

华域汽车 (600741.SH) 汽车零部件行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

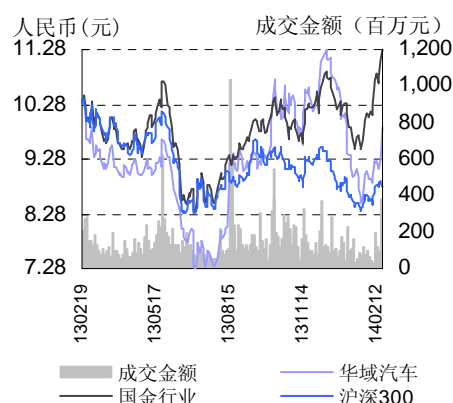
市价(人民币): 10.04 元

低估的行业龙头，最能受益行业升级发展

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)	254.70
年内股价最高最低(元)	11.29/7.28
沪深 300 指数	2308.66
上证指数	2142.55



相关报告

1. 《业绩有所加快,估值有望加快修复》, 2013.10.25

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwx@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.158	1.201	1.316	1.717	1.907
每股净资产(元)	6.41	7.46	8.38	9.64	11.05
每股经营性现金流(元)	1.79	1.87	3.58	2.63	2.76
市盈率(倍)	-	-	7.63	5.85	5.26
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	13.42	14.76	14.76
净利润增长率(%)	18.98%	3.79%	9.52%	30.47%	11.07%
净资产收益率(%)	18.05%	16.11%	15.71%	17.80%	17.26%
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

投资逻辑

- **综合竞争力最强的汽车零部件龙头企业:** 公司是国内汽车零部件行业的绝对龙头, 公司旗下绝大多数企业如延峰伟世通(主营内外饰)、上海小糸车灯、法雷奥电器等均为主机厂的一级供应商且多为各自细分领域的行业龙头。总体上看, 公司产品覆盖范围广、技术水平先进、且已进入众多国内主流整车企业的供应体系, 综合竞争力首屈一指;
- **稳定增长有保障、外延式扩张可期:** 公司是上汽集团控股子公司, 也一直为上汽集团最主要的零部件供应商, 依托上汽集团实现业绩平稳增长有可靠保障。不仅如此, 公司着眼于成长为独立的、国际化的零部件领先企业, 公司有动力、有能力通过外延式扩张进一步提升公司综合实力, 此前公司收购了延峰伟世通 50% 股权从而已实现对其完全控股, 这一成功典范也为公司未来继续扩张探索出了可行途径;
- **汽车电子领域已有优势, 电动汽车、车联网领域也已布局, 最能受益行业升级发展:** 公司已完全控股的延峰公司在国内汽车电子领域已具备一定优势, 公司未来还将深化同伟世通在汽车电子领域的合作, 伟世通在全球汽车电子领域具有领先地位。此外, 公司通过与贵航集团、中航集团合作也已介入到电动汽车、车联网等诸多新兴领域, 基于公司突出的技术能力以及客户资源优势, 我们认为公司最能受益汽车行业的电子化、智能化发展趋势以及新能源汽车发展。

盈利预测

- 预测公司 13-15 年归母净利润分别为 34.0、44.4 和 49.3 亿元, 分别增长 9.5%、30.5% 和 11.1%, 对应 EPS 分别为 1.32、1.72 和 1.91 元。

估值投资建议

- 公司当前股价不足 14 年 6 倍 PE, 明显低估。我们认为公司才是汽车行业电子化、智能化以及新能源汽车发展的首要受益者, 未来 Tesla 国产化也不排除有寻求与公司合作的可能。我们调升公司评级至“买入”, 给予 14-17 元目标价, 对应 14 年 8-10 倍 PE。

风险

- 配套客户流失风险、行业需求超预期下滑风险、原材料价格大幅上涨风险。

内容目录

国内综合实力最强的汽车零部件龙头企业	4
国内业务规模最大、品类最为齐全、最具竞争力的零部件企业	4
绝大多数旗下企业均具备行业领先地位	6
稳定增长有保障，外延式扩张可期	8
依托上汽集团，稳定增长有保障	8
集团外业务拓展稳步推进，出口业务有望加快发展	8
收购延锋显现外延扩张能力，且不排除更多收购可能	9
汽车电子、电动汽车等领域均已布局，最能受益行业升级发展	11
将深化与伟世通合作，在汽车电子将更具优势	11
与贵航合作，已布局新能源汽车电机领域	13
与中航合作，车联网等新兴领域也已有布局	14
盈利预测与估值	14
盈利预测	14
估值与投资评级	14
风险提示	15
配套客户流失风险	15
行业销量增速超预期下滑	15
原材料价格大幅上涨	15
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：华域汽车股权结构与主要下属企业	4
图表 2：公司主要业务板块及主要产品概况	5
图表 3：2013 年上半年公司营收构成	5
图表 4：2013 年上半年公司毛利构成	5
图表 5：近年华域营业收入及增速（亿元）	6
图表 6：近年华域归属母公司净利润及增速（亿元）	6
图表 7：汽车零部件金字塔式多级供应模式	6
图表 8：华域汽车旗下各公司主要产品及市场地位（2011 年）	7
图表 9：上汽集团近年销量及增速（万辆）	8
图表 10：上汽集团近年营收及增速（亿元）	8
图表 11：近年华域汽车与上汽关联交易额在营收中的占比	9
图表 12：近年华域出口收入及增速（亿元）	9
图表 13：华域汽车旗下合资公司合资方全球市场地位（2012 年）	11
图表 14：2010-2017 年全球汽车电子市场规模（亿美元）	12

