



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

胡文洲, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004
(8621) 2032 8520
eric.hu@bocichina.com

王玉笙

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041
(8621) 2032 8523
yusheng.wang@bocichina.com

楼佳

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060001
(8621) 2032 8525
jia.lou@bocichina.com

华域汽车一季报点评

业绩符合预期

华域汽车(600741.CH/人民币 9.09, 买入)2013 年 1 季度实现销售收入 164 亿元, 同比增长 16.3%; 归属母公司净利润同比增长 6.2%至 8.55 亿元, 对应每股收益 0.33 元, 业绩符合预期。期内公司综合毛利率同比小幅下滑, 管理费用率等继续攀升, 导致合并层面利润略有下降; 但另一方面, 投资收益实现较好增长, 并带动最终盈利呈现正增长。

图表 1. 华域汽车 2013 年 1 季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比 (%)	2012 年 4 季度	2013 年 1 季度	环比 (%)
营业收入	14,086	16,383	16.3	14,608	16,383	12.2
营业成本	11,781	13,850	17.6	12,215	13,850	13.4
营业税金及附加	34	49	43.8	52	49	(5.8)
主营业务利润	2,270	2,484	9.4	2,341	2,484	6.1
销售费用	179	201	12.1	203	201	(1.3)
管理费用	901	1,154	28.0	1,173	1,154	(1.7)
财务费用	(13)	(4)	(67.2)	(8)	(4)	(43.0)
资产减值损失	11	(0)	(100.1)	29	(0)	(100.0)
营业利润	1,192	1,134	(4.9)	943	1,134	20.2
投资收益	434	539	24.1	458	539	17.8
营业外收入	30	22	(26.1)	63	22	(64.6)
营业外支出	3	11	255.2	41	11	(73.7)
利润总额	1,653	1,684	1.9	1,423	1,684	18.4
所得税	205	206	0.5	99	206	107.0
少数股东损益	643	624	(3.1)	590	624	5.6
净利润	805	855	6.2	733	855	16.6
每股收益(元)	0.312	0.331	6.2	0.284	0.331	16.6
重要比率(%)			百分点变 动			百分点变 动
毛利率	16.4	15.5	(0.9)	16.4	15.5	(0.9)
净利率	5.7	5.2	(0.5)	5.0	5.2	0.2
销售费率	1.3	1.2	(0.0)	1.4	1.2	(0.2)
管理费	6.4	7.0	0.6	8.0	7.0	(1.0)
财务费率	(0.1)	(0.0)	0.1	(0.1)	(0.0)	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究

今年 1 季度国内乘用车市场保持较快增长势头, 行业整体增速达到 17.2%, 特别是公司重点配套的欧美系主机厂销售表现继续优于行业平均, 其中核心客户上海通用和上海大众分别增长 17.4%和 27.8%; 业外重点客户中, 一汽大众、长福马及神龙汽车均保持强劲增长。我们认为下游重点客户销量的良好表现为公司带来了稳定的收入增长源。

图表 2. 华域汽车主要下游配套客户销量列示

(台)	2012 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比 (%)	2012 年 4 季度	2013 年 1 季度	环比 (%)
上海通用	337,150	395,827	17.4	365,129	395,827	8.4
上海大众	319,888	408,930	27.8	330,796	408,930	23.6
上汽自主品牌	39,635	51,427	29.8	64,850	51,427	(20.7)
长福马	69,286	129,192	86.5	154,987	129,192	(16.6)
一汽大众	268,251	357,988	33.5	355,242	357,988	0.8
神龙汽车	108,921	142,675	31.0	127,300	142,675	12.1

资料来源：产销快讯、中银国际研究

1 季度公司综合毛利率同比小幅下降 0.9 个百分点至 15.5%，我们认为主要是由于内外饰件板块的重要载体延峰伟世通毛利率下降所致，功能性总成件和热加工板块毛利率相对较稳定。由于今年开始，延峰伟世通新增为上海大众进行仪表板等装配业务，虽然该项业务带来较为可观收入（我们估计 1 季度贡献 8-9 亿元），但业务附加值较低，故带来的毛利较单薄，也因此拉低了延峰伟世通的整体毛利率。

费用方面，1 季度销售费用率和财务费用率较为平稳，但管理费用率同比继续抬升 0.6 个百分点。我们认为管理费用的增长除因技术研发费用等继续投入较大外，与近年来主要子公司异地建厂带来运营费用上升也有关系。综合来看，1 季度公司期间费用率同比上升 0.7 个百分点。由于毛利率的下降以及费用率的上升，故合并层面营业利润同比小幅下降 4.9%。

投资收益方面，1 季度合联营企业贡献收益 4.9 亿元，同比增长 15.2%，我们估计增长拉动主要来自采埃孚、纳铁幅等合资公司，特别是采埃孚受益于电动转向的普及和自身产品切换，盈利延续去年以来的强劲增长。此外，银行理财等金融资产 1 季度贡献收益 4,800 万元，比去年同期增加 4,000 余万。因此，1 季度投资收益合计实现 5.4 亿元，同比增长 24.1%。

盈利预测及估值

整体而言，我们预计今年乘用车市场景气度将明显好于去年，行业增速有望达到 12-15%；而华域重点配套的欧美系市场将继续保持超越行业的增长水平。考虑到下游客户的销量增长以及延峰伟世通新增装配业务贡献的收入增量，我们预计今年公司收入增长有望达到 15% 以上；但另一方面考虑到毛利率的下降和费用率的上升，故预计盈利增长要低于收入增速。我们维持公司 2013-14 年每股收益预测 1.28 元和 1.35 元，目前股价对应 2013 年市盈率 7 倍，估值处于低位，维持 **买入** 评级。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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