

行业之锚 拾级而上 穿越牛熊

——华域汽车 (600741.SH)

汽车/汽车零部件



投资摘要：

行业之锚：中国综合型汽车零部件龙头，受益消费升级，毛利率持续向上。公司是国内产品种类最多、规模最大、实力最强的综合型零部件供应商，2020年全球汽车零部件企业百强评比中，公司以1440亿营收名列第12位。公司下游客户以合资、外资为主，且内外饰业务占营业收入比例66%，充分受益于消费升级，毛利率持续向上，2019、2020年毛利率分别提升0.66pct、0.77pct。

拾级而上：多举措并行，成长路径清晰。

- **整合：加强自主掌控，迈向国际化。**公司旗下的合资公司主要面向国内业务，自主掌控后为迈向国际化扫除股权障碍。2020年公司通过内外饰业务完成国际化平台搭建，车灯业务通过该平台拿到德国某豪华品牌全生命周期100万套订单，并斩获两家日系车企出口项目，以及通用首款纯电SUV大灯订单；座椅业务也将于2021年实现自主掌控，为国际化做好准备。车灯、座椅单车价值量高达2500-4500元，公司当前全球市占率分别为5.6%、8.1%，海外成长空间广阔。
- **扩张：兼并收购持续壮大，体外仍有较多优质资产。**公司自成立以来，通过兼并收购模式持续扩充业务版图，并表企业从2009年的10家增至2020年的19家，11年内营收收入增长442%，远超汽车行业销量85%的涨幅。截至2020年底，公司利润构成中仍有30%来自合联营企业投资收益，旗下诸如赛科利模具、华域电动、华域三电、华域麦格纳、博世华域转向等较多优质资产尚未并入体内。未来随着对外资技术的逐步吸收和掌控，公司将延续兼并收购的扩张模式，实现自身的进一步壮大。
- **产品：领先布局新能源、智能网联产品，估值中枢向上。**新能源、智能网联核心技术包括电池管理、电驱动、热管理、轻量化、线控制动、智能车灯、毫米波雷达等，公司通过自主研发、与外资合资等多种方式，形成完善的零部件布局，技术实力和市场份额领先，其中华域麦格纳的电驱动总成获得大众MEB全球平台和通用Ultium全球平台订单，单车价值量达8000元。得益于新能源领域的完善布局，公司单车最高价值量由2.5万元提升至4.7万元，未来将受益于电动化趋势。
- **客户：上汽为基本盘，积极开拓集团外客户。**上汽集团是公司控股股东也是第一大客户，2020年营收贡献为53.9%，上汽集团2021年目标销量为617万辆，同比增长10.2%，预计将拉动公司业绩同步增长。在以上汽为基本盘的同时，公司积极开拓集团外客户，2020年开始配套上海特斯拉，单车价值量达1.4万元，2021年特斯拉营收贡献预计达64亿元，营收占比4.4%。2020年公司内饰、车灯、座椅、底盘等多个产品获得豪华品牌、日系品牌、蔚来等企业定点，中性化战略卓有成效。

穿越牛熊：高ROE、高股息率，长期投资价值显著。2011-2018年公司ROE均值为18.5%，领先汽车零部件行业10pct，近五年股息率均值高达4.2%，但2021年公司PE仅为11.92，价值被显著低估。2019年以来汽车行业销量负增长，上汽通用、上汽大众表现较差，上汽集团销量跑输行业，但公司受益于消费升级、国际化战略、扩张战略、新能源完善布局、中性化战略等多重因素，业绩持续超出市场预期，在二级市场走出独立行情。我们认为公司具有高ROE、高股息率、低估值优势，同时成长路径清晰、确定性高，长期投资价值显著。

评级

买入（首次）

2021年05月09日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

郭涛

研究助理

SAC执业证书编号：S1660120080029

guotao@shgsec.com

交易数据

时间 2021.05.07

总市值/流通市值（亿元）	816.24/816.24
总股本（万股）	315,272.4
资产负债率（%）	61.61
每股净资产（元）	17.07
收盘价（元）	25.89
一年内最低价/最高价（元）	19.08/35.88

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

投资建议：

预计公司 2021~2023 年的营业收入分别为 1461 亿元、1582 亿元和 1707 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 68 亿元、78 亿元和 87 亿元，每股收益分别为 2.17 元、2.49 元和 2.77 元，给予公司 15 倍 PE，对应 2021 年目标价 32.55 元，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：国内外疫情控制不及预期，汽车行业复苏不及预期，新能源汽车销量（特斯拉、大众 MEB）不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	144,023.6	133,577.6	146,174.5	158,260.1	170,741.3
增长率 (%)	-8.36%	-7.25%	9.43%	8.27%	7.89%
归母净利润 (百万元)	6,463.16	5,403.28	6,847.44	7,853.80	8,731.08
增长率 (%)	-19.48%	-16.40%	26.73%	14.70%	11.17%
净资产收益率 (%)	13.08%	10.28%	12.21%	13.05%	13.49%
每股收益(元)	2.05	1.71	2.17	2.49	2.77
PE	12.63	15.11	11.92	10.39	9.35
PB	1.65	1.55	1.45	1.36	1.26

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 行业之锚：中国综合型汽车零部件龙头	5
1.1 中国综合型汽车零部件龙头	5
1.2 受益消费升级 毛利率持续向上	7
1.3 全球经济复苏 海外扭亏在即	8
2. 拾级而上：多举措并行 成长路径清晰	9
2.1 整合：加强自主掌控 迈向国际化	9
2.2 扩张：兼并收购持续壮大 体外仍有较多优质资产	11
2.3 产品：领先布局新能源、智能网联产品 估值中枢向上	13
2.4 客户：上汽为基本盘 积极开拓集团外客户	16
3. 穿越牛熊：高 ROE 高股息率 长期投资价值显著	19
4. 盈利预测与估值	21
4.1 关键假设	21
4.2 可比公司估值	22
4.3 盈利预测	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司业务布局	5
图 2：中国汽车零部件企业营收前十（亿元）（2020 年）	5
图 3：中国汽车零部件企业市值前十（亿元）（2020 年 4 月）	5
图 4：公司产品结构（%）	6
图 5：公司子公司营收贡献（%）	6
图 6：公司和申万汽车零部件行业毛利率、净利率对比	7
图 7：公司和申万汽车零部件行业期间费用率对比	7
图 8：乘用车不同价格区间销量占比（%）	7
图 9：消费者购车关注因素（%）	8
图 10：中国汽车内饰用品价格指数	8
图 11：公司销售毛利率（%）	8
图 12：公司海外业务营收及占比（亿元，%）	9
图 13：公司国内外业务毛利率（%）	9
图 14：欧盟月度汽车销量（万辆）	9
图 15：美国月度汽车销量（万辆）	9
图 16：公司车灯和座椅业务依托内外饰国际化平台走出海外	11
图 17：2020 年全球车灯、座椅市场规模及公司市场份额（亿元，%）	11
图 18：公司营收和利润涨幅远超行业及上汽集团	12
图 19：公司合并报表企业利润及对和联营企业投资收益（亿元）	12
图 20：公司新能源布局	13
图 21：2018 年国内车灯企业市场份额	14
图 22：智己汽车 DLP 大灯	14
图 23：全球毫米波雷达企业市场份额	15
图 24：2020H1 年公司前五大客户营收占比	16
图 25：上汽集团月度汽车销量（万辆）	16
图 26：上汽大众月度汽车销量（万辆）	16

图 27: 上汽奥迪 A7L 预计 2022 年一季度交付	16
图 28: 上汽通用汽车销量 (万辆)	17
图 29: 凯迪拉克 LYRIQ	17
图 30: 上汽乘用车汽车销量 (万辆)	17
图 31: R 品牌 ES33 车型于上海车展亮相	17
图 32: 上汽通用五菱汽车销量 (万辆)	18
图 33: 五菱宏光 Mini EV Cabrio 敞篷版将于 2022 年量产	18
图 34: 上汽集团销售额占比	18
图 35: 公司与申万汽车零部件指数 ROE 对比	19
图 36: 公司与申万汽车零部件指数资产周转率对比	19
图 37: 公司与申万汽车零部件指数权益乘数对比	19
图 38: 公司现金分红金额及占归母净利比例 (亿元, %)	20
图 39: 公司历年股息率 TTM (%)	20
图 40: 华域汽车、上汽集团、汽车 (申万) 历史股价	21
 表 1: 公司主要子公司营收及占比 (2020 年报)	6
表 2: 公司业务整合历史	10
表 3: 公司持股比例 100% 以下的部分子公司	12
表 4: 公司新能源车和燃油车单车价值量对比	15
表 5: 公司配套特斯拉产品及价值量	18
表 6: 公司与申万汽车行业指数 PE 对比	20
表 7: 公司各业务板块分析	21
表 8: 公司各业务营收预测 (亿元)	22
表 9: 汽车齿轮业务可比公司盈利预测与估值情况 (截止 2021.5.9)	22
表 10: 公司盈利预测表	24

