华域汽车

600741.SH

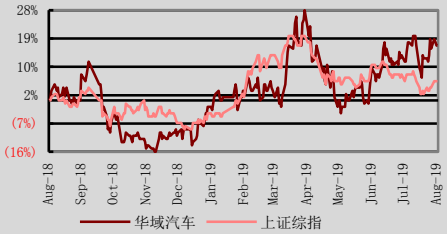
买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 22.48

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	29.2	4.3	17.5	17.1
相对上证指数	12.2	4.4	17.8	10.9

发行股数(百万)	3,153
流通股 (%)	91
总市值(人民币 百万)	70,873
3 个月日均交易额(人民币 百万)	260
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 8 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

《华域汽车——业绩符合预期，智能电动空间广阔》 20190425

《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

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

业绩符合预期，智能电动持续推进

公司发布 2019 年中报，实现营业收入 705.6 亿元，同比下滑 13.6%，归属于上市公司股东的净利润为 33.6 亿元，同比下滑 29.5%；扣非后归母净利润 28.1 亿元，同比下滑 15.9%；每股收益 1.07 元，业绩符合预期。车市景气度下行，公司是国内零部件巨头，不断拓展优质客户，有望优于行业整体表现，长期配置价值凸显。公司在新能源、智能驾驶等领域均有完善布局，走在行业前沿，未来发展空间巨大。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.23 元、2.46 元和 2.71 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **车市下行业绩承压，毛利率有所提升。**2019H1 行业与上汽集团销量同比分别下滑 11.8%、16.6%，公司收入同比下滑 13.6%，基本与行业降幅相符。上半年主要原材料铝材、热轧卷板均价低于去年同期，原材料价格有所回落与产品结构调整，公司整体毛利率 14.7%，同比提升 1.1pct。销售费用同比-14.1%，与营收降幅基本一致；管理费用同比-3.0%，主要是费用相对刚性；小糸并表与持续在智能化、电动化领域投入研发，研发费用同比+8.4%；借款利息增加导致财务费用大增 34.6%；四项费用率共 10.5%，同比+1.4 pct。去年同期公司完成小糸车灯收购并表，确认股权一次性溢价 9.26 亿元为投资收益，导致归母净利润同比大幅下滑，扣非后同比下滑 15.9%。其中 Q2 收入-15.4%，毛利率同比+1.0pct，销售、管理、研发费用分别下滑 15.6%、2.8%、7.1%，财务费用下降 0.5 亿，四项费用率同比+0.9 pct，归母净利润下滑 18.5%。预计下半年乘用车市场有望逐步走强，公司业绩有望改善。
- **智能电动产业化持续推进，未来发展空间广阔。**公司 24GHz 后向毫米波雷达已实现稳定供货，应用于大巴的具有自动紧急刹车功能的 77GHz 前向毫米波雷达成为国内首款通过国家法规测试的产品，实现对金龙客车的批产供货；华域麦格纳电驱动与华域电动顺利推进大众 MEB 平台产品开发及生产准备工作的同时，获得通用汽车 BEV3 平台全球电驱动与驱动电机项目定点，公司下属企业在电动空调压缩机、电动转向机、电池托盘等业务方面已获得上汽大众 MEB、MQB，上汽通用 BEV3 等多个平台的新能源汽车定点，48ViBSG 获得华晨宝马 3 系/5 系、X3/X5 等车型定点。公司掌握智能电动核心技术，处于自主汽车零部件行业领先地位，并已开启产业化进程，未来空间广阔。
- **持续成长的零部件巨头，未来发展前景看好。**公司优化部分业务股权结构，聚焦核心业务，完成出售上海天合 50%股权；收购萨克斯动力剩余 50%股权，作为传动系统模块业务的自主发展平台；子公司拟收购上海实业交通剩余 30%的股权。公司客户拓展顺利，延锋内饰获得宝马 X5、奔驰 206 等平台的全套内饰全球业务定点；华域视觉、博世华域转向公司分别获得广汽丰田紧凑型 SUV 前后车灯、广汽本田雅阁车型转向系统等业务定点；子公司获得特斯拉上海国产车型电池盒及车身分拼总成件、座椅整椅、保险杠等业务定点。公司优化业务股权结构，不断拓展优质客户，未来发展空间巨大。

