

证券研究报告—动态报告

汽车

汽车零部件 II

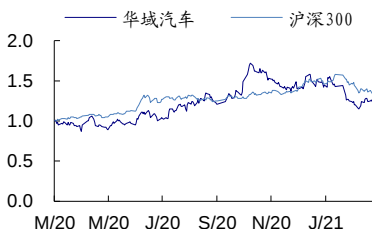
华域汽车(600741)
买入

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,153/3,153
总市值/流通(百万元)	84,777/84,777
上证综指/深圳成指	3,418/13,770
12 个月最高/最低(元)	35.88/18.06

相关研究报告:

《华域汽车-600741-2019 年年报点评: 弱市维持高分红, 业绩符合预期》——2020-04-14
 《华域汽车-600741-2019 年三季报点评: 中性化体现韧性, 业绩符合预期》——2019-10-30
 《华域汽车-600741-2019 年半年报点评: 毛利率逆市提升, 业绩略超预期》——2019-08-23
 《华域汽车-600741-2019 年一季报点评: 业绩符合预期, 优质资产整合预期持续兑现》——2019-04-29
 《华域汽车-600741-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 新四化持续推进》——2019-04-01

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩稳中向好, 核心业务+优质客户打开增量空间

● 2020 年业绩逐季回升, Q4 净利润高增

公司 2020 年实现营收 1335.78 亿元, 同比下降 7.25%, 归母净利润 54.03 亿元, 同比下降 16.40%。拆单季度看, 2020Q4 实现营收 418.52 亿元, 同比增加 8.91%, 归母净利润 23.01 亿元, 同比增加 49.77%。总体来看, 2020 年受国内外新冠肺炎疫情的轮番冲击, 国内外汽车市场出现持续深度调整, 公司头部客户上汽集团(占比 53.9%) 2020 年产量 546.42 万辆(同比-11.18%), 公司经营业绩呈现逐季回升、总体趋稳的态势。其中 2020Q4 受益于主要客户产量增长, 公司业绩改善略超市场预期。

● 毛利率持续提升, 并表范围变化导致期间费用率有所增加

公司 2020 年毛利率 15.2%, 同比增加 0.77pct, 净利率 5.22%, 同比下降 0.69pct。拆单季度看, 2020Q4 公司实现毛利率 17.74%, 同环比分别增加 3.48、2.52pct, 净利率 7.09%, 同环比分别增加 1.54、0.90pct。公司毛利率持续提升, 20Q4 毛利率创新高, 预计主要系零部件业务规模优势、业务结构调整所致。2020 年公司四费率为 11.68%, 同比+1.13pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别 1.30/6.18/0.03/4.17%, 同比变动-0.06/+0.60/+0.07/+0.52pct, 四费率上升主要系延锋公司合并范围变化以及研发项目投入增加所致。

● 结构调整、市场开拓, 围绕电动化、智能化、数字化展开布局

公司业务结构调整不停步, 通过收购延锋内饰 30% 少数股东股权, 实现对全球内饰业务的完全自主掌控; 拟收购延锋安道拓 49.99% 股权, 全面实现汽车座椅自主掌控。公司积极开拓市场加大对豪华品牌、日系客户、高端电动车品牌和自主品牌等细分市场优质客户的业务拓展力度。此外, 公司对内数字化转型, 提升运营效率; 对外围绕智能化、电动化趋势, 加快推动新兴业务落地。

● 风险提示: 市场需求波动风险、疫情加剧风险、新业务拓展不及预期风险。

● 投资建议: 盈利能力改善, 维持“买入”评级

公司通过智能化项目加速落地、电动化项目配套量产, 并积极开拓细分市场优质客户。公司通过收购延锋内饰和延锋安道拓, 在实现对内饰和座椅业务的完全自主掌控的同时, 打开新的增量空间。预计 21/22/23 年 EPS 分别为 2.20/2.49/2.82 元, 对应 PE 分别 12.2/10.8/9.5 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

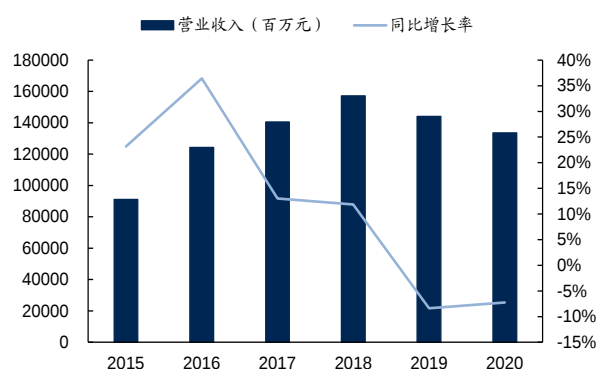
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	133,578	145,075	155,230	166,096
(+/-%)	-7.3%	8.6%	7.0%	7.0%
净利润(百万元)	5403	6951	7862	8888
(+/-%)	-16.4%	28.6%	13.1%	13.0%
摊薄每股收益(元)	1.71	2.20	2.49	2.82
EBIT Margin	7.4%	4.2%	4.7%	5.2%
净资产收益率(ROE)	10.3%	12.8%	13.9%	15.0%
市盈率(PE)	15.7	12.2	10.8	9.5
EV/EBITDA	12.0	20.6	18.0	15.8
市净率(PB)	1.61	1.56	1.50	1.43

资料来源: 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

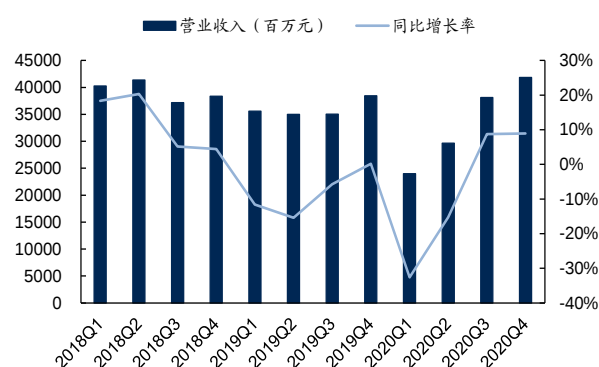
2020 年公司业绩逐季回升, Q4 净利润高增。华域汽车 2020 年实现营收 1335.78 亿元, 同比下降 7.25%, 归母净利润 54.03 亿元, 同比下降 16.40%, 扣非归母净利润 42.15 亿元, 同比下降 24.27%。拆单季度看, 2020Q4 实现营收 418.52 亿元, 同比增加 8.91%, 归母净利润 23.01 亿元, 同比增加 49.77%, 扣非归母净利润 15.85 亿元, 同比增加 14.19%。总体来看, **2020 年**受国内外新冠肺炎疫情的轮番冲击, 国内外汽车市场出现持续深度调整, 公司头部客户上汽集团 (占比 53.9%) **2020 年**产量 546.42 万辆 (同比-11.18%), 公司经营业绩呈现逐季回升、总体趋稳的态势。其中 **2020Q4** 受益于主要客户产量增长, 公司业绩改善略超市场预期。展望 **2021 年**, 公司通过扩大优质客户市场和海外市场、推动核心业务转型升级、探索数字化管理, 力争实现 **1420 亿元**的营收目标 (同比+6.30%)。

图 1: 公司营业收入及增速



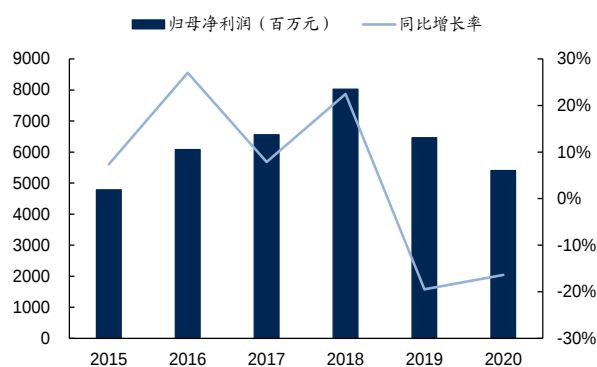
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



