

华域汽车（600741）：把握增量零部件，全面复苏在望

2020年08月27日

强烈推荐/上调

华域汽车

公司报告

中报摘要：华域汽车 2020 年上半年营收 536 亿元，同比下滑 24%；归母净利润 13 亿元，同比下滑 61%。公司 2020 年上半年毛利率为 13.3%，同比下滑 1.4%；净利率为 3.1%，同比下滑 3.1%。公司二季度营收反弹较快（同比仅下滑 15%），推测是由于公司配套的豪华、日系车型种类不断增多，以及给特斯拉国产 Model 3 开始配套。

规模与客户优势打造高议价能力，2020H2 利润有望明显修复。在汽车销量大幅下滑的上半年，华域的毛利率韧性较强。我们认为原因主要是公司依托自身规模优势以及集团内部的整合能力，在供需两端的议价能力均较为坚挺。未来 2 个季度如全球疫情无反复，国内上汽系和北美的汽车销量有望出现明显的修复。公司 2020H2 的利润规模有望恢复至 2019 年水平。

把握机遇主攻增量零部件，中长期增长可期。华域近年加大力度布局新能源、ADAS 等增量零部件领域，2020H1 取得的进展包括：1. 延锋智能座舱开始与大众、通用、宝马和上汽自主合作，进军千亿市场；2. 与特斯拉、蔚来合作深入，增加悬架、转向零部件；3. 77GHz 毫米波雷达量产阵容增加；4. 电驱总成准备配套大众与通用全球平台。公司营收来自增量零部件的比例加大，而来自盈利能力较差的金属、热加工产品的比例将萎缩。我们认为基于公司的市场地位，公司把增量营收转化为利润的能力较强。

管理提升，控费有效。公司财务以外的费用实现了压缩，其中本来应较为固定的管理/研发费用同比压缩了 14%/13%，体现了较强的应对能力。

盈利预测：预计公司 2020/2021/2022 年营收分别为 1243/1400/1503 亿元，归母净利润分别为 42.3/63.1/80.3 亿元，EPS 分别为 1.34/2/2.55 元，对应 PE 为 17.2/11.5/9.1x。我们推测公司未来 4 个季度的利润合计为 62.6 亿元。考虑公司的议价能力以及为新能源车配套增长的趋势，上调评级至“强烈推荐”；给予公司 16x 前瞻 PE，目标价 31.75 元，相对当前股价有 37%空间。

风险提示：全球乘用车消费不及预期；原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	144,024	124,266	140,044	150,278	157,292
增长率（%）	-8.4%	-13.7%	12.7%	7.3%	4.7%
归母净利润（百万元）	6,463	4,230	6,310	8,027	9,329
增长率（%）	-19.5%	-34.6%	49.2%	27.2%	16.2%
净资产收益率（%）	13.1%	8.6%	12.4%	15.2%	16.9%
每股收益（人民币元）	2.05	1.34	2.00	2.55	2.96
PE	11.3	17.2	11.5	9.1	7.8
PB	1.47	1.48	1.43	1.38	1.32

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 年 10 月：发布 2020 年三季报

交易数据

52 周股价区间（元）	28.91-17.85
总市值（亿元）	728.28
流通市值（亿元）	728.28
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	0.57%

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

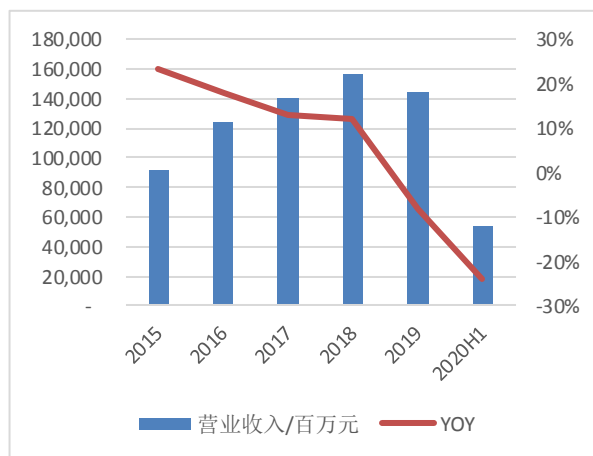
021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

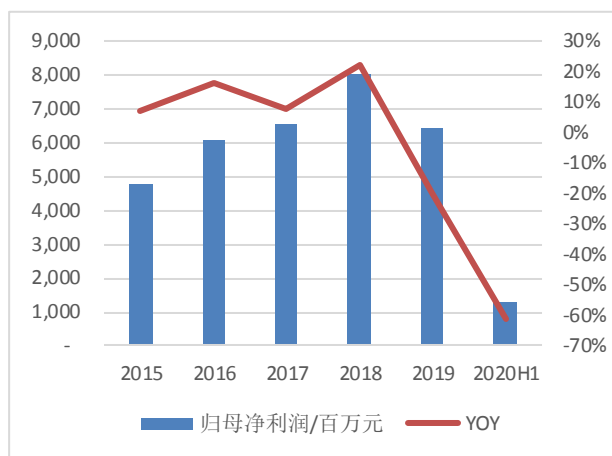
S1480119070035

图1: 华域汽车营业总收入及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图2: 华域汽车归母净利润及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图3: 华域汽车增量零部件进展汇总

业务	种类	估计ASP	子公司	销量/万套			推测国内市占率			进展	
				2018	2019	2020H1	2018	2019	2020H1	2019	2020H1
驱动电机及电力电子箱	EV	3,500	华域汽车电动系统	5.8	8.0		4.7%	6.6%		电机: 配套上汽乘用车、上汽通用量产, 获通用全球定点 电子电力箱: 获上汽通用五菱定点	电子电力箱: 配套上汽通用五菱量产
电动压缩机	EV	1,500	华域三电	13.2	20.8		10.6%	17.2%			
热泵空调	EV	3,000	华域三电	2.9	3.3		2.4%	2.7%			
电池托盘	EV	3,500	华域皮尔博格有色	1.6	2.3		1.3%	1.9%		首次产销2万套以上	
电机壳体	EV	300	华域皮尔博格有色	1.5	2.8		1.2%	2.3%		首次产销2万套以上	
新能源车电子泵	EV	900	华域皮尔博格泵技术	0.6	6.3		0.5%	5.2%		首次产销2万套以上	
48V IBSG	MHEV	1,000	上海法雷奥		5.3		0.0%	26.9%		首次产销2万套以上	
EPB	ADAS	600	SABS	137.0	163.5	82.5	14.9%	17.0%	19.3%		
电驱动系统总成	EV	8,000	华域麦格纳				0.0%	0.0%		配套大众产品下线 获通用全球定点	完成产线和研发建设 Q4起配套大众全球
电子助力器	ADAS	1,450	上海汇众				0.0%	0.0%		获北汽新能源、比亚迪定点	
EPS	ADAS	1,771	博世华域	623.4	643.0	306.0	44.2%	46.3%	56.4%		获蔚来定点; 市占率明显上升
毫米波雷达	ADAS	~1,000	电子分公司							24GHz雷达配套上汽乘用车、上汽大通量产; 77GHz前向配套金龙客车量产; 配套上汽红岩试运行	77GHz角雷达配套上汽乘用车、上汽大通量产; 77GHz前向配套上汽通用五菱量产; 研发IRIV融合方案
智能座舱	ADAS	N/A	延锋饰件							完成第一代概念产品的样件开发	发布XIM21概念展示平台; 与大众、奥迪、宝马、上汽乘用车合作开发
传统零部件	通用	N/A								内饰、座椅、保险杠、电池盒、车身零部件和稳定杆等配套特斯拉量产	悬架弹簧配套特斯拉 内饰、减震器获蔚来定点

