



买入

41% ↑

目标价格: 人民币 15.00

原目标价格: 人民币 11.80

600741.CH

价格: 人民币 10.62

目标价格基础: 9 倍 14 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5)	12	40	15
相对新华富时 A50 指数	8	16	35	16

发行股数(百万)	2,583
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	27,434
3 个月日均交易额(人民币 百万)	142
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
上汽集团	60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 10 月 24 日收市价为标准

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: 零部件

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

楼佳

(8621) 2032 8525

jia.lou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060001

华域汽车

第 3 季度业绩增速提升, 且好于季节性特征

华域汽车前 3 季度实现销售收入 507 亿元, 同比增长 17.1%; 归属母公司净利润同比增长 8.4%至 25.7 亿元, 折合每股收益 0.995 元。其中第 3 季度每股收益 0.330 元, 同比增长 13.3%, 较 1、2 季度 6%的增长明显提速; 环比来看, 3 季度盈利与 2 季度基本持平, 好于过往的季节性特征, 这主要由于金融资产等收益的超预期释放。我们预计延峰伟世通 50%股权的交割将于年内完成, 暂不考虑其对今年业绩的增厚影响, 我们小幅上调公司 2013-15 年盈利预测至 1.31 元、1.66 元和 1.77 元, 维持买入评级, 目标价上调至 15.00 元, 相当于 2014 年 9 倍市盈率。

支撑评级的要点

- 今年 1-9 月, 公司重点配套的欧美系销售表现继续优于行业, 其中核心客户上海通用和上海大众分别增长 14.0%和 22.6%; 业外重点客户中, 长安福特及神龙汽车保持强劲增长。第 3 季度, 长安福特和上海大众继续保持较快上升势头。
- 前 3 季度, 公司综合毛利率小幅下降 0.7 个百分点至 15.6%, 这主要由于今年延峰新增座舱装配业务, 该项业务虽然贡献可观收入, 但利润单薄, 故拉低整体毛利率。第 3 季度, 公司毛利率环比继续下探 0.2 个百分点至 15.5%。
- 前 3 季度, 公司投资收益同比增长 27.2%至 17.2 亿元, 显著好于合并层面业务表现 (营业利润同比小幅增长 2%); 其中合联营贡献收益增长 30.0%至 15.8 亿元, 我们估计这主要得益于采埃孚、法雷奥、纳铁幅等盈利的快速增长。第 3 季度, 公司实现投资收益 6.3 亿元, 环比 2 季度净增量 7500 余万元, 主要来自银行理财、分红等金融资产收益; 而合联营贡献收益环比表现相对平稳。
- 我们预计延峰伟世通 50%股权收购的大部分资产交割将于今年年底前完成。由于延峰伟世通已是并表子公司, 故收购对公司收入不构成影响, 但通过降低少数股东损益, 将显著增加归属母公司净利润; 预计明后两年业绩增厚比例在 18-20%。