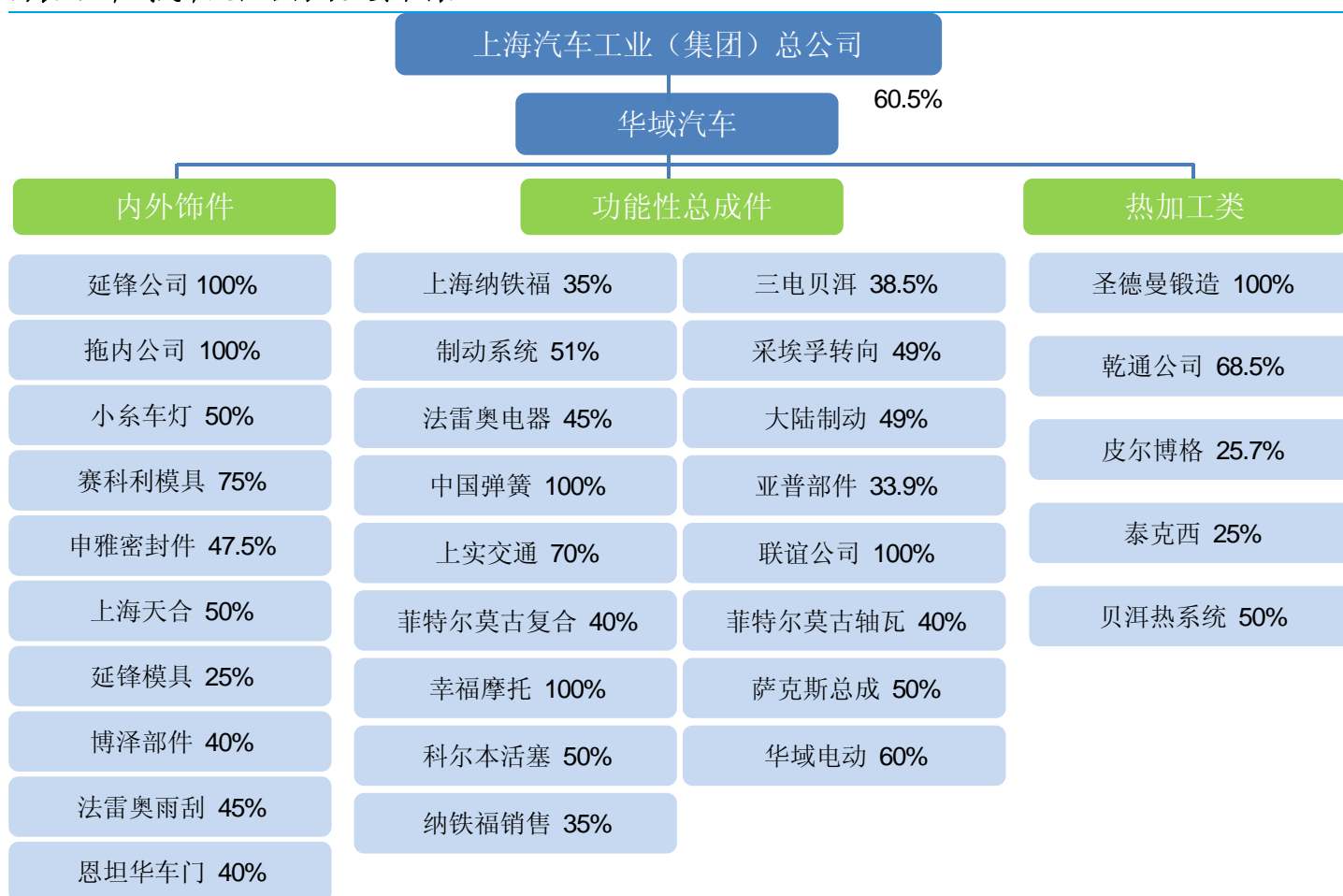
图表 15: 中国汽车电子市场规模及增速 (亿元)	12
图表 16: 全球汽车信息控制系统市场构成 (2012 年)	13
图表 17: 全球汽车座舱电子市场构成 (2012 年)	13
图表 18: 中国汽车电子市场品牌结构 (2011 年)	13
图表 19: 可比公司估值情况 (2014 年 2 月 19 日)	15
图表 20: 公司分项收入及毛利预测	16

国内综合实力最强的汽车零部件龙头企业

国内业务规模最大、品类最为齐全、最具竞争力的零部件企业







- 公司背靠国内整车龙头——上汽集团（上汽持股 60.5%），是目前国内业务规模最大、客户覆盖最广、应用开发能力最强的综合性汽车零部件公司。公司目前年收入规模已超 600 亿元，年净利润超 30 亿元，稳居国内汽车零部件龙头地位。公司今年初已完成对延锋伟世通的全资控股，公司已由投资型公司变身为具有核心能力的综合性零部件供应商，公司未来将以“零级化、中性化、国际化”为战略目标，聚焦核心业务、提升技术实力，进一步深化与世界领先企业的战略合作，将公司打造为具备国际影响力的汽车零部件龙头企业。
- 公司主要拥有“金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源”等六大业务板块，产品包括汽车覆盖件等 30 多个大类，已经形成品类齐全、布局完善的产品体系。

图表1：华域汽车股权结构与主要下属企业



来源：公司公告、国金证券研究所

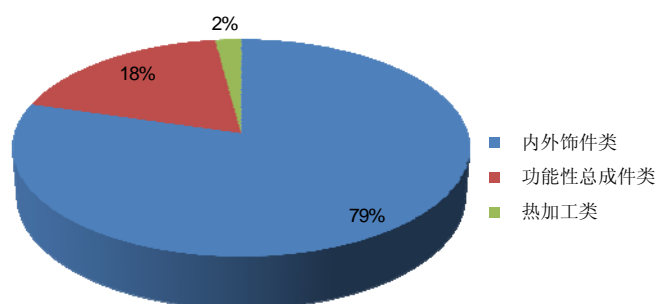
图表2：公司主要业务板块及主要产品概况

业务板块	主要产品	核心能力	产品示意图
金属成型与模具	汽车覆盖件、门盖/地板冲压件、车身结构件、冲压模具等	具备白车身大型外覆盖件的模具设计、制造能力等	
内外饰	仪表板、门板、保险杠总成、座椅系统、车灯、密封件、安全带、安全气囊灯	拥有座舱系统、副仪表板、照明系统、保险杠、座椅总成等在内的完整内外饰产品线，拥有国际领先的研发实力和制造能力	
电子电器	天窗、摇窗机、门锁、线束、车身控制单元、信息娱乐系统、起动机、发电机等	具有各类车身电子和电器、信息娱乐系统、乘员安全系统、发电机、启动马达等产品的开发和系统匹配能力	
功能件	空调压缩机、传动轴、万向节、制动钳、前后分泵、助力转向机、转向管柱、汽车弹簧、油箱等	具有空调系统、转向系统、悬架系统、传动系统、制动系统、油箱系统等的设计、工程、验证及制造能力	
热加工	发动机缸体、缸盖、压铸件、机油泵、水泵、活塞销等	具有成熟的汽车金属铸件批量配套经验，缸体、缸盖、活塞铸造能力国内领先，掌握压铸、重力铸造、挤压铸造等核心铸造工艺	
新能源	驱动电机、电力电子、电子空调压缩机、电子转向机、启停一体机等	专业开发与制造新能源汽车各种车型电动驱动系统差评，能为OEM提供电机和控制系统的全套解决方案，具有产品设计、试验认证、系统集成开发制造能力	

来源：公司网站、国金证券研究所

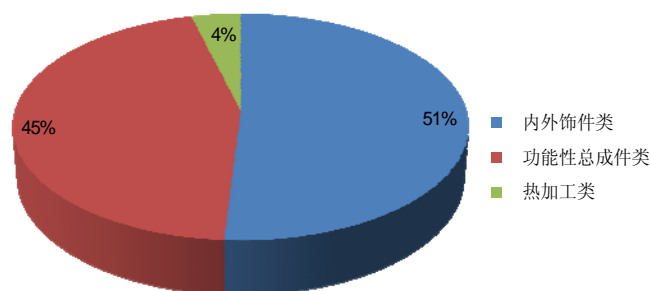
- **目前业务以内外饰为主，近年业绩增长总体稳健：**公司目前收入和利润主要来源于内外饰业务，占比分别约 80%和 50%。近年，公司收入和业绩增长总体较为稳健。今年前三季度，随着乘用车行业景气度向好，公司营收和净利润增速均有所提升，分别为 17%和 8%。

