

华域汽车（600741）：出售线束股权，聚焦优势业务

2020 年 07 月 07 日

推荐/维持

华域汽车

公司报告

事件：公司发布公告称，全资子公司上海实业交通电器有限公司同李尔公司签署《框架协议》。根据协议有关约定，实业交通拟以 6.26 亿元人民币的价格向李尔中国出售其持有的上海李尔实业交通汽车部件有限公司（以下简称：李尔实业交通）45%股权。

李尔实业交通的主营业务为汽车线束，客户主要为上汽集团旗下的整车厂。公司目前由李尔、华域分别持股 55%、45%。2019 年，按经审计报表口径，李尔实业交通总资产为 9.61 亿元，净资产为 5.05 亿元，营业收入为 14.94 亿元；2020 年 1—3 月，李尔实业交通的营业收入为 0.71 亿元。

我们认为华域汽车通过积极梳理旗下业务，将聚焦新能源车专用件中公司更加有竞争力的部分。整体盈利能力有望提升。

- ◆ **线束行业未来存变数。**高压线束由于性能要求与传统低压线束迥异，其行业格局与传统线束行业也有一定差别。目前在国内的高压线束领域，泰科、安波福等传统外资巨头仍然具有优势，同时昆山沪光等民营企业发展迅速。然而李尔实业交通在高压线束领域产品较少。在行业出清的背景下，后发企业追赶难度较大。
- ◆ **汽车线束或大幅简化，低压线束行业存在大幅萎缩的可能性。**特斯拉 Model 3 的线束长度相比 Model S 降低了一半。未来随着 OTA 和域控制器的普及，以及轻量化需求的迫切，汽车线束还将进一步优化。

盈利预测及投资建议：预计公司 2020-2022 年营收分别为 1221、1392 和 1480 亿元，归母净利润分别为 48、59.7 和 67.3 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、1.89 和 2.14 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 15.6、12.6 和 11.1 倍。相比同等估值的中小型零部件企业，公司在梳理整合后的业务发展的确定性大，维持“推荐”评级。

风险提示：乘用车消费不及预期；原材料价格大增；全球化发生根本逆转。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	157,170	144,024	122,097	139,228	147,965
增长率（%）	11.9%	-8.4%	-15.2%	14.0%	6.3%
归母净利润（百万元）	8,027	6,463	4,795	5,965	6,734
增长率（%）	22.5%	-19.5%	-25.8%	24.4%	12.9%
净资产收益率（%）	17.7%	13.1%	10.0%	12.2%	13.5%
每股收益（元）	2.55	2.05	1.52	1.89	2.14
PE	9.3	11.6	15.6	12.6	11.1
PB	1.65	1.52	1.57	1.54	1.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是上汽集团旗下的零部件集团，业务包括新能源、金属成型与模具、电子电气件、功能键、内外饰件及热加工件六大板块。

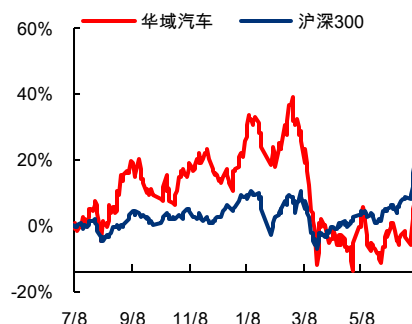
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-08-27 披露 2020 年中报

交易数据

52 周股价区间（元）	30.05-18.56
总市值（亿元）	748.77
流通市值（亿元）	748.77
总股本/流通 A 股（万股）	315,272/315,272
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.51

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘一鸣

021-25102862

liu_y_m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050003

研究助理：张觉尹

021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

1. 积极梳理旗下汽车电子业务

华域汽车旗下子公司众多，仅在汽车电子领域就有十余家。当前国内新能源车销量增速暂时处于低位，行业整合出清加剧。此时华域汽车梳理业务结构，主动退出新能源业务布局有限、增长存疑的线束业务，有望提升公司整体的竞争力。

