

## 公司研究

## 毛利率加速修复，主业自主化、国际化有望推动估值向上

——华域汽车（600741.SH）2020 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 1335.8 亿元（同比-7.3%），归母净利润 54.03 亿元（同比-16.4%），归母扣非净利润 42.1 亿元（同比-24.3%）。同时公司发布分红预案，拟派发现金红利 23.6 亿元（占 2020 年归母净利润的 43.76%）。

## 点评：

**业绩略超预期，4Q20 毛利率加速修复。**公司 4Q20 业绩超市场预期原因：1) 毛利率快速修复。4Q20 毛利率为 17.7%（同比+3.5pct，环比+2.5pct），主要或得益于 Q4 汽车市场复苏下公司收入规模增长产生的规模降本效应（公司 4Q20 收入同比+8.9%，环比+9.8%）。4Q 毛利率改善带动 2020 年全年毛利率同比+0.7pct 至 15.2%；2) 4Q20 非流动资产处置收益同比增加约 5.2 亿元，以及恺博座椅并表产生非经收益 2.3 亿元。

**4Q20 下游汽车市场复苏带动公司收入触底回升，集团外客户收入占比提升。**

4Q20 国内乘用车销量同比+9.4%，环比+23.1%，下游需求回暖。公司 4Q20 实现收入 418.5 亿元（同比+8.9%，环比+9.8%），收入规模随行业景气度提升修复。2020 年上汽集团以外的整车客户收入占比提升 2.9pct 至 46.1%，是公司收入同比降幅小于上汽集团产量同比降幅的原因之一（公司国内收入同比-3.4% vs. 上汽集团产量同比-11.2%）。我们判断公司集团外客户占比提升或主要来自特斯拉、一汽大众等厂商。

**业务结构调整加速，推动核心业务自主化和国际化。**2020 年公司完成延锋内饰（现为延锋国际）30%少数股东股权的收购，实现对全球内饰业务的完全自主掌控，搭建全球运营管理平台。2021 年公司拟收购合资公司延锋安道拓 49.99% 股权，以实现对国内最大座椅供应商 100% 控股，并推进座椅业务海外布局。

**小幅上调盈利预测，维持“增持”评级。**国内疫情影响减弱，公司业绩于 2Q20 触底修复。公司海外收入占比约 20%，2021 年海外汽车市场有望随疫情影响减弱而边际改善，公司海外收入或受益实现增长。考虑到公司毛利率修复加速，我们上调公司 21E~22E 归母净利润至 69.7 亿元（上调 2%）和 76.7 亿元（上调 5%），预测 23E 归母净利润为 81.4 亿元，对应 EPS 为 2.21、2.43 和 2.58 元。过去五年公司估值低于汽零板块（公司 PE 中枢 11x vs. SW 汽零 PE 均值 24x），随着“中性化”和“国际化”推进，客户结构优化和全球竞争力提升有望推动估值中枢向上，维持“增持”评级。

**风险提示：**1. 二次疫情等风险致行业需求复苏不及预期；2. 配套新车型销量不及预期；3. 海外市场拓展不及预期；4. 汇率风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	144,024	133,578	144,110	150,950	157,982
营业收入增长率	-8.36%	-7.25%	7.89%	4.75%	4.66%
净利润（百万元）	6,463	5,403	6,975	7,671	8,138
净利润增长率	-19.48%	-16.40%	29.08%	9.98%	6.09%
EPS（元）	2.05	1.71	2.21	2.43	2.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.08%	10.28%	12.15%	12.45%	12.33%
P/E	12	15	12	10	10
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind、光大证券研究所预测。股价时间为 2021-03-24

## 增持（维持）

当前价：25.50 元

## 作者

分析师：杨耀先

执业证书编号：S0930520120001

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

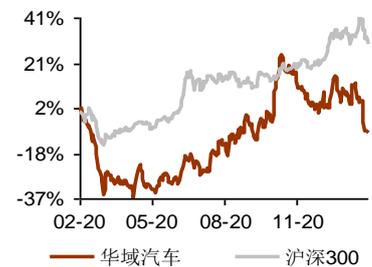
021-52523869

shaoj@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	31.53
总市值(亿元)	803.94
一年最低/最高(元)	18.06/37.30
近 3 月换手率	42.10%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.02	-10.97	-14.08
绝对	-2.34	-12.40	21.88

资料来源：Wind

## 相关研报

业外客户贡献增量，Q3 毛利率创近年新高——华域汽车（600741.SH）2020 年三季度报点评（2020-10-29）

Q2 业绩环比显著改善，优化业务结构蓄力未来——华域汽车（600741.SH）2020 年中报业绩点评（2020-08-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	144,024	133,578	144,110	150,950	157,982
营业成本	123,195	113,233	122,064	127,666	133,426
折旧和摊销	4,356	4,833	3,292	3,504	3,743
税金及附加	493	483	721	604	632
销售费用	1,961	1,739	1,873	1,962	2,054
管理费用	8,031	8,252	8,070	8,302	8,689
研发费用	5,265	5,573	5,188	5,434	5,687
财务费用	-57	38	194	97	74
投资收益	3,809	3,575	3,194	3,354	3,522
营业利润	9,157	7,919	9,368	10,422	11,097
利润总额	9,435	7,940	9,653	10,617	11,264
所得税	919	962	1,448	1,593	1,690
净利润	8,516	6,978	8,205	9,024	9,574
少数股东损益	2,053	1,575	1,231	1,354	1,436
归属母公司净利润	6,463	5,403	6,975	7,671	8,138
EPS(按最新股本计)	2.05	1.71	2.21	2.43	2.58