图表3：2013 年上半年公司营收构成

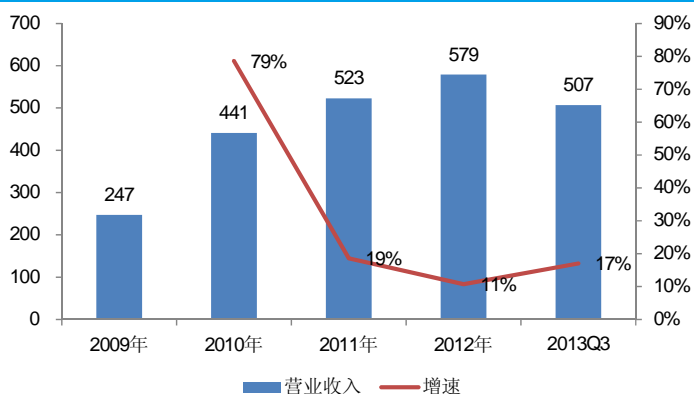


来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：2013 年上半年公司毛利构成

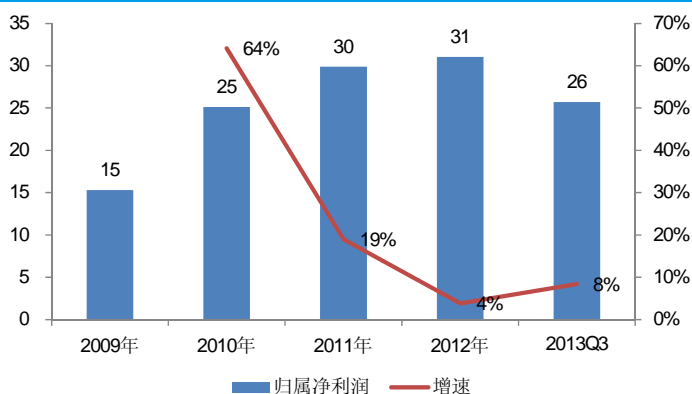


图表5：近年华域营业收入及增速（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

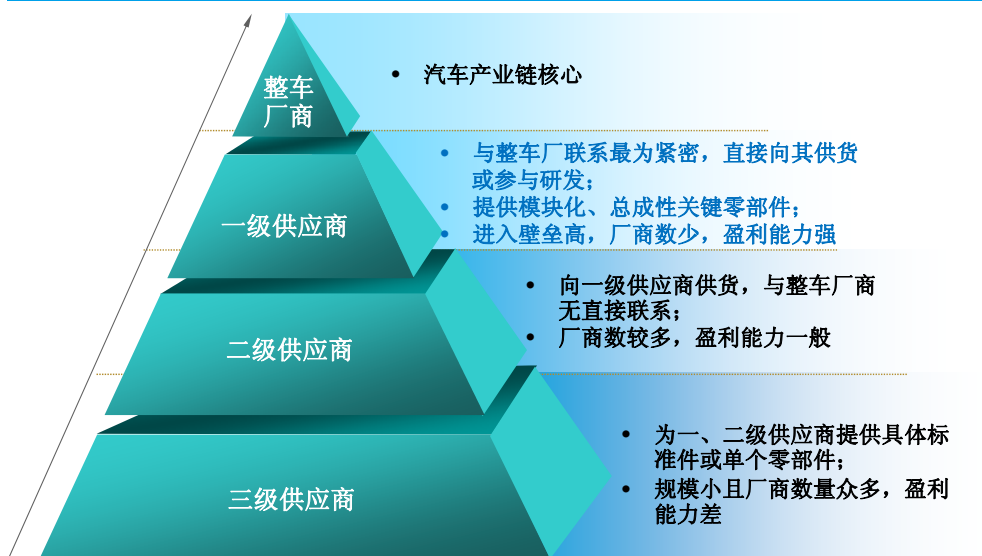
图表6：近年华域归属母公司净利润及增速（亿元）



绝大多数旗下企业均具备行业领先地位

- **子公司或合资公司主要为一级供应商：**众所周知，整车厂与零部件供应商之间存在金字塔式的多级供应模式，越靠近整车厂则合作关系越稳固，盈利能力也越强。华域旗下绝大多数企业为一级供应商，可直接向整车厂提供模块化、总成性关键零部件，并参与同整车厂的同步研发，与整车厂合作关系稳固，也具有相对较好的议价能力和盈利能力。

图表7：汽车零部件金字塔式多级供应模式



来源：国金证券研究所

- **旗下核心企业均具备行业领导力：**华域旗下核心公司，如延锋伟世通、小系车灯、采埃孚转向、三电贝洱、上海天合、制动系统、上海纳铁福等，都是具备强大的外方合作背景，且已经在相应领域占据较大份额的行业领先企业，具有一般企业难以比拟的竞争优势（如下表）。

- 以目前市场较为关注的车灯领域为例，公司持有 50% 股权的上海小系车灯是国内汽车车灯行业的绝对龙头，市场份额接近 30%，覆盖客户包括大众、通用、福特、奔驰、奥迪、一汽（包括红旗品牌）、丰田、东风悦达起亚等国内领先的整车厂商，配套车型包括大众帕萨特、途观、高尔夫、桑塔纳以及通用君威、赛欧、GL8 以及红旗 H7 等诸多主流车型。不仅如此，上海小系在热门的 LED 车灯领域同样具

备领先优势。自 1999 年开始，上海小系即着手开发汽车电子照明，并承担“十五”国家科技攻关计划重大项目，任国家半导体照明协会理事，我们预计其目前 LED 车灯的收入占比已经达到 15%-20%左右。我们认为，随着 LED 车灯逐渐由中高端车型向偏低端车型普及，首要的受益对象仍然是上海小系这种已经具备领先的技术优势且已经进入主流厂家供应体系的行业龙头公司。

图表8: 华域汽车旗下各公司主要产品及市场地位 (2011 年)

公司	主要产品	市场占有率	行业排名/企业数	主要客户
延锋公司 (100%)	仪表板总成	20%	1/38	上海大众、一汽大众、上海通用、五菱、长安福特、北京现代、奇瑞、北汽福田等
	中央控制器	13%	3/18	
	车门	20%	1/5	
	座椅总成	7%	4/52	
	车门内护板	6%	5/28	
	安全气囊	28%	2/7	
	保险杠	18%	1/56	
小系车灯 (50%)	顶蓬件	-	8/17	大众、通用、丰田、日产、福特、奔驰等
	车灯总成	27%	1/38	
采埃孚转向 (49%)	转向机总成	24%	1/33	大众、通用、五菱、福特、华晨宝马、长城等
	转向管柱	17%	3/14	
三电贝洱 (38.5%)	空调控制器	53%	1/10	大众、通用、一汽、东风等
上海天合 (50%)	安全带	25%	1/13	
制动系统 (51%)	液压制动分泵	18%	3/9	大众、通用、五菱、北汽、长城、长安、比亚迪等
	制动软管	11%	4/12	
	制动钳	33%	1/29	
	ABS系统	15%	2/13	
上实交通 (70%)	电动玻璃升降器	37%	1/15	一汽大众、奇瑞、吉利、长安等
皮尔博格 (50%)	汽缸盖	23%	3/18	
贝洱热 (50%)	增压中冷器	14%	2/10	上海大众、上海通用、一汽大众、华晨宝马、北京奔驰、奇瑞、海马、江淮等
	散热器总成	11%	3/30	
	空调装置	19%	1/29	
	空调冷凝器	11%	6/21	
	空调蒸发器	14%	5/18	
法雷奥电器 (50%)	发电机	32%	1/25	大众、通用、现代、奔驰、福特、日产、神龙、奇瑞、长城、比亚迪等
	起动机	32%	1/29	
博泽部件 (40%)	风扇	5%	6/10	大众、通用、福特等
	电动玻璃升降器	10%	5/15	
	车门内护板	18%	2/28	
圣德曼铸造 (100%)	飞轮总成	10%	7/15	大众、通用、博格华纳、霍尼韦尔等
萨克斯总成 (50%)	液力变矩器	75%	1/3	
科尔本活塞 (50%)	活塞	5%	8/24	大众、通用、马自达、丰田、长安等
赛科利模具 (75%)	驾驶室及车身总成	-	13/27	
法雷奥雨刮 (45%)	刮水器总成	3%	7/15	大众、通用、华晨金杯等
恩坦华 (40%)	电动天窗	18%	3/8	
中国弹簧 (100%)	汽车弹簧	-	8/10	大众、通用、风神、本田等
	悬架弹簧	62%	1/13	
	稳定杆	72%	1/11	

