

20 年业绩超预期；新业务扩展顺利

华泰研究

2021 年 3 月 25 日 | 中国内地

年报点评

汽车/汽车

投资评级(上调):

买入

目标价(人民币):

32.85

研究员	林志轩
SAC No. S0570519060005	zhixuan.lin@htsc.com
SFC No. AVU633	+86-21-28972090
研究员	邢重阳
SAC No. S0570520070003	xingchongyang@htsc.com
SFC No. BNN388	+86-21-38476205
研究员	王涛
SAC No. S0570519110001	wangtao011711@htsc.com
	+86-21-28972053
研究员	刘千琳
SAC No. S0570518060004	liuqianlin@htsc.com
SFC No. BQB847	+86-21-28972076

2020 年业绩略超预期；2021 年有望恢复较快增长

华域汽车 3 月 24 日发布 2020 年年报:全年营业收入 1,336 亿元(同比-7%),归母净利润 54.0 亿元(同比-16%),高于华泰此前预期(51.6 亿元)。展望未来,随着国内外汽车产销在疫情之后恢复正常,华域汽车持续调整业务结构并加大对新客户、新业务的开拓,营业收入和利润有望恢复较快增长。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 2.19/2.51/2.73 元,目标价 32.85 元,上调评级至“买入”。

2020 年营收和归母净利润逐季恢复

华域汽车 2020 年全年营业收入 1,336 亿元,同比下滑 7%,主要原因是上半年疫情影响了下游整车企业的生产和零配件需求。分季度来看,1-4 季度营业收入同比增速分别为-33%、-15%、+9%、+9%,呈逐步恢复态势。全年归母净利润为 54.0 亿元,同比下滑 16%,主要是上半年受疫情影响较大。分季度来看,归母净利润 1-4 季度分别为 1.3、11.7、18.0、23.0 亿元,同比增速为-93%、-23%、+15%、+50%,总体恢复较快。

业务结构逐步调整,新客户、新业务开拓顺利

华域汽车 2020 年在业务机构和新业务开拓方面进展顺利。公司完成了子公司延锋汽车内饰 30%少数股权的收购,同时退出部分非核心业务(比如退出线束业务),从而进一步聚焦核心的汽车内外饰业务。新客户获取方面,公司的内饰、转向机、车灯等产品新获得欧洲豪华品牌汽车公司以及日系客户的定点,进一步增加在手订单。在智能化、电动化领域,公司的毫米波雷达产品顺利量产,电驱动系统开始量产并出口欧洲。总体而言,华域汽车在核心的汽车内外饰领域业务领域和规模进一步扩大,新业务进展较为顺利,为未来营收和利润的增长奠定了良好的基础。

盈利增长加速,上调评级至“买入”

考虑到华域汽车 2020 年业绩超预期,且公司新业务开拓顺利,我们稍上调 2021-202 年归母净利润预测至 69.0、79.2 亿元(上调 2%、1%),预计 2023 年归母净利润为 86.0 亿元。可比公司 2021 年平均估值为 18.4xPE(Wind 一致预期),考虑到华域汽车以成长性较弱的内饰业务为主,给予公司 2021 年 15xPE 估值(前值 17x),对应目标价 32.85 元(前值 36.55 元)。由于公司 2021 年盈利增长加速,且年初至 3 月 25 日股价回调 9%,我们上调公司评级至“买入”。

风险提示:疫情反复导致汽车需求不及预期;原材料成本上升导致公司利润率大幅下滑;成本控制不及预期。

经营预测指标与估值

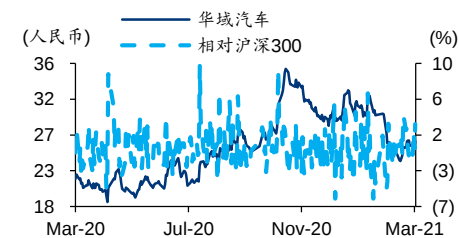
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	144,024	133,578	149,607	164,568	177,733
+/-%	(8.36)	(7.25)	12.00	10.00	8.00
归属母公司净利润(人民币百万)	6,463	5,403	6,900	7,922	8,600
+/-%	(19.48)	(16.40)	27.70	14.82	8.55
EPS(人民币,最新摊薄)	2.05	1.71	2.19	2.51	2.73
ROE(%)	11.01	9.29	10.76	11.17	10.98
PE(倍)	12.44	14.88	11.65	10.15	9.35
PB(倍)	1.47	1.37	1.38	1.25	1.13
EV/EBITDA(倍)	7.25	7.75	6.62	5.88	5.44