评级面临的主要风险

- 竞争加剧导致主机厂降价压力向上游传导; 原材料价格上涨侵蚀毛利率; 人工成本上涨导致费用率上升。

估值

- 考虑到 3 季度业绩超出此前预期, 我们将 2013-15 年盈利预测小幅上调至 1.31 元、1.66 元和 1.77 元。当前股价对应 2014 年市盈率 6 倍左右, 估值具有吸引力, 维持买入评级; 基于 2014 年 9 倍市盈率估值, 将目标价上调至 15.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经纪收入(人民币 百万)	52,299	57,889	68,985	76,118	82,834
变动(%)	17	11	19	10	9
净利润(人民币 百万)	2,990	3,104	3,382	4,285	4,563
完全摊薄每股收益(人民币)	1.158	1.201	1.309	1.659	1.766
变动(%)	17.1	3.8	9.0	26.7	6.5
市场预期每股收益(人民币)			1.305	1.471	1.605
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.282	1.604	1.715
调整幅度(%)	-	-	2.1	3.4	3.0
核心每股收益(人民币)	1.162	1.206	1.314	1.663	1.771
变动(%)	17.4	3.7	8.9	26.6	6.5
全面摊薄市盈率(倍)	9.2	8.8	8.1	6.4	6.0
核心市盈率(倍)	9.1	8.8	8.1	6.4	6.0
价格/每股现金流量(倍)	1.79	1.87	1.66	1.93	2.01
每股现金流量(人民币)	5.9	5.7	6.4	5.5	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	4.3	2.8	2.2	1.6
每股股息(人民币 元)	0.300	0.370	0.393	0.498	0.530
股息收益率(%)	2.8	3.5	3.7	4.7	5.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 华域汽车 2013 年三季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 前 3 季度	2013 年 前 3 季度	前 3 季度同 比(%)	2012 年 第 3 季度	2013 年 第 3 季度	第 3 季度同 比(%)	2013 年 第 2 季度	第 3 季度 环比(%)
营业收入	43,281	50,675	17.1	14,990	17,422	16.2	16,869	3.3
营业成本	36,222	42,790	18.1	12,587	14,719	16.9	14,220	3.5
营业税金及附加	104	143	37.8	39	49	26.9	45	8.3
主营业务利润	6,956	7,742	11.3	2,364	2,654	12.3	2,604	1.9
销售费用	586	632	7.8	217	223	2.9	207	7.6
管理费用	3,133	3,753	19.8	1,148	1,384	20.5	1,216	13.8
财务费用	(130)	(77)	40.9	(65)	(41)	(36.5)	(31)	31.7
资产减值损失	2	4	75.7	3	4	34.4	0	5228.5
营业利润	3,365	3,431	2.0	1,061	1,085	2.2	1,212	(10.5)
投资收益	1,356	1,724	27.2	443	630	42.2	555	13.4
营业外收入	97	71	(27.0)	38	33	(14.3)	16	103.1
营业外支出	18	29	55.3	8	15	83.4	3	370.1
利润总额	4,799	5,197	8.3	1,534	1,733	12.9	1,780	(2.7)
所得税	577	611	5.9	168	199	18.3	206	(3.3)
少数股东损益	1,852	2,017	8.9	612	679	11.0	714	(4.9)
净利润	2,370	2,570	8.4	754	855	13.3	860	(0.6)
每股收益(元)	0.918	0.995	8.4	0.292	0.331	13.3	0.333	(0.6)
重要比率(%)	百分点变动			百分点变动			百分点变动	
毛利率	16.3	15.6	(0.7)	16.0	15.5	(0.5)	15.7	(0.2)
净利率	5.5	5.1	(0.4)	5.0	4.9	(0.1)	5.1	(0.2)
销售费率	1.4	1.2	(0.1)	1.4	1.3	(0.2)	1.2	0.1
管理费率	7.2	7.4	0.2	7.7	7.9	0.3	7.2	0.7
财务费率	(0.3)	(0.2)	0.1	(0.4)	(0.2)	0.2	(0.2)	(0.1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2. 华域汽车主要下游配套客户销量列示

(台)	2012 年前 3 季度	2013 年前 3 季度	前 3 季度累计同 比(%)	2012 年 3 季度	2013 年 3 季度	3 季度同比(%)	2013 年 2 季度	3 季度环比(%)
上海通用	998,403	1,138,353	14.0	343,309	372,712	8.6	369,814	0.8
上海大众	949,212	1,163,624	22.6	312,521	379,335	21.4	375,359	1.1
上汽自主品牌	135,468	156,188	15.3	45,258	50,993	12.7	53,768	(5.2)
长福马	280,143	468,409	67.2	103,806	179,917	73.3	159,300	12.9
一汽大众	973,646	1,130,380	16.1	355,519	397,396	11.8	374,996	6.0
神龙汽车	312,728	399,961	27.9	104,079	123,065	18.2	134,221	(8.3)

