



600741.SH

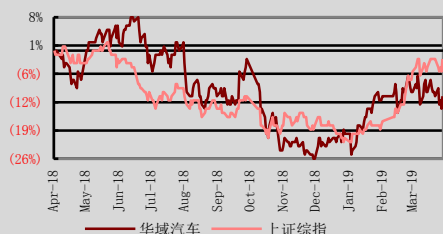
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.38

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.7	(1.8)	10.8	(8.3)
相对上证指数	(13.7)	(6.9)	(13.2)	(7.3)

发行股数(百万)	3,153
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	64,253
3个月日均交易额(人民币 百万)	265
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车集团股份有限公司	58

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年3月29日收市价为标准

相关研究报告

《华域汽车——业绩稳健增长, 行业承压长期配置价值凸显》20181026

《华域汽车——业绩快速增长, 智能电动加速推进》20180823

《华域汽车——业绩符合预期, 优化业务布局前景看好》20180501

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

华域汽车

业绩符合预期, 智能电动空间广阔

公司发布2018年报, 全年共实现营业收入1,571.7亿元, 同比增长11.9%, 归属于上市公司股东的净利润为80.3亿元, 同比增长22.5%; 扣非后归母净利润63.1亿元, 同比基本持平; 每股收益2.55元, 业绩符合预期。公司完成小系车灯收购更名华域视觉并表, 确认股权一次性溢价9.26亿元, 带动公司营收与净利润快速增长。由于原材料价格上涨与产品结构调整, 公司整体毛利率13.8%, 同比下降0.7个百分点。华域视觉并表带来销售、管理、研发费用增幅较大, 四项费用率9.8%, 同比上升0.2个百分点。其中Q4实现收入383.7亿元, 同比增长4.4%; 归母净利润16.6亿元, 同比下滑4.3%, Q4车市低迷, 销量同比下滑12.3%, 上汽集团下滑9.7%, 导致公司Q4收入增速放缓; 毛利率13.7%, 同比下降2.0个百分点; 小系并表与持续投入研发, 研发费用提升, 但费用总体管控良好, 四项费用率10.5%, 同比降低0.3个百分点。

支撑评级的要点

■ **Q4业绩承压, 毛利率有所下滑。**按汇总口径, 公司2018年营业收入58.4%来自于上汽集团, 上汽集团2018年销量同比增长1.8%, 优于行业2.8%的降幅, 同时公司完成小系车灯收购并更名华域视觉并表, 确认股权一次性溢价9.26亿元, 带动公司营收与净利润快速增长。由于原材料价格上涨与产品结构调整, 公司整体毛利率13.8%, 同比下降0.7个百分点。华域视觉并表带来销售、管理、研发费用增幅较大, 四项费用率9.8%, 同比上升0.2个百分点。其中Q4实现收入383.7亿元, 同比增长4.4%; 归母净利润16.6亿元, 同比下滑4.3%, Q4车市低迷, 销量同比下滑12.3%, 上汽集团下滑9.7%, 导致公司Q4收入增速放缓; 毛利率13.7%, 同比下降2.0个百分点; 小系并表与持续投入研发, 研发费用提升, 但费用总体管控良好, 四项费用率10.5%, 同比降低0.3个百分点。

■ **多项业务稳步推进, 小系并表带动业绩高速增长。**2018年公司内外饰件、金属件、功能件、电子电器件收入分别增长11.3%、36.5%、8.6%、11.2%, 仅热加工件收入小幅下降12.1%。小系车灯并表与确认股权溢价带动内外饰件业务净利润贡献41.7亿元, 同比增长48.9%。金属件、功能件、热加工件净利润分别取得22.2%、5.3%、24.8%的较好增长, 仅电子电器件净利润下滑25.3%, 整体表现良好。2018年华域视觉实现营收138.3亿元, 同比增长15%, 并拓展了广汽本田等多家新客户, 未来有望成为公司新增长点。

■ **积极推进智能互联、新能源等领域研发与产业化, 发展空间广阔。**公司24GHz后向毫米波雷达实现量产, 2018年共生产16,922套, 成为国内首家自主研发实现量产的毫米波雷达供应商, 并加快研发77/79GHz等产品; 延锋内饰加快智能座舱系统域控制器、智能饰件等产品研发; 华域麦格纳电驱动系统获得大众MEB平台定点, 正在推进开发及生产准备工作; 华域电动在国内率先实现驱动电机扁铜线技术量产, 已为上汽乘用车多款车配套, 2018年供货驱动电机58,000台、电力电子箱8,200台, 并获得上汽通用、MEB平台定点。公司推进“零级化、中性化、国际化”的战略导向, 积极拓展除上汽外其他客户与海外市场, 未来发展空间巨大。

估值

■ 汽车行业景气度下行, 略微下调预测, 预计公司2019-2021年每股收益分别为2.39元、2.58元和2.86元, 目前股价对应2019年8.5xPE, 股息率5.2%, 智能互联、新能源等领域未来发展空间广阔, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 市场竞争加剧, 汽车销量和利润率下滑; 2) 原材料等成本上涨。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	140,487	157,170	163,457	174,899	188,891
变动(%)	13	12	4	7	8
净利润(人民币 百万)	6,554	8,027	7,549	8,146	9,009
全面摊薄每股收益(人民币)	2.079	2.546	2.394	2.584	2.857
变动(%)	7.9	22.5	(6.0)	7.9	10.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.556	2.822	
调整幅度(%)			(6.3)	(8.4)	
全面摊薄市盈率(倍)	9.8	8.0	8.5	7.9	7.1
价格/每股现金流量(倍)	7.6	6.9	6.2	5.0	5.6
每股现金流量(人民币)	2.69	2.97	3.27	4.04	3.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	4.8	4.1	2.9	2.0
每股股息(人民币)	1.050	1.050	1.078	1.163	1.286
股息率(%)	5.2	5.2	5.3	5.7	6.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 华域汽车 2018 年业绩摘要

(人民币, 亿)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	1404.9	1571.7	11.9
营业利润	103.1	109.7	6.4
净利润	91.3	104.5	14.4
归属于上市公司股东的净利润	65.5	80.3	22.5
扣非后净利润	63.1	63.1	0.1
销售成本	1201.6	1354.8	12.8
毛利润	203.3	216.9	6.7
销售费用	19.1	22.4	17.1
管理费用	75.1	81.6	8.7
研发费用	42.1	51.3	21.9
财务费用	(0.9)	(1.1)	(24.9)
资产减值损失	1.3	2.6	94.4
销售费用率(%)	1.4	1.4	
管理费用率(%)	5.3	5.2	
研发费用率(%)	3.0	3.3	
财务费用率(%)	(0.1)	(0.1)	
毛利率(%)	14.5	13.8	
净利率(%)	6.5	6.7	

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 华域汽车 2018 四季度业绩摘要

(人民币, 亿)	2017Q4	2018Q4	同比变动(%)
营业总收入	367.4	383.7	4.4
营业利润	29.0	22.2	(23.5)
净利润	23.0	21.6	(6.2)
归属于上市公司股东的净利润	17.4	16.6	(4.3)
扣非后净利润	17.5	14.6	(16.4)
销售成本	309.9	331.2	6.9
毛利润	57.5	52.5	(8.7)
销售费用	5.1	5.4	5.0
管理费用	18.9	14.3	(24.3)
研发费用	15.9	20.5	29.1
财务费用	(0.4)	0.0	101.7
资产减值损失	0.9	1.6	91.1
销售费用率(%)	1.4	1.4	
管理费用率(%)	5.1	3.7	
研发费用率(%)	4.3	5.3	
财务费用率(%)	(0.1)	0.0	
毛利率(%)	15.7	13.7	
净利率(%)	6.3	5.6	

