

华域汽车 (600741.SH)

汽车零配件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币): 13.22 元

业绩略超预期, 继续建议积极买入

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)	33,064.96
年内股价最高最低(元)	12.86/8.71
沪深 300 指数	2451.38
上证指数	2373.03



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.201	1.340	1.798	1.994	2.211
每股净资产(元)	7.46	7.21	8.56	10.05	11.71
每股经营性现金流(元)	1.87	2.63	2.49	2.70	2.92
市盈率(倍)	11.01	9.87	7.35	6.63	5.98
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	19.50	19.50	19.50
净利润增长率(%)	3.79%	11.53%	34.19%	10.87%	10.89%
净资产收益率(%)	16.11%	18.59%	21.01%	19.83%	18.87%
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

- 华域汽车发布三季报, 14 年前三季度实现营收 541.25 亿元, 同比增长 6.8%; 实现归属母公司股东净利润 34.65 亿元, 同比增长 34.8%, 实现 EPS 1.34 元, 第三季度 EPS 0.45 元, 业绩略超预期。

经营分析

- **业绩增长较快, 盈利能力环比继续提升。**公司前三季度收入增长 10%, 净利润增速达 33%, 主要是公司完成了对延锋的完全控股(以往延锋也合并报表, 但归属净利润将扣除 50%)。盈利能力来看, 公司第三季度毛利率为 16.64%, 环比提升 1.67 个百分点; 净利率为 9.38%, 环比提升 0.50 个百分点。
- **出售申雅公司股权, 全力聚焦优势业务。**公司于 9 月份公告以 3.7 亿元转让申雅公司 47.5% 的股权, 交易完成后, 公司将不再持有申雅股份。申雅公司主营车用密封件, 2013 年收入约 11.6 亿元, 归属母公司净利润约 5000 万元, 占公司总体业绩约 0.7%。公司出售申雅股份(非公司未来业务重点), 意在调整和优化业务结构, 全力聚焦优势业务。
- **积极推进国际化战略, 外延式扩张仍然可期。**今年 5 月, 公司旗下延锋公司与美国江森自控签署了汽车内饰业务全球合作框架协议, 两者成立的合资公司有望成为全球最大的汽车内外饰企业。7 月, 公司又与德国 KSPG 集团达成一致, 由子公司华域(上海)收购 KS 公司 50% 股权, 收购完成后公司将形成铸铝业务的全球配套供货体系。我们认为, 公司将积极推进“零级化、中性化、国际化”战略, 具有很强的外延式扩张意愿和能力, 未来仍有可能通过外延式并购进一步增强公司综合竞争力。

盈利调整与投资建议

- 我们维持公司 14-16 年 EPS 预测为 1.80、1.99、2.21 元。我们重申, 公司是增长稳健的零部件龙头, 最能受益行业升级发展, 也存在外延式并购预期。公司当前股价对应 14 年仅约 7 倍 PE, 有较大提升空间, 维持“买入”评级, 继续建议积极买入!

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

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

图表 1：华域汽车公司分业务收入、毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
内外饰件类					
销售收入 (百万元)	43,762.48	54,457.81	60,992.75	67,092.02	73,801.22
增长率 (YOY)	8.19%	24.44%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.03%	15.17%	15.00%	14.80%	14.60%
销售成本 (百万元)	36,748.65	46,224.12	51,843.84	57,162.40	63,026.25
增长率 (YOY)	8.86%	25.78%	41.08%	10.26%	10.26%
毛利 (百万元)	7,013.83	8,478.98	9,148.91	9,929.62	10,774.98
增长率 (YOY)	4.83%	20.89%	30.44%	8.53%	8.51%
占总销售额比重	63.12%	82.20%	78.86%	78.99%	79.26%
占主营业务利润比重	64.49%	81.83%	76.27%	76.21%	76.37%
功能性总成件类					
销售收入 (百万元)	10,125.22	10,764.11	11,840.52	12,906.17	13,938.66
增长率 (YOY)	-2.88%	6.31%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	16.50%	17.12%	17.00%	17.00%	16.90%
销售成本 (百万元)	8,454.30	8,962.34	9,827.63	10,712.12	11,583.03
增长率 (YOY)	-3.48%	6.01%	16.24%	9.00%	8.13%
毛利 (百万元)	1,670.92	1,669.14	2,012.89	2,194.05	2,355.63
增长率 (YOY)	0.31%	-0.11%	20.47%	9.00%	7.36%
占总销售额比重	14.60%	15.98%	15.31%	15.19%	14.97%
占主营业务利润比重	15.36%	16.11%	16.78%	16.84%	16.70%
热加工类					
销售收入 (百万元)	1,251.94	1,542.61	1,820.28	2,111.52	2,407.14
增长率 (YOY)	-12.12%	23.22%	18.00%	16.00%	14.00%
毛利率	12.72%	14.74%	16.20%	16.10%	16.00%
销售成本 (百万元)	1,092.68	1,000.65	1,525.39	1,771.57	2,022.00
增长率 (YOY)	-13.90%	-8.42%	39.60%	16.14%	14.14%
毛利 (百万元)	159.26	213.73	294.89	339.96	385.14
增长率 (YOY)	2.42%	34.20%	85.16%	15.28%	13.29%
占总销售额比重	1.81%	1.82%	2.35%	2.49%	2.59%
占主营业务利润比重	1.46%	2.06%	2.46%	2.61%	2.73%
销售总收入 (百万元)	57889.22	69329.47	77346.74	84937.56	93116.26
销售总成本 (百万元)	48436.39	58452.83	65351.41	71908.37	79006.66
毛利 (百万元)	9452.83	10876.64	11995.32	13029.19	14109.60
平均毛利率	16.33%	15.69%	15.51%	15.34%	15.15%