资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						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	92,948	81,086	86,807	营业收入	157,170	144,024	124,266	140,044	150,278
货币资金	30,431	32,839	37,280	28,009	30,056	营业成本	135,484	123,195	107,693	118,950	125,729
应收账款	23,891	23,312	27,236	24,939	26,762	营业税金及附加	567	493	435	490	526
其他应收款	4,576	4,476	3,862	4,353	4,671	营业费用	2,238	1,961	1,553	2,101	2,254
预付款项	734	843	843	843	843	管理费用	8,161	8,031	11,805	12,254	13,149
存货	11,412	11,116	11,802	11,406	12,056	财务费用	-115	-57	196	487	405
其他流动资产	2,280	2,259	2,062	2,220	2,322	研发费用	257	-177	0	0	0
非流动资产合计	52,786	55,611	59,076	64,301	67,009	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	3,268	3,502	3,662
固定资产	20,532	22,406	28,881	33,743	36,124	投资净收益	10,966	9,157	5,852	9,265	11,877
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	152,024	145,386	153,816	营业外收入	11,522	9,435	6,192	9,605	12,218
流动负债合计	68,078	69,869	83,248	73,027	76,901	营业外支出	1,077	919	619	961	1,222
短期借款	5,251	6,580	20,653	14,661	15,512	利润总额	10,446	8,516	5,573	8,315	10,577
应付账款	42,118	44,172	44,257	39,107	41,335	所得税	2,418	2,053	1,344	2,005	2,550
预收款项	1,177	1,377	1,498	1,663	1,825	净利润	8,027	6,463	4,230	6,310	8,027
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	10,372	15,297	18,327
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	1.34	2.00	2.55
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	89,864	79,644	83,517	成长能力					
少数股东权益	9,263	9,279	10,622	12,627	15,177	营业收入增长	11.88%	-8.36%	-13.72%	12.70%	7.31%
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%	-36.09%	58.33%	28.20%
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	-34.56%	49.20%	-34.56%	49.20%	27.20%
未分配利润	25,480	28,141	28,572	27,414	26,083	获利能力					
归属母公司股东权益合计	45,364	49,423	49,256	50,834	52,840	毛利率(%)	13.80%	14.46%	13.34%	15.06%	16.34%
负债和所有者权益	133,687	139,127	152,024	145,386	153,816	净利率(%)	6.65%	5.91%	4.48%	5.94%	7.04%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.00%	4.65%	2.78%	4.34%	5.22%
单位:百万元						ROE(%)	17.69	13.08%	8.59%	12.41%	15.19%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	9,376	9,656	-485	9,339	12,859	资产负债率(%)	59%	58%	59%	55%	54%
净利润	10,446	8,516	5,573	8,315	10,577	流动比率	1.19	1.20	1.12	1.11	1.13
折旧摊销	6,968	7,729	0	5,138	5,618	速动比率	1.02	1.04	0.97	0.95	0.97
财务费用	-115	-57	196	487	405	营运能力					
应收帐款减少	0	0	-3,924	2,297	-1,822	总资产周转率	1.22	1.06	0.85	0.94	1.00
预收帐款增加	0	0	121	165	162	应收账款周转率	6	6	5	5	6
投资活动现金流	-6,819	-1,638	-4,317	-7,398	-5,238	应付账款周转率	3.79	3.34	2.81	3.36	3.74
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.55	2.05	1.34	2.00	2.55
投资收益	5,065	3,809	3,268	3,502	3,662	每股净现金流(最新摊薄)	-0.78	0.76	1.41	-2.94	0.65
筹资活动现金流	-5,019	-5,636	9,243	-11,212	-5,574	每股净资产(最新摊薄)	14.39	15.68	15.62	16.12	16.76
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	9.07	11.27	17.22	11.54	9.07
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.61	1.47	1.48	1.43	1.38
资本公积增加	82	-64	0	0	0	EV/EBITDA	2.99	3.05	5.88	4.20	3.44
现金净增加额	-2,462	2,383	4,441	-9,271	2,047						

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
行业普通报告	特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至 21 年	2020-07-28
公司普通报告	华域汽车（600741）：出售线束股权，聚焦优势业务	2020-07-07
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