138	65212	69519
货币资金	12928	37229	42514	47868	营业成本	48436	51136	54461	58037
应收票据	2072	2187	2373	2559	营业税金及附加	156	165	176	188
应收账款	9419	1753	2593	3530	销售费用	789	825	887	939
预付款项	492	524	570	616	管理费用	4306	4549	4865	5179
其他应收款	463	440	456	468	财务费用	-137	-122	-104	-111
存货	3779	4054	4424	4799	资产减值损失	31	33	35	37
其他流动资产	1194	1247	1343	1435	公允价值变动净收益	0	0	0	0
流动资产合计	30354	47435	54273	61276	投资净收益	1813	1973	2091	2217
非流动资产					营业利润	6121	6525	6983	7468
长期投资	6163	6163	6163	6163	加：营业外收入	160	120	100	100
固定资产	5658	1	13	19	减：营业外支出	59	50	40	40
无形资产	933	933	933	933	利润总额	6222	6595	7043	7528
其他非流动资产	1280	1336	1439	1538	减：所得税	676	717	765	818
非流动资产合计	17886	8433	8548	8653	净利润	5546	5879	6278	6710
资产总计	48240	55868	62821	69929	减：少数股东损益	2442	2589	2765	2955
					归属于母公司所有者净利润	3104	3290	3513	3755
流动负债					基本每股收益	1.20	1.27	1.36	1.45
短期借款	860	794	826	809	现金流量表百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
应付票据	1521	1650	1808	1968	经营性现金流				
应付账款	12694	13147	14139	15123	净利润	5546	5822	6261	6685
预收款项	968	944	990	1032	折旧	123	133	141	152
应付职工薪酬	1604	14093	15084	16055	摊销	0	0	0	0
其他的流动负债合计	2133	2212	2380	2545	财务费用	-137	-120	-129	-138
流动负债合计	19946	32840	35225	37532	营运资金变动	-453	6165	-262	-365
非流动负债					其他经营现金流	-252	61	-28	-26
长期借款	10	-3	13	5	经营活动现金流	4827	12061	5983	6307
其他非流动负债	1678	1752	1887	2018	投资活动现金流				
非流动负债合计	1688	1749	1900	2023	资本支出	-16483	134	153	158
负债合计	21634	34589	37126	39555	长期投资	580	0	0	0
所有者权益					其他投资	17827	0	0	0
实收资本(或股本)	2583	2583	2583	2583	投资活动现金流	-1924	-134	-153	-158
资本公积金	9230	9230	9230	9230	筹资活动现金流				
盈余公积金	605	803	1015	1242	借款变化	-102	-79	48	-25
未分配利润	6852	8663	12866	17319	资本公积变动	508	0	0	0
少数股东权益	7336	5867	7085	8375	股利分配	0	0	0	0
归属母公司所有者权益合计	19270	15412	18610	21999	其他	-2805	0	0	0
所有者权益合计	26606	21279	25695	30374	筹资活动现金流	-2399	-79	48	-25
负债和所有者权益总计	48240	55868	62821	69929	现金流净增加额	503	11848	5878	6124

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部



## 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，王绪丽，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接受任何形式的补偿。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证券投资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。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。

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

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn