



金元证券股份有限公司  
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

汽车及零部件行业  
Automobile & Parts

2010 年 2 月 5 日

市场数据 2010 年 2 月 5 日	
收盘价	8.78
目标价	10.8
52 周内高	11.89
52 周内低	5.06
总市值(百万元)	23377.96
流通市值(百万元)	13326.69
总股本(百万股)	2583.20
A 股(百万股)	2583.20
—已流通(百万股)	1472.56
—限售股(百万股)	1110.64
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	0.00

一年期收益率比较（相比沪深 300 指数）



孙凡

+86- 0755 -83025609

sunfan@jyzq.cn

#### 相关报告:

《行业增速放缓或致盈利水平下降，2010 汽车板块将同步于大盘》  
2009 年 12 月 23 日

《购置税刺激效用递减，汽车板块将进入阵痛期》 2009 年 12 月 10 日

《优惠政策取消阵痛难免，经济复苏提升长期增长动力》 2009 年 11 月 17 日

## 华域汽车：业绩波动小，抗风险能力强

评级：增持

- **估值安全：**我们对华域汽车 2009、2010 和 2011 年 EPS 预测分别是 0.52、0.60 和 0.69 元/股，对应 PE 分别是 16.88、14.63 和 12.72 倍，作为零配件领域的龙头企业，估值处于行业低端，当前股价安全边际较高，建议谨慎买入。
- **2010 年汽车行业恢复到正常增长水平：**汽车板块经历了 2010 年 1 月份的深幅调整之后开始从去年底的极度乐观变得异常悲观，但通过我们的调研和乘联会在月中公布的数据、以及长安汽车、安凯客车、宇通客车刚刚公布的 1 月产销快报来看，环比跌幅很大可能将小于预期，预计下降幅度只有 5% 左右。同时通过我们对深圳汽车市场的调研来看，目前各车型产销状况正常，且车价保持坚挺，未出现前几年的大幅降价促销现象，这一点出乎我们的意料。
- **通过整车供货协议保证公司业绩平稳增长：**由于华域与各主机厂的供货协议制约，毛利率将维持在 16% 的水平，所以公司的收入和盈利很大程度上依赖销量的增长，16% 的毛利率属于行业中等水平。这种供货协议有利于公司的稳健经营，特别是在行业处于相对低潮期，保证公司有较强的抗风险能力。
- **并购和所持有股权上市是未来股价催化剂：**根据公司 2009 年三季度公告，公司货币资金期末余额达 65.2 亿元，较年初增加了 53.1 亿元，对于这笔现金我们认为进行并购的可能性要大于分红，海外并购可能是一个较优的选择。此外，金融资产方面，公司目前 1.976 亿股民生银行股权和 0.48 亿股兴业证券股权，折合 0.96 元/股。以华域当前 8.7 元的股价来计算，剔除这部分金融资产之后，其主业 2009 年的市盈率仅为 15 倍，远低于行业平均水平，也基本接近行业市盈率的历史最低水平。所以，我们认为当前股价已经进入安全区间，后市一旦兴业证券上市，公司价值将会有非常大的提升空间。
- **风险提示：**全球经济“二次探底”导致汽车销量大幅下降，股市系统性风险导致券商股估值下降，兴业证券上市受阻。

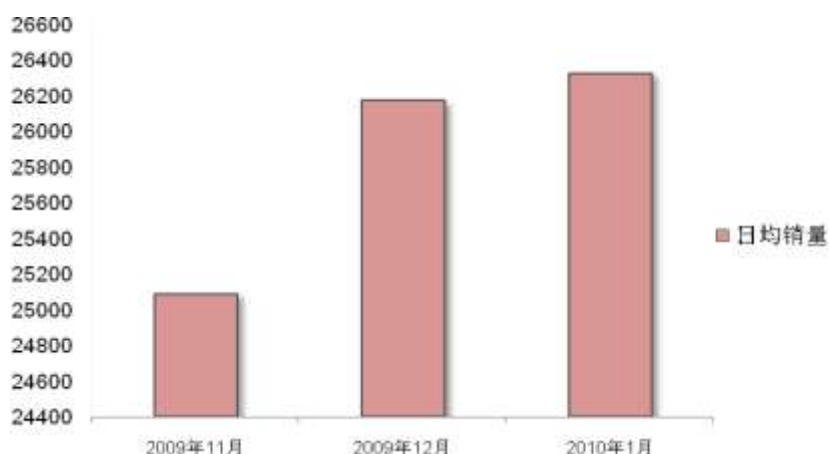
**汽车销量增长将恢复到正常水平**

无疑 2009 年中国汽车市场的火爆是难以持续，同时也难以复制，但汽车板块经历了 2010 年 1 月份的深幅调整之后市场开始对今年的汽车市场变得异常悲观（年初至今汽车板块整体跌幅 18.2%，远大于同期沪深 300 指数跌幅），认为汽车行业景气已过，整体板块将进入周期下行阶段。

应该说目前汽车板块的调整在我们的预期之中（详见报告《行业增速放缓或致盈利水平下降，2010 汽车板块将同步于大盘》），购置税的调整一定程度上透支了今年的需求，按照我们之前的预期，今年 1、2 月份汽车整体销量会有 10%甚至以上的环比跌幅，但通过我们的调研和乘联会在月中公布的数据、以及长安汽车、安凯客车、宇通客车刚刚公布的 1 月产销快报来看，这三家销量均是环比增长。

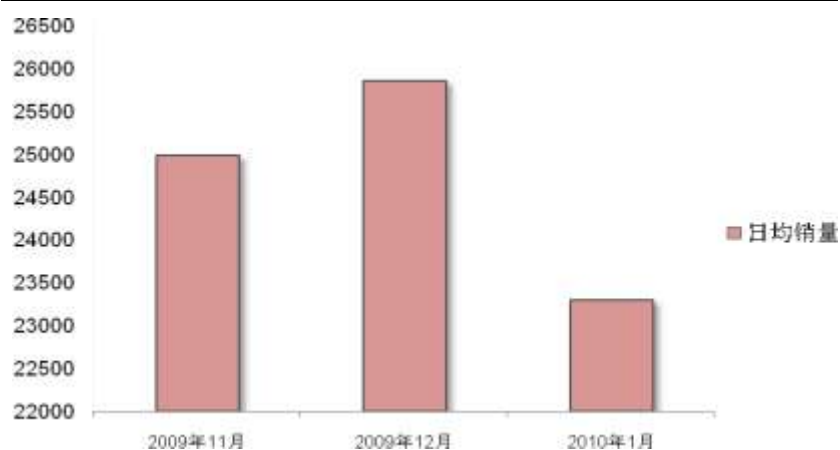
根据乘联会公布的广义乘用车（轿车+微客、微卡）今年 1 月日均销量环比小幅增长 0.59%，但这其中主要是微客、微卡增长较快，轿车销量环比下降 9.9%。所以综合来看，1 月环比跌幅很大可能将小于预期，预计下降幅度只有 5%左右。

图表 1 广义乘用车日均销售量（截至 2010 年 1 月 15 日）



数据来源：乘联会

图表 2 轿车日均销售量（截至 2010 年 1 月 15 日）



数据来源：乘联会

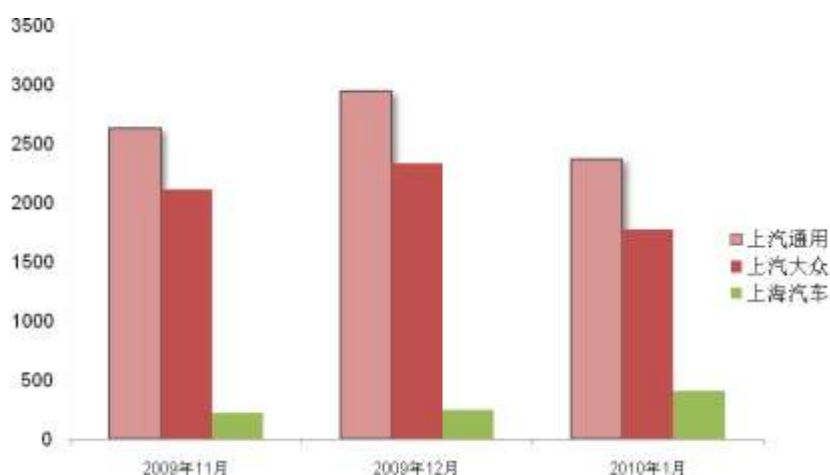
同时通过我们对深圳汽车市场的调研来看，目前大部分车型产销恢复到正常水平，平均提车速度在 1 个月左右，相比 12 月提车速度快乐许多，少量车型有现车，但优惠幅度总体都很小，一般来说，春节前是促销旺季，往年在这个时候都会有大幅的优惠，但今年则优惠很少，通过对 4s 店的销量调查来看，普遍销量都保持平稳，所以厂家和经销商均没有太大降价的动力，这一点超出我们的预期。综合来看，今年我国汽车市场的整体销量增长速度将恢复到 15% 的一个正常水平，维持同步与大市的判断，部分龙头企业的估值已经进入相对安全区间。