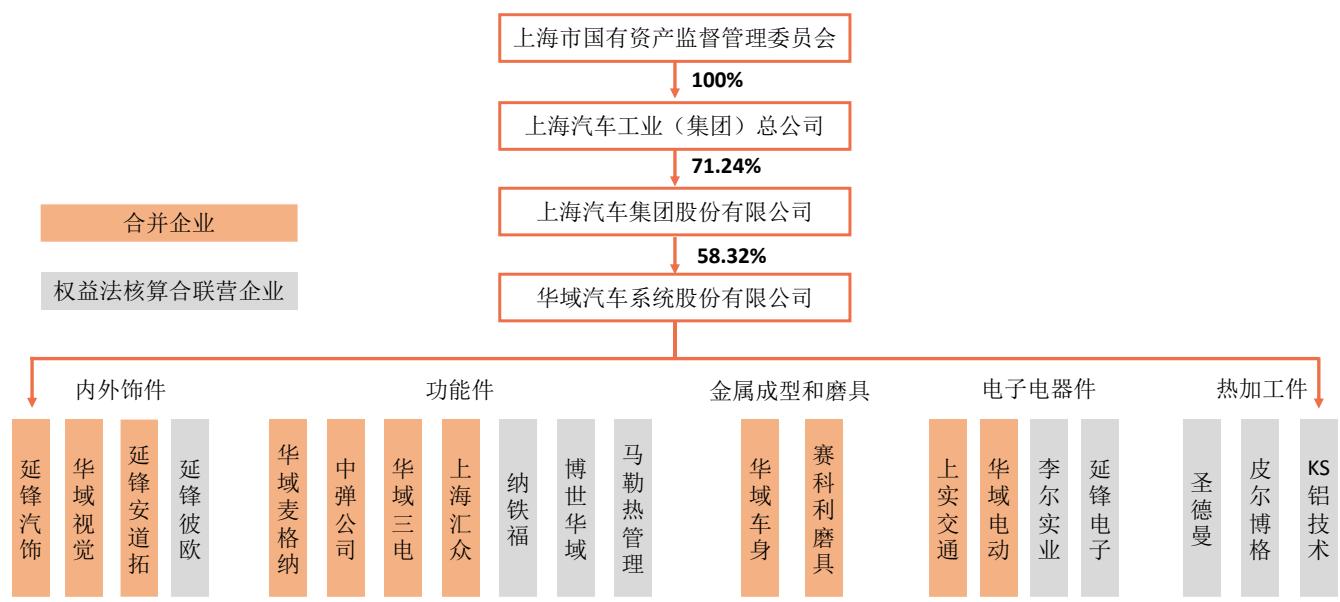
1. 行业之锚：中国综合型汽车零部件龙头

1.1 中国综合型汽车零部件龙头

华域汽车是中国综合型汽车零部件龙头供应商。公司业务涵盖内外饰、功能件总成、金属成型和磨具、电子电器、热加工、新能源等，是国内产品种类最多、规模最大、实力最强的综合型零部件供应商，各类产品在国内均有较高的市场占有率。在 2020 年全球汽车零部件企业百强评比中，公司以 1440 亿营收名列第 12 位。

截至 2020 年 12 月，公司在全球范围内拥有员工 7.88 万人，在国内拥有 367 个研发、制造和服务基地，海外拥有 98 个生产制造基地（含研发），为国内外众多主机厂提供优质的研发和供货服务。

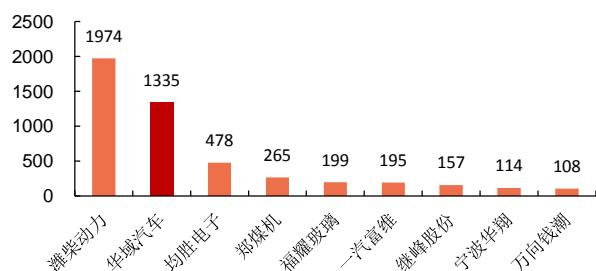
图1：公司业务布局



资料来源：公司公告，申港证券研究所

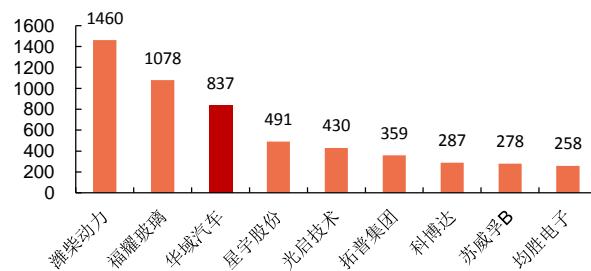
公司营收和市值处于汽车零部件公司前列。截至 2021 年 4 月，公司营业收入为 1336 亿元，在汽车零部件企业中排名第二，仅次于潍柴动力；市值为 837 亿元，排名第三，仅次于潍柴动力和福耀玻璃。

图2：中国汽车零部件企业营收前十（亿元）（2020 年）



资料来源：wind，申港证券研究所

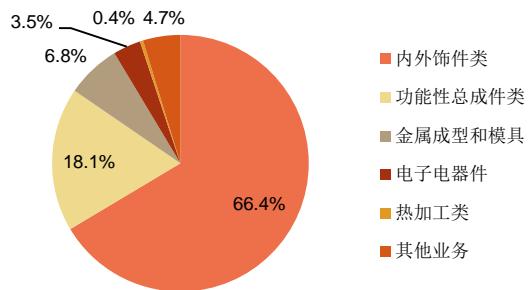
图3：中国汽车零部件企业市值前十（亿元）（2020 年 4 月）



资料来源：wind，申港证券研究所

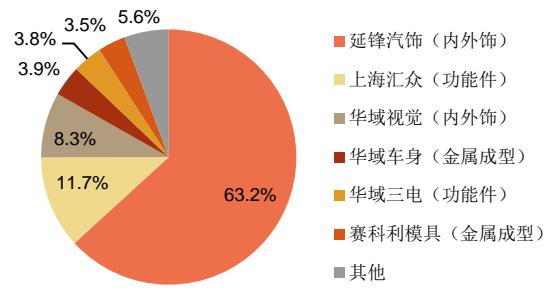
内外饰业务贡献主要营收。公司营收构成中内外饰类占比 66.4%、功能性总成件类占比 18.1%、金属成型和模具类占比 6.8%、电子电器件占比 3.5%。从子公司营收贡献看，延锋汽饰（内外饰）占比 63.2%，上海汇众（功能性总成）占比 11.7%，华域视觉（内外饰）占比 8.3%，华域车身（金属成型）、华域三电（功能件）、赛科利模具（金属成型）占比均不足 4%。由此可知，以延锋汽饰为主的内外饰业务是公司营收的主要来源。

图4：公司产品结构（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图5：公司子公司营收贡献（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

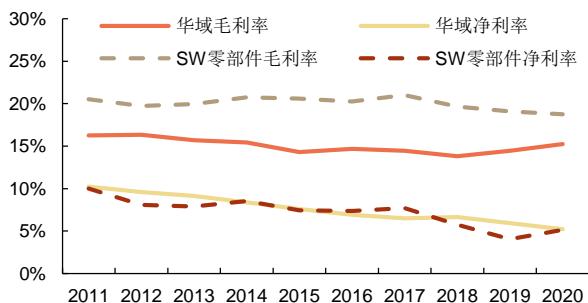
表1：公司主要子公司营收及占比（2020 年报）

公司名称	产品或服务	营业收入（亿元）	营收占比
延锋汽饰	开发、生产和销售用于汽车、卡车和摩托车的塑料和装潢产品、汽车电子、仪表等	844	63.2%
上海汇众	汽车底盘研发制造（冲压、焊接、电泳、机加工、装配、差压铸造、热处理）	157	11.7%
华域视觉	生产汽车电子设备系统及汽车照明电子部件，销售自产产品	110	8.3%
华域汽车车身	轻型客车及其配套设备、附件、汽车配附件、齿轮箱等产品的生产及销售	52	3.9%
华域三电	开发、生产和销售汽车空调系统、发动机冷却系统	50	3.8%
赛科利模具	设计、制作和生产汽车模具及其应用产品	47	3.5%
上海汽车制动	开发、生产和销售汽车制动器总成产品	29	2.1%
实业交通	各种喇叭、调节器、继电器、闪光灯、电动刮水器、电动玻璃升降器等生产及销售	19	1.4%
中弹公司	弹簧、弹性件、弹性悬架装置的生产及销售	13	1.0%
圣德曼	开发、生产汽车工业和其他工业用的铁铸件、零部件和模具、销售自产产品	5	0.4%

资料来源：公司 2020 年报，申港证券研究所

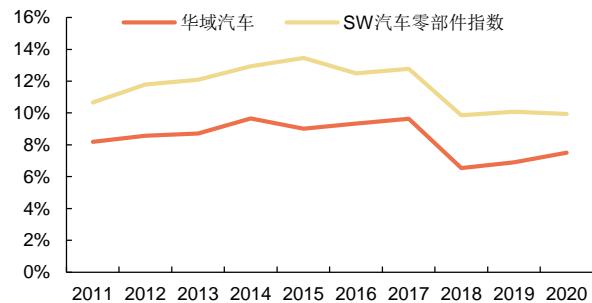
期间费用率较低，净利率与行业持平。公司毛利率约为 15%，汽车零部件行业均值为 20%，但公司期间费用率低于行业约 3pct，最终净利率与行业持平，2020 年均约为 5%。公司期间费用率较低，一方面因为公司作为大型汽车零部件公司，规模效应显著；另一方面公司背靠上汽集团，销售费用率显著低于行业。

图6：公司和申万汽车零部件行业毛利率、净利率对比



资料来源：公司公告，wind，申港证券研究所

图7：公司和申万汽车零部件行业期间费用率对比

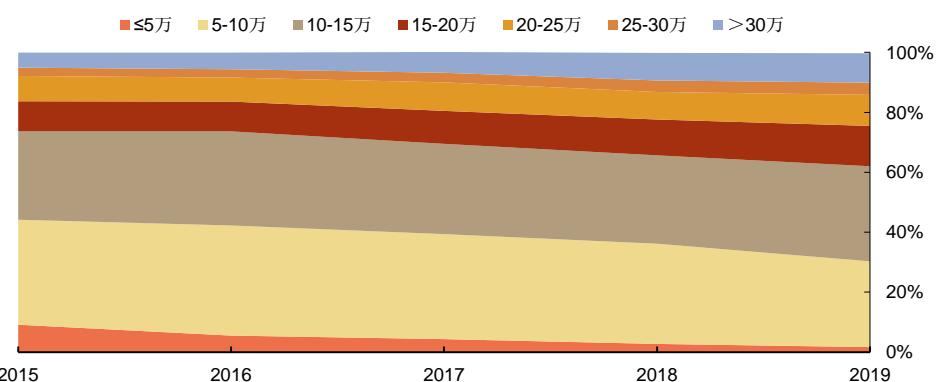


资料来源：公司公告，wind，申港证券研究所

1.2 受益消费升级 毛利率持续向上

乘用车行业消费升级趋势显著。2016年以来，中国汽车行业由快速增长期进入转型调整期，购车需求中首购比例下降，增购和换购比例提升，消费升级趋势显著。商务部数据显示，2016-2019年，15万元以下车型占比由73.7%下降至62%，15-30万元车型占比由20.7%提升至27.9%，30万元以上车型占比由5.5%提升至9.8%，高端车型、豪华车型销售占比明显提升。

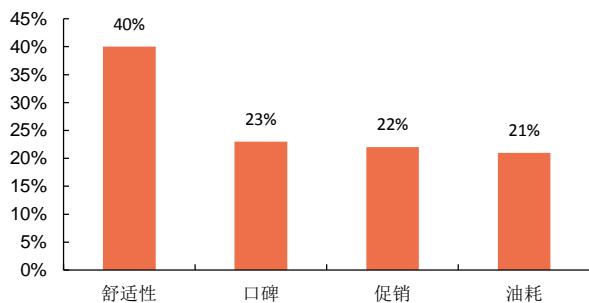
图8：乘用车不同价格区间销量占比（%）



资料来源：商务部，申港证券研究所

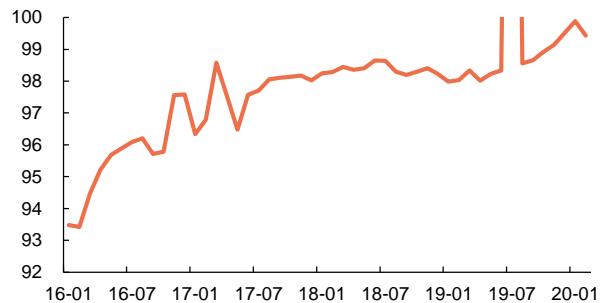
内饰行业最为受益。消费升级趋势下，汽车代步属性弱化，舒适性成为消费者购车时关注的第一属性。根据前瞻产业研究院统计，消费者在购车时对舒适性的关注度高达40%，口碑、促销、油耗仅在20%左右，内饰品质成为汽车的一大核心卖点。根据金恒德集团公司统计，中国汽车内饰用品价格指数自2016年以来持续上行，5年上升6个点位，内饰行业充分受益于消费升级，自身成长性显著。

图9：消费者购车关注因素（%）



资料来源：前瞻产业研究院，申港证券研究所

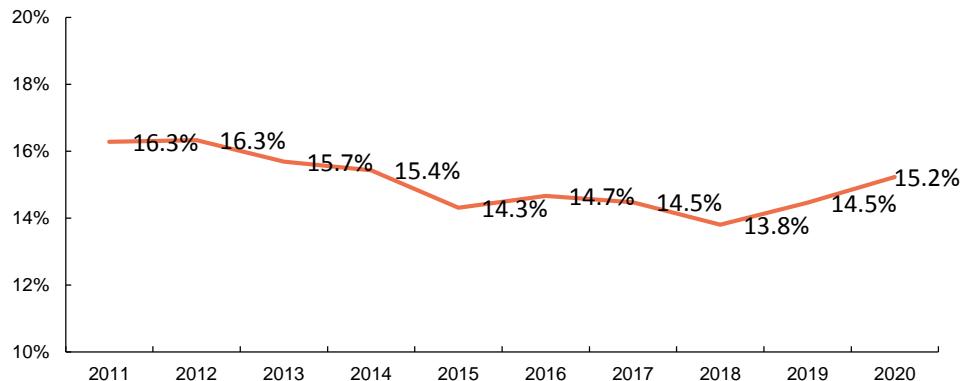
图10：中国汽车内饰用品价格指数



资料来源：wind 金恒德，申港证券研究所

受益于消费升级，公司毛利率持续向上。一方面，公司作为国内综合型汽车零部件龙头，客户涵盖上汽集团、北京奔驰、华晨宝马、长安福特、东风日产等众多主机厂，客户结构中合资及豪华品牌占比较高；另一方面，公司内外饰业务占营收比例达 66%，充分受益于消费升级趋势。2018-2020 年，公司毛利率由 13.8% 提升至 15.2%，两年分别提升 0.66pct、0.77pct。我们认为，2021-2025 年中国汽车行业将进入成熟期，行业增长主要靠增购和换购需求拉动，消费升级趋势有望延续，公司毛利率将继续向上。

图11：公司销售毛利率（%）

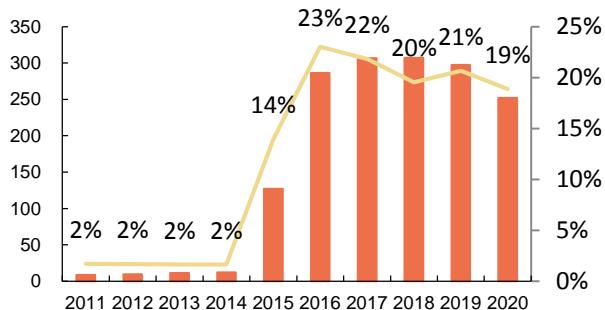


资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.3 全球经济复苏 海外扭亏在即

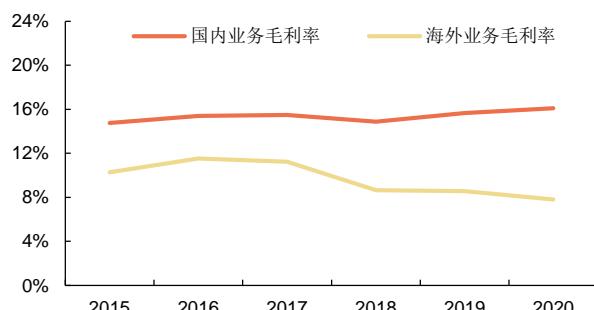
2020 年海外营收 252 亿元，营收占比 19%。公司海外业务主要来源于 2015 年与江森自控的全球汽车内饰业务重组，2020 年海外营收为 252 亿元，占营业收入 19%。在与公司重组前，江森自控将主要精力放在建筑节能和汽车电池业务上，对内饰业务的研发投资持续下降，业务规模逐步萎缩，2012-2014 年其内饰业务毛利率分别为 -0.48%、-0.22%、-0.02%，处于亏损状态。2018-2020 年，公司海外业务毛利率约为 8%，依然低于国内毛利率水平。

图12：公司海外业务营收及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图13：公司国内外业务毛利率（%）

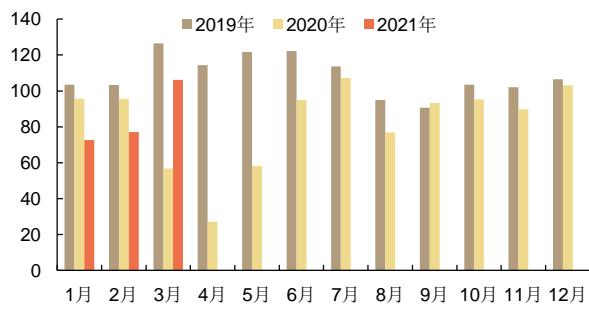


资料来源：公司公告，申港证券研究所

加强整合，蓄势待发。公司接手海外业务后积极进行整合。成本端：外派管理人员进驻海外基地，提升管理效率、关闭低效工厂、裁撤冗余员工、加强成本管控，2020年公司海外员工数量由23751人降低至22230人，裁员比例6.4%。收入端：公司加强海外业务研发投入、开发新产品、拓展新客户，2020年克服海外疫情的持续影响，新业务定点生命周期总价值较上一年有明显增长。

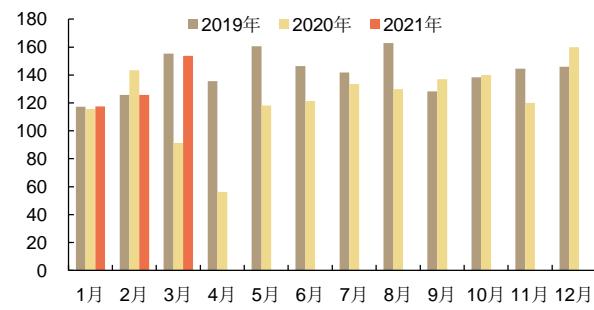
全球经济复苏，海外扭亏在即。2021年全球疫苗接种持续推进，经济复苏具有较高确定性。汽车销量方面，欧洲多个国家和地区3月份依然处于封城状态，汽车销量已恢复至2019年的84%，预计封城措施解除后，欧洲地区有望迎来行业主动补库存及报复性消费阶段；美国3月份汽车销量已恢复至2019年的99%，未来随着经济恢复，汽车销量有望反超2019年。我们预计，2021年欧美地区汽车销量同比增速有望超15%，公司海外业务将取得较高增速，叠加过去多年的整合措施，海外有望在今年实现扭亏为盈。

图14：欧盟月度汽车销量（万辆）



资料来源：ACEA，申港证券研究所

图15：美国月度汽车销量（万辆）



资料来源：GCBC，申港证券研究所

2. 拾级而上：多举措并行 成长路径清晰

2.1 整合：加强自主掌控 迈向国际化

有进有退，加强核心业务自主掌控。截至2020年12月，公司拥有合并报表子公司19家、合联营企业46家，业务条线较多。基于此，公司保持战略定力持续推进业务调整，对盈利能力差、不符合行业发展趋势的业务予以退出，对内饰、照明、底盘、被动安全、传动部件、新能源等核心业务加强掌控。

