

2010年04月07日

市场数据(人民币)

市价(元)	9.85
已上市流通A股(百万股)	1,472.56
总市值(百万元)	25,444.52
年内股价最高最低(元)	11.87/6.70
沪深300指数	3405.15
上证指数	3158.68
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《乘用车牛市推动业绩稳步提高》, 2009.11.1
- 2 《中报业绩符合预期》, 2009.8.30

分析师:李孟滔

(8621)61038309
limengtao@gjzq.com.cn

联系人:张锦

(8621)61038200
zhangjin@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华域汽车 (600741.SH)

——业绩超预期，价值被低估


公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.207	-0.025	0.593	0.668	0.740	0.818
净利润增长率	49.46%	-114.23%	-4,332.6%	12.79%	10.70%	10.59%
先前预期每股收益(元)			0.514	0.579	0.635	N/A
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.699	0.802	N/A
市盈率(倍)	46.82	N/A	19.54	14.74	13.31	12.04
行业优化市盈率(倍)	54.95	15.87	51.56	51.56	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.95	N/A	N/A	1.15	1.24	1.14
已上市流通A股(百万股)	945.37	1,134.45	1,472.56	1,472.56	1,472.56	1,472.56
总股本(百万股)	1,227.14	1,472.56	2,583.20	2,583.20	2,583.20	2,583.20

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 2009 年全年，公司共实现归属母公司净利润 1,531 百万元，较 2008 年同比增长 52.6%，全面摊薄后 EPS 为 0.593 元，大幅超出我们的预期；
 - ◆ 超出预期的业绩主要来自 09 年 4 季度的贡献，单季实现归属母公司净利润 548 百万元，较 08 年同期增长 219.9%，较 09 年 3 季度环比增长 35.5%，占全年净利润的 35.8%，对应 EPS 为 0.212 元；
 - ◆ 在计入合并报表范围内，公司 09 年 4 季度单季实现销售收入 8,880 百万元，较 3 季度环比增长 15.2%，毛利率为 16.3%，较 3 季度提高 0.4 个百分点；
 - ◆ 公司 09 年 4 季度取得投资收益 358 百万元，其中对旗下联营企业和合营企业的投资收益为 377 百万元，较 3 季度环比增长 43.4%；
- 针对目前公司几乎处于 A 股汽车零部件行业底部的估值水平，我们提示投资者注意到以下要点：
 - ◆ 论成长性，华域汽车下游主要为乘用车配套，而乘用车正是汽车各子行业中最具增长潜力；此外，大力拓展上汽集团外部客户的策略也使得公司有望进一步扩大市场份额；
 - ◆ 论稳定性，华域汽车旗下的 23 家公司，产品涉及汽车除发动机、变速箱外的几乎绝大部分零部件，可以极大地分散非系统性风险；在 08 年汽车行业陷入低谷之时，公司净利润仅比 07 年下滑 9.6%，处于行业较好水平；
 - ◆ 论竞争力，华域汽车旗下企业多为所在细分行业的龙头公司，且多为同国际汽车零部件巨头合资组建，其技术水平、管理效率、盈利能力皆处于国内领先水平；

- ◆ 此外，华域汽车（母公司）所持有的现金和金融股权资产折合每股价值超过 1.6 元，进一步为公司股票提高了安全边际；
- 在 2009 年的 4 个季度中，公司事实上只有 3 个半季度在赚钱，而 2010 年 1 季度我们预计公司盈利水平仍将处于高位：以此计算，即使今年后 3 季度国内汽车市场产销水平仅和去年同期持平，公司业绩也能够取得 10%-15% 的增长；
- 我们上调公司 10-12 年 EPS 预测分别至 0.668、0.740 和 0.818 元，公司股票最新收盘价为 9.85 元，对应 10-12 年动态 PE 分别为 15、13、12 倍，几乎处于 A 股汽车零部件行业的底部，这显然与华域汽车国内零部件综合供应商龙头的地位、以及稳定成长的能力是不相符的；我们维持公司 12.88 元的目标价，推荐“买入”；

图表1：汽车行业股票相对估值水平比较

股票名称	收盘价 (元)	08EPS (元)	EPS 09%08 (元)	09EPS (元)	EPS 10%09 (元)	10EPS (元)	EPS 11%10 (元)	11EPS (元)	08PE	09PE	10PE	11PE	08PB	09PB	
中国重汽	28.80	1.127	2.84%	1.159	56.51%	1.814	19.35%	2.165	25.55	24.85	15.88	13.30	4.85	4.27	
福田汽车	21.91	0.400	182.50%	1.130	60.62%	1.815	19.12%	2.162	54.78	19.39	12.07	10.13	6.68	4.26	
江铃汽车	21.71	0.909	34.54%	1.223	24.61%	1.524	16.54%	1.776	23.88	17.75	14.25	12.22	4.63	3.87	
潍柴动力	70.90	2.320	82.84%	4.242	28.24%	5.440	12.65%	6.128	30.56	16.71	13.03	11.57	7.39	5.12	
华域汽车	9.85			0.593	12.65%	0.668	10.78%	0.740		16.61	14.75	13.31	1.44	1.85	
中鼎股份	16.00	0.424	48.56%	0.470	15.74%	0.544	20.22%	0.654	37.71	34.04	29.41	24.46	11.82	8.12	
宇通客车	19.66	1.021	-7.15%	0.948	16.03%	1.100	12.00%	1.232	19.26	20.74	17.87	15.96	6.09	5.36	
上海汽车	21.16	0.100	860.00%	0.960	47.19%	1.413	9.98%	1.554	211.60	22.04	14.98	13.62	4.00	3.28	
一汽夏利	9.82	0.063	95.24%	0.123	339.84%	0.541	12.75%	0.610	155.87	79.84	18.15	16.10	4.77	4.48	
长安汽车	12.83	0.010	5340.00%	0.544	70.40%	0.927	12.08%	1.039	1283.00	23.58	13.84	12.35	3.95	3.45	
金龙汽车	9.91	0.440	-37.27%	0.276	10.87%	0.306	30.72%	0.400	22.52	35.91	32.39	24.78	3.11	3.11	
一汽轿车	22.50	0.668	49.81%	1.001	39.96%	1.401	20.49%	1.688	33.67	22.48	16.06	13.33	5.58	4.80	
威孚高科	19.83	0.341	96.48%	0.670	23.43%	0.827	11.37%	0.921	58.15	29.60	23.98	21.53	4.49	3.95	
东安动力	16.24	0.347	72.48%	0.598	32.94%	0.795	15.35%	0.917	46.84	27.16	20.43	17.71	3.93	3.44	
云内动力	13.59	0.360	24.72%	0.449	13.59%	0.510	15.69%	0.590	37.75	30.27	26.65	23.03	2.09	2.00	
江淮汽车	10.47	0.040	400.00%	0.200	145.50%	0.491	11.41%	0.547	261.75	52.35	21.32	19.14	3.37	3.18	
成飞集成	21.74	0.320	0.31%	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	67.94	67.73	57.21	49.41	4.61	4.61	
威海广泰	21.55	0.450	13.33%	0.510	31.37%	0.670	19.40%	0.800	47.89	42.25	32.16	26.94	7.92	7.14	
曙光股份	17.12	0.300	100.00%	0.600	-20.00%	0.480	22.92%	0.590	57.07	28.53	35.67	29.02	2.99	2.84	
万丰奥威	11.96	0.080	200.00%	0.240	25.00%	0.300	33.33%	0.400	149.50	49.83	39.87	29.90	4.18	3.91	
福耀玻璃	12.67	0.120	325.00%	0.510	62.75%	0.830	20.48%	1.000	105.58	24.84	15.27	12.67	3.52	2.63	
海马股份	7.43	0.060	-433.33%	(0.200)	-180.00%	0.160	25.00%	0.200	123.83	(37.15)	46.44	37.15	2.55	2.48	
宁波华翔	15.05	0.292	146.58%	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	51.54	20.90	24.67	19.29	6.75	5.79	
一汽富维	26.73	0.900	73.33%	1.560	27.56%	1.990	14.57%	2.280	29.70	17.13	13.43	11.72	4.26	3.78	
算术平均值										127.65	28.64	23.74	19.94	4.79	4.07
加权平均值										61.56	24.52	16.68	13.80	4.18	3.72
整车										70.87	24.15	15.47	13.64	4.30	3.66
零部件										49.51	25.24	19.51	14.12	3.96	3.83