表1：华域汽车旗下汽车电子件

板块分类	合并企业	按权益法核算的合营联营企业	
汽车电子件	上实交通	博泽部件	李尔实业交通
		法雷奥雨刮	恩坦华门
		恩坦华部件	
	华域电动	法雷奥电器	延锋电子

资料来源：公司宣传材料；东兴证券研究所

1.1 线束行业未来存变数

线束是所有汽车电子电器系统连接的承载体，相当于车辆的神经。汽车线束主要分为用于新能源车动力部分的高压线束以及用于其他部分的低压线束。

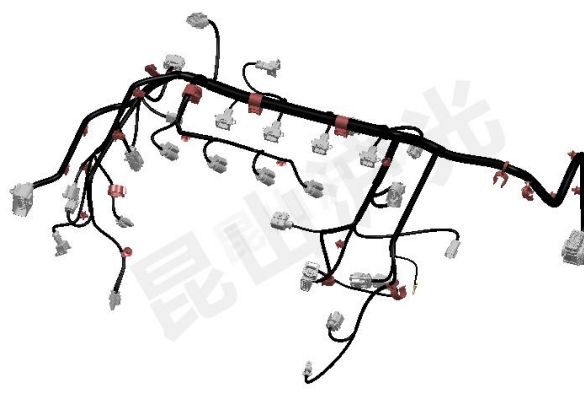
高压线束的性能要求与传统低压线束迥异，其行业格局与传统线束行业也有一定差别。高压线束上的负载可高达 600V，性能上有绝缘要求高、耐高温阻燃要求高的特点。目前在国内的高压线束领域，泰科、安波福等传统外资巨头仍然有优势，同时昆山沪光等民营企业发展迅速。

图1：高压线束



资料来源：昆山沪光官网，东兴证券研究所

图2：发动机低压线束



资料来源：昆山沪光官网，东兴证券研究所

未来随着汽车电子架构的优化，汽车线束或大幅简化，低压线束行业存在大幅萎缩的可能性。例如：特斯拉基于独特的汽车电子架构和域划分，把 Model 3 的线束长度从 Model S 的 3km 缩短到 1.5km。根据海外研究机构的拆解结果，Model Y 的线束长度暂时未能实现此前预测 700m。然而，过长线束带来的成本、重量问题一直是汽车行业的痛点之一，且该痛点随着汽车电子的复杂化不断加重。我们认为随着 OTA 和域概念的不断普及，汽车线束简化是大趋势，线束行业将仅有高压线束作为增长点。

1.2 果断退出线束，布局新能源主流赛道

华域汽车通过旗下全资子公司上海实业交通电器有限公司持有上海李尔实业交通汽车零部件有限公司（简称“李尔实业交通”）45%股权。李尔实业交通是华域旗下线束业务的主要所在。按经审计报表口径，李尔实业交通 2019 年底总资产为 9.61 亿元人民币，净资产为 5.05 亿元，营业收入为 14.94 亿元；2020 年 1—3 月，李尔实业交通未经审计的营业收入为 0.71 亿元。

李尔实业交通主要生产车用线束总成等产品，主要客户为上汽大众、上汽通用和上汽乘用车等整车企业。

李尔实业交通及其控股公司李尔集团在线束领域的主要业务集中在传统低压线束，在新能源车专用的高压线束领域布局有限。根据昆山沪光公司的招股书，李尔实业交通主要客户——上汽系的高压线束业务主要被昆山沪光、安波福和科世科等公司占据。