资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	52,299	57,889	68,985	76,118	82,834
销售成本	(43,909)	(48,593)	(58,409)	(64,560)	(70,381)
经营费用	(3,430)	(3,967)	(4,837)	(5,405)	(5,973)
息税折旧前利润	4,960	5,329	5,739	6,153	6,480
折旧及摊销	(1,030)	(1,159)	(1,344)	(1,506)	(1,656)
经营利润(息税前利润)	3,930	4,171	4,395	4,646	4,824
净利息收入/(费用)	83	137	100	(75)	0
其他收益/(损失)	1,930	1,914	2,367	2,548	2,744
税前利润	5,943	6,222	6,862	7,119	7,568
所得税	(597)	(676)	(804)	(841)	(886)
少数股东权益	(2,355)	(2,442)	(2,676)	(1,993)	(2,119)
净利润	2,990	3,104	3,382	4,285	4,563
核心净利润	3,003	3,115	3,393	4,297	4,574
每股收益(人民币)	1.158	1.201	1.309	1.659	1.766
每股收益(人民币)	1.162	1.206	1.314	1.663	1.771
每股股息(人民币)	0.300	0.370	0.393	0.498	0.530
收入增长(%)	17	11	19	10	9
息税前利润增长(%)	16	6	5	6	4
息税折旧前利润增长(%)	14	7	8	7	5
每股收益增长(%)	17	4	9	27	6
核心每股收益增长(%)	17	4	9	27	6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	5,943	6,222	6,862	7,119	7,568
折旧与摊销	1,030	1,159	1,344	1,506	1,656
净利息费用	(83)	(137)	(100)	75	0
运营资本变动	187	(2)	491	77	(42)
税金	(597)	(676)	(804)	(841)	(886)
其他经营现金流	(1,847)	(1,739)	(3,505)	(2,946)	(3,115)
经营活动产生的现金流	4,633	4,827	4,289	4,991	5,181
购买固定资产净值	(1,582)	(2,488)	(1,988)	(1,700)	(1,700)
投资减少/增加	(1,206)	(893)	2,267	2,448	2,644
其他投资现金流	1,719	1,456	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,070)	(1,924)	279	748	944
净增权益	83	79	0	0	0
净增债务	(36)	(98)	6,068	130	70
支付股息	(568)	(775)	(956)	(1,014)	(1,286)
其他融资现金流	(1,046)	(1,535)	(78)	(75)	0
融资活动产生的现金流	(1,567)	(2,329)	5,034	(960)	(1,215)
现金变动	1,996	573	9,602	4,780	4,910
期初现金	10,358	12,355	12,928	22,530	27,309
公司自由现金流	3,563	2,902	4,567	5,739	6,125
权益自由现金流	3,611	2,941	10,736	5,794	6,195

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	12,355	12,928	22,530	27,309	32,219
应收帐款	7,958	9,882	12,417	13,701	14,910
库存	3,737	3,779	4,675	5,186	5,669
其他流动资产	3,377	3,765	3,699	3,699	3,699
流动资产总计	27,428	30,354	43,321	49,896	56,498
固定资产	5,319	6,710	7,225	7,338	7,351
无形资产	3,856	5,013	5,144	5,225	5,256
其他长期资产	5,582	6,163	6,163	6,163	6,163
长期资产总计	14,757	17,886	18,532	18,726	18,770
总资产	42,185	48,240	61,853	68,622	75,268
应付帐款	14,970	17,080	20,070	21,444	22,623
短期债务	995	982	1,050	1,180	1,250
其他流动负债	1,488	1,884	1,515	1,515	1,515
流动负债总计	17,453	19,946	22,635	24,139	25,389
长期借款	54	10	10	10	10
其他长期负债	1,596	1,678	7,500	7,500	7,500
股本	2,583	2,583	2,583	2,583	2,583
储备	13,983	16,687	19,113	22,384	25,661
股东权益	16,566	19,270	21,696	24,967	28,244
少数股东权益	6,515	7,336	10,012	12,006	14,125
总负债及权益	42,185	48,240	61,853	68,622	75,267
每股帐面价值(人民币)	6.41	7.46	8.40	9.67	10.93
每股有形资产(人民币)	4.92	5.52	6.41	7.64	8.90
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.38)	(4.62)	(8.31)	(10.11)	(11.98)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.5	9.2	8.3	8.1	7.8
息税前利润率(%)	7.5	7.2	6.4	6.1	5.8
税前利润率(%)	11.4	10.7	9.9	9.4	9.1
净利率(%)	5.7	5.4	4.9	5.6	5.5
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.9	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	61.9	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.3	1.7	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	9.2	8.8	8.1	6.4	6.0
核心业务市盈率	9.1	8.8	8.1	6.4	6.0
目标价对应核心业务市盈率	12.9	12.4	11.4	9.0	8.5
市净率(倍)	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.9	5.7	6.4	5.5	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	4.3	2.8	2.2	1.6
周转率					
存货周转天数	30.3	28.2	26.4	27.9	28.1
应收帐款周转天数	51.5	56.2	59.0	62.6	63.0
应付帐款周转天数	99.1	101.0	98.3	99.5	97.1
回报率					
股息支付率(%)	25.9	30.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	19.2	17.3	16.5	18.4	17.1
资产收益率(%)	9.0	8.2	7.0	6.3	5.9
已运用资本收益率(%)	17.6	16.1	14.6	13.1	11.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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