### “整车供货协议”保证公司业绩不出现大幅波动

公司主营业务包括内饰件、车灯、动力总成系统等，下属 23 家零配件企业都属于细分领域龙头企业。主要客户为上汽集团的上海大众、上海通用、上海汽车自主品牌等，同时包含同为欧美系的一汽大众、长安福特、东风神龙标致，日系的广汽丰田等，除此之外正在积极与现代等其他整车厂商进行接触。营业收入中，配套上汽集团的占比约 50%，配套国内外其他乘用车厂商的约占 40%，出口目前占比不到 10%。

上汽集团的销售明显对公司的业绩产生重大影响，09 年销售约 249 万辆，同比增长 65%，市场占有率从约 22.3% 提升至 24.1%，上汽通用和大众分别摘得年销量的冠亚军，根据上汽集团 2010 年的产销计划，预计今年销量在 300 万辆左右，那么将保持 20% 的同比增速，高于行业平均水平。而且上汽自主品牌增长将达到 100%，从乘联会的统计数据来看，1 月份上汽通用和上汽大众的销量有所下降，但自主品牌销量则大增 70%。

图表 3 上汽集团各子公司日均销量（截至 2010 年 1 月 15 日）



数据来源：乘联会

由于华域与各主机厂的供货协议制约，毛利率将维持在 16% 的水平，所以公司的收入和盈利很大程度上依赖销量的增长，16% 的毛利率属于行业中等水平。这种供货协议有利于公司的稳健经营，特别是在行业处于相对低潮期，保证公司有较强的抗风险能力。

#### 出口水平有望超预期

出口目前占公司总收入的比重还很小，不到 10%，不过随着延峰伟世通等企业进入通用、福特等国际巨头的全球采购体系，同时，欧美等发达国家汽车市场的逐步恢复，我们认为未来公司出口业务比重会处于较快增长，但短期内还难以对公司业绩有太大贡献。

#### 并购和所持有股权上市是未来股价催化剂

根据公司 2009 年三季度公告，公司货币资金期末余额达 65.2 亿元，较年初增加了 53.1 亿元，充足的现金是一把“双刃剑”，一方面说明公司目前没有太好的投资方向，账上的现金难以带来较高的收益率；但另一方面，流动资金充足公司的抗风险能力更强，当市场下行时可以选择合适的投资或者并购对象。

对于这笔现金我们认为进行并购的可能性要大于分红，我国汽车行业整体来处于发展期，尤其对国外先进技术的需求，所以华域应该利用当前国外汽车企业低迷的阶段，选择合适的并购目标以提升自身技术实力，同时也需要提升公司产品的附加值，提高毛利率。尽管公司当前所给出的消息是以公允价值收购上海集团旗下三家独立供应零部件企业，即上海金合利铝轮毂制造有限公司、上海圣德曼铸造有限公司和上海萨克斯

动力总成部件系统有限公司。但这三家公司的业务量还比较小，也不需要 60 多亿的资金去收购，所以我们认为未来的目标还是海外并购。

此外，金融资产方面，公司目前 1.976 亿股民生银行股权和 0.48 亿股兴业证券股权，兴业证券 IPO 材料已于去年底提交证监会，兴业的规模与光大接近，预计 2009 年 EPS 是 0.6 元，光大证券 IPO 时的市盈率为 58 倍，相对较高，但即便以 35 倍的中型券商股的平均市盈率来计算，华域持有的兴业证券价值约 10.08 亿元，折合为每股 0.39 元，再加上持有的民生银行股权，一共金融资产是 0.96 元/股。以华域当前 8.7 元的股价来计算，剔除这部分金融资产之后，其主业 2009 年的市盈率仅为 15 倍，远低于行业平均水平，也基本接近行业市盈率的历史最低水平。所以，我们认为当前股价已经进入安全区间，后市一旦兴业证券上市，公司价值将会有非常大的提升空间。