表2：国内汽车线束配套情况

车系	整车企业	主要供应商		
		整车线束	小线束	高压线束
德系	上汽大众	昆山沪光、科世科、苏州波特尼、莱尼、安波福	昆山沪光、上海金亭、李尔	昆山沪光、安波福、科世科、苏州波特尼
	一汽大众	科世得润、长春住电、安波福、李尔	昆山沪光、长春捷翼、长春灯泡电线厂	科世得润
	奥迪	科世得润、长春住电、安波福	长春捷翼	安波福、科世得润
	奔驰	莱尼、安波福	昆山沪光、德科斯米尔、耐克森	昆山沪光、德科斯米尔
	宝马	德科斯米尔、莱尼	德科斯米尔、莱尼、迈恩德	莱尼
美系	通用	安波福、上海金亭、矢崎、莱尼、昆山沪光	科世科、上海金亭、河南天海、昆山沪光	昆山沪光、安波福
	福特	安波福、李尔、矢崎、住友		莱尼、安波福、矢崎、李尔
日系		矢崎、住友、滕仓		
韩系		京信、裕罗、悠进		
内资	上汽集团	昆山沪光、李尔、天海、安波福	昆山沪光、安波福、三智	Auto-Kable、昆山沪光
	一汽集团	李尔、长春灯泡电线厂、安波福	三智	TE（泰科）
	吉利汽车	豪达、天海、滕仓、京信、李尔	天海、京信	TE（泰科）
	长城汽车	保定曼德、长春灯泡电线厂、天津精益	立讯、乐荣、景程	TE（泰科）
	奇瑞汽车	昆山沪光、河南天海、侨云电子、安波福等	/	中航光电、南京康尼、四川永贵等
	江淮汽车	昆山沪光、河南天海、安波	/	中航光电、安波福

福等

资料来源：昆山沪光招股书；东兴证券研究所

新能源车产业链的出清已经开始，各环节尾部厂商拓展份额将更加困难，华域汽车此时出售新能源车业务较少的李尔实业交通公司股权较为明智。整车方面，博郡、赛麟和拜腾等知名造车新势力遭遇资金链问题，先后停止运营。零部件方面，2020年以来许多非整车厂体系的机电电控厂商市占率大幅滑坡。新能源产业链中强者恒强的效应已经开始显现。对于华域汽车，尽早退出新能源车高压线束不占优势的李尔实业交通，聚焦已有规模优势的电机、热管理系统及新能源车动力总成是比较明智的。

表3：华域汽车旗下新能源车专用件业务

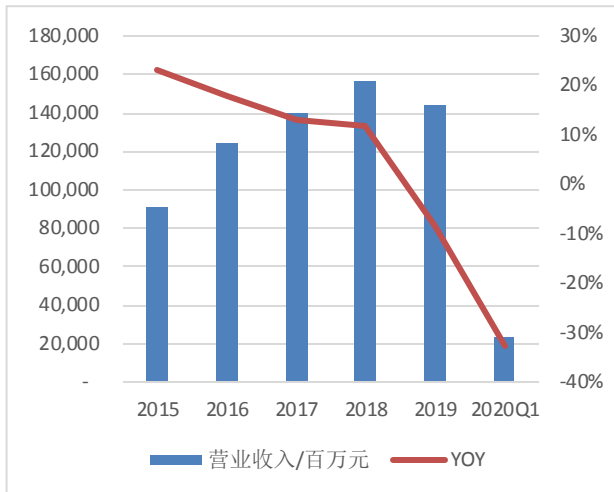
业务	推测 ASP	子公司	华域股权	合资伙伴	并表	子系统	销量/万套		项目营收/亿元	
							2018	2019	2018	2019
驱动电机及电力电子箱	3,500	华域汽车电动系统	87.5%	航天科工等	Y	电机	5.8	8.0	2.0	2.8
电动压缩机	1,500	华域三电	48.0%	三电、龙华工业	Y	热管理	13.2	20.8	2.0	3.1
热泵空调	3,000	华域三电	48.0%	三电、龙华工业	Y	热管理	2.9	3.3	0.88	0.98
新能源车空调总成、冷却模块、电池冷却器、低温散热器、冷凝器和水冷板等	3,000	上海马勒热系统	50.0%	马勒贝洱	N	热管理	5.0	2.2	1.5	0.7
BMS	1,500	延锋伟世通	50.0%	伟世通	N	电池	15.8	10.5	2.4	1.6
电池托盘	3,500	华域皮尔博格有色	50.0%	皮尔博格	N	电池	1.6	2.3	0.6	0.8
电机壳体	200	华域皮尔博格有色	50.0%	皮尔博格	N	电机	1.5	2.8	0.0	0.1
新能源车电子泵	900	华域皮尔博格泵技术	50.0%	皮尔博格	N	热管理	0.6	6.3	0.1	0.6
48V IBSG	1,000	上海法雷奥	50.0%	法雷奥	N	电机		5.3	-	0.5
电驱动系统总成	8,000	华域麦格纳	50.1%	麦格纳	Y	电机			-	-