公司多数业务起家于合资公司，为避免海外市场竟争，合资公司大多仅限于国内经营，公司实现子公司及业务的自主掌控后，为迈向国际化扫除了股权障碍。

表2：公司业务整合历史

日期	事件	业务整合
2009年	取得延锋伟世通汽车饰件控制权，纳入合并报表	加强内外饰业务
2010年	收购上海汽车制动系统公司1%股权，纳入合并报表	加强制动业务
2014年	收购赛科利南京100%股权，纳入合并报表	加强车身业务
2014年	收购延锋伟世通50%股权，实现100%控股	加强内外饰业务
2014年	出售申雅密封件有限公司47.5%股权	退出密封垫业务
2015年	与江森自控开展全球汽车内饰业务重组，成立延锋内饰，华域控股70%	实现内外饰业务国际化
2016年	收购汇众汽车100%股权，纳入合并报表	加强底盘业务
2017年	与麦格纳合资成立华域麦格纳，供货大众MEB、通用BEV3的电驱动系统	加强新能源布局
2018年	收购上海小糸车灯50%股权，实现100%控股，纳入合并报表	实现车灯业务自主掌控
2018年	收购小糸制作所持有的武汉通畅100%股权，纳入合并报表	加强车灯业务
2020年	收购延锋内饰30%股权，实现100%控股	实现内外饰业务自主掌控
2020年	出售上海李尔实业交通汽车45%股权	退出汽车线束业务
2020年	调整幸福摩托和上海联谊业务	退出制造业务
2021年	收购延锋安道拓49.99%股权，实现100%控股	实现座椅业务自主掌控

资料来源：公司公告，申港证券研究所

国际化：内外饰搭建国际化平台，车灯、座椅走出海外。

通过内外饰业务搭建国际化平台。公司于2015年与江森自控展开全球业务重组，共同成立全球最大的汽车内饰系统供应商-延锋内饰，公司控股70%。延锋内饰具备全球配套供货能力，海外主要客户为宝马、奔驰、福特、克莱斯勒等，在欧洲、北美、亚太等多个地区建有生产基地和研发基地。2020年，公司从江森自控收购延锋内饰30%股权，实现100%控股，至此，公司实现内饰业务的国际化布局和完全自主掌控，为体内其他业务走出海外铺平道路。

2018年实现车灯自主掌控，2020年海外小试锋芒。公司于2018年收购日本小糸、丰田商社持有的上海小糸车灯50%股权，实现车灯业务的100%控股，并将上海小糸更名为华域视觉。华域视觉成为公司全资子公司后，具备了出海与外资竞争的体制基础，2020年6月，华域视觉获得日本主流车厂的两个出口日本项目，同年8月，斩获德系豪华品牌100万台外饰灯光产品订单，以及GM全球招标项目-凯迪拉克首款纯电动SUV Lyriq大灯订单，华域视觉海外业务小试锋芒，放量可期。

2021拟实现座椅自主掌控，进一步拓展海外业务。2021年3月，公司发布公告拟收购安道亚太持有的延锋安道拓49.99%股权，并以3.85亿元购买安道拓全球范围汽车座椅产品相关知识产权的永久使用权。延锋安道拓具备独立、完备的汽车座椅研发和制造体系，在海外通过塞尔维亚、墨西哥等基地为宝马、马自达等整车客户的全球平台车型进行配套，公司通过此次收购后，将实现汽车座椅的完全自主掌控，并有望通过已有的内外饰国际化平台，实现座椅海外业务的进一步拓展。

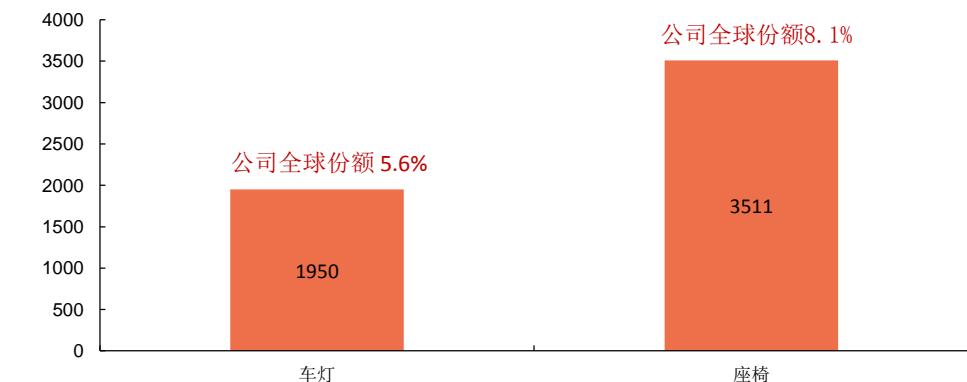
图16：公司车灯和座椅业务依托内外饰国际化平台走出海外



资料来源：公司公告，申港证券研究所

车灯、座椅单车价值量高，海外市场空间广阔。车灯和座椅是汽车上除发动机、变速箱、电驱动桥等动力部件之外，单车价值量最高的零件，并且受益于智能化和消费升级趋势，产品单价持续提升。根据中国产业信息网测算，当前车灯均价约 2500 元/套，座椅约 4500 元/套，据此推算 2020 年全球车灯、座椅市场规模分别约为 1950 亿元、3511 亿元。**2020 年公司车灯、座椅业务营收分别为 110 亿元、284 亿元**，全球市场份额为 **5.6%、8.1%**，在技术实力、规模量产能力上比肩国际竞争对手，同时具有一定成本优势，海外市场成长空间广阔。

图17：2020 年全球车灯、座椅市场规模及公司市场份额（亿元，%）

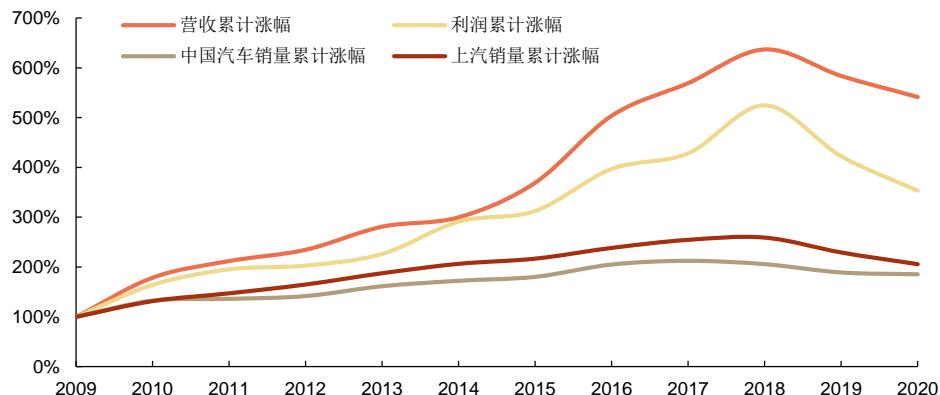


资料来源：公司公告、中汽协、申港证券研究所

2.2 扩张：兼并收购持续壮大 体外仍有较多优质资产

兼并收购持续壮大，营收、利润涨幅远超行业。公司自成立以来，通过兼并收购模式持续扩充业务版图，并表企业从 2009 年的 10 家增至 2020 年的 19 家，11 年内营业收入增长 442%，归母净利增长 253%，远超汽车行业销量 85% 的涨幅，以及上汽集团销量 106% 的涨幅。

图18：公司营收和利润涨幅远超行业及上汽集团

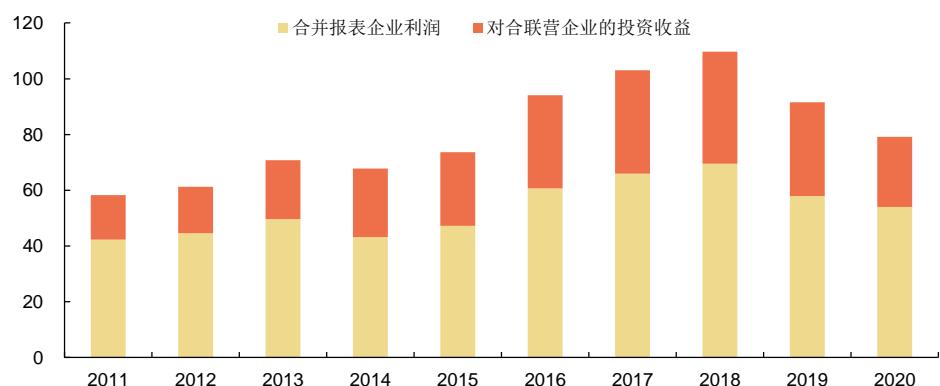


资料来源：公司公告，中汽协、上汽集团公告，申港证券研究所

先消化后吸收，内外饰、车灯、被动安全等业务已全部并入体内。公司吸收旗下资产遵循两条原则：1) 子公司业务符合行业发展趋势，未来成长空间广阔；2) 公司已掌握合资公司的核心技术，吸收为全资子公司后可以持续成长。基于此逻辑，公司已实现了内外饰、车灯、被动安全等多个业务的并入。2021年，公司拟收购延锋安道拓 49.99% 股权，收购完成后将实现座椅业务的完全掌控，同时也将在 2022 年为公司新增 10 亿元以上利润。

体外仍有较多优质资产。截至 2020 年底，公司共拥有 19 家合并报表企业，其中 7 家控股 100% 以下，46 家合联营企业，控股均在 51% 以下。公司利润构成中，约 70% 来自合并报表企业，30% 来自合联营企业投资收益。公司旗下诸如赛科利模具、华域电动、华域三电、华域麦格纳、博世华域转向等较多优质资产尚未并入体内，我们认为，未来随着公司对外资技术的逐步吸收和掌控，公司将延续兼并收购的扩张模式，实现自身的进一步壮大。

图19：公司合并报表企业利润及对合联营企业投资收益（亿元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