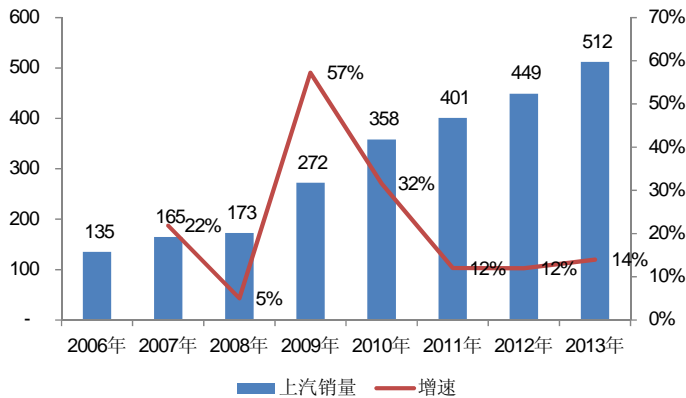
来源：公司公告、中国汽车工业年鉴、国金证券研究所

稳定增长有保障，外延式扩张可期

依托上汽集团，稳定增长有保障

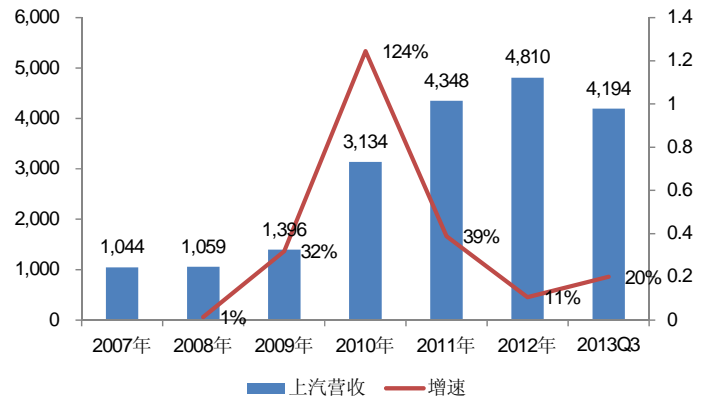
- 公司背靠国内最大的整车厂商——上汽集团，拥有得天独厚的客户资源优势。近年，上汽集团销量和营收增长均较为稳健，由此公司收入和业绩增长也总体平稳。显而易见，依托于实力强大和增长稳健的上汽集团，华域未来稳定增长具有可靠保障。

图表9：上汽集团近年销量及增速（万辆）



来源：CAAM、Wind、国金证券研究所

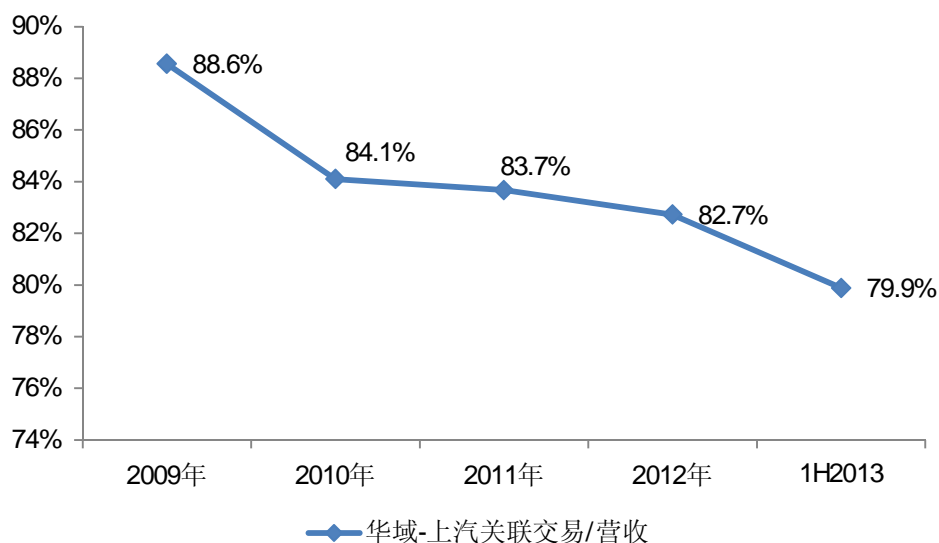
图表10：上汽集团近年营收及增速（亿元）



集团外业务拓展稳步推进，出口业务有望加快发展

- **集团外业务拓展逐步推进：**华域汽车除了与上汽集团保持稳固的合作关系之外，还积极开拓集团外客户。目前，公司已与一汽大众、长安福特、北京现代、东风日产、长城汽车等上汽之外的国内主要整车厂建立了稳固的合作关系。未来，随着“中性化”战略的进一步推进，公司集团外客户收入的占比有望继续提升。
- 从下图华域与上汽关联交易额在营收中的占比来看，已从 09 年的 88.6% 下降近 9 个百分点至 79.9%。由此可见，虽然上汽集团在公司销售收入中占比仍然较高，但集团外业务收入占比的稳步提升已显示出公司突出的业务拓展能力。

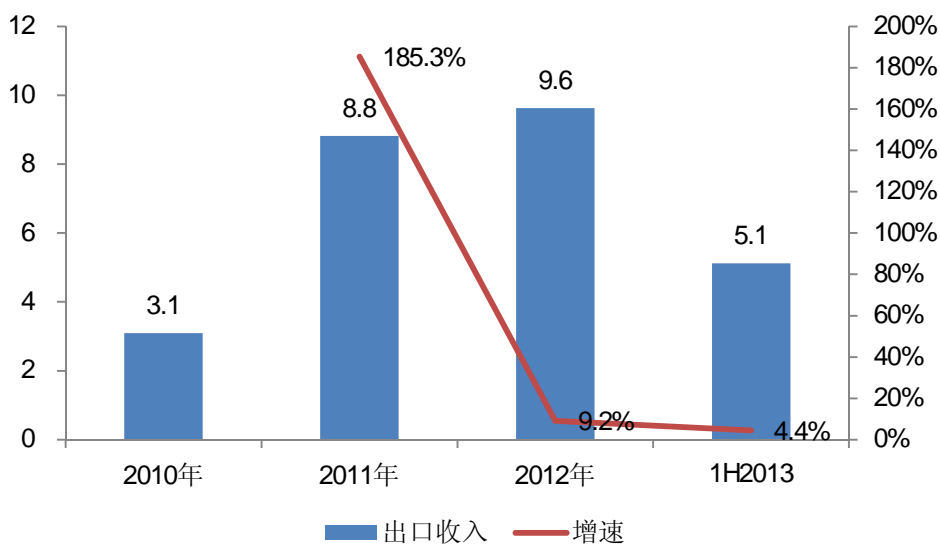
图表11: 近年华域汽车与上汽关联交易额在营收中的占比



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **出口业务有望加快拓展:** 公司从 10 年开始对外出口, 当年出口收入约为 3 亿元, 至目前已达到接近 10 亿元的出口收入规模, 增长较为迅速。虽然目前公司出口收入占比仍然不高, 仅约为 1.5%, 但随着公司逐步加大对海外业务的拓展, 尤其是全资控股延锋公司后 (全资控股前, 华域与伟世通在延锋公司的海外业务拓展上存在一定分歧, 收购完成后该问题已不再存在) 海外拓展进程有望加快, 公司未来出口业务具有较大的增长潜力。