来源：Wind，国金证券研究所

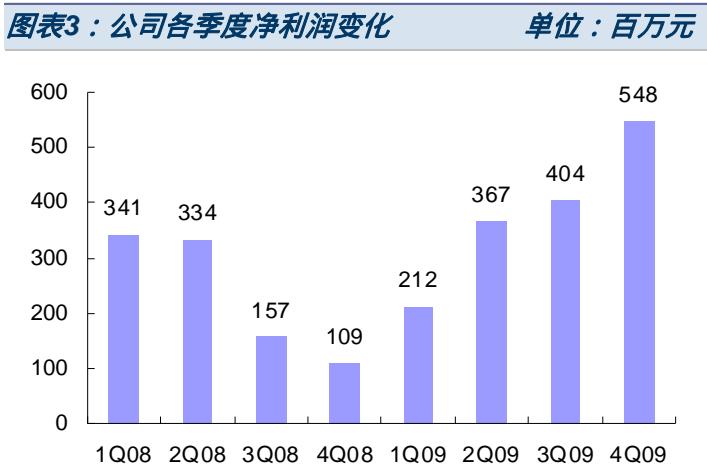
图表2：华域汽车旗下公司及控股比例

计入合并报表	
延峰伟世通	50%
拖内公司	100%
赛科利模具	69.9%
上实交通	70%
中国弹簧	100%
联谊工贸	100%
三电贝洱	39%
汽车锻造	100%
乾通公司	69%

内外饰件类
功能性总成件类
热加工类

计入投资收益	
小糸车灯	50%
申雅公司	48%
上海天合	50%
延峰伟世通模具	25%
纳铁福	35%
制动系统公司	50%
上海采埃孚	49%
法雷奥	50%
扬州亚普	34%
科尔本	50%
菲特尔轴瓦	40%
菲特尔复合	40%
皮尔伯格	50%
华东泰克西	25%

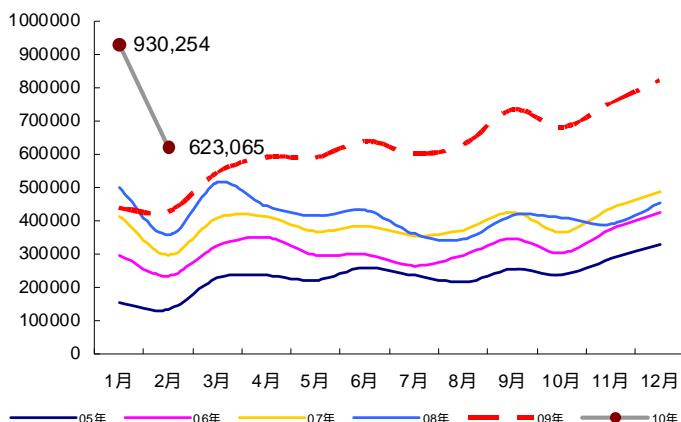
图表3：公司各季度净利润变化



来源：公司公告，国金证券研究所

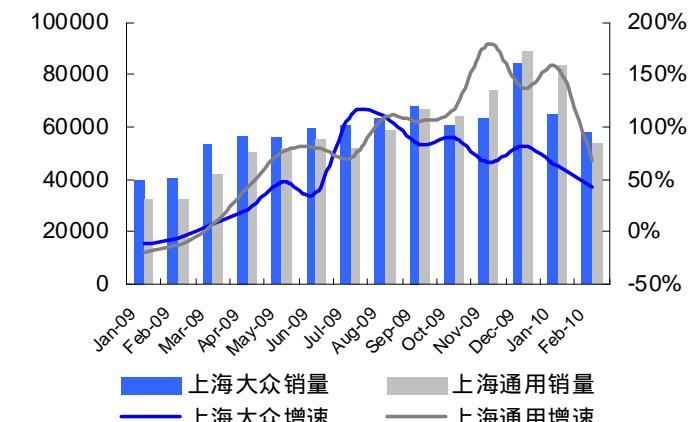
图表4：轿车月度销量变化

单位：辆



图表5：华域汽车主要下游客户轿车销量

单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

图表6：公司分季度财务数据分析

单位：百万元

会计年度截止日：12/31	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业收入	1,433.58	1,395.08	1,355.52	1,241.27	1,442.29	6,635.40	7,710.38	8,879.79
增长率 (YOY)	16.80%	7.67%	8.53%	-29.37%	0.61%	375.63%	468.81%	615.38%
营业成本	1,198.80	1,158.91	1,267.70	1,233.36	1,208.84	5,596.07	6,482.14	7,436.44
% 营业收入	83.6%	83.1%	93.5%	99.4%	83.8%	84.3%	84.1%	83.7%
增长率 (YOY)	21.57%	10.30%	22.78%	-15.22%	0.84%	382.87%	411.33%	502.94%
毛利	234.78	236.17	87.82	7.91	233.46	1,039.34	1,228.23	1,443.35
% 营业收入	16.4%	16.9%	6.5%	0.6%	16.2%	15.7%	15.9%	16.3%
增长率 (YOY)	-2.68%	-3.59%	-59.44%	-97.39%	-0.56%	340.09%	1298.53%	18151.79%
销售费用	6.54	3.68	0.00	9.02	26.27	75.90	92.77	129.84
% 营业收入	0.5%	0.3%	0.0%	0.7%	1.8%	1.1%	1.2%	1.5%
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-24.79%	301.83%	1963.34%	#DIV/0!	1338.69%
管理费用	173.62	131.78	169.81	185.16	140.62	556.61	629.50	577.65
% 营业收入	12.1%	9.4%	12.5%	14.9%	9.7%	8.4%	8.2%	6.5%
增长率 (YOY)	24.64%	1.56%	14.95%	-4.98%	-19.00%	322.38%	270.72%	211.97%
EBIT	17.89	60.62	-121.51	-230.96	64.09	400.97	500.37	723.23
% 营业收入	1.2%	4.3%	-9.0%	-18.6%	4.4%	6.0%	6.5%	8.1%
增长率 (YOY)	-72.17%	-14.89%	-481.28%	-626.37%	258.33%	561.46%	-511.81%	-413.14%
财务费用	56.90	56.06	54.36	64.77	2.61	10.52	14.80	1.02
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	5.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%
增长率 (YOY)	14.69%	25.21%	150.64%	38.45%	-95.42%	-81.23%	-72.78%	-98.43%
投资收益 (损失以“-”号填列)	50.57	23.56	8.53	-8.27	187.89	261.41	286.16	358.19
% 税前利润	98.1%	82.8%	-10.7%	58.3%	72.1%	40.0%	38.2%	34.0%
增长率 (YOY)	8.53%	-73.32%	-74.72%	-109.51%	271.51%	1009.76%	3254.38%	-4429.10%
营业利润 (亏损以“-”号填列)	9.84	10.89	-168.70	-298.75	255.70	650.59	757.80	1,026.36
% 营业收入	0.7%	0.8%	-12.4%	-24.1%	17.7%	9.8%	9.8%	11.6%
增长率 (YOY)	-82.34%	-90.52%	-628.30%	-443.21%	2499.22%	5876.89%	-549.21%	-443.56%
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	51.57	28.45	-79.62	-14.18	260.61	653.40	749.09	1,053.62
% 营业收入	3.6%	2.0%	-5.9%	-1.1%	18.1%	9.8%	9.7%	11.9%
增长率 (YOY)	-27.20%	-78.93%	-216.09%	-109.41%	405.37%	2196.83%	-1040.84%	-7529.13%
减：所得税费用	9.70	12.51	11.49	15.91	16.33	70.94	43.35	41.50
% 税前利润	18.8%	44.0%	-14.4%	-112.2%	6.3%	10.9%	5.8%	3.9%
增长率 (YOY)	-6.72%	-60.29%	-22.07%	-49.95%	68.34%	467.09%	277.22%	160.77%
合并报表的净利润	41.87	15.94	-91.11	-30.10	244.29	582.46	705.74	1,012.13
% 营业收入	2.9%	1.1%	-6.7%	-2.4%	16.9%	8.8%	9.2%	11.4%
增长率 (YOY)	-30.72%	-84.61%	-269.24%	-125.30%	483.45%	3554.34%	-874.60%	-3463.04%
净利润 (归属于母公司所有者的)	38.88	13.41	-49.13	-39.33	212.02	366.97	404.15	547.71
增长率 (YOY)	-21.98%	-79.21%	-189.43%	-146.28%	445.33%	2636.56%	-922.60%	-1492.78%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,529	5,425	24,668	27,503	30,452	33,482
增长率	-1.9%	354.7%	11.5%	10.7%	10.0%	
主营业务成本	-4,524	-4,859	-20,723	-23,101	-25,575	-28,119
% 销售收入	81.8%	89.6%	84.0%	84.0%	84.0%	84.0%
毛利	1,005	567	3,944	4,402	4,877	5,364
% 销售收入	18.2%	10.4%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
营业税金及附加	-170	-161	-27	-30	-33	-36
% 销售收入	3.1%	3.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-12	-19	-325	-362	-401	-441
% 销售收入	0.2%	0.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-612	-660	-1,904	-2,123	-2,351	-2,585
% 销售收入	11.1%	12.2%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	211	-274	1,689	1,887	2,092	2,302
% 销售收入	3.8%	n.a	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%
财务费用	-163	-232	-29	-32	-24	-11
% 销售收入	2.9%	4.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-15	-15	-63	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	256	74	1,094	1,202	1,322	1,454
% 税前利润	60.1%	-539.7%	40.3%	39.3%	39.0%	38.8%
营业利润	289	-447	2,690	3,058	3,391	3,745
营业利润率	5.2%	n.a	10.9%	11.1%	11.1%	11.2%
营业外收支	136	433	26	0	0	0
税前利润	425	-14	2,717	3,058	3,391	3,745
利润率	7.7%	n.a	11.0%	11.1%	11.1%	11.2%
所得税	-88	-50	-172	-196	-219	-244
所得税率	20.8%	n.a	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%
净利润	337	-63	2,545	2,862	3,172	3,500
少数股东损益	83	-27	1,014	1,135	1,260	1,386
归属于母公司的净利	254	-36	1,531	1,727	1,911	2,114
净利率	4.6%	n.a	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	337	-63	2,545	2,862	3,172	3,500
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	823	809	660	455	522	582
非经营收益	-22	212	-1,042	-1,577	-1,322	-1,454
营运资金变动	-38	36	1,254	281	123	127
经营活动现金净流	1,100	993	3,416	2,021	2,495	2,755
资本开支	-1,846	-994	-555	-834	-1,030	-1,030
投资	225	26	726	-498	-788	-851
其他	49	80	903	1,202	1,322	1,454
投资活动现金净流	-1,573	-888	1,074	-130	-496	-427
股权募资	93	3	10	0	0	0
债权募资	444	359	-209	-100	-100	-100
其他	-13	-324	1,398	-143	-258	-336
筹资活动现金净流	523	38	1,198	-243	-358	-436
现金净流量	50	143	5,689	1,648	1,640	1,891