## 风险

全球经济“二次探底”导致汽车销量大幅下降，股市系统性风险导致券商股估值下降，兴业证券上市受阻。

## 财务报表及盈利预测

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	5425.45	23500.00	27035.00	29738.00
减：营业成本	4858.77	18540.00	21079.00	22959.00
营业税金及附加	161.03	713.00	783.00	835.00
营业费用	19.24	252.00	289.00	327.00
管理费用	660.36	2213.00	2926.00	3308.00
财务费用	232.09	35.00	40.00	40.00
资产减值损失	15.06	10.00	10.00	10.00
加：投资收益	74.39	21.00	25.00	25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-446.72	1758.00	1933.00	2284.00
加：其他非经营损益	432.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	-13.78	1758.00	1933.00	2284.00
减：所得税	49.61	263.00	289.00	302.00
净利润	-63.40	1495.00	1644.00	1982.00
减：少数股东损益	-27.23	485.00	528.00	550.00
归属母公司股东净利润	-36.17	1010.00	1116.00	1432.00
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E

货币资金	416.70	9512.00	10344.00	11223.00
应收和预付款项	460.34	5320.00	5806.00	6112.00
存货	295.05	2200.00	2580.00	3312.00
其他流动资产	0.00	278.00	322.00	320.00
长期股权投资	588.24	4546.00	4780.00	4780.00
投资性房地产	29.14	70.00	70.00	70.00
固定资产和在建工程	5046.54	5089.00	5117.00	5089.00
无形资产和开发支出	788.29	350.00	350.00	350.00
其他非流动资产	958.80	30.00	30.00	30.00
<b>资产总计</b>	<b>8583.11</b>	<b>27395.00</b>	<b>29399.00</b>	<b>31286.00</b>
短期借款	2984.30	1300.00	1400.00	1300.00
应付和预收款项	1103.98	6800.00	7200.00	7400.00
长期借款	0.00	150.00	150.00	150.00
其他负债	903.07	5691.00	7046.00	8495.00
<b>负债合计</b>	<b>4991.35</b>	<b>13941.00</b>	<b>15796.00</b>	<b>17345.00</b>
股本	1472.56	2583.00	2583.00	2583.00
资本公积	659.04	8656.00	8656.00	8656.00
留存收益	663.55	720.00	720.00	720.00
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2795.15</b>	<b>1010.00</b>	<b>1116.00</b>	<b>1432.00</b>
少数股东权益	796.61	485.00	528.00	550.00
<b>股东权益合计</b>	<b>3591.76</b>	<b>13454.00</b>	<b>13603.00</b>	<b>13941.00</b>
负债和股东权益合计	8583.11	27395.00	29399.00	31286.00
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
经营性现金净流量	1225.41	2534.00	2908.00	3020.00
投资性现金净流量	-888.34	852.00	986.00	800.00
筹资性现金净流量	37.74	2850.00	20.00	20.00
<b>现金流量净额</b>	<b>374.81</b>	<b>5312.00</b>	<b>300.00</b>	<b>300.00</b>

## 财务和估值数据摘要

单位:百万元	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
营业收入	5425.45	23500.00	27035.00	29738.00
归属母公司股东净利润	-36.17	1010.00	1116.00	1432.00
每股收益(EPS)	-0.014	0.520	0.600	0.690
每股经营现金流	0.474	0.000	0.000	0.000
销售毛利率	10.44%	15.85%	15.70%	15.60%
销售净利率	-1.17%	6.36%	6.08%	6.66%
净资产收益率(ROE)	-1.29%	21.30%	20.50%	18.60%
市盈率(P/E)	-646.36	16.88	14.63	12.72
市净率(P/B)	8.36	1.78	1.65	1.52

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.