图表12: 近年华域出口收入及增速 (亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

收购延锋显现外延扩张能力, 且不排除更多收购可能

- 公司致力于将自身打造为与博世、电装、伟世通等国际零部件巨头比肩的企业, 外延式扩张是重要途径之一。公司的战略目标为“零级化、中性化、国际化”的战略目标, 其中零级化意为强化与主机厂的同步研发, 提高响应速度; 中性化则为不断增加对上汽集团以外客户的配套, 减少依赖

逐渐成为独立的第三方零部件企业；由此也能看出公司宏大的抱负。显而易见，公司要实现这一目标，除内生性增长外，外延式扩张也是重要途径之一。除此之外，公司背靠上汽集团，也有足够的财力和行业资源来实现并购目标。

- 2013 年 8 月 14 日，公司公告收购伟世通国际持有的延锋公司 50% 股权，收购后公司全资控股“延锋伟世通”（现已更名为“延锋公司”）。一方面，延锋公司是华域最为重要的利润来源（2012 年延锋收入占华域总收入约 69%，利润贡献度约为 30%），全资控股后将直接增厚公司业绩；另一方面，我们认为，全资控股延锋的更大意义在于凸显了公司良好的外延式扩张能力，并且验证了公司在全球范围内拓展并购业务的可行性。
- 随着全球汽车及零部件行业的发展，不排除国际零部件厂商为进行战略调整而退出某些业务领域。公司与国际主要汽车零部件厂商已有长期合作，加之又有全资控股延锋公司的先例，由此公司有可能借助全球零部件巨头业务调整的机会，实现进一步并购。
- 2013 年 10 月，路透社报道，私募股权公司 Crestview Partners 有意出售旗下汽车零部件企业——百利得安全系统公司（KSS），并已经邀请高盛、瑞银等负责相关事宜。百利得是全球汽车安全系统专家，主要产品包括安全气囊、座椅安全带及方向盘等，在美国、德国、中国及日本拥有 4 座主要技术中心。（盖世汽车网转载，<http://auto.gasgoo.com/News/2013/10/1201131513156026075951.shtml>，2013 年 10 月 14 日）
- 延锋公司与百利得在 2004 年共同投资设立了延锋百利得汽车安全系统公司，主要从事汽车安全系统生产，延锋占股比为 50.1%。由此可见，公司通过旗下延锋与美国百利得已有长期合作关系，从这一点出发，我们认为不能排除公司未来参与并购百利得的可能。

图表13：华域汽车旗下合资公司合资方全球市场地位（2012年）

华域旗下公司	合资方	国家	合资方全球排名	合资方全球地位
延锋伟世通	伟世通	美国	32	全球知名汽车零部件集成供应商，脱胎于福特汽车，2012年排名世界500强第32位，以汽车内饰、汽车电子、汽车空调系统等闻名
小糸车灯	小糸制造所	日本	42	全球汽车车灯巨头
法雷奥电器	法雷奥	法国	15	欧洲顶级汽车零部件供应商之一，在车用电机与电器系统领域处于世界领先地位，在28个国家拥有6万余名职工
采埃孚转向	采埃孚	德国	8	世界领先的汽车传动与底盘系统供应商
三电贝洱	贝洱	德国	43	全球领先的汽车空调和发动机冷却系统生产商
	三电	日本	37	世界最大的汽车空调系统和压缩机制造商之一
贝洱热系统	贝洱	德国	43	汽车空调和发动机冷却系统
上海天合	天合	美国	12	全球最大的汽车安全产品系统开发供应商
大陆制动系统	大陆	德国	3	世界顶级汽车零部件供应商之一，负责制动系统研制的底盘与安全分公司是大陆最为重要的部门
上海恩坦华	恩坦华	美国	71	世界领先的闭合系统、内饰系统、电机电子系统以及天窗系统生产商
上海博泽部件	博泽	德国	39	全球百大汽车零配件供应，主营车门系统，座椅系统等
上海纳铁福	GKN（吉凯恩）	英国	34	全球最大的汽车传动部件制造商，在分布于30多个国家的子公司或合资公司中拥有员工4万余人
科尔本活塞	科尔本施密特	德国	-	全球三大汽车活塞生产商之一
菲特尔莫古瓦轴/复合材料	辉门	美国	50	世界著名汽车零部件供应商，发动机轴瓦、凸轮轴、刹车片、气缸垫、火花塞、气门座圈等技术及市场份额均处于全球领先
上实交通	-	-	-	与世界著名汽车零部件供应商法国法雷奥、美国博泽、美国恩坦华、美国李尔、美国阿文美驰分别成立合资子公司

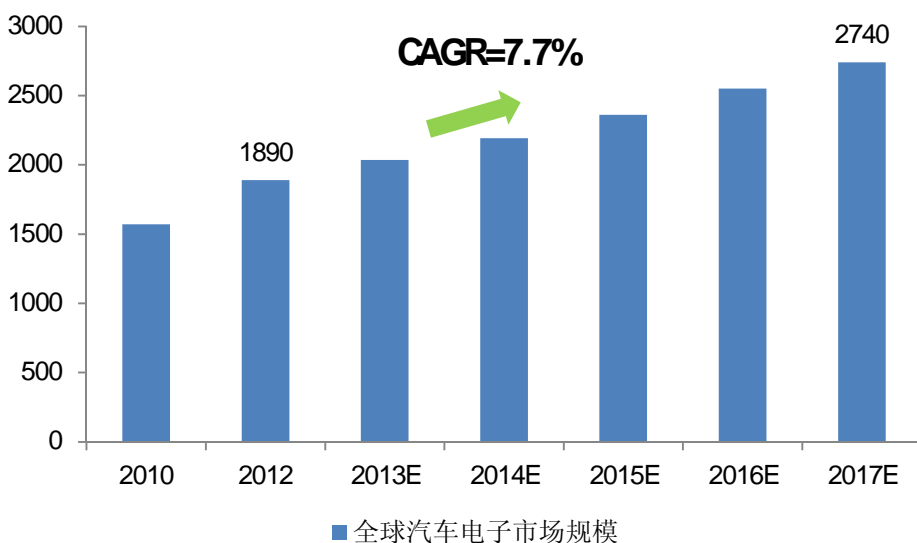
来源：《美国汽车新闻》、国金证券研究所

汽车电子、电动汽车等领域均已布局，最能受益行业升级发展

将深化与伟世通合作，在汽车电子将更具优势

- **全球汽车电子化方兴未艾：**汽车电子化是现代汽车发展的重要标志，汽车电子系统在汽车中所占比重代表了汽车现代化的水平。汽车行业 70%的创新来源于汽车电子，汽车电子是用来开发新车型、改进汽车性能最重要的技术措施和竞争的核心。在整车成本构成中，电子产品所占比重将越来越大，汽车电子产业的发展也已经驶上了快车道。据美国咨询公司 Strategy Analytics 预测，未来全球汽车电子市场规模将进一步增长到 17 年的 2740 亿美元，即在目前的规模上再增加近 50%，CAGR 约为 7.7%。