估值

- 车市整体下行，我们下调了预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.23 元、2.46 元和 2.71 元，公司低估值高股息（2019 年 10.1xPE，股息率 4.5%），智能互联、新能源等领域发展空间广阔，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	149,312	159,764	172,545
变动(%)	13	12	(5)	7	8
净利润(人民币 百万)	6,554	8,027	7,010	7,739	8,548
全面摊薄每股收益(人民币)	2.079	2.546	2.223	2.455	2.711
变动(%)	7.9	22.5	(12.7)	10.4	10.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.394	2.584	2.857
调整幅度(%)			(7.1)	(5.0)	(5.1)
全面摊薄市盈率(倍)	10.8	8.8	10.1	9.2	8.3
价格/每股现金流量(倍)	8.4	7.6	9.2	5.1	7.8
每股现金流量(人民币)	2.69	2.97	2.46	4.42	2.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.8	5.5	5.5	3.9	3.0
每股股息(人民币)	1.050	1.050	1.001	1.105	1.220
股息率(%)	4.7	4.7	4.5	4.9	5.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

图表 1. 华域汽车 2019 中报业绩摘要

(人民币，亿元)	2019H1	2018H1	同比变动(%)
营业总收入	705.6	816.3	(13.6)
营业利润	47.0	64.8	(27.5)
净利润	43.8	62.0	(29.4)
归属于上市公司股东的净利润	33.6	47.7	(29.5)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	28.1	33.4	(15.9)
营业成本	602.0	705.2	(14.6)
毛利润	103.6	111.1	(6.8)
销售费用	9.8	11.5	(14.1)
管理费用	39.2	40.4	(3.0)
研发费用	25.3	23.3	8.4
财务费用	(0.4)	(0.6)	34.6
资产+信用减值损失	0.5	0.3	63.4
销售费用率(%)	1.4	1.4	
管理费用率(%)	5.6	4.9	
研发费用率(%)	3.6	2.9	
财务费用率(%)	(0.1)	(0.1)	
毛利率(%)	14.7	13.6	
净利率(%)	6.2	7.6	

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 华域汽车 2019 二季度业绩摘要

(人民币，亿元)	2019Q2	2018Q2	同比变动(%)
营业收入	349.9	413.8	(15.4)
营业利润	23.1	29.0	(20.3)
净利润	20.4	25.2	(18.9)
归属于上市公司股东的净利润	15.2	18.6	(18.5)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	14.5	17.4	(16.6)
营业成本	297.1	355.2	(16.4)
毛利润	52.8	58.5	(9.8)
销售费用	4.9	5.8	(15.6)
管理费用	19.9	20.5	(2.8)
研发费用	12.4	13.4	(7.1)
财务费用	(0.4)	0.1	(745.5)
资产+信用减值损失	0.4	0.1	241.4
销售费用率(%)	1.4	1.4	
管理费用率(%)	5.7	4.9	
研发费用率(%)	3.6	3.2	
财务费用率(%)	(0.1)	0.0	
毛利率(%)	15.1	14.1	
净利率(%)	5.8	6.1	

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**	**149,312**	**159,764**	**172,545**
销售成本	(120,766	(136,050	(128,90	(138,16	(149,07
经营费用	(10,766)	(12,058)	(11,740)	(11,541)	(12,105)
息税折旧前利润	**8,956**	**9,062**	**8,671**	**10,059**	**11,361**
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**	**4,757**	**5,567**	**6,357**
净利息收入/(费用)	92	115	108	107	123
其他收益/(损失)	4,443	6,077	5,463	5,727	6,114
税前利润	**10,492**	**11,522**	**10,328**	**11,401**	**12,594**
所得税	(1,361)	(1,077)	(981)	(1,083)	(1,196)
少数股东权益	(2,577)	(2,418)	(2,337)	(2,580)	(2,849)
净利润	**6,554**	**8,027**	**7,010**	**7,739**	**8,548**
核心净利润	**6,578**	**8,079**	**7,061**	**7,792**	**8,603**
每股收益 (人民币)	2.079	2.546	2.223	2.455	2.711
核心每股收益 (人民币)	2.087	2.563	2.240	2.472	2.729
每股股息 (人民币)	1.050	1.050	1.001	1.105	1.220
收入增长(%)	13	12	(5)	7	8
息税前利润增长(%)	3	(11)	(11)	17	14
息税折旧前利润增长(%)	8	1	(4)	16	13
每股收益增长(%)	8	22	(13)	10	10
核心每股收益增长(%)	7	23	(13)	10	10