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	625	768	7,058	8,706	10,346	12,238
应收账款	282	315	6,191	6,921	7,664	8,426
存货	257	295	2,238	2,278	2,522	2,773
其他流动资产	142	148	1,000	555	614	675
流动资产	1,306	1,526	16,487	18,460	21,146	24,112
% 总资产	12.5%	17.1%	59.9%	60.8%	61.5%	62.4%
长期投资	3,023	1,479	6,288	6,786	7,575	8,426
固定资产	5,198	5,047	3,904	4,472	4,973	5,415
% 总资产	49.8%	56.4%	14.2%	14.7%	14.5%	14.0%
无形资产	852	845	569	380	386	392
非流动资产	9,132	7,422	11,041	11,918	13,214	14,514
% 总资产	87.5%	82.9%	40.1%	39.2%	38.5%	37.6%
资产总计	10,438	8,948	27,528	30,378	34,360	38,626
短期借款	3,435	3,664	956	856	756	656
应付款项	824	1,104	9,067	9,649	10,683	11,745
其他流动负债	197	166	1,386	1,526	1,738	1,927
流动负债	4,456	4,934	11,410	12,031	13,177	14,329
长期贷款	30	0	106	106	106	106
其他长期负债	772	423	709	335	335	335
负债	5,258	5,357	12,226	12,473	13,619	14,770
普通股股东权益	4,193	2,795	12,405	13,874	15,449	17,177
少数股东权益	987	797	2,897	4,032	5,293	6,679
负债股东权益合计	10,438	8,948	27,528	30,378	34,360	38,626

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.207	-0.025	0.593	0.668	0.740	0.818
每股净资产	3.417	1.898	4.802	5.371	5.981	6.649
每股经营现金净流	0.896	0.675	1.323	0.783	0.966	1.066
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	6.06%	-1.29%	12.34%	12.45%	12.37%	12.31%
总资产收益率	2.44%	-0.40%	5.56%	5.68%	5.56%	5.47%
投入资本收益率	1.84%	-16.90%	9.45%	9.36%	9.06%	8.74%
增长率						
主营业务收入增长率	25.87%	-1.88%	354.67%	11.49%	10.72%	9.95%
EBIT增长率	-5.79%	-229.69%	-716.4%	11.7%	10.88%	10.02%
净利润增长率	49.46%	N/A	N/A	12.79%	10.70%	10.59%
总资产增长率	49.56%	-14.27%	207.63%	10.36%	13.11%	12.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.6	12.1	33.4	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	11.4	20.7	22.3	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	13.6	16.7	60.2	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	338.4	332.2	54.5	56.3	56.7	56.3
偿债能力						
净负债/股东权益	54.83%	80.64%	-39.18%	-43.25%	-45.73%	-48.10%
EBIT利息保障倍数	1.3	-1.2	58.4	59.7	88.9	207.3
资产负债率	50.37%	59.86%	44.41%	41.06%	39.63%	38.24%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	2	5
买入	0	0	0	1	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.20	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-06-01	买入	8.71	12.88 ~ 12.88
2 2009-08-30	买入	8.76	12.88 ~ 12.88
3 2009-11-01	买入	9.64	12.88 ~ 12.88

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。