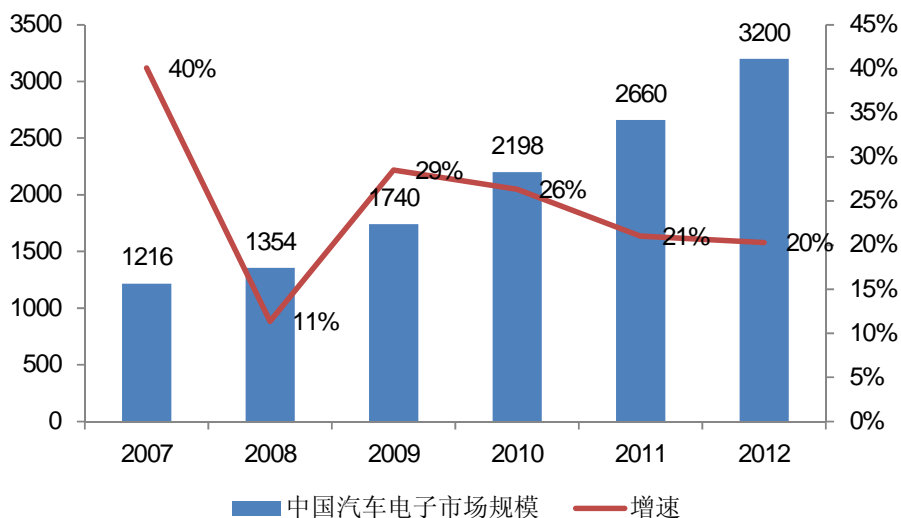
图表14: 2010-2017 年全球汽车电子市场规模 (亿美元)



来源: Strategy Analytics、国金证券研究所

- **中国汽车电子市场正处于高速发展期:** 受益于近年来国内汽车销量的突飞猛进, 国内汽车电子市场发展速度更是快于全球平均水平。从 07 年-12 年, 我国汽车电子市场规模从 1216 亿元迅速增长至 3200 亿元, CAGR 约为 21%。目前, 我国汽车电子化水平仍偏低, 随着国内汽车电子产品的升级、新产品的应用以及汽车电子产品逐渐向低端车型渗透, 未来汽车电子化程度将进一步加深, 我国汽车电子市场将迎来持续的快速发展期。据统计, 目前国外汽车电子产品占整车成本比例约为 25%, 而国内汽车电子的成本占比仅在 10%左右, 存在很大的提升空间。

图表15: 中国汽车电子市场规模及增速 (亿元)



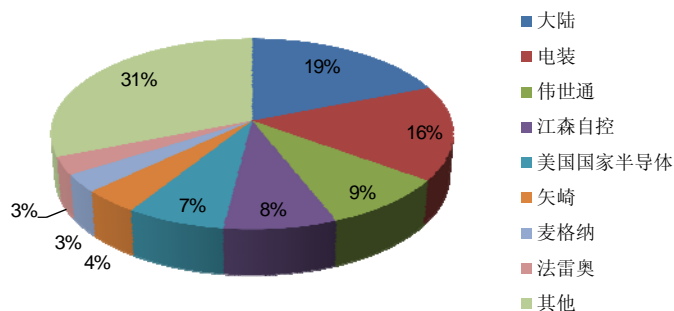
来源: CCID、国金证券研究所

- **公司将与伟世通深化汽车电子领域合作:** 2013 年 8 月 14 日, 公司公告“美国伟世通出于业务调整需要, 将全面退出延锋公司的汽车内饰业务, 公司将秉承合作理念, 继续保持并深化延锋公司与美国伟世通在汽车电子领域的合资合作”。此前, 延锋公司已有汽车电子业务, 华域在汽车电子

领域也已具有一定优势。公司未来与伟世通进一步深化在汽车电子领域的合资合作必能进一步加强公司在汽车电子领域的优势。

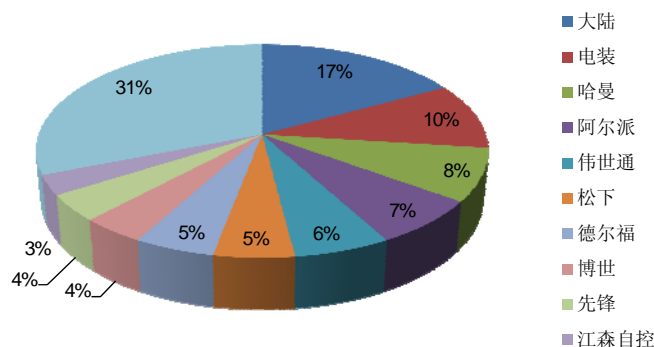
- 伟世通汽车电子业务在全球处于领先地位，其中，通信信息控制系统和座舱电子分别居于行业第三和第五，市场份额分别约 9%和 6%。

图表16：全球汽车信息控制系统市场构成（2012 年）



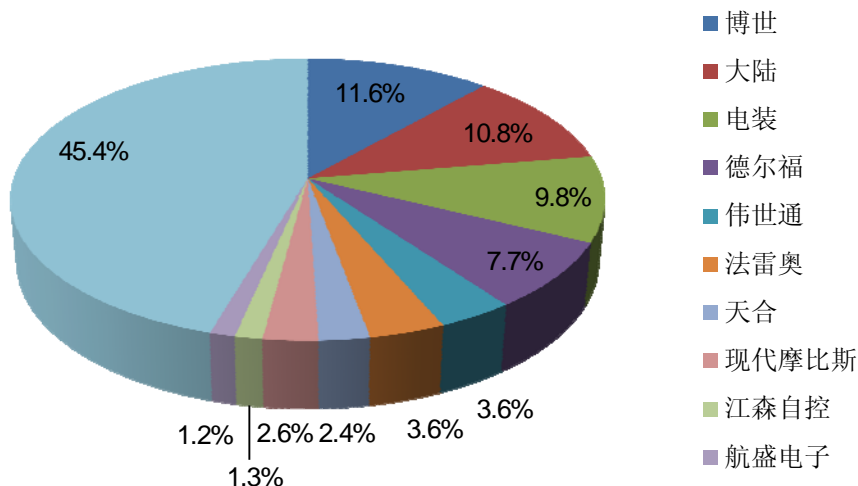
来源：Visteon、国金证券研究所

图表17：全球汽车座舱电子市场构成（2012 年）



- 从国内汽车电子市场结构来看，伟世通市场份额约为 3.6%，明显低于其国际市场 6~9%的水平。随着伟世通全面退出国内内饰并进一步聚焦电子业务后，伟世通在国内汽车电子的市场份额有望提升，华域也有望充分受益与伟世通深化合作带来的汽车电子业务的快速增长。

图表18：中国汽车电子市场品牌结构（2011 年）



来源：CCID、Visteon、国金证券研究所

与贵航合作，已布局新能源汽车电机领域

- 2010 年 10 月 29 日，公司公告与贵州航天工业公司共同出资设立华域汽车电动系统公司，“其业务范围为研发、制造、装配、销售汽车和工程车辆及机械用的各类电机，包括但不限于混合动力及电动车使用的驱动电机、汽车用其他驱动和执行电机；以及上述电机的控制系统（含 ECU、软件）和相应的电机及控制总成。”目前，华域电动已自主研发了包括永磁