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
主营业务收入	52,299	57,889	69,329	77,347	84,938	93,116		货币资金	12,355	12,928	13,472	24,000	28,729	36,658
增长率	10.7%	19.8%	11.6%	9.8%	9.6%		应收款项	9,802	11,953	13,457	15,287	16,787	18,404	
主营业务成本	-43,787	-48,436	-58,453	-65,351	-71,908	-79,007	存货	3,737	3,779	3,805	4,118	4,531	4,979	
%销售收入	83.7%	83.7%	84.3%	84.5%	84.7%	84.8%	其他流动资产	1,533	1,693	2,646	2,719	2,891	3,069	
毛利	8,512	9,453	10,877	11,995	13,029	14,110	流动资产	27,428	30,354	33,380	46,124	52,938	63,109	
%销售收入	16.3%	16.3%	15.7%	15.5%	15.3%	15.2%	%总资产	65.0%	62.9%	61.5%	69.1%	72.5%	76.4%	
营业税金及附加	-122	-156	-196	-217	-238	-261	长期投资	7,727	8,963	10,451	10,651	10,851	11,051	
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	5,319	6,710	7,608	7,503	6,995	6,403	
营业费用	-660	-789	-895	-928	-985	-1,062	%总资产	12.6%	13.9%	14.0%	11.2%	9.6%	7.7%	
%销售收入	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	无形资产	1,107	1,210	1,977	1,569	1,336	1,143	
管理费用	-3,703	-4,306	-5,256	-5,646	-6,073	-6,518	非流动资产	14,757	17,886	20,890	20,593	20,092	19,548	
%销售收入	7.1%	7.4%	7.6%	7.3%	7.2%	7.0%	%总资产	35.0%	37.1%	38.5%	30.9%	27.5%	23.6%	
息税前利润 (EBIT)	4,027	4,202	4,530	5,204	5,733	6,269	资产总计	42,185	48,240	54,271	66,717	73,030	82,657	
%销售收入	7.7%	7.3%	6.5%	6.7%	6.7%		短期借款	995	982	1,449	1,275	100	100	
财务费用	83	137	109	-112	-34	107	应付款项	14,817	16,899	20,026	22,026	24,227	26,609	
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	1,642	2,065	2,563	4,178	4,606	5,058	
资产减值损失	-97	-31	-95	-5	-2	-3	流动负债	17,453	19,946	24,038	27,478	28,933	31,767	
公允价值变动收益	0	0	-7	0	0	0	长期贷款	54	10	905	905	906	908	
投资收益	1,810	1,813	2,538	2,300	2,500	2,700	其他长期负债	1,596	1,678	5,977	9,600	8,500	8,700	
%税前利润	30.5%	29.1%	35.3%	31.0%	30.4%	29.7%	负债	19,103	21,634	30,919	37,983	38,338	41,374	
营业利润	5,823	6,121	7,074	7,387	8,197	9,073	普通股股东权益	16,566	19,270	18,625	22,107	25,966	30,256	
营业利润率	11.1%	10.6%	10.2%	9.6%	9.7%	9.7%	少数股东权益	6,515	7,336	4,727	6,627	8,727	11,027	
营业外收支	120	101	114	40	30	30	负债股东权益合计	42,185	48,240	54,271	66,717	73,030	82,657	
税前利润	5,943	6,222	7,188	7,427	8,227	9,103								
利润率	11.4%	10.7%	10.4%	9.6%	9.7%	9.8%								
所得税	-597	-676	-842	-882	-977	-1,092								
所得税率	10.0%	10.9%	11.7%	11.9%	11.9%	12.0%								
净利润	5,346	5,546	6,346	6,545	7,250	8,011								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
非现金支出	1,127	1,190	1,535	1,394	1,451	1,495								
非经营收益	-1,827	-1,846	-2,620	-1,889	-2,143	-2,428								
营运资金变动	-13	-64	1,533	388	414	463								
经营活动现金净流	4,633	4,827	6,793	6,438	6,971	7,540								
资本开支	-1,498	-2,330	-3,442	-850	-700	-690								
投资	-318	-863	-6,746	-200	-200	-200								
其他	747	1,269	1,684	2,300	2,500	2,700								
投资活动现金净流	-1,070	-1,924	-8,503	1,250	1,600	1,810								
股权募资	83	79	61	0	0	0								
债权募资	-36	-98	5,624	3,291	-2,374	102								
其他	-1,746	-2,380	-3,570	-451	-1,469	-1,523								
筹资活动现金净流	-1,699	-2,399	2,114	2,840	-3,843	-1,421								
现金净流量	1,864	503	404	10,528	4,729	7,929								