表3：公司持股比例 100% 以下的部分子公司

公司名称	公司持股比例	产品	性质
赛科利模具	75%	汽车模具、车身件、电池盒	合并财务报表
华域电动	87.52%	电动机、电控系统	合并财务报表

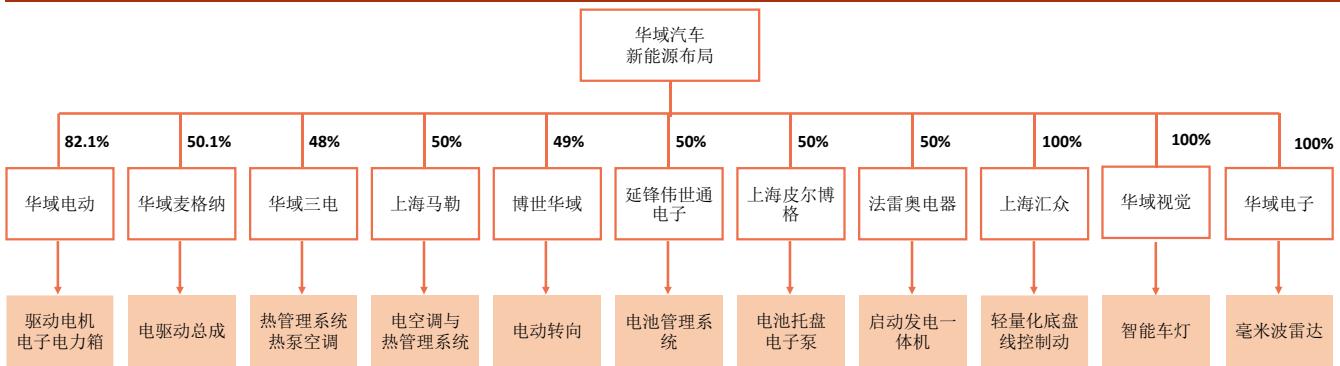
公司名称	公司持股比例	产品	性质
制动系统	51%	制动器总成及电控制动产品	合并财务报表
华域正大	51%	汽车零部件级总成	合并财务报表
华域三电	48%	汽车空调系统, 发动机冷却系统	合并财务报表
华域麦格纳	50.1%	电驱动系统总成	合并财务报表
博世华域转向	50%	汽车转向系统	合营企业
马勒热管理	50%	汽车温度控制系统	合营企业
上海法雷奥	50%	起动机、发电机	合营企业
延锋彼欧	50.05%	外饰件	合营企业

资料来源：公司 2020 年报，申港证券研究所

2.3 产品：领先布局新能源、智能网联产品 估值中枢向上

领先布局新能源、智能网联核心技术，实力国内领先。新能源、智能网联核心技术包括电池管理、电驱动、热管理、轻量化、线控制动、智能车灯、毫米波雷达等，公司通过自主研发、与外资合资等多种方式，形成完善的新能源零部件布局，技术实力、客户、市场份额领先，未来随着新能源、智能网联渗透率的提升，公司估值中枢有望持续向上。

图20：公司新能源布局



资料来源：公司公告，申港证券研究所

华域电动：驱动电机及电力电子箱。实现对德国大众全球电动车平台 (MEB) 辅助驱动电机的量产供货，与上汽捷能共同研发 8 层扁铜线电机技术，供货 ER6 车型，获得上汽通用五菱 Mini-EV 电机控制器部分业务定点，并批量供货，获得通用汽车模块化电动车平台 (BEV3 平台) 全球驱动电机项目定点。2020 年，该公司全年实现销售驱动电机 10 多万套，控制器 3 万多套。

华域麦格纳：电驱动总成。2020 年为德国大众全球纯电动平台 MEB 项目配套的电驱动总成正式量产，首批供货大众德国工厂、斯柯达捷克工厂生产的大众跨界轿跑、奥迪和斯柯达等品牌纯电四驱车型，获得通用汽车模块化电动车平台 (BEV3 平台) 全球电驱动项目定点。电驱动总成单车价值量约 8000 元，未来随着大众全球 MEB 平台、通用全球 BEV3 平台的放量，电驱动总成业务将成为公司新的增长级。

华域三电：热管理系统。华域三电致力于新能源车热泵系统、电动空调压缩机的研发，2020 年成功为上汽乘用车、上汽大众、上汽大通、沃尔沃、长城汽车、广汽集团、江铃汽车等车型提供配套，全年共完成电动压缩机供货 15.77 万台。

上海马勒热管理：电空调与热管理系统。上海马勒 2020 年为上汽乘用车、上汽大众、上汽通用、小鹏汽车、比亚迪等新能源车型配套空调总成、冷却模块、电池冷却器、低温散热器、冷凝器和水冷板等产品，合计 10.81 万台。

博世华域转向：电动转向。博世华域转向具备双齿轮式、管住式及齿条式电动转向系统配套能力，2020 年出货 628 万套，为新能源车型配套约 4.2 万套。

延锋伟世通：电池管理系统。延锋伟世通具备电池管理系统的应用开发和批量供货能力，2020 年累计向新能源车型供货 9.42 万套。

华域皮尔博格：电池托盘。华域皮尔博格具备铝合金铸造新能源汽车电池托盘和电动机壳体的供货能力，2020 年配套电池托盘 3.5 万件、电机壳体 0.85 万套。

上海法雷奥：启动发电一体机。上海法雷奥具备 48V 启动发电一体机供货能力，2020 年累计配套供货 11.5 万台。

上海汇众：线控制动。上海汇众成功研发 Ebooster 和主动蓄能等产品，2020 年已小批量向北汽新能源车供货。

华域视觉：国内车灯龙头。中国车灯行业呈现一超多强格局，华域视觉凭借市场份额、技术和客户优势，领先竞争对手，星宇、法雷奥、斯坦雷、海拉等企业并列多强。2018 年华域视觉车灯营业收入为 138 亿元，市场份额约为 25%。

成功研发 DLP 智能大灯，智己汽车首用。LED 大灯技术的发展历经矩阵式大灯、AFS 大灯（自适应前照灯）、ADB 大灯（自适应远光灯系统）和 DLP 大灯（像素级投影大灯），智能化程度日趋提升。公司为智己汽车开发的前照灯由 260 万像素的二代 DLP 和 5000 颗 LED ISC 组成，具备安全、引导、交互、娱乐与共创四大功能，代表着全球车灯技术的最高水平，单价在万元以上。

图21：2018 年国内车灯企业市场份额

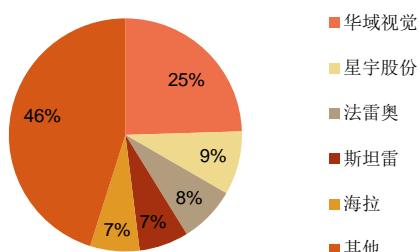


图22：智己汽车 DLP 大灯



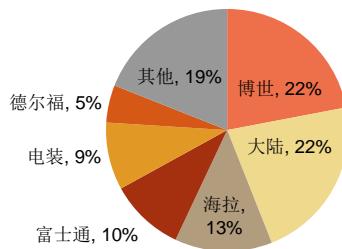
资料来源：公司公告，wind，申港证券研究所

资料来源：上汽乘用车公众号，申港证券研究所

毫米波雷达打破国外垄断，实现量产供货。长期以来，毫米波雷达的关键技术被少数零部件巨头供应商垄断，特别是 77GHz 雷达技术只有博世、大陆、德尔福等几家企业掌握，国内几乎处于空白。2014 年，华域汽车电子率先实现 24GHz 毫米波雷达量产，并对上汽乘用车、上汽大通等客户稳定供货，2019 年，公司 77GHz 前向毫米波雷达顺利通过国家法规测试，成为首款通过该类测试的国产雷达产品，实现对金龙客车的量产供货，77GHz 前向毫米波雷达和角雷达成功应用于上汽红岩

智能重卡在洋山港 5G 自动驾驶项目的示范运行。

图23：全球毫米波雷达企业市场份额



资料来源：中研普华产业研究院，申港证券研究所

公司新能源产品齐全，单车价值量相比燃油车提升约 2.2 万元。我们测算，公司配套的零部件当中，燃油车与新能源车共用的零部件价值量为 10200 元，燃油车到新能源车需要升级的零部件，价值量由 11500 元增长至 23000 元，燃油车专用零部件价值量为 3200 元，新能源车专用零部件价值量为 13800 元，从燃油车到新能源车，公司配套最高单车价值量由 25000 元增长至 47000 元，增加 22000 元。公司充分受益电动化、智能化趋势，单车价值量的提升将带动营收持续增长，估值中枢有望向上。

表4：公司新能源车和燃油车单车价值量对比

类型	燃油车用部件	单车价值 (元)	新能源车用部件	单车价值 (元)
中性部件	内饰件	3500	内饰件	3500
	保险杠	1200	保险杠	1200
	座椅	4500	座椅	4500
	其他	1000	其他	1000
升级部件	高强度钢底盘	1500	轻量化底盘	3500
	热管理	2000	热管理系统	3000-9000
	车灯	3000	智能车灯	5000
	电控制动	1200	线控制动	2000
	转向	900	电控转向	1500
	汽车电子	2000	汽车电子	5000
燃油车部件	真空助力泵	200		
	发电机、启停电机	500		
	传动轴	2000		
	离合器、油箱	500		
新能源车部件			电子真空泵	300
			电驱动总成	9000
			BMS	1000
			电池托盘	2500
			毫米波雷达	1000
	合计	25000		47000

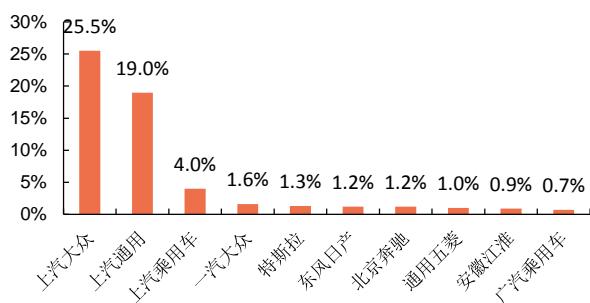
资料来源：公司 2020 年报，申港证券研究所

2.4 客户：上汽为基本盘 积极开拓集团外客户

上汽集团是公司第一大股东，同时也是公司第一大客户，营收占比保持在 50% 以上。2020H1 年公司前五大客户分别是上汽大众（营收贡献 25.5%），上汽通用（营收贡献 19%）、上汽乘用车（营收贡献 4%）、一汽大众（营收贡献 1.6%）和特斯拉（营收贡献 1.3%），CR5 51%。

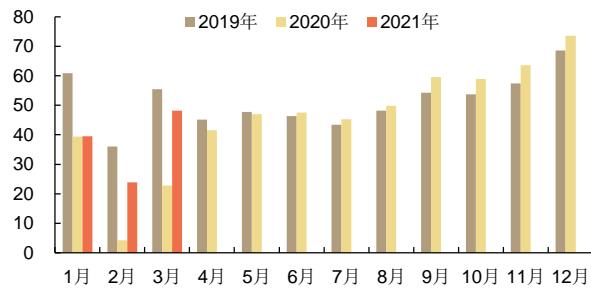
上汽集团：短期受芯片短缺影响，长期预计销量触底回升，2021 年销量目标 617 万辆，同比增长 10.2%。2020H2，伴随汽车行业复苏，上汽集团销量同比增长 7.7%，2021 年受芯片短缺影响，3 月份销量同比 2019 年下降 13%，我们认为，未来随着芯片短缺问题解除，上汽集团销量有望触底回升，延续 2020 年下半年的反弹趋势。公司 2021 年销量目标为 617 万辆，同比 2020 年增长 10.2%。

图24：2020H1 年公司前五大客户营收占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

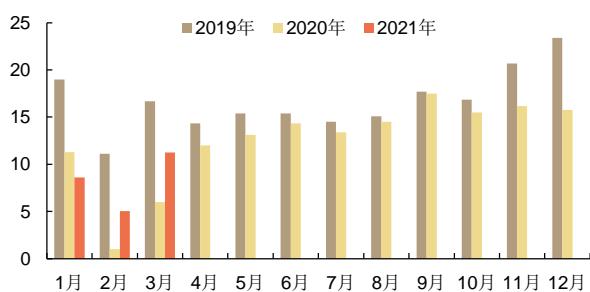
图25：上汽集团月度汽车销量（万辆）



资料来源：上汽集团公告，申港证券研究所

上汽大众：油车销量有望企稳，MEB 放量可期。燃油车方面，新车型/改款车型投放预计超过 11 款，包括帕萨特、途昂、途观 L、凌度等核心车型，同时上汽奥迪第一款车型 A7L 有望于年底投产，并在 2022 年第一季度交付，将弥补上汽旗下缺乏豪华品牌的短板，销量值得期待。新能源车方面，ID.4X、ID.6X 陆续上市，借助于 MEB、PPE 平台化优势，将在 2025 年前在全球范围推出 70 款纯电动车型，销量目标达 300 万台，其中中国地区新车 30 款，销量目标 150 万台。华域麦格纳为全球 MEB 车型配套电驱动桥总成，单车价值量 8000 元，预计 2025 年贡献营收 240 亿元。

图26：上汽大众月度汽车销量（万辆）



资料来源：汽车之家，申港证券研究所

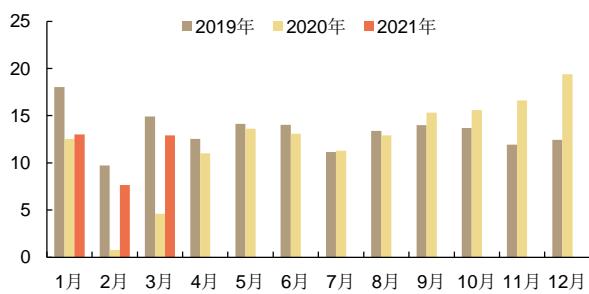
图27：上汽奥迪 A7L 预计 2022 年一季度交付



资料来源：大众官网，申港证券研究所

上汽通用：销量反弹，即将开启全面电动化。2020年初，上汽通用旗下别克、雪佛兰、凯迪拉克品牌车型全面切换为四缸发动机，下半年销量触底反弹，2020H2销量同比增长19%，预计2021年延续反弹趋势。电动化方面，4月8日上汽通用宣布引入通用Ultium(BEV3)纯电平台，首款车型凯迪拉克LYRIQ于上海车展亮相，预计2022年上市。通用汽车计划在2025年之前，在电动车和自动驾驶领域投资超过270亿美元，在全球范围内推出30款电动车，全面开启电动化。华域麦格纳为Ultium全球平台配套电驱动桥总成，将伴随通用电动化趋势持续受益。

图28：上汽通用汽车销量（万辆）



资料来源：上汽集团公告，申港证券研究所

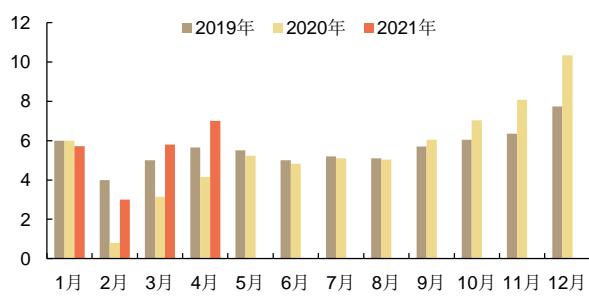
图29：凯迪拉克LYRIQ



资料来源：汽车之家，申港证券研究所

上汽乘用车：销量喜人，新能源布局领先。上汽乘用车2020H2销量同比增速高达15%，2021延续向上态势，4月份销量同比2019年增长24%，增速喜人。新能源方面，上汽乘用车R品牌成立，旗下ER6、MarvelR在续航里程、配置、价格、智能网联等方面具备较强竞争力，新车型ES33于上海车展亮相，有望贡献新的增量。2021年上汽乘用车R品牌销量目标为3万台，全系新能源车型销量预计突破10万台。

图30：上汽乘用车汽车销量（万辆）



资料来源：上汽集团公告，申港证券研究所

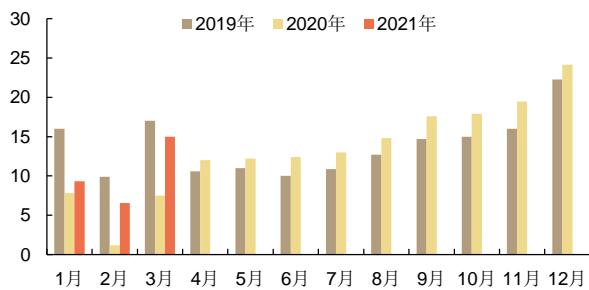
图31：R品牌ES33车型于上海车展亮相



资料来源：汽车之家，申港证券研究所

上汽通用五菱：新能源车型销量冠军。上汽通用五菱2020H2销量同比增速高达17%，2021年预计延续向上态势。新能源车型方面，2020年7月份五菱宏光Mini EV上市即爆款，迅速成为中国新能源车型销量冠军，月销稳定在3万台以上。2021年4月8日，Mini EV马卡龙版上市，增加安全气囊、坡道辅助、倒车雷达、倒车影像、蓝牙等实用性配置，Mini EV Cabrio敞篷版也于上海车展亮相，预计在2022年量产，五菱Mini EV车型和配置愈加丰富，销量有望再上新台阶。

图32: 上汽通用五菱汽车销量 (万辆)



资料来源: 上汽集团公告, 申港证券研究所

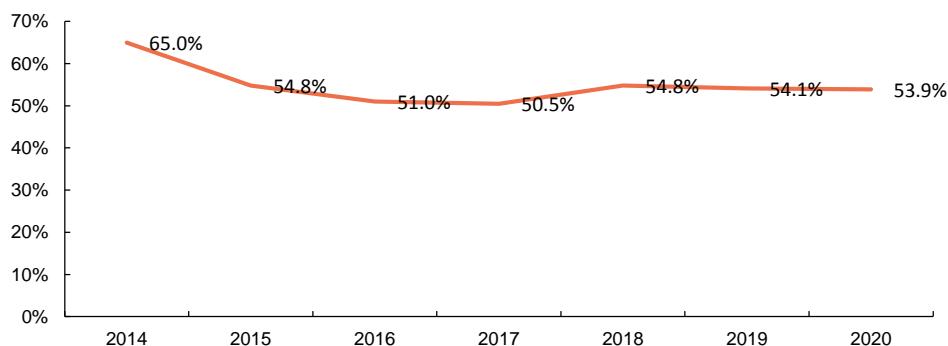
图33: 五菱宏光 Mini EV Cabrio 敞篷版将于 2022 年量产



资料来源: 汽车之家, 申港证券研究所

中性化战略, 积极开拓集团外客户。公司在上汽集团保持较高配套率的同时, 积极开拓集团外客户, 上汽集团销售额占比从 2014 年的 65% 下降至当前的 53.9% (2015 年下降较多, 主因公司与江森自控全球业务重组, 海外营收大幅提升所致)。公司拓展集团外客户过程中, 充分利用自身技术优势、规模优势、全球化优势, 将高端电动品牌, 豪华品牌、日系品牌作为重点开拓对象, 中性化战略卓有成效。

图34: 上汽集团销售额占比



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

配套特斯拉, 预计 2021 年贡献营收 64 亿元, 进入前五大客户。2020 年特斯拉上海工厂本土化量产, 公司抓住机会实现了内饰、座椅、保险杠、电池盒、车身分拼总成件、稳定杆、悬架弹簧等产品的供货。2020H1, 特斯拉成为公司第五大客户, 营收贡献为 6.4 亿元, 同期特斯拉中国销量为 4.6 万台, 据此推算公司配套特斯拉单车价值量约为 14000 元。2021 年预计特斯拉上海工厂产销 Model3/Y 46 万辆, 将为公司贡献营收 64 亿元, 营收占比 4.4%。