同步电机 PMSM、电力电子箱 PEB 及助力转向电机 EPS 在内的多款新能源汽车核心零部件，并已成功配套上汽荣威 E50 等车型。

- 众所周知，电动汽车最核心的是电池、电机和电控这三大系统，任何一个有抱负的整车企业都致力于掌握其核心技术并尽量将其配套资源置于其自身体系之内。华域是上汽集团子公司，上汽在发展新能源汽车业务时必然会优先考虑将华域作为其相应系统的核心供应商。

与中航合作，车联网等新兴领域也已有布局

- 2013 年 8 月 16 日，中国航天科工集团公司发布消息称，中国航天科工三院与上汽集团签署战略合作协议。根据协议，双方将以提高自主创新能力为目标，建立长期战略合作关系，在新能源汽车、无人驾驶、新材料、汽车电子、车联网等领域，通过信息共享、产品配套、共同研究、联合开发等方式，开展多层次、多形式的合作，共同推进国家自主品牌汽车产业发展，为创新型国家建设助力。（2013 年 8 月 16 日，国资委网站转载 <http://www.sasac.gov.cn/n1180/n1226/n2410/n314304/15476517.html>）
- 上述报导还称，近年来上汽集团与中国航天科工三院保持着密切联系，开展了系列高层互访、产品推介、技术调研等活动，并在合资组建华域电动、联合收购卢森堡 IEE 公司等方面进行了有效合作。（IEE 是一家专业生产感应系统的公司，公司于 1989 年成立，总部位于卢森堡，公司在欧洲，美国以及亚洲均有运作。IEE 是自动乘客侦测和分类的安全感应领域的翘楚，产品广泛应用于交通及汽车等领域）。由此可见，上汽集团与中航科工已经在车联网、驾驶等诸多新兴领域进行了密切合作，作为上汽集团旗下的零部件平台，相关领域零部件方面的合作也有可能由华域来具体执行，公司在这些领域显然不可能无一涉足。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测，13-15 年公司实现营收分别为 665.49、750.98 和 816.32 亿元；实现净利润分别为 33.99、44.35 和 49.26 亿元，同比分别增长 9.52%、30.47%和 11.07%，对应摊薄后 EPS 分别为 1.32、1.72 和 1.91 元。
- 关键假设如下：
 - 公司为行业龙头，面向上汽集团及其他主流整车厂家配套，除 13 年行业已实现较快增长外，我们预计未来两年行业销量增速未来将逐渐下移，由此公司收入增速也将有所下滑。2013-2015 年，我们预计的公司收入增速为：20.69%、12.85%、8.70%；
 - 公司旗下企业主要均为一级供应商，盈利能力较为稳定。我们预计的公司 2013-2015 年综合毛利率均约为 15.6%；
 - 公司 2014 年已完成对延锋伟世通 50%股权的收购，延锋公司 2012 年净利润约 17 亿元，预计 14 年净利润可达约 20 亿元，由此完成全资控股后公司净利润将增加约 10 亿元，由于此前公司已实现对延锋公司的报表合并，这将主要通过少数股东损益的减少来体现。

估值与投资评级

- 综合全文分析，公司是国内实力最强的汽车零部件龙头企业，综合竞争力首屈一指。由于公司整体的研发能力、客户关系资源均非一般企业可比，我们相信公司才是汽车行业电子化、智能化以及新能源汽车发展的首要受益者。由于本身为上汽集团控股子公司，可以预见华域与上汽集团的稳固

合作关系很难削弱，而基于公司显著的综合竞争力，公司也将进入到越来越多上汽以外的供应体系中。

- 值得一提的是，炙手可热的 Tesla 已经表明未来要在我国实现本土化生产，从理性的角度出发，由于公司业务范围广、研发能力强，且同 ZF 等 Tesla 现有的供应商普遍已有紧密合作关系，我们认为 Tesla 未来国产化可能很难避开与公司合作，在我国能提供种类最多、技术水平最优的汽车零部件供应商非华域莫属。
- 公司当前股价对应 14 年仅 5.84 倍 PE，且不论与其它零部件企业相比，纵使放眼整个 A 股市场，这一估值水平也已明显低估，具有足够的安全边际。我们认为，公司可按 14 年 8-10 倍 PE 估值，对应的目标价格为 14-17 元。我们调升公司投资评级至“买入”，公司未来在汽车电子、电动汽车、车联网等新兴领域的积极进展抑或公司潜在的外延式扩张都将成为其估值提升的催化剂。

图表19：可比公司估值情况（2014年2月19日）

	收盘价/元	总市值/亿元	EPS			PE		
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
600742.SH 一汽富维	20.91	44.23	1.85	1.88	2.23	11.30	11.12	9.38
600660.SH 福耀玻璃	8.00	160.00	0.76	0.91	1.04	10.53	8.79	7.69
000581.SZ 威孚高科	27.88	284.00	1.31	1.10	1.44	21.28	25.35	19.36
均值						14.37	15.09	12.14

来源：Wind 一致性预测、国金证券研究所

风险提示

配套客户流失风险

- 公司已经进入众多国内主流整车厂、主流车型的配套体系，但若由于行业竞争恶化抑或公司自身竞争力减弱，公司配套客户也有可能部分流失。倘若如此，公司业绩难达预期。

行业销量增速超预期下滑

- 公司面向汽车全行业配套且为行业龙头企业、业务规模已经较大，业绩增长与汽车总销量增长息息相关。若由于宏观经济大幅下滑、汽车限购城市大量涌现等负面因素，汽车行业销量大幅下滑，公司业绩增长将难达预期

原材料价格大幅上涨

- 大部分汽车零部件成本构成中，原材料都占有较大比例。若原材料价格大幅上涨，公司盈利能力将明显削弱，对公司业绩的影响也难以忽视。

图表20：公司分项收入及毛利预测

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
内外饰件类					
销售收入（百万元）	40,448.96	43,762.48	54,703.10	62,908.57	69,199.42
增长率（YOY）	12.87%	8.19%	25.00%	15.00%	10.00%
毛利率	16.54%	16.03%	15.50%	15.50%	15.50%
销售成本（百万元）	33,758.02	36,748.65	46,224.12	53,157.74	58,473.51
增长率（YOY）	12.21%	8.86%	25.78%	15.00%	10.00%
毛利（百万元）	6,690.94	7,013.83	8,478.98	9,750.83	10,725.91
增长率（YOY）	16.30%	4.83%	20.89%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	77.34%	79.37%	82.20%	83.77%	84.77%
占主营业务利润比重	78.60%	79.31%	81.83%	83.43%	84.44%
功能性总成件类					
销售收入（百万元）	10,425.22	10,125.22	10,631.48	10,950.43	11,169.43
增长率（YOY）	40.02%	-2.88%	5.00%	3.00%	2.00%
毛利率	15.98%	16.50%	15.70%	15.70%	15.70%
销售成本（百万元）	8,759.42	8,454.30	8,962.34	9,231.21	9,415.83
增长率（YOY）	37.89%	-3.48%	6.01%	3.00%	2.00%
毛利（百万元）	1,665.80	1,670.92	1,669.14	1,719.22	1,753.60
增长率（YOY）	52.42%	0.31%	-0.11%	3.00%	2.00%
占总销售额比重	19.93%	18.36%	15.98%	14.58%	13.68%
占主营业务利润比重	19.57%	18.89%	16.11%	14.71%	13.81%
热加工类					
销售收入（百万元）	1,424.60	1,251.94	1,214.38	1,238.67	1,263.45
增长率（YOY）	82.71%	-12.12%	-3.00%	2.00%	2.00%
毛利率	10.92%	12.72%	17.60%	17.60%	17.60%
销售成本（百万元）	1,269.10	1,092.68	1,000.65	1,020.67	1,041.08
增长率（YOY）	82.64%	-13.90%	-8.42%	2.00%	2.00%
毛利（百万元）	155.50	159.26	213.73	218.01	222.37
增长率（YOY）	83.22%	2.42%	34.20%	2.00%	2.00%
占总销售额比重	2.72%	2.27%	1.82%	1.65%	1.55%
占主营业务利润比重	1.83%	1.80%	2.06%	1.87%	1.75%
销售总收入（百万元）	52298.78	55139.64	66548.97	75097.66	81632.30
销售总成本（百万元）	43786.55	46295.63	56187.11	63409.61	68930.42
毛利（百万元）	8512.23	8844.01	10361.85	11688.05	12701.88
平均毛利率	16.28%	16.04%	15.57%	15.56%	15.56%