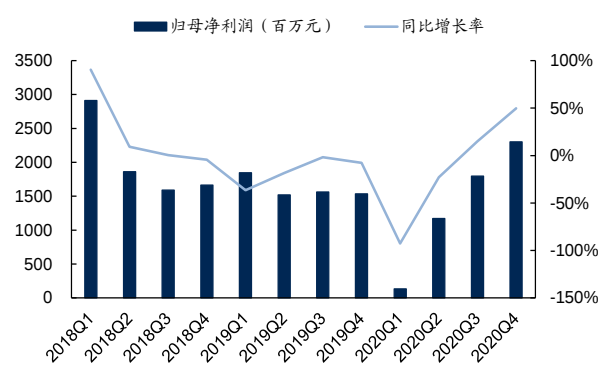
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

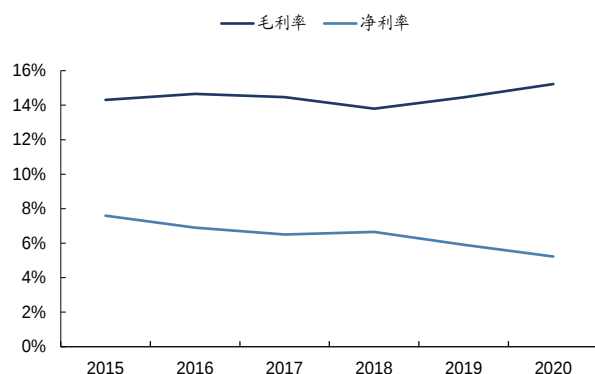
图 4: 公司单季度净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

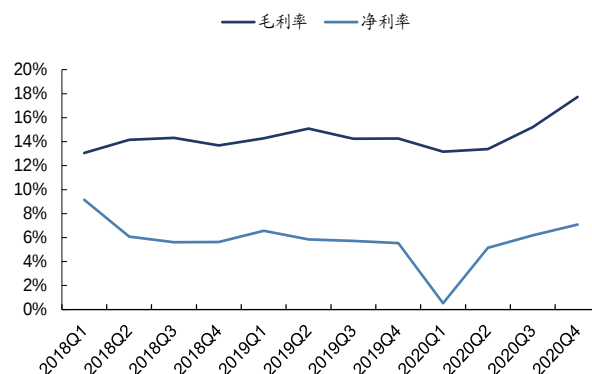
毛利率持续提升, 盈利能力改善。2020 年华域汽车毛利率 15.2%, 同比增加 0.77pct, 净利率 5.22%, 同比下降 0.69pct, 主要系费用率上升所致。拆单季度看, 2020Q4 公司实现毛利率 17.74%, 同环比分别增加 3.48、2.52pct, 净利率 7.09%, 同环比分别增加 1.54、0.90pct。公司毛利率持续提升, 20Q4 毛利率创新高, 预计主要系零部件业务规模优势、业务结构调整所致。

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

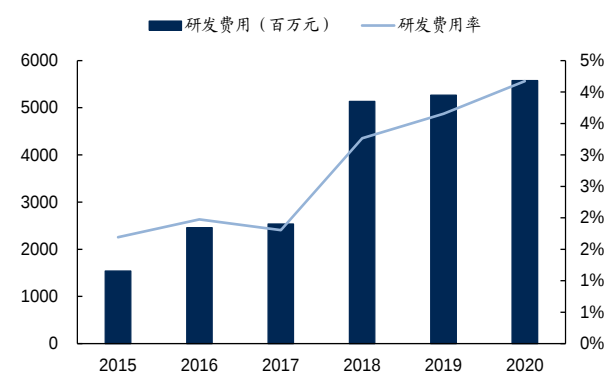
图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

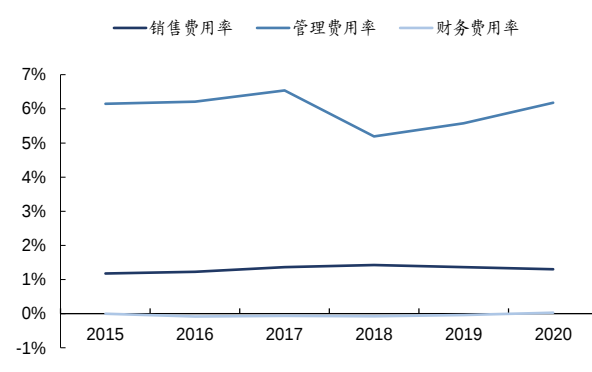
并表范围变化导致期间费用率有所增加，研发支出加大。2020 年公司四费率为 11.68%，同比 +1.13pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 1.30/6.18/0.03/4.17%，同比变动-0.06/+0.60/+0.07/+0.52pct。拆单季度看，2020Q4 四费率 12.70%，同比上升 2.15pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 1.47/6.61/-0.10/4.72%，同比变动+0.13/+1.09/-0.07/+1.00pct。2020 年四费率上升主要原因是延锋公司合并范围变化以及研发项目投入增加所致，其中销售费用率略微下滑主要系因产销量减少所致的物流费用及三包损失减少。

图 7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司端来看，华域汽车持续推进结构调整、市场开拓，围绕电动化、智能化、数字化趋势，确保经营业绩“稳中向好”。

1) 业务结构调整不停步，核心业务架构更趋明晰。2020 年，公司通过股权交易、业务归并、破产清算等方法，逐步实现对汽车内饰、照明、底盘、被动安全、传动部件等业务的自主发展，陆续完成泵类、铸铝类业务的内部整合，成功实施拖拉机、密封件、线束等业务的平稳退出，核心业务架构更趋明晰。公司所属全资子公司延锋汽车饰件系统股份有限公司完成对延锋国际汽车技术有限公司（原延锋汽车内饰系统有限公司）30%少数股东股权的收购，实现了对全球内饰业务的完全自主掌控，搭建了可协同的全球运营管理平台；公司出售上海李尔实业交通汽车部件有限公司 45%股权，实现对汽车线束业务的全面退出；公司将其分别持有的华域皮尔博格泵技术有限公司、上海汽车粉末冶金有限公司从间接投资企业变更为公司直接投资企业。压缩管理层级；2021 年，公司公告拟收购延锋安道拓 49.99%股权，全面实现汽车座椅自主掌控。

图 16：延锋公司拟收购延锋安道拓 49.99%股权



资料来源：华域汽车官方公众号，国信证券经济研究所整理

2) 主动拓展客户，紧抓各细分市场优质客户的市场增量机会。公司加大对豪华品牌、日系客户、高端电动车品牌和自主品牌等细分市场优质客户的业务拓展力度，内饰、转向机、车灯等产品新获宝马、奔驰、奥迪等豪华品牌相关车型定点；车灯、悬架弹簧、稳定杆、压缩机、传动轴等产品新获高端电动车品牌等相关车型定点；内外饰、车灯、转向机、传动轴、底盘结构件等产品获得日系客户及自主品牌客户的认可，业务定点有望保持稳定增长。

3) 围绕智能化、电动化趋势，加快推动新兴业务落地。智能化方面，华域汽车电子分公司 77GHz 前向毫米波雷达顺利实现对乘用车的配套量产，基于前向雷达和前视摄像头（1R1V）融合方案已完成长距离道路测试；延锋汽车饰件系统有限公司发布自主研发的第二代（XiM21）智能座舱，获得国内外整车客户的广泛关注和浓厚兴趣。**电动化方面，**华域麦格纳电驱动系统有限公司和华域汽车电动系统有限公司，为德国大众电动车全球平台（MEB）配套的电驱动系统产品实现批量生产并发运欧洲，覆盖大众 ID.4、奥迪 Q4 e-tron 等多款纯电动四驱车型。

图 16：华域麦格纳配套大众 MEB 项目电驱动系统总成产品正式批产供货



资料来源：华域汽车官方公众号，国信证券经济研究所整理

4) 提升数字化能力，赋能效率提升和精细管理。为加快落实数字化制造，华域汽车制订了一套数字化制造评价标准，该标准将围绕“装备数字化”、“生产数字化”、“开发数字化”、“管理数字化”、“新技术应用”以及“集成、基础架构和信息安全”6 个方面，对企业的数字化制造予以客观评价。公司按计划完成 10 家数字化标杆工厂建设，并将标杆工厂的最佳实践向其他企业复制和推广，

进一步提升公司整体运营效率；通过总结提高组织能力和管理效率的经验和做法，实现管理精细化水平的持续提升。

图 16: 2020 年度华域汽车数字化标杆工厂推进工作会议



资料来源：华域汽车官方公众号，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司 2020 年业绩稳中向好，盈利能力改善。公司对内通过数字化提升运营效率，对外通过智能化项目加速落地、电动化项目配套量产，并积极开拓细分市场优质客户。公司通过收购延锋内饰和延锋安道拓，在实现对内饰和座椅业务的完全自主掌控的同时，打开新的增量空间。预计 21/22/23 年 EPS 分别为 2.20/2.49/2.82 元，对应 PE 分别 12.2/10.8/9.5 倍，考虑可比公司平均估值，给予一年期目标估值 30-40 元（对应 14-18 倍 PE），当前股价距离目标估值仍有 14%-47% 的上涨空间，维持“买入”评级。

表 6: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600660	福耀玻璃	增持	42.98	1041	1.16	1.03	1.63	1.94	37.05	41.73	26.37	22.15
000338	潍柴动力	买入	19.45	1499	1.15	1.26	1.40	1.54	16.91	15.44	13.89	12.63
600699	均胜电子	无评级	18.37	251	0.76	0.19	0.91	1.21	24.17	96.68	20.19	15.18
603730	岱美股份	买入	23.55	136	1.56	1.02	1.41	1.71	15.10	23.09	16.70	13.77
平均					1.16	0.88	1.34	1.60	23.31	44.23	19.29	15.93
600741	华域汽车	买入	26.89	848	2.05	1.71	2.20	2.49	13.12	15.73	12.22	10.80

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

下游市场需求波动风险。

海外疫情加剧风险。

新业务拓展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	36251	36251	36251	36251	营业收入	133578	145075	155230	166096
应收款项	27683	31024	33195	35519	营业成本	113233	123314	131945	141182
存货净额	18822	20844	22304	23865	营业税金及附加	483	525	562	601
其他流动资产	11171	12132	12982	13890	销售费用	1739	1886	2018	2159
流动资产合计	93928	100251	104732	109525	管理费用	8252	13225	13363	13456
固定资产	26989	28801	30441	31891	财务费用	38	(149)	28	(22)
无形资产及其他	4202	4034	3866	3698	投资收益	3575	3600	3900	4000
投资性房地产	12578	12578	12578	12578	资产减值及公允价值变动	319	319	319	319
长期股权投资	12739	11520	10301	9083	其他收入	(5806)	0	0	0
资产总计	150436	157184	161919	166774	营业利润	7919	10193	11533	13039
短期借款及交易性金融负债	9263	17980	17130	15738	营业外净收支	21	21	21	21
应付款项	49339	43213	46241	49477	利润总额	7940	10214	11553	13060
其他流动负债	26111	29933	31859	33906	所得税费用	962	1237	1400	1582
流动负债合计	84713	91127	95230	99121	少数股东损益	1575	2026	2292	2590
长期借款及应付债券	2726	2726	2726	2726	归属于母公司净利润	5403	6951	7862	8888
其他长期负债	4809	2877	945	(987)					
长期负债合计	7535	5603	3671	1738	现金流量表 (百万元)				
负债合计	92248	96730	98901	100859		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5649	5969	6331	6740	净利润	5403	6951	7862	8888
股东权益	52539	54485	56686	59175	资产减值准备	(88)	2	5	6
负债和股东权益总计	150436	157184	161919	166774	折旧摊销	4833	2676	2846	3036
					公允价值变动损失	(319)	(319)	(319)	(319)
					财务费用	38	(149)	28	(22)
					营运资本变动	3544	(10557)	(1455)	(1437)
					其它	337	317	357	403
					经营活动现金流	13710	(928)	9296	10577
					资本开支	(5555)	(4004)	(4004)	(4004)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(4336)	(2785)	(2785)	(2785)
					权益性融资	56	0	0	0
					负债净变化	(1090)	0	0	0
					支付股利、利息	(4550)	(5004)	(5661)	(6399)
					其它融资现金流	5261	8718	(850)	(1393)
					融资活动现金流	(5963)	3713	(6511)	(7792)
					现金净变动	3412	0	0	0
					货币资金的期初余额	32839	36251	36251	36251
					货币资金的期末余额	36251	36251	36251	36251
					企业自由现金流	11497	(6501)	3839	5240
					权益自由现金流	15668	2348	2964	3866

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032