表5: 公司配套特斯拉产品及价值量

零部件	单车价值量 (元)
座椅	3000
保险杠	1000
电池盒	2500
车身分拼总成件	2500
内饰	
稳定杆	5000
悬架弹簧	
其他	
合计	14000

资料来源: 公司 2020 年报, 申港证券研究所

豪华品牌、日系品牌、蔚来汽车产品定点顺利推进。2020年，公司内饰、车灯、座椅、保险杠、压缩机、电动转向机、传动轴、驱动轴、制动系统、轻量化铸铝、车身机构件及模具、底盘结构件及模块总装等业务，获得奔驰、宝马、奥迪、凯迪拉克等豪华品牌车型定点；内饰、车灯、外饰件、电动转向机、驱动轴、油箱、发电机等业务获得本田、丰田、尼桑等日系品牌车型定点；内饰、减震器、电动转向机等业务实现向蔚来汽车车型配套，集团外客户拓展顺利推进。

3. 穿越牛熊：高 ROE 高股息率 长期投资价值显著

ROE 显著领先于汽车零部件行业。公司 ROE 一直处于较高水平，2011-2018 年汽车行业稳步增长阶段，公司 ROE 均值为 18.5%，2019-2020 年汽车销量负增长，公司作为汽车零部件龙头业绩受到影响，但 ROE 依然保持对申万汽车零部件行业 8-10pct 的领先。

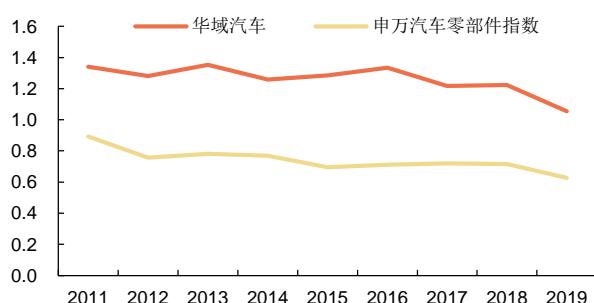
图35：公司与申万汽车零部件指数 ROE 对比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

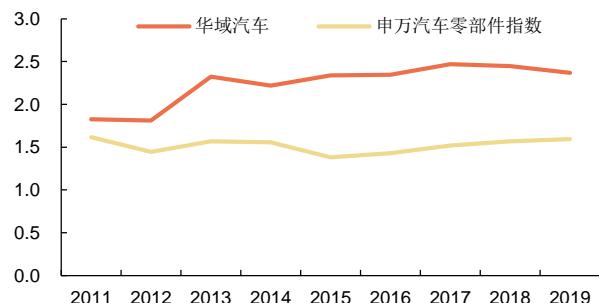
高 ROE 源自较高的资产周转率和权益乘数。公司销售净利率与行业基本持平，但资产周转率和权益乘数显著高于行业。我们分析，公司作为汽车零部件龙头，在和下游主机厂合作过程中有较高话语权，应收账款周转率、存货周转率较高，使得公司资产周转率显著高于行业，同时，公司常年维持 55% 以上资产负债率稳健运营，权益乘数较高。

图36：公司与申万汽车零部件指数资产周转率对比



资料来源：wind，申港证券研究所

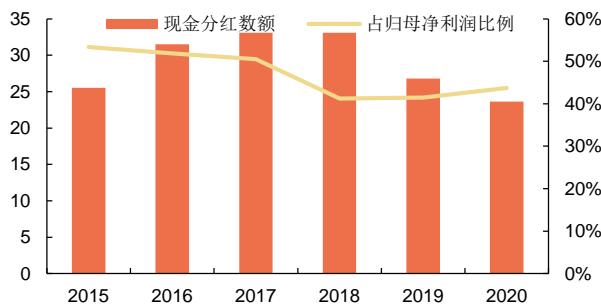
图37：公司与申万汽车零部件指数权益乘数对比



资料来源：wind，申港证券研究所

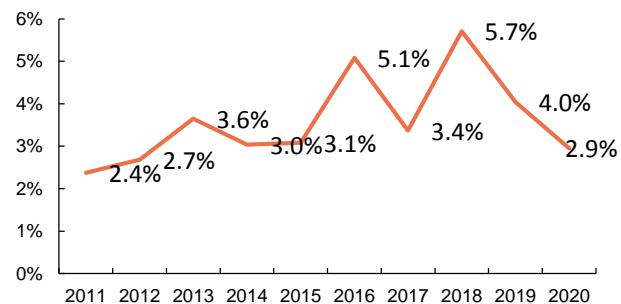
近五年股息率均值 4.2%，为投资者持续带来稳定受益。2015-2017 年，公司现金分红比例在 50-53% 区间，2018-2020 年，现金分红比例在 41%-43% 区间，近五年股息率均值为 4.2%，公司较高的股息率为股东持续带来稳定受益，具备较高价值投资属性。我们测算公司 2021 年归母净利润为 68 亿元，假设现金分红比例为 45%，对应当前股价的股息率为 3.7%。

图38：公司现金分红金额及占归母净利润比例（亿元，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图39：公司历年股息率 TTM（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

公司 PE 低于行业指数，价值被显著低估。公司作为汽车行业零部件龙头，在内外饰、座椅、车灯、底盘、车身、被动安全、电动化、智能网联等业务上，技术、客户、市占率大幅领先行业，但根据 wind 一致预测，2021-2023 年公司 PE 显著低于申万汽车指数。我们认为公司价值被显著低估，并且未来随着电动化、智能化渗透率的提升，公司完善的产品布局将进一步扩大其在零部件领域的领先优势，公司估值将逐步向上。

表6：公司与申万汽车行业指数 PE 对比

指数/公司	PE		
	2021E	2022E	2023E
申万汽车 (801880.SI)	26.47	19.74	17.91
申万汽车零部件III (850921.SI)	27.16	20.32	18.95
华域汽车 (600741.SH)	11.92	10.39	9.35

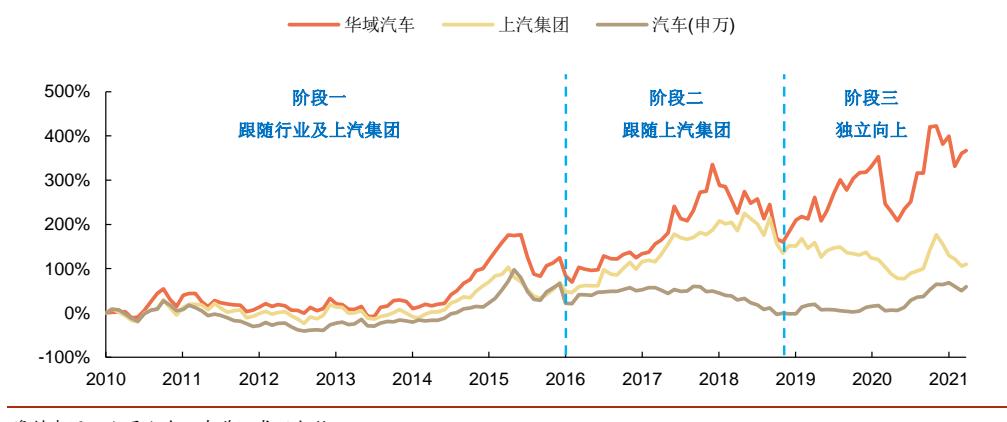
资料来源：wind 一致性预测，申港证券研究所

穿越牛熊：受益于消费升级、国际化战略、扩张战略、新能源完善布局、中性化战略等多重因素，公司业绩持续超出市场预期，在二级市场走出独立行情。

- ◆ 2016 年以前，公司作为汽车零部件龙头及上汽集团子公司，在二级市场主要跟随行业及上汽集团；
- ◆ 2017-2018 年，汽车行业进入转型调整期，上汽集团作为行业龙头表现出超强韧性，销量大幅跑赢行业，公司与上汽集团阿尔法收益显著；
- ◆ 2019-2020 年，汽车行业延续调整趋势并在 2019 年底迎来复苏周期，上汽集团旗下合资公司上汽通用、上汽大众表现较差，销量跑输行业，但公司受益于消费升级、国际化战略、扩张战略、新能源完善布局、中性化战略等多重因素，业绩持续超出市场预期，在二级市场走出独立行情。

展望未来，行业层面：消费升级趋势延续，公司充分受益，毛利率有望继续向上；公司层面：国际化战略、扩张战略、电动化转型、中性化战略有条不紊推进，公司经营将持续向上，长期投资价值显著。

图40：华域汽车、上汽集团、汽车（申万）历史股价



资料来源：公司公告，申港证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 关键假设

公司的成长逻辑：1) 消费升级趋势：公司内外饰业务单车价值量与利润率同步提升；2) 国际化战略：内外饰、车灯、座椅等业务在海外打开长期成长空间；3) 扩张战略：体外仍有较多优质资产，兼并收购持续壮大；3) 受益电动化：最高单车价值量由 2.5 万元提升至 4.7 万元；4) 中性化战略：特斯拉放量，持续获得豪华品牌、日系品牌产品定点。

基于以上逻辑，我们对公司各业务版块预测如下：

表7：公司各业务板块分析

业务	产品	公司	增长动力
内外饰件类	仪表盘、门板、保险杠、座椅、车灯	延锋汽饰、华域视觉、延锋安道拓、延锋彼欧等	1.消费升级：豪华车型销售占比提升，毛利率持续向上； 2.国际化战略：海外定点项目明显增多，车灯获两个日本主机厂出口项目、德国某豪华品牌全生命周期 100 万套订单、通用全球首款纯电 SUV 大灯项目；座椅业务自主掌控后海外扩张； 3.车灯业务净利率有较大提升空间（公司 5%，星宇股份 15%）； 4.座椅、保险杠等内饰件配套特斯拉，持续放量。
功能性总成件类	热管理系统、电驱动总成、制动系统、底盘、转向系统、油箱、弹簧等	华域三电、华域麦格纳、上海汇众、博世、华域、纳铁福、马勒热管理、中弹公司等	1.油车到电车，热管理系统单车价值量由 2000 提升至 9000 元； 2.华域麦格纳电驱动总成单车价值量 8000 元，为大众 MEB 平台、通用 Ultium 平台全球配套； 3.底盘轻量化趋势，单车价值量由 1500 元到 3500 元； 4.线控制动、电控转向系统渗透率提升。
金属成型和模具	车身骨架、外覆盖件模具	华域车身、赛科利模具等	1.车身轻量化趋势，采用铝合金和热成型钢，单车价值量提升； 2.配套上海特斯拉电池盒和车身分拼总成，持续放量。
电子电器件	摇窗机、发电机、起动机、驱动电机	华域电动、上实交通、延锋电子、李尔实业	1.发电机、起动机需求下降 2.电动车驱动电机需求增加；

业务	产品	公司	增长动力
热加工件类	缸盖、缸体、活塞等	圣德曼、华域皮尔博格, KS 铝技术等	3.48V 启动发电一体机需求增加
			1. 随新能源渗透率提升, 业务逐步萎缩

资料来源：公司 2020 年报, 申港证券研究所

表8：公司各业务营收预测 (亿元)

业务	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
内外饰件类	营业收入	1,006.86	920.24	887.31	974.27	1,057.08
	YoY	11.34%	-8.60%	-3.58%	9.80%	8.50%
	毛利率	13.41%	14.65%	15.20%	15.70%	16.10%
功能件总成件类	营业收入	315.65	284.44	242.27	265.29	289.70
	YoY	8.62%	-9.89%	-14.82%	9.50%	9.20%
	毛利率	14.09%	12.57%	12.76%	12.96%	13.06%
金属成型和模具	营业收入	112.12	96.78	91.27	98.57	105.96
	YoY	36.48%	-13.68%	-5.70%	8.00%	7.50%
	毛利率	12.73%	12.85%	12.36%	12.66%	12.86%
电子电器件	营业收入	47.15	46.20	46.68	50.18	53.19
	YoY	11.16%	-2.01%	1.04%	7.50%	6.00%
	毛利率	16.94%	16.16%	13.60%	14.10%	14.10%
热加工类	营业收入	8.90	7.12	5.32	5.48	5.31
	YoY	-12.05%	-20.01%	-25.33%	3.00%	-3.00%
	毛利率	9.63%	8.83%	9.93%	9.93%	9.93%
其他业务	营业收入	81.03	85.46	62.93	67.96	71.36
	YoY	7.66%	5.47%	-26.37%	8.00%	5.00%
	毛利率	17.60%	20.14%	31.05%	31.05%	31.05%
合计	营业收入	1,571.70	1,440.24	1,335.78	1,461.75	1,582.60
	YoY	11.88%	-8.36%	-7.25%	9.43%	8.27%
	毛利率	13.80%	14.46%	15.23%	15.63%	15.91%

资料来源：公司 2020 年报, 申港证券研究所

4.2 可比公司估值

公司是国内综合型零部件龙头, 旗下业务涵盖内外饰、车灯、座椅、热管理、电驱动、底盘、车身等多个品类, 并在技术、市场份额上国内领先, 我们选取岱美股份、新泉股份、星宇股份、继峰股份、三花智控、拓普集团作为可比公司, 公司 2021-2023 年 PE 显著低于可比公司均值, 价值被低估。

表9：汽车齿轮业务可比公司盈利预测与估值情况 (截止 2021.5.9)

证券简称	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EPS		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
岱美股份	21.95	127	17.37	14.29	12.50	1.26	1.54	1.76
新泉股份	28.45	105	26.68	19.09	15.31	1.07	1.49	1.86
星宇股份	180.3	498	34.16	27.42	22.57	5.28	6.57	7.99
继峰股份	8.29	85	15.96	12.11	9.45	0.52	0.68	0.88
三花智控	20.96	753	38.76	32.48	27.70	0.54	0.65	0.76

证券简称	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EPS		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
拓普集团	32.98	363	30.26	23.54	18.20	1.09	1.40	1.81
均值			29.17	22.93	18.64	1.70	2.16	2.66
华域汽车	25.89	816	11.92	10.39	9.35	2.17	2.49	2.77

资料来源: Wind, 申港证券研究所 注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

4.3 盈利预测

我们预计公司 2021~2023 年的营业收入分别为 1461 亿元、1582 亿元和 1707 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 68 亿元、78 亿元和 87 亿元, 每股收益分别为 2.17 元、2.49 元和 2.77 元, 对应 PE 分别为 11.9X、10.3X 和 9.3X。我们认为公司当前合理 PE 为 15, 对应 2021 年目标价 32.55 元, 首次覆盖公司, 给予“买入”评级

5. 风险提示

国内外疫情控制不及预期, 汽车行业复苏不及预期, 新能源汽车销量(特斯拉、大众 MEB)不及预期。

表10：公司盈利预测表

利润表					资产负债表					单位:百万元	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	144024	133578	146175	158260	170741	流动资产合计	83517	93928	99001	108867	118946
营业成本	123195	113233	123320	133077	143341	货币资金	32839	36251	38005	42730	47808
营业税金及附加	493	483	515	557	601	应收账款	23312	24562	26031	29051	31809
营业费用	1961	1739	1903	2060	2223	其他应收款	4476	1257	1376	1490	1607
管理费用	8031	8252	8770	9416	10074	预付款项	843	789	843	910	980
研发费用	5265	5573	5847	6251	6659	存货	11116	18822	20272	21876	23563
财务费用	(57)	38	38	38	38	其他流动资产	2259	1990	2182	2367	2558
资产减值损失	(177)	(319)	(248)	(248)	(248)	非流动资产合计	55611	56508	59195	59832	60913
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0	长期股权投资	13958	12739	13851	13349	13295
投资净收益	3809	3575	3912	4236	4570	固定资产	22406	23972	25305	26220	27138
营业利润	9157	7919	9841	11267	12535	无形资产	3861	4202	4340	4459	4563
营业外收入	416	87	87	87	87	商誉	853	853	853	853	853
营业外支出	138	66	102	84	93	其他非流动资产	668	473	597	647	698
利润总额	9435	7940	9826	11270	12529	资产总计	139127	150436	158196	168699	179859
所得税	919	962	983	1127	1253	流动负债合计	69869	84713	87015	91190	95307
净利润	8516	6978	8843	10143	11276	短期借款	6580	6094	5511	5349	4905
少数股东损益	2053	1575	1996	2289	2545	应付账款	44172	44938	47301	51043	54980
归属母公司净利润	6463	5403	6847	7854	8731	预收款项	1377	0	0	0	0
EBITDA	16828	16313	13575	15526	17077	一年内到期的非流动负债	1007	3169	3169	3169	3169
EPS(元)	2.05	1.71	2.17	2.49	2.77	非流动负债合计	10557	7535	7486	7486	7486
主要财务比率					长期借款	3816	2726	2726	2726	2726	2726
					应付债券	0	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	80426	92248	94501	98676	102794
营业收入增长	-8.4%	-7.3%	9.4%	8.3%	7.9%	少数股东权益	9279	5649	7645	9934	12479
营业利润增长	-16.5%	-13.5%	24.3%	14.5%	11.3%	实收资本(或股本)	3153	3153	3153	3153	3153
归属于母公司净利润增长	-19.5%	-16.4%	26.7%	14.7%	11.2%	资本公积	12814	13160	13160	13160	13160
获利能力						未分配利润	28141	30251	33264	36719	40561
毛利率(%)	14.5%	15.2%	15.6%	15.9%	16.0%	归属母公司股东权益合计	49423	52539	56100	60183	64724
净利率(%)	5.9%	5.2%	6.0%	6.4%	6.6%	负债和所有者权益	139127	150436	158246	168794	179996
总资产净利润(%)	4.6%	3.6%	4.3%	4.7%	4.9%	现金流量表					单位:百万元
ROE(%)	13.1%	10.3%	12.2%	13.0%	13.5%						2019A 2020A 2021E 2022E 2023E
偿债能力						经营活动现金流	9656	9376	8125	9189	10646
资产负债率(%)	57.8%	61.3%	59.7%	58.5%	57.1%	净利润	8516	6978	8843	10143	11276
流动比率	1.20	1.11	1.14	1.19	1.25	折旧摊销	4356	4833	3696	4220	4504
速动比率	1.04	0.89	0.90	0.95	1.00	财务费用	(57)	38	38	38	38
营运能力						应付帐款减少	579	(1249)	(1470)	(3019)	(2759)
总资产周转率	1.06	0.92	0.95	0.97	0.98	预收帐款增加	200	(1377)	0	0	0
应收账款周转率	6.10	5.58	5.78	5.75	5.61	投资活动现金流	(1638)	406	(2397)	(494)	(896)
应付账款周转率	3.34	3.00	3.17	3.22	3.22	公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	(215)	1219	(1111)	502	54
每股收益(最新摊薄)	2.05	1.71	2.17	2.49	2.77	投资收益	3809	3575	3912	4236	4570
每股净现金流(最新摊薄)	0.76	1.08	0.56	1.50	1.61	筹资活动现金流	(5636)	(6385)	(3973)	(3970)	(4674)
每股净资产(最新摊薄)	15.68	16.66	17.79	19.09	20.53	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	(500)	(1090)	0	0	0
P/E	12.63	15.11	11.92	10.39	9.35	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	1.65	1.55	1.45	1.36	1.26	资本公积增加	(64)	346	0	0	0
EV/EBITDA	3.58	3.52	4.05	3.23	2.61	现金净增加额	2383	3397	1754	4725	5077

资料来源：公司财报，申港证券研究所

研究助理简介

郭涛，上海交通大学硕士，曾就职于上海汽车集团股份有限公司技术中心，2020年8月加入申港证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上