来源：wind、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)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	44,063	52,299	57,889	66,549	75,098	81,632
增长率		18.7%	10.7%	15.0%	12.8%	8.7%
主营业务成本	-37,132	-43,787	-48,436	-56,187	-63,410	-68,930
%销售收入	84.3%	83.7%	83.7%	84.4%	84.4%	84.4%
毛利	6,931	8,512	9,453	10,362	11,688	12,702
%销售收入	15.7%	16.3%	16.3%	15.6%	15.6%	15.6%
营业税金及附加	-44	-122	-156	-186	-210	-229
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-638	-660	-789	-799	-1,051	-1,061
%销售收入	1.4%	1.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%
管理费用	-2,851	-3,703	-4,306	-4,725	-5,482	-5,796
%销售收入	6.5%	7.1%	7.4%	7.1%	7.3%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	3,398	4,027	4,202	4,652	4,944	5,616
%销售收入	7.7%	7.7%	7.3%	7.0%	6.6%	6.9%
财务费用	25	83	137	111	107	130
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-43	-97	-31	-5	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,562	1,810	1,813	2,000	2,100	2,200
%税前利润	31.4%	30.5%	29.1%	29.4%	29.2%	27.6%
营业利润	4,942	5,823	6,121	6,758	7,149	7,943
营业利润率	11.2%	11.1%	10.6%	10.2%	9.5%	9.7%
营业外收支	40	120	101	50	40	30
税前利润	4,982	5,943	6,222	6,808	7,189	7,973
利润率	11.3%	11.4%	10.7%	10.2%	9.6%	9.8%
所得税	-497	-597	-676	-809	-854	-947
所得税率	10.0%	10.0%	10.9%	11.9%	11.9%	11.9%
净利润	4,485	5,346	5,546	5,999	6,335	7,026
少数股东损益	1,972	2,355	2,442	2,600	1,900	2,100
归属于母公司的净利润	2,513	2,990	3,104	3,399	4,435	4,926
净利率	5.7%	5.7%	5.4%	5.1%	5.9%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	4,485	5,346	5,546	5,999	6,335	7,026
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	966	1,127	1,190	1,226	1,382	1,470
非经营收益	-1,613	-1,827	-1,846	-1,261	-1,833	-1,853
营运资金变动	656	-13	-64	3,291	914	478
经营活动现金净流	4,494	4,633	4,827	9,256	6,798	7,121
资本开支	-1,226	-1,498	-2,330	-1,035	-969	-680
投资	57	-318	-863	-1,351	-200	-200
其他	874	747	1,269	2,000	2,100	2,200
投资活动现金净流	-295	-1,070	-1,924	-386	931	1,320
股权募资	17	83	79	0	0	0
债权募资	-31	-36	-98	359	3,812	-1,201
其他	-1,338	-1,746	-2,380	-256	-1,240	-1,440
筹资活动现金净流	-1,353	-1,699	-2,399	102	2,571	-2,641
现金净流量	2,847	1,864	503	8,972	10,300	5,800

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	9,930	12,355	12,928	21,900	32,200	38,000
应收款项	8,570	9,802	11,953	13,086	14,637	15,910
存货	3,470	3,737	3,779	3,694	3,996	4,344
其他流动资产	1,216	1,533	1,693	620	700	760
流动资产	23,186	27,428	30,354	39,301	51,532	59,014
%总资产	64.6%	65.0%	62.9%	67.9%	73.7%	76.8%
长期投资	7,115	7,727	8,963	10,314	10,513	10,713
固定资产	4,598	5,319	6,710	7,349	7,100	6,442
%总资产	12.8%	12.6%	13.9%	12.7%	10.1%	8.4%
无形资产	528	1,107	1,210	929	805	703
非流动资产	12,683	14,757	17,886	18,593	18,420	17,860
%总资产	35.4%	35.0%	37.1%	32.1%	26.3%	23.2%
资产总计	35,868	42,185	48,240	57,894	69,952	76,875
短期借款	1,080	995	982	1,191	1,402	1,300
应付款项	12,879	14,817	16,899	19,480	21,995	23,901
其他流动负债	1,390	1,642	2,065	3,616	4,075	4,459
流动负债	15,348	17,453	19,946	24,287	27,473	29,660
长期贷款	56	54	10	35	35	36
其他长期负债	1,107	1,596	1,678	2,000	5,700	4,700
负债	16,511	19,103	21,634	26,322	33,208	34,396
普通股股东权益	14,510	16,566	19,270	21,636	24,908	28,542
少数股东权益	4,847	6,515	7,336	9,936	11,836	13,936
负债股东权益合计	35,868	42,185	48,240	57,894	69,952	76,875

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.973	1.158	1.201	1.316	1.717	1.907
每股净资产	5.617	6.413	7.460	8.376	9.642	11.049
每股经营现金净流	1.740	1.793	1.868	3.583	2.631	2.757
每股股利	0.220	0.300	0.370	0.400	0.450	0.500
回报率						
净资产收益率	17.32%	18.05%	16.11%	15.71%	17.80%	17.26%
总资产收益率	7.01%	7.09%	6.43%	5.87%	6.34%	6.41%
投入资本收益率	14.56%	14.67%	13.23%	12.16%	10.18%	10.46%
增长率						
主营业务收入增长率	78.62%	18.69%	10.69%	14.96%	12.85%	8.70%
EBIT增长率	101.23%	18.50%	4.34%	10.72%	6.28%	13.59%
净利润增长率	64.19%	18.98%	3.79%	9.52%	30.47%	11.07%
总资产增长率	30.30%	17.61%	14.35%	20.01%	20.83%	9.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.6	49.4	53.9	56.0	55.0	55.0
存货周转天数	28.1	30.0	28.3	24.0	23.0	23.0
应付账款周转天数	81.1	88.1	90.1	91.0	91.0	91.0
固定资产周转天数	33.7	32.4	35.7	33.5	27.5	21.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.43%	-48.98%	-44.86%	-65.48%	-73.92%	-80.66%
EBIT利息保障倍数	-135.6	-48.6	-30.6	-42.0	-46.4	-43.3
资产负债率	46.03%	45.28%	44.85%	45.47%	47.47%	44.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	17
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.50	1.67	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 2012-03-26	增持	9.40	N/A
2 2012-04-19	增持	9.89	N/A
3 2012-08-23	增持	8.56	N/A
4 2013-10-25	增持	10.41	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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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方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信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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD