

信义山证 汇通天下

证券研究报告

汽车

华域汽车(600741.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

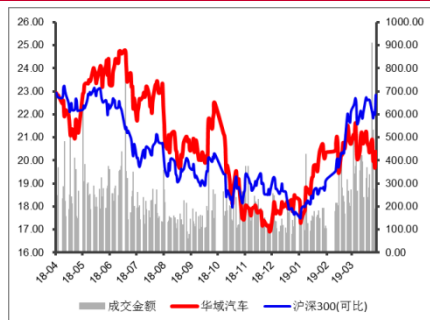
业务多点布局，新能源、智能业务持续推进

买入

2019年4月1日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年3月29日

收盘价(元):	20.38
年内最高/最低(元):	21.85/17.01
流通A股/总股本(亿):	31.53/31.53
流通A股市值(亿):	642.53
总市值(亿):	642.53

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	2.55
每股净资产(元):	14.39
净资产收益率:	18.53%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张 湃：0351-8686797

李召麒：010-83496307

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 2018年，按合并报表口径，公司实现营业收入1,571.70亿元（同比+11.88%），实现归属于上市公司股东的净利润80.27亿元（同比+22.48%）。

事件点评

➢ 业绩持续提升，2018Q4盈利能力明显改善。2018年公司销售费用率、管理费用率分别为1.42%、8.46%，分别较2017年增加0.06pct、0.12pct，财务费用率为-0.07%，较2017年下降0.01pct，销售毛利率13.80%（较2017年下降0.67pct），销售净利率6.65%（较2017年提升0.15pct）。2018Q4公司销售费用率、管理费用率分别为1.41%、3.73%，分别较2018Q3下降0.08pct、5.53pct，财务费用率为0.002%，较2018Q3提升0.148pct，销售毛利率13.69%（较2018Q3下降0.64pct），销售净利率5.63%（较2018Q3提升0.02pct）。

➢ 研发多点布局，技术优势提升。一方面，主要受华域视觉纳入合并财务报表范围以及研发投入增加影响，公司研发费用大幅增加，2018年公司研发费用51.33亿元，同比增加21.95%，同时，公司及所属企业研发经费汇总累计投入约85.26亿元。另一方面，公司着重区域布局，截至2018年末，公司及所属企业在全国设立有355个研发、制造和服务基地，拥有专利超过5,000项，74家所属企业拥有高新技术企业称号，3家企业拥有国家认定企业技术中心（分中心）资质，25家企业拥有上海市级企业技术中心称号，18家企业获得ISO/IEC17025国家认可实验室证书。

➢ 上海小系车灯收购完成，为公司提供业绩增长点。公司在2018年度购买了华域视觉（原名“上海小系车灯有限公司”）50%股权，正式将其纳入合并财务报表合并范围。从2018年表现来看，华域视觉汽车照明业务实现快速增长，为公司的车灯业务提供了业绩增长点，公司本年车灯累计产销量分别为7028、6882万件，同比分别增长6.04%和6.25%。而华域视觉作为国内车灯行业的龙头，客户基础坚实，技术优势领先，有望持续稳定地为公司提供业绩增长点。

➢ 新能源领域业务颇见成效，智能互联领域持续推进。一是华域汽车电动系统有限公司已为荣威、MG等多款纯电动车型提供了驱动电机产品的配套，规模效应初显；二是华域麦格纳电驱动系统有限公司正按照德国



大众全球纯电动车平台（MEB）供货要求，有序推进电驱动系统的开发及生产准备等工作；三是公司设立了子公司延锋汽车智能安全系统有限公司，着力发展汽车乘员安全系统；四是公司技术中心和电子分公司 24GHz 后向毫米波雷达实现批产供货。整体来看，汽车电动化、智能化、网联化是未来汽车行业的重要发展方向，而公司在多个关键节点都进行了布局，且研发和产业投入仍然在持续加大，积极布局相关业务，技术优势持续加大，产业链协同作战能力持续加强。

➤ **海内外双管齐下，客户结构完善。**从国内情况看，公司与国内众多整车企业建立了良好的长期合作关系，其中不乏上汽大众、上汽通用、一汽大众、长安福特、东风日产等优质整车企业，而上汽不仅是公司营业收入占比最大的整车客户，也是国内整车龙头（2018 年上汽集团汽车产销量市占率约 25.1%），为公司业绩提供了更高的安全边际。从国外情况看，公司轻量化铸铝、油箱系统及汽车电子等部分优势业务和产品已进入欧、美、韩、澳及东南亚等地区市场，公司子公司延锋汽车内饰系统有限公司在全球汽车内饰市场保持较高占有率，主要覆盖奔驰、宝马、福特、大众、通用等全球整车企业。

投资建议

➤ 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.59\2.72\2.94，对应公司 3 月 29 日收盘价 20.38 元，2019-2021 年 PE 分别为 7.88\7.50\6.93，维持“买入”评级。

存在风险：

➤ 汽车行业景气度持续下行；产品配套车型销量不及预期；宏观经济持续下行。

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	140,487.3	157,170.2	171,158.4	86,049.2	203,165.7	成长性					
减:营业成本	120,160.4	135,483.8	147,572.8	160,597.6	175,225.0	营业收入增长率	13.0%	11.9%	8.9%	8.7%	9.2%
营业税费	605.3	566.5	658.6	715.9	781.8	营业利润增长率	9.5%	6.4%	7.2%	4.1%	7.3%
销售费用	1,912.3	2,238.5	2,481.8	2,716.3	2,986.5	净利润增长率	8.4%	50.1%	-21.3%	3.2%	10.6%
管理费用	11,720.1	8,161.0	12,648.8	13,749.2	15,014.1	EBITDA 增长率	5.6%	57.9%	-24.3%	4.2%	7.3%
财务费用	-91.9	-114.8	-2.5	1.0	1.0	EBIT 增长率	9.7%	10.7%	1.6%	4.2%	7.3%
资产减值损失	132.2	257.0	189.9	173.2	173.2	NOPLAT 增长率	7.9%	22.5%	1.6%	5.0%	8.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.3%	49.5%	-37.6%	14.3%	-24.9%
投资和汇兑收益	3,877.4	5,064.9	4,151.8	4,151.8	4,151.8	净资产增长率	8.9%	9.4%	20.9%	19.0%	16.9%
营业利润	10,305.1	10,965.8	11,760.8	12,247.7	13,135.8						
加:营业外净收支	187.2	556.5	190.0	178.6	125.9	利润率					
利润总额	10,492.3	11,522.3	11,950.8	12,426.3	13,261.8	毛利率	14.5%	13.8%	13.8%	13.7%	13.8%
减:所得税	1,361.4	1,076.8	1,792.6	1,863.9	1,989.3	营业利润率	7.3%	7.0%	6.9%	6.6%	6.5%
净利润	6,553.9	8,027.2	8,158.2	8,562.3	9,272.5	净利润率	4.7%	5.1%	4.8%	4.6%	4.6%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBITDA/营业收入	9.1%	12.3%	8.9%	8.4%	8.5%
货币资金	32,587.9	30,431.0	45,708.0	56,609.8	74,438.0	EBIT/营业收入	7.0%	9.9%	6.9%	6.6%	6.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收帐款	28,500.6	28,466.9	34,495.9	37,497.0	40,946.7	投资回报率					
应收票据	4,834.6	7,027.3	-	-	-	ROE	15.9%	17.7%	15.5%	14.0%	13.1%
预付帐款	938.8	733.6	1,004.6	1,093.3	1,192.9	ROA	7.4%	7.8%	7.0%	6.7%	6.4%
存货	9,943.7	11,412.4	11,287.3	12,554.8	14,090.3	ROIC	64.5%	57.4%	39.0%	65.2%	61.2%
其他流动资产	1,957.1	2,830.1	2,124.2	2,188.0	2,253.6						
可供出售金融资产	3,711.2	3,086.7	3,589.0	3,589.0	3,589.0	费用率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	销售费用率	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
长期股权投资	12,443.3	13,742.9	13,742.9	13,742.9	13,742.9	管理费用率	8.3%	5.2%	7.4%	7.4%	7.4%
投资性房地产	417.2	380.7	380.7	380.7	380.7	财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
固定资产	16,204.0	20,532.4	18,758.9	17,279.0	15,247.1	三费/营业收入	9.6%	6.5%	8.8%	8.9%	8.9%
在建工程	4,079.8	4,596.9	3,992.4	3,144.3	1,976.6						
无形资产	2,799.4	3,650.7	3,183.5	2,716.3	2,249.2	运营效率					
其他非流动资产	4,384.1	5,209.4	5,365.7	5,526.7	5,692.5	固定资产周转天数	40	42	41	35	29
资产总额	123,372.6	133,686.9	144,992.2	157,453.8	176,703.8	流动资产周转天数	188	183	185	198	215
短期借款	4,054.9	5,251.2	3,608.4	3,608.4	4,130.7	应收帐款周转天数	67	65	66	66	66
应付票据	4,650.5	5,235.5	5,701.5	6,197.5	6,767.7	存货周转天数	26	28	25	27	27
应付账款	40,900.3	42,118.4	47,590.0	51,790.3	56,507.4	总资产周转天数	296	294	293	293	296
其他流动负债	6,083.0	6,665.5	6,998.8	7,348.7	7,716.2						
长期借款	632.7	4,315.3	-	-	-	偿债能力					
其他非流动负债	6,083.0	6,665.5	6,998.8	7,348.7	7,716.2	资产负债率	59.5%	59.1%	54.4%	50.1%	48.0%
负债总额	73,438.3	79,059.1	78,925.5	78,824.8	84,813.9	负债权益比	147.1%	144.7%	119.5%	100.2%	92.3%
股本	3,152.7	3,152.7	3,152.7	3,152.7	3,152.7	流动比率	1.18	1.19	1.32	1.54	1.72
资本公积与留存收益	23,473.0	28,100.4	36,258.5	44,820.8	54,093.3	速动比率	1.03	1.02	1.16	1.36	1.54
少数股东权益	8,650.7	9,263.3	13,263.3	17,263.3	21,263.3	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
股东权益	49,934.3	54,627.8	66,066.6	78,629.0	91,889.8						
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	9,130.9	10,445.5	8,158.2	8,562.3	9,272.5	EPS(元)	2.08	2.55	2.59	2.72	2.94
加:折旧和摊销	132.2	257.0	-	-	-	BVPS(元)	13.09	14.39	16.75	19.46	22.40
资产减值准备	3,167.2	3,923.0	3,395.3	3,395.3	4,167.1	PE(X)	9.8	8.0	7.9	7.5	6.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
财务费用	344.7	455.2	-2.5	1.0	1.0	P/FCF	10.3	40.8	5.2	9.4	4.7
投资收益	-3,923.9	-5,587.5	-4,151.8	-4,151.8	-4,151.8	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	2,576.9	2,418.3	2,000.0	2,000.0	2,000.0	EV/EBITDA	5.4	2.0	1.8	1.4	0.4
营运资金的变动	-1,392.7	-738.8	6,829.3	-5,013.7	958.1	CAGR(%)	5.0%	2.6%	5.8%	5.0%	2.6%
经营活动产生现金流量	8,486.1	9,376.1	16,228.5	4,793.2	12,247.0	PEG	197.1%	311.2%	136.3%	150.9%	269.4%
投资活动产生现金流量	-3,818.3	-6,818.5	3,099.0	3,551.3	3,651.8						
融资活动产生现金流量	-1,915.2	-5,019.3	-2,407.7	2,557.3	1,407.0						

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。