

600741.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.95

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	(20.5)	(21.0)	(26.5)	(12.1)
相对上证指数	(11.2)	(14.4)	(17.0)	1.6

发行股数(百万)	3,153
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	66,050
3 个月日均交易额(人民币 百万)	510
净负债比率(%) (2020E)	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, 中银证券
以 2020 年 4 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

《华域汽车——业绩表现稳健, 智能电动空间广阔》20191030

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

业绩基本符合预期, 智能电动产业化持续推进

公司发布 2019 年报, 2019 年实现营业收入 1,440.2 亿元, 同比下滑 8.4%, 归属于上市公司股东的净利润为 64.6 亿元, 同比下滑 19.5%; 扣非后归母净利润 55.7 亿元, 同比下滑 11.8%; 每股收益 2.05 元, 业绩基本符合预期; 拟每 10 股派发现金红利 8.50 元 (含税)。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, 业绩稳健, 公司低估值高股息 (2019 年 10.2xPE, 股息率 4.1%), 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 2020-2022 年每股收益分别为 1.94 元、2.11 元和 2.25 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 车市下行业绩承压, 五大板块业务收入与净利润均现下滑。上汽集团是公司第一大客户, 营收占比 56.8%, 2019 年行业与上汽集团产量同比分别下滑 7.5%、11.8%, 受益于公司推行中性化、国际化战略, 公司收入同比下滑 8.4%, 基本与行业降幅相符。2019 年主要原材料价格有所回落与产品、客户结构调整, 公司毛利率 14.5%, 同比+0.7pct。销售费用同比-12.4%主要是物流费用及三包损失减少所致; 管理费用同比-1.6%主要是办公及运营费用减少所致; 公司持续在智能化、电动化领域投入研发, 研发费用同比+2.6%; 汇兑损失增加导致财务费用同比+50.0%; 四项费用率共 10.6%, 同比+0.8pct。公司 2018 年完成小系车灯收购并表, 确认股权一次性溢价 9.26 亿元为投资收益, 导致 2019 年归母净利润同比-19.5%, 扣非后同比-11.8%。分业务板块看, 2019 年公司内外饰件、金属件、功能件、电子电器件、热加工件收入同比分别下滑 8.6%、13.7%、9.9%、2.0%、20.0%, 净利润分别下滑 19.3%、25.8%、8.3%、53.8%、57.6%。

■ 2019Q4 公司收入基本持平, 扣非后利润环比改善。2019Q4 行业产量增长 3.5%、上汽集团微降 0.5%; 公司收入+0.1%, 毛利率 14.3%, 同比+0.8pct; 销售、管理、研发费用同比分别-4.4%、+19.3%、-16.1%, 四项费用率 10.6%, 同比+0.1pct; 资产与信用减值损失 3.1 亿, 同比+1.5 亿, 投资收益与政府补助同比有所减少, 导致 Q4 归母净利润下滑 7.6%; Q4 扣非后归母净利润下滑 5.0%, 降幅环比收窄 4.5 pct。

■ 智能电动产业化持续推进, 未来发展空间广阔。智能化领域公司 24GHz 后向毫米波雷达实现稳定供货, 应用于大巴 77GHz 前向毫米波雷达实现量产, 对金龙客车批产供货, 77GHz 前向毫米波雷达和角雷达应用于上汽红岩智能重卡 5G 自动驾驶项目示范运行, 并积极拓展乘用车客户; 以座舱域控制器为核心, 包括显示屏、智能开关、HMI 交互、座舱声学在内的智能座舱整体解决方案已完成第一代概念产品样件开发。在新能源领域 2019 年公司收获颇丰, 共销售驱动电机 8 万台, 电动压缩机 20.8 万台, 电池管理系统 10.48 万台, 电池托盘 2.28 万件, 48V 启动发电一体机 5.3 万台套; 华域麦格纳电驱动与华域电动顺利推进大众 MEB 平台项目, 预计 2020 年下半年陆续投产供货, 并获得通用汽车 BEV3 平台全球电驱动与驱动电机项目定点, 公司下属企业多项业务获得上汽大众 MEB 及 MQB、上汽通用 BEV3 等多个平台的新能源汽车定点。公司积极拓展新兴客户, 内饰、座椅、保险杠、电池盒及车身结构件等多业务实现对特斯拉国产车型的配套供货。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。