资料来源:公司公告、华泰研究预测

基本数据

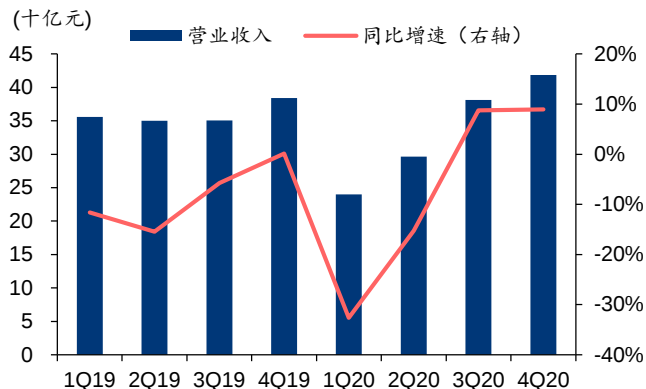
目标价(人民币)	32.85
收盘价(人民币 截至 3 月 25 日)	26.20
市值(人民币百万)	82,601
6 个月平均日成交额(人民币百万)	661.90
52 周价格范围(人民币)	18.56-35.35
BVPS(人民币)	16.66

股价走势图



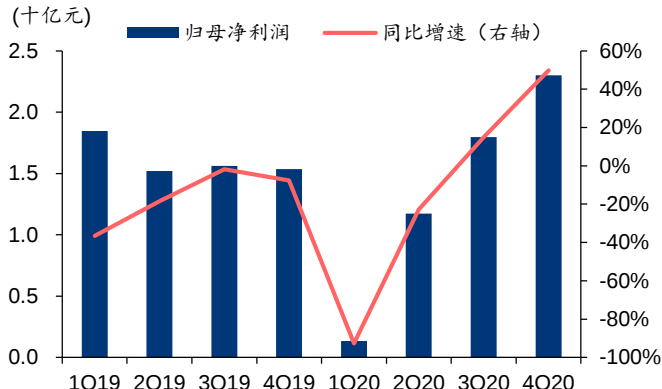
资料来源: Wind

图表1: 华域汽车: 季度营业收入与增速



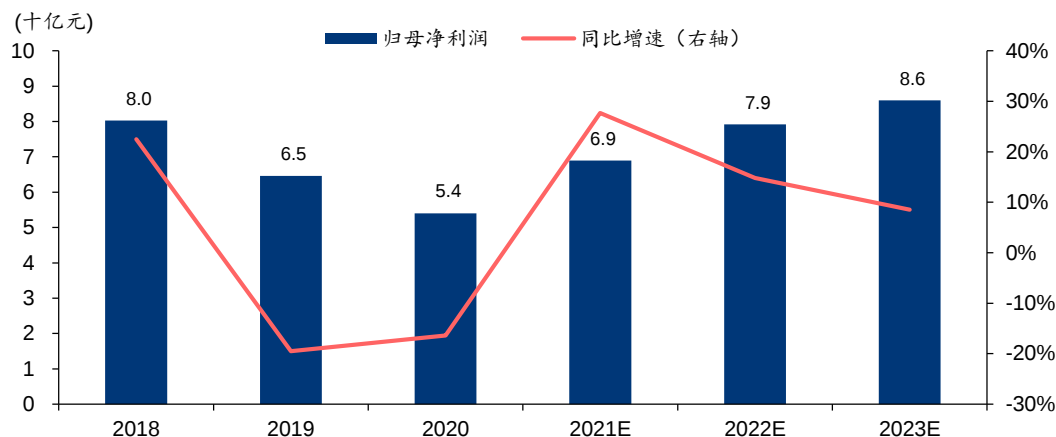
资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 华域汽车: 季度归母净利润与增速



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 华域汽车: 归母净利润 2021 年开始有望实现较快增长



资料来源: Wind、华泰研究预测

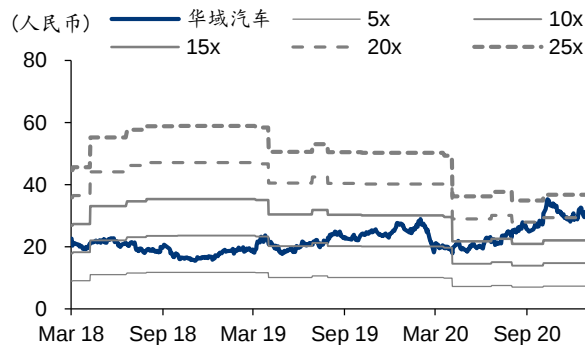
图表4: 可比公司估值表

公司	代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中鼎股份	000887 CH	10.47	128	0.40	0.59	0.75	26.1	17.7	13.9
一汽富维	600742 CH	9.67	65	0.92	1.20	1.45	10.5	8.1	6.7
均胜电子	600699 CH	18.16	248	0.19	0.91	1.21	95.1	20.0	15.0
福耀玻璃	600660 CH	41.24	995	1.06	1.48	1.81	38.9	27.9	22.8
平均值							42.6	18.4	14.6

注: 股价与市值基于 2021 年 3 月 25 日收盘数据; EPS 为 Wind 一致预期。

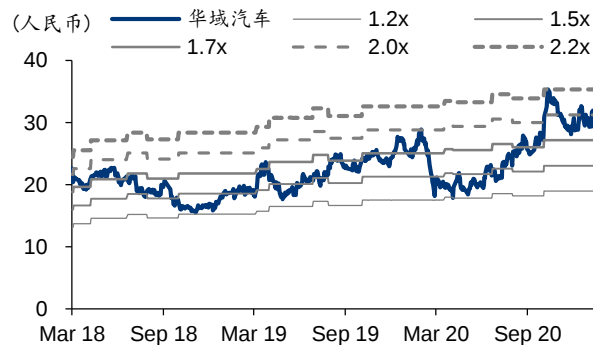
资料来源: 彭博, Wind, 华泰研究

图表5: 华域汽车 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 华域汽车 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	83,517	93,928	107,135	116,336	125,845
现金	32,839	36,251	43,134	50,705	58,785
应收账款	31,668	24,562	27,872	30,659	33,112
其他应收账款	4,791	1,520	1,535	1,551	1,566
预付账款	842.52	789.36	797.25	805.22	813.28
存货	11,116	18,822	20,904	22,994	24,834
其他流动资产	2,259	11,984	12,892	9,622	6,735
非流动资产	55,611	56,508	56,339	60,735	64,914
长期投资	13,958	12,739	12,849	12,970	13,103
固定投资	25,819	23,972	26,972	30,122	33,430
无形资产	4,714	4,202	4,286	4,800	4,896
其他非流动资产	11,119	15,595	12,231	12,843	13,485
资产总计	139,127	150,436	163,473	177,072	190,760
流动负债	69,869	84,713	91,456	97,853	103,727
短期借款	6,580	6,094	6,703	7,373	8,111
应付账款	48,339	44,938	50,399	55,439	59,874
其他流动负债	14,950	33,680	34,354	35,041	35,742
非流动负债	10,557	7,535	7,904	8,302	8,732
长期借款	3,816	2,726	2,998	3,298	3,628
其他非流动负债	6,742	4,809	4,906	5,004	5,104
负债合计	80,426	92,248	99,360	106,155	112,459
少数股东权益	9,279	5,649	7,710	10,077	12,646
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
资本公积	15,096	13,160	13,160	13,160	13,160
留存公积	31,174	36,226	40,090	44,526	49,342
归属母公司股东权益	49,423	52,539	56,403	60,839	65,655
负债和股东权益	139,127	150,436	163,473	177,072	190,760

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	9,656	9,376	13,471	15,329	16,595
净利润	8,516	6,978	8,961	10,289	11,169
折旧摊销	4,585	5,084	5,293	5,747	6,172
财务费用	428.66	(38.47)	(40.39)	(42.41)	(44.53)
投资损失	(4,015)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	318.91	(3,999)	68.29	162.31	142.84
其他经营现金	(177.53)	1,352	(810.93)	(827.15)	(843.70)
投资活动现金	(1,638)	(405.62)	(3,530)	(3,631)	(3,730)
资本支出	5,124	4,004	6,000	6,300	6,615
长期投资	(102.71)	(100.00)	(110.00)	(121.00)	(133.10)
其他投资现金	(3,383)	(3,498)	(2,360)	(2,548)	(2,752)
筹资活动现金	(5,636)	(6,385)	(3,057)	(4,127)	(4,785)
短期借款	1,329	(486.12)	609.38	670.32	737.35
长期借款	(499.69)	(1,090)	272.59	299.85	329.83
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	(3,153)
资本公积增加	(5,429)	(4,733)	(3,939)	(5,097)	(5,852)
其他筹资现金	(1,036)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,377	2,586	6,883	7,571	8,080

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	144,024	133,578	149,607	164,568	177,733
营业成本	123,195	113,233	126,867	139,553	150,718
营业税金及附加	492.93	483.37	523.62	575.99	622.07
营业费用	1,961	1,739	1,945	2,139	2,311
管理费用	13,295	13,825	14,362	15,305	16,529
财务费用	(57.38)	38.47	40.39	42.41	44.53
资产减值损失	(406.89)	(401.75)	(387.17)	(363.46)	(342.86)
公允价值变动收益	0.00	(0.35)	5.00	5.50	6.05
投资净收益	3,809	3,575	3,933	4,247	4,587
营业利润	9,157	7,919	9,934	11,407	12,382
营业外收入	416.32	86.98	95.67	105.24	115.77
营业外支出	138.17	66.30	72.93	80.22	88.24
利润总额	9,435	7,940	9,957	11,432	12,409
所得税	918.55	961.82	995.69	1,143	1,241
净利润	8,516	6,978	8,961	10,289	11,169
少数股东损益	2,053	1,575	2,061	2,366	2,569
归属母公司净利润	6,463	5,403	6,900	7,922	8,600
EBITDA	13,962	13,063	15,290	17,222	18,626
EPS (人民币, 基本)	2.05	1.71	2.19	2.51	2.73

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	(8.36)	(7.25)	12.00	10.00	8.00
营业利润	(16.50)	(13.51)	25.44	14.83	8.55
归属母公司净利润	(19.48)	(16.40)	27.70	14.82	8.55
获利能力 (%)					
毛利率	14.46	15.23	15.20	15.20	15.20
净利率	4.49	4.05	4.61	4.81	4.84
ROE	11.01	9.29	10.76	11.17	10.98
ROIC	17.83	17.57	22.49	25.65	27.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.81	61.32	60.78	59.95	58.95
净负债比率 (%)	137.01	158.53	154.98	149.69	143.62
流动比率	1.20	1.11	1.17	1.19	1.21
流动比率	1.04	0.89	0.94	0.95	0.97
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.89	0.92	0.93	0.93
应收账款周转率	4.60	4.75	5.71	5.62	5.57
应付账款周转率	2.57	2.43	2.66	2.64	2.61
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.05	1.71	2.19	2.51	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	3.06	2.97	4.27	4.86	5.26
每股净资产(最新摊薄)	18.62	18.46	20.34	22.49	24.84
估值比率					
PE (倍)	12.44	14.88	11.65	10.15	9.35
PB (倍)	1.47	1.37	1.38	1.25	1.13
EV EBITDA (倍)	7.25	7.75	6.62	5.88	5.44

免责声明

分析师声明

本人,林志轩、邢重阳、王涛、刘千琳,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰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,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、邢重阳、王涛、刘千琳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司