资料来源：公司年报；东兴证券研究所

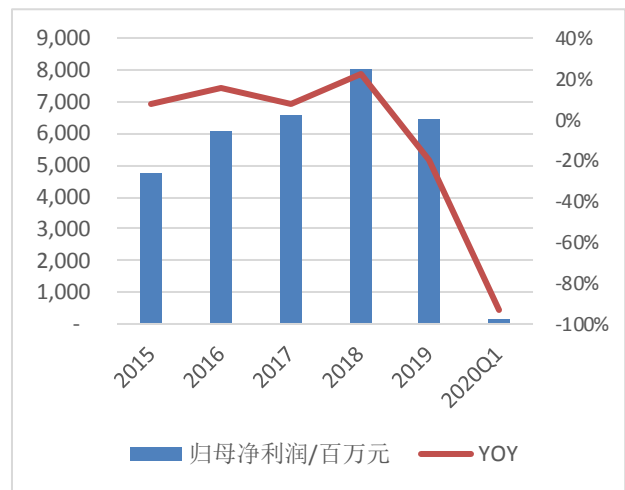
2. 盈利预测及投资建议

华域汽车近期积极梳理主业。我们认为公司聚焦新能源车、自动驾驶专用件以及有竞争力的底盘、内外饰之后，盈利能力将迎来提升。公司2020年一季度净利润接近归零，主要是由于国内疫情下上汽系的销量较弱。

随着二季度上汽系加大营销力度, 销量反弹明显。上汽集团二季度销量同比仅微幅下滑 2%, 6 月份批复销量同比增速转正。华域旗下多为合资零部件公司, 我们认为公司的议价能力强于上汽零部件供应商的平均水平。因此我们认为疫情后华域汽车的利润将迎来显著反弹。

图3: 华域汽车营业收入及 YOY


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图4: 华域汽车归母净利润及 YOY


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

预计公司 2020-2022 年营收分别为 1221、1392 和 1480 亿元, 归母净利润分别为 48、59.7 和 67.3 亿元, 对应 EPS 分别为 1.52、1.89 和 2.14 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 15.6、12.6 和 11.1 倍。相比同等估值的中小型零部件企业, 公司在梳理整合后的业务发展的确定性大, 维持“推荐”评级。