估值

■ 受新冠疫情影响, 我们下调预测, 预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.94 元、2.11 元和 2.25 元, 公司在智能网联、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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	157,170	144,024	129,621	138,695	145,629
变动(%)	12	(8)	(10)	7	5
净利润(人民币 百万)	13,161	6,463	6,129	6,652	7,091
全面摊薄每股收益(人民币)	2.546	2.050	1.944	2.110	2.249
变动(%)	22.5	(19.5)	(5.2)	8.5	6.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.390	2.641	n.a.
调整幅度(%)			(18.7)	(20.1)	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	8.2	10.2	10.8	9.9	9.3
价格/每股现金流量(倍)	7.0	6.8	7.6	6.7	6.4
每股现金流量(人民币)	2.97	3.06	2.77	3.12	3.29
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	4.8	4.4	3.2	2.1
每股股息(人民币)	1.050	0.850	0.807	0.876	0.933
股息率(%)	5.0	4.1	3.9	4.2	4.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 华域汽车 2019 年业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018 年	2019 年	同比变动(%)
营业总收入	1571.7	1440.2	(8.4)
营业利润	109.7	91.6	(16.5)
净利润	104.5	85.2	(18.5)
归属于上市公司股东的净利润	80.3	64.6	(19.5)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	63.1	55.7	(11.8)
营业成本	1354.8	1232.0	(9.1)
毛利润	216.9	208.3	(4.0)
销售费用	22.4	19.6	(12.4)
管理费用	81.6	80.3	(1.6)
研发费用	51.3	52.6	2.6
财务费用	(1.1)	(0.6)	50.0
资产+信用减值损失	2.6	4.1	58.3
销售费用率(%)	1.4	1.4	
管理费用率(%)	5.2	5.6	
研发费用率(%)	3.3	3.7	
财务费用率(%)	(0.1)	(0.0)	
毛利率(%)	13.8	14.5	
净利率(%)	5.1	4.5	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 华域汽车 2019 四季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018Q4	2019Q4	同比变动(%)
营业收入	383.7	384.3	0.1
营业利润	22.2	22.1	(0.3)
净利润	21.6	21.3	(1.2)
归属于上市公司股东的净利润	16.6	15.4	(7.6)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	14.6	13.9	(5.0)
营业成本	331.2	329.5	(0.5)
毛利润	52.5	54.8	4.3
销售费用	5.4	5.2	(4.4)
管理费用	17.8	21.2	19.3
研发费用	17.0	14.3	(16.1)
财务费用	0.0	(0.1)	-
资产+信用减值损失	1.6	3.1	92.2
销售费用率(%)	1.4	1.3	
管理费用率(%)	3.7	5.5	
研发费用率(%)	5.3	3.7	
财务费用率(%)	0.0	(0.0)	
毛利率(%)	13.7	14.3	
净利率(%)	4.3	4.0	

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	157,170	144,024	129,621	138,695	145,629
销售成本	(136,050)	(123,688)	(110,83)	(118,556)	(124,47)
经营费用	(6,925)	(11,307)	(9,714)	(10,229)	(10,518)
息税折旧前利润	14,195	9,028	9,068	9,909	10,641
折旧及摊销	(3,732)	(4,356)	(4,672)	(5,011)	(5,362)
经营利润(息税前利润)	10,463	4,673	4,396	4,898	5,280
净利息收入/(费用)	115	57	70	75	80
其他收益/(损失)	6,077	4,705	4,584	4,848	5,110
税前利润	16,656	9,435	9,050	9,822	10,470
所得税	(1,077)	(919)	(878)	(953)	(1,016)
少数股东权益	(2,418)	(2,053)	(2,043)	(2,217)	(2,364)
净利润	13,161	6,463	6,129	6,652	7,091
核心净利润	13,197	6,490	6,155	6,678	7,118
每股收益(人民币)	2.546	2.050	1.944	2.110	2.249
核心每股收益(人民币)	4.186	2.059	1.952	2.118	2.258
每股股息(人民币)	1.050	0.850	0.807	0.876	0.933
收入增长(%)	12	(8)	(10)	7	5
息税前利润增长(%)	76	(55)	(6)	11	8
息税折旧前利润增长(%)	59	(36)	0	9	7
每股收益增长(%)	22	(19)	(5)	9	7
核心每股收益增长(%)	113	(51)	(5)	9	7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	16,656	9,435	9,050	9,822	10,470
折旧与摊销	3,732	4,356	4,672	5,011	5,362
净利息费用	(115)	(57)	(70)	(75)	(80)
运营资本变动	693	(1,108)	(9,705)	14,134	(13,431)
税金	(3,792)	1,135	(878)	(953)	(1,016)
其他经营现金流	(7,798)	(4,104)	5,652	(18,108)	9,065
经营活动产生的现金流	9,376	9,656	8,721	9,831	10,370
购买固定资产净值	851	211	3,299	2,100	2,699
投资减少/增加	2,984	3,594	3,043	3,514	3,578
其他投资现金流	(10,654)	(5,443)	(6,561)	(4,163)	(5,362)
投资活动产生的现金流	(6,819)	(1,638)	(220)	1,451	916
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,031	582	(2,630)	33	25
支付股息	(3,310)	(2,680)	(2,544)	(2,760)	(2,943)
其他融资现金流	(3,740)	(3,538)	(2,251)	101	99
融资活动产生的现金流	(5,019)	(5,636)	(7,425)	(2,626)	(2,819)
现金变动	(2,462)	2,383	1,077	8,656	8,467
期初现金	32,588	30,431	32,839	33,916	42,572
公司自由现金流	2,558	8,018	8,502	11,282	11,286
权益自由现金流	4,474	8,543	5,802	11,240	11,231

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	30,431	32,839	33,916	42,572	51,039
应收帐款	35,494	30,023	23,986	36,554	26,944
库存	11,412	11,116	2,068	16,038	2,793
其他流动资产	3,564	9,538	8,864	9,452	9,459
流动资产总计	80,901	83,517	68,835	104,616	90,235
固定资产	25,129	25,819	24,486	21,823	19,388
无形资产	3,651	3,861	3,821	3,573	3,346
其他长期资产	19,333	23,972	24,209	24,981	25,804
长期资产总计	48,113	53,653	52,517	50,377	48,537
总资产	133,687	139,127	123,262	156,804	140,389
应付帐款	47,354	48,339	36,584	57,535	39,284
短期债务	5,251	6,580	4,000	4,000	4,000
其他流动负债	15,473	14,950	10,409	16,668	11,826
流动负债总计	68,078	69,869	50,993	78,203	55,110
长期借款	4,315	3,816	3,816	3,816	3,816
其他长期负债	6,666	6,742	6,405	6,629	6,794
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
储备	40,979	43,989	47,574	51,466	55,614
股东权益	44,131	47,141	50,727	54,618	58,766
少数股东权益	9,263	9,279	11,322	13,539	15,902
总负债及权益	133,687	139,127	123,262	156,804	140,389
每股帐面价值(人民币)	14.00	14.95	16.09	17.32	18.64
每股有形资产(人民币)	12.84	13.73	14.88	16.19	17.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.62)	(7.12)	(8.28)	(11.02)	(13.71)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.0	6.3	7.0	7.1	7.3
息税前利润率(%)	6.7	3.2	3.4	3.5	3.6
税前利润率(%)	10.6	6.6	7.0	7.1	7.2
净利率(%)	8.4	4.5	4.7	4.8	4.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.6
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	1.3	1.1	1.6
估值					
市盈率(倍)	8.2	10.2	10.8	9.9	9.3
核心业务市盈率(倍)	5.0	10.2	10.7	9.9	9.3
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	7.0	6.8	7.6	6.7	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	4.8	4.4	3.2	2.1
周转率					
存货周转天数	28.6	33.2	21.7	27.9	27.6
应收帐款周转天数	79.9	83.0	76.0	79.7	79.6
应付帐款周转天数	107.9	121.3	119.6	123.8	121.3
回报率					
股息支付率(%)	25.2	41.5	41.5	41.5	41.5
净资产收益率(%)	31.5	14.2	12.5	12.6	12.5
资产收益率(%)	7.6	3.1	3.0	3.2	3.2
已运用资本收益率(%)	3.5	2.5	2.2	2.3	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 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