现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	5,346	5,546	6,346	6,545	7,250	8,011	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.158	1.201	1.340	1.798	1.994	2.211
非现金支出	1,127	1,190	1,535	1,394	1,451	1,495	每股净资产	6.413	7.460	7.210	8.558	10.052	11.712
非经营收益	-1,827	-1,846	-2,620	-1,889	-2,143	-2,428	每股经营现金净流	1.793	1.868	2.630	2.492	2.699	2.919
营运资金变动	-13	-64	1,533	388	414	463	每股股利	0.300	0.370	0.470	0.450	0.500	0.550
经营活动现金净流	4,633	4,827	6,793	6,438	6,971	7,540	回报率						
资本开支	-1,498	-2,330	-3,442	-850	-700	-690	净资产收益率	18.05%	16.11%	18.59%	21.01%	19.83%	18.87%
投资	-318	-863	-6,746	-200	-200	-200	总资产收益率	7.09%	6.43%	6.38%	6.96%	7.05%	6.91%
其他	747	1,269	1,684	2,300	2,500	2,700	投入资本收益率	14.67%	13.23%	13.13%	11.64%	11.72%	11.08%
投资活动现金净流	-1,070	-1,924	-8,503	1,250	1,600	1,810	增长率						
股权募资	83	79	61	0	0	0	主营业务收入增长率	18.69%	10.69%	19.76%	11.56%	9.81%	9.63%
债权募资	-36	-98	5,624	3,291	-2,374	102	EBIT增长率	18.50%	4.34%	7.81%	14.89%	10.16%	9.35%
其他	-1,746	-2,380	-3,570	-451	-1,469	-1,523	净利润增长率	18.98%	3.79%	11.53%	34.19%	10.87%	10.89%
筹资活动现金净流	-1,699	-2,399	2,114	2,840	-3,843	-1,421	总资产增长率	17.61%	14.35%	12.50%	22.93%	9.46%	13.18%
现金净流量	1,864	503	404	10,528	4,729	7,929	资产管理能力						
							应收账款周转天数	49.4	53.9	53.0	55.0	55.0	55.0
							存货周转天数	30.0	28.3	23.7	23.0	23.0	23.0
							应付账款周转天数	88.1	90.1	86.5	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	32.4	35.7	33.0	28.1	22.6	17.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-48.98%	-44.86%	-30.49%	-49.49%	-61.46%	-70.85%
							EBIT利息保障倍数	-48.6	-30.6	-41.7	46.5	169.7	-58.7
							资产负债率	45.28%	44.85%	56.97%	56.93%	52.50%	50.06%

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
买入	0	0	6	15	25
增持	0	0	0	1	4
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.29	1.21	1.20

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 2013-10-25	增持	10.50	N/A
2 2014-02-20	买入	10.35	14.00 ~ 17.00
3 2014-03-23	买入	9.85	N/A
4 2014-04-29	买入	9.37	N/A
5 2014-08-11	买入	11.96	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“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认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 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