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,656	9,376	11,659	12,365	14,252
净利润	6,463	5,403	6,975	7,671	8,138
折旧摊销	4,356	4,833	3,292	3,504	3,743
净营运资金增加	-4,233	-9,199	-495	4,504	3,791
其他	3,071	8,339	1,888	-3,314	-1,420
投资活动产生现金流	-1,638	406	-3,473	-3,191	-3,059
净资本支出	-5,124	-3,668	-5,050	-5,050	-5,050
长期投资变化	13,958	12,739	-1,385	-1,441	-1,498
其他资产变化	-10,472	-8,666	2,963	3,300	3,489
融资活动现金流	-5,636	-6,385	-2,646	-1,152	-2,553
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	582	585	-1,005	1,836	654
无息负债变化	785	11,237	277	5,136	6,676
净现金流	2,377	3,390	5,541	8,021	8,640

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.5%	15.2%	15.3%	15.4%	15.5%
EBITDA 率	7.2%	7.6%	7.0%	7.4%	7.5%
EBIT 率	4.0%	3.8%	4.7%	5.0%	5.2%
税前净利润率	6.6%	5.9%	6.7%	7.0%	7.1%
归母净利润率	4.5%	4.0%	4.8%	5.1%	5.2%
ROA	6.1%	4.6%	5.3%	5.4%	5.3%
ROE (摊薄)	13.1%	10.3%	12.2%	12.4%	12.3%
经营性 ROIC	8.6%	8.1%	10.3%	10.5%	10.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	61%	59%	59%	58%
流动比率	1.20	1.11	1.15	1.17	1.19
速动比率	1.04	0.89	1.00	1.01	1.03
归母权益/有息债务	4.33	4.38	5.23	4.81	4.90
有形资产/有息债务	11.30	11.62	13.12	12.17	12.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	139,127	150,436	155,789	168,358	181,493
货币资金	32,839	36,251	41,792	49,813	58,453
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	23,312	24,562	24,078	24,919	26,638
应收票据	2,234	1,865	3,912	3,824	3,237
其他应收款 (合计)	4,791	1,520	3,567	3,655	3,601
存货	11,116	18,822	12,539	13,850	15,364
其他流动资产	8,381	10,119	8,638	7,377	5,697
流动资产合计	83,517	93,928	95,351	104,268	113,894
其他权益工具	4,524	4,939	4,939	4,939	4,939
长期股权投资	13,958	12,739	14,125	15,566	17,064
固定资产	22,406	23,972	23,854	23,985	24,222
在建工程	3,414	3,017	4,883	6,283	7,332
无形资产	3,861	4,202	4,162	4,123	4,083
商誉	853	853	853	853	853
其他非流动资产	668	473	677	677	677
非流动资产合计	55,611	56,508	60,439	64,090	67,599
总负债	80,426	92,248	91,520	98,492	105,823
短期借款	6,580	6,094	4,772	6,259	6,530
应付账款	44,172	44,938	42,926	45,256	48,753
应付票据	4,167	4,400	4,578	4,750	4,917
预收账款	1,377	0	894	878	852
其他流动负债	-2,464	-1,087	-1,556	-1,914	-2,329
流动负债合计	69,869	84,713	83,139	89,389	95,878
长期借款	3,816	2,726	2,726	2,726	2,726
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5,265	3,074	3,746	4,278	4,910
非流动负债合计	10,557	7,535	8,381	9,103	9,945
股东权益	58,702	58,188	64,269	69,866	75,670
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
公积金	15,848	16,732	16,732	16,732	16,732
未分配利润	28,141	30,251	34,861	38,839	42,916
归属母公司权益	49,423	52,539	57,389	61,632	66,000
少数股东权益	9,279	5,649	6,880	8,234	9,670

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.36%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
管理费用率	5.58%	6.18%	5.60%	5.50%	5.50%
财务费用率	-0.04%	0.03%	0.13%	0.06%	0.05%
研发费用率	3.66%	4.17%	3.60%	3.60%	3.60%
所得税率	10%	12%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.85	0.75	1.17	1.29	1.37
每股经营现金流	3.06	2.97	3.70	3.92	4.52
每股净资产	15.68	16.66	18.20	19.55	20.93
每股销售收入	45.68	42.37	45.71	47.88	50.11

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	12	15	12	10	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.4	9.4	9.0	8.4	8.0
股息率	3.3%	2.9%	4.6%	5.1%	5.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------