资料来源：公司公告，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	140,487	157,170	163,457	174,899	188,891
销售成本	(120,766)	(136,050)	(141,47)	(151,25)	(163,20)
经营费用	(10,766)	(12,058)	(12,567)	(13,041)	(13,707)
息税折旧前利润	8,956	9,062	9,418	10,605	11,982
折旧及摊销	(2,999)	(3,732)	(3,914)	(4,491)	(5,004)
经营利润(息税前利润)	5,957	5,330	5,505	6,114	6,978
净利息收入/(费用)	92	115	130	135	153
其他收益/(损失)	4,443	6,077	5,488	5,752	6,141
税前利润	10,492	11,522	11,122	12,002	13,272
所得税	(1,361)	(1,077)	(1,057)	(1,140)	(1,261)
少数股东权益	(2,577)	(2,418)	(2,516)	(2,715)	(3,003)
净利润	6,554	8,027	7,549	8,146	9,009
核心净利润	6,578	8,079	7,603	8,202	9,067
每股收益(人民币)	2.079	2.546	2.394	2.584	2.857
核心每股收益(人民币)	2.087	2.563	2.412	2.602	2.876
每股股息(人民币)	1.050	1.050	1.078	1.163	1.286
收入增长(%)	13	12	4	7	8
息税前利润增长(%)	3	(11)	3	11	14
息税折旧前利润增长(%)	8	1	4	13	13
每股收益增长(%)	8	22	(6)	8	11
核心每股收益增长(%)	7	23	(6)	8	11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	10,492	11,522	11,122	12,002	13,272
折旧与摊销	2,999	3,732	3,914	4,491	5,004
净利息费用	(92)	(115)	(130)	(135)	(153)
运营资本变动	2,058	693	(5,415)	12,054	(9,819)
税金	1,216	1,342	(1,057)	(1,140)	(1,261)
其他经营现金流	(8,186)	(7,798)	1,869	(14,530)	4,377
经营活动产生的现金流	8,486	9,376	10,303	12,742	11,420
购买固定资产净值	197	851	4,074	4,886	4,480
投资减少/增加	2,575	2,984	2,999	3,190	3,500
其他投资现金流	(6,590)	(10,654)	(8,228)	(9,793)	(9,010)
投资活动产生的现金流	(3,818)	(6,819)	(1,155)	(1,717)	(1,031)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	5,822	2,031	(2,726)	45	53
支付股息	(3,310)	(3,310)	(3,397)	(3,666)	(4,054)
其他融资现金流	(4,427)	(3,740)	(1,088)	163	186
融资活动产生的现金流	(1,915)	(5,019)	(7,211)	(3,458)	(3,815)
现金变动	2,753	(2,462)	1,937	7,566	6,574
期初现金	29,895	32,588	30,431	32,368	39,935
公司自由现金流	4,668	2,558	9,149	11,025	10,389
权益自由现金流	10,398	4,474	6,293	10,934	10,289

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	32,588	30,431	32,368	39,935	46,509
应收帐款	33,335	35,494	35,119	41,152	41,079
库存	9,944	11,412	5,421	15,720	6,899
其他流动资产	2,896	3,564	4,138	3,775	4,485
流动资产总计	78,763	80,901	77,046	100,583	98,972
固定资产	20,284	25,129	25,300	25,629	25,199
无形资产	2,799	3,651	3,641	3,706	3,612
其他长期资产	17,245	19,333	20,818	22,325	23,897
长期资产总计	40,328	48,113	49,758	51,660	52,707
总资产	123,373	133,687	131,366	156,664	155,885
应付帐款	45,551	47,354	43,094	58,326	50,092
短期债务	4,055	5,251	2,500	2,500	2,500
其他流动负债	17,117	15,473	14,596	17,227	16,443
流动负债总计	66,723	68,078	60,189	78,053	69,036
长期借款	633	4,315	4,315	4,315	4,315
其他长期负债	6,083	6,666	6,799	7,037	7,318
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
储备	36,269	40,979	45,131	49,611	54,566
股东权益	39,422	44,131	48,283	52,764	57,718
少数股东权益	8,651	9,263	11,780	14,495	17,498
总负债及权益	123,373	133,687	131,366	156,664	155,885
每股帐面价值(人民币)	12.50	14.00	15.31	16.74	18.31
每股有形资产(人民币)	11.62	12.84	14.16	15.56	17.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.85)	(6.62)	(8.11)	(10.50)	(12.59)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.4	5.8	5.8	6.1	6.3
息税前利润率(%)	4.2	3.4	3.4	3.5	3.7
税前利润率(%)	7.5	7.3	6.8	6.9	7.0
净利率(%)	4.7	5.1	4.6	4.7	4.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	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)	1.0	1.0	1.2	1.1	1.3
估值					
市盈率(倍)	9.8	8.0	8.5	7.9	7.1
核心业务市盈率(倍)	9.8	8.0	8.5	7.8	7.1
市净率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	7.6	6.9	6.2	5.0	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	4.8	4.1	2.9	2.0
周转率					
存货周转天数	26.1	28.6	21.7	25.5	25.3
应收帐款周转天数	80.0	79.9	78.8	79.6	79.4
应付帐款周转天数	108.0	107.9	101.0	105.8	104.8
回报率					
股息支付率(%)	50.5	41.2	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	17.4	19.2	16.3	16.1	16.3
资产收益率(%)	4.5	3.8	3.8	3.8	4.0
已运用资本收益率(%)	3.2	3.5	2.9	2.9	2.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限公司不得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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371