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	29,937	38,847	43,227
应收帐款	33,335	35,494	29,008	40,663	34,453
库存	9,944	11,412	3,925	15,387	5,275
其他流动资产	2,896	3,564	3,834	3,643	4,161
流动资产总计	**78,763**	**80,901**	**66,705**	**98,540**	**87,115**
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	20,583	22,083	23,644
长期资产总计	**40,328**	**48,113**	**49,524**	**51,418**	**52,455**
总资产	**123,373**	**133,687**	**120,790**	**154,378**	**143,776**
应付帐款	45,551	47,354	35,056	57,588	41,448
短期债务	4,055	5,251	2,500	2,500	2,500
其他流动负债	17,117	15,473	12,834	16,827	14,544
流动负债总计	**66,723**	**68,078**	**50,389**	**76,914**	**58,492**
长期借款	633	4,315	4,315	4,315	4,315
其他长期负债	6,083	6,666	6,499	6,726	6,995
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
储备	36,269	40,979	44,834	49,090	53,792
股东权益	**39,422**	**44,131**	**47,987**	**52,243**	**56,944**
少数股东权益	8,651	9,263	11,600	14,179	17,029
总负债及权益	**123,373**	**133,687**	**120,790**	**154,378**	**143,776**
每股帐面价值 (人民币)	12.50	14.00	15.22	16.57	18.06
每股有形资产 (人民币)	11.62	12.84	14.07	15.40	16.92
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.85)	(6.62)	(7.33)	(10.16)	(11.55)

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	10,328	11,401	12,594
折旧与摊销	2,999	3,732	3,914	4,491	5,004
净利息费用	(92)	(115)	(108)	(107)	(123)
运营资本变动	2,058	693	(8,625)	14,929	(12,887
税金	1,216	1,342	(981)	(1,083)	(1,196)
其他经营现金流	(8,186)	(7,798)	3,215	(15,697	5,661
经营活动产生的现金流	**8,486**	**9,376**	**7,742**	**13,934**	**9,052**
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	(2,783)	43	51
支付股息	(3,310)	(3,310)	(3,154)	(3,482)	(3,847)
其他融资现金流	(4,427)	(3,740)	(1,144)	133	154
融资活动产生的现金流	**(1,915)**	**(5,019)**	**(7,081)**	**(3,306)**	**(3,642)**
现金变动	2,753	(2,462)	(494)	8,910	4,379
期初现金	29,895	32,588	30,431	29,937	38,847
公司自由现金流	4,668	2,558	6,587	12,216	8,021
权益自由现金流	10,398	4,474	3,697	12,152	7,949

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	6.3	6.6
息税前利润率(%)	4.2	3.4	3.2	3.5	3.7
税前利润率(%)	7.5	7.3	6.9	7.1	7.3
净利率(%)	4.7	5.1	4.7	4.8	5.0
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.5
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	1.4
估值					
市盈率 (倍)	10.8	8.8	10.1	9.2	8.3
核心业务市盈率(倍)	10.8	8.8	10.0	9.1	8.2
市净率 (倍)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2
价格/现金流 (倍)	8.4	7.6	9.2	5.1	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.8	5.5	5.5	3.9	3.0
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	100.7	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	15.2	15.4	15.7
资产收益率 (%)	4.5	3.8	3.4	3.7	3.9
已运用资本收益率(%)	3.2	3.5	2.7	2.8	2.8

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，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