3. 风险提示

全球乘用车消费不及预期; 原材料价格大幅增长; 全球化发生根本逆转。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	80,901	83,517	72,756	80,706	85,748	营业收入	157,17	144,024	122,097	139,228	147,965
货币资金	30,431	32,839	24,419	27,846	29,593	营业成本	135,48	123,195	105,515	118,747	125,430
应收账款	23,891	23,312	21,743	24,794	26,350	营业税金及附加	567	493	427	487	518
其他应收款	4,576	4,476	3,795	4,327	4,599	营业费用	2,238	1,961	1,831	2,088	2,219
预付款项	734	843	843	843	843	管理费用	8,161	8,031	10,989	12,531	13,317
存货	11,412	11,116	10,118	11,387	12,028	财务费用	-115	-57	-634	-335	-242
其他流动资产	2,280	2,259	2,040	2,211	2,299	研发费用	257	-177	0	0	0
非流动资产合计	52,786	55,611	55,456	61,071	63,238	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	13,743	13,958	13,958	13,958	13,958	公允价值变动收益	5,065	3,809	2,676	2,982	3,135
固定资产	20,532	22,406	25,361	30,703	32,624	投资净收益	10,966	9,157	6,645	8,693	9,857
无形资产	3,649	3,861	4,075	4,268	4,441	加: 其他收益	658	416	437	437	437
其他非流动资产	1,069	668	668	668	668	营业利润	101	138	96	96	96
资产总计	133,687	139,127	128,212	141,776	148,986	营业外收入	11,522	9,435	6,985	9,034	10,198
流动负债合计	68,078	69,869	60,669	71,466	75,552	营业外支出	1,077	919	666	862	973
短期借款	5,251	6,580	7,791	13,202	14,349	利润总额	10,446	8,516	6,319	7,860	8,873
应付账款	42,118	44,172	34,690	39,040	41,237	所得税	2,418	2,053	1,523	1,895	2,139
预收款项	1,177	1,377	1,496	1,660	1,820	净利润	8,027	6,463	4,795	5,965	6,734
一年内到期的非流动负债	1,254	1,007	1,007	1,007	1,007	少数股东损益	17,819	16,828	9,855	13,424	15,120
非流动负债合计	10,981	10,557	6,617	6,617	6,617	归属母公司净利润	2.55	2.05	1.52	1.89	2.14
长期借款	4,315	3,816	3,816	3,816	3,816	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	79,059	80,426	67,286	78,083	82,168	成长能力					
少数股东权益	9,263	9,279	10,802	12,697	14,836	营业收入增长	11.88	-8.36%	-15.22%	14.03%	6.27%
实收资本 (或股本)	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	营业利润增长	6.41%	-16.50%	-27.43%	30.83%	13.39%
资本公积	12,878	12,814	12,814	12,814	12,814	归属于母公司净利润增长	-25.80	24.39%	-25.80%	24.39%	12.88%
未分配利润	25,480	28,141	26,934	25,219	23,404	获利能力					
归属母公司股东权益合计	45,364	49,423	47,843	48,715	49,700	毛利率 (%)	13.80	14.46%	13.58%	14.71%	15.23%
负债和所有者权益	133,687	139,127	128,212	141,776	148,986	净利率 (%)	6.65%	5.91%	5.18%	5.65%	6.00%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润 (%)	6.00%	4.65%	3.74%	4.21%	4.52%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	17.69	13.08%	10.02%	12.25%	13.55%
经营活动现金流	9,376	9,656	-2,842	10,590	10,773	偿债能力					
净利润	10,446	8,516	6,319	7,860	8,873	资产负债率 (%)	59%	58%	52%	55%	55%
折旧摊销	6,968	7,729	0	4,658	5,078	流动比率	1.19	1.20	1.20	1.13	1.13
财务费用	-115	-57	-634	-335	-242	速动比率	1.02	1.04	1.03	0.97	0.98
应收账款减少	0	0	1,569	-3,051	-1,556	营运能力					
预收账款增加	0	0	119	164	159	总资产周转率	1.22	1.06	0.91	1.03	1.02
投资活动现金流	-6,819	-1,638	-809	-7,818	-4,665	应收账款周转率	6	6	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.79	3.34	3.10	3.78	3.69
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	5,065	3,809	2,676	2,982	3,135	每股收益 (最新摊薄)	2.55	2.05	1.52	1.89	2.14
筹资活动现金流	-5,019	-5,636	-4,768	653	-4,360	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.78	0.76	-2.67	1.09	0.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	14.39	15.68	15.18	15.45	15.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	9.33	11.59	15.61	12.55	11.12
资本公积增加	82	-64	0	0	0	P/B	1.65	1.52	1.57	1.54	1.51
现金净增加额	-2,462	2,383	-8,420	3,426	1,747	EV/EBITDA	3.10	3.18	6.40	4.85	4.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	华域汽车（600741）：车市易冷，但见新能源车热管理上行	2020-04-12
公司普通报告	华域汽车（600741）：借力特斯拉，拥抱新能源	2020-02-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526