

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币)：9.92元
目标(人民币)：12.88元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,472.56
总市值(百万元)	25,625.35
年内股价最高最低(元)	11.54/7.62
沪深 300 指数	2850.09
上证指数	2603.48



相关报告

- 《业绩同比大增,稳定性体现价值》, 2010.7.20
- 《业绩超预期,价值被低估》, 2010.4.7
- 《乘用车牛市推动业绩稳步提高》, 2009.11.1

张锦 联系人
(8621)61038231
zhangjin@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212

竞争力强, 估值偏低

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-0.025	0.593	0.755	0.831	0.939
每股净资产(元)	1.90	4.80	5.46	6.16	6.95
每股经营性现金流(元)	0.67	1.32	1.14	1.21	1.42
市盈率(倍)	-130.28	19.54	13.15	11.93	10.56
行业优化市盈率(倍)	15.87	51.56	51.56	51.56	51.56
净利润增长率(%)	N/A	N/A	27.32%	10.18%	12.95%
净资产收益率(%)	-1.29%	12.34%	13.83%	13.50%	13.52%
业绩简评(万股)	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
■ 华域汽车 2010 年 1-6 月实现归属母公司净利润 1,233 百万元，较去年同期大幅增长 112.9%，对应 2010 年上半年 EPS 为 0.477 元（其中二季度单季 EPS 为 0.248 元），高于我们先前的预期。

经营分析

- **收入增长受益于外部市场的拓展和产品结构的提升：**在合并报表范围内，公司三大收入来源：内外饰件类、功能性总成件类、热加工类分别增长 186.6%、68.6% 和 71.0%，其中内外饰件类由于延锋伟世通的并表的原因而不具可比性，但从功能性总成件类和热加工类来看，增速仍显著高于上半年乘用车行业 48.6% 的总体增速；我们认为原因有二：一是公司在上汽集团外部市场的拓展上取得了一定的效果，二是今年上半年国内乘用车市场结构性复苏明显，中高档车型份额较去年同期有所反弹，尤其是公司主要客户：上海大众和上海通用去年下半年以来均有多款成功的中高级车型投放，使公司产品均价和盈利水平得到提升。
- **盈利水平稳中有升：**2010 年 1-6 月公司净资产收益率为 9.47%，较去年同期提高 2.96 个百分点，年化后也高于去年全年 15.54% 的水平；从单季情况来看，2010 年 2 季度公司合并报表范围内毛利率（11.7%）和销售净利率（6.7%）均大致和一季度持平，投资收益则较一季度环比增长 11.7%，产品结构和产能利用率的提升是公司盈利水平增长的主要原因。
- **公司未来面临的景气下滑风险将显著小于行业内其他企业：**虽然未来 6-12 个月乘用车行业整体面临一定的景气下滑风险，但我们认为华域汽车公司所承担的风险将远小于国内其他零部件企业：1、公司背靠上汽集团这一国内乘用车的领军企业，有充足的内部订单保障；2、公司旗下企业多为细分市场的国内龙头厂商，在“强者恒强”的市场环境下将有望通过份额的提升弥补行业整体需求增速的下降；3、公司由 23 家零部件企业的资产组成，面临的非系统性风险也小于单个企业。

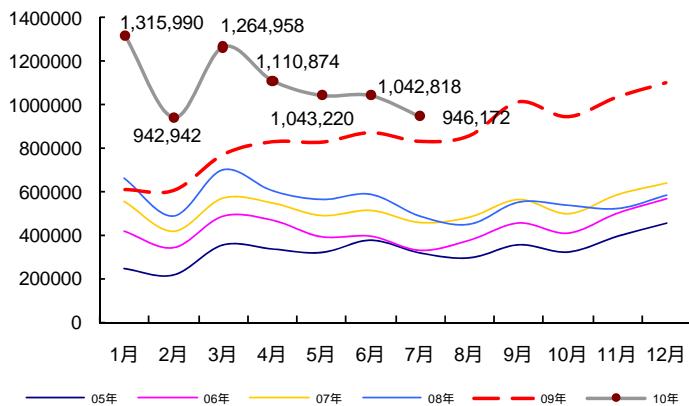
盈利调整

- 我们维持公司 2010-2012 年 EPS 为 0.755、0.831 和 0.939 元的预测。

投资建议

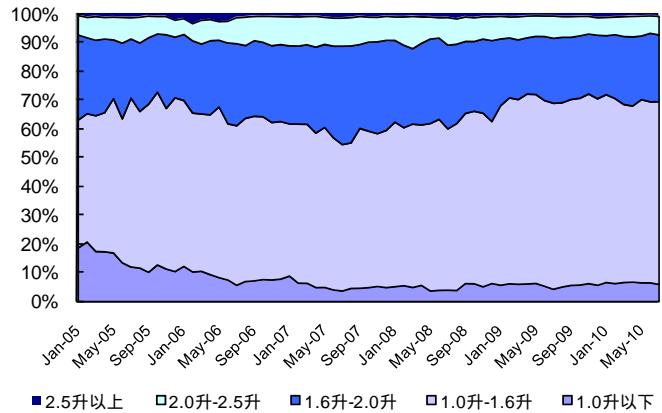
- 华域汽车 2010 年中报中母公司资产负债表上有现金 2,801 百万元和可供出售金融资产 1,195 百万元，合计对应每股 1.547 元，如果兴业证券得以成功上市，公司每股可供出售金融资产有望再增加约 0.26 元；扣除金融资产后公司目前股价对应 10 年动态 PE 不到 11 倍，与公司零部件行业内领先的竞争力是不相符的，我们维持公司 12.88 元的目标价，建议“买入”。

图表1：10年上半年国内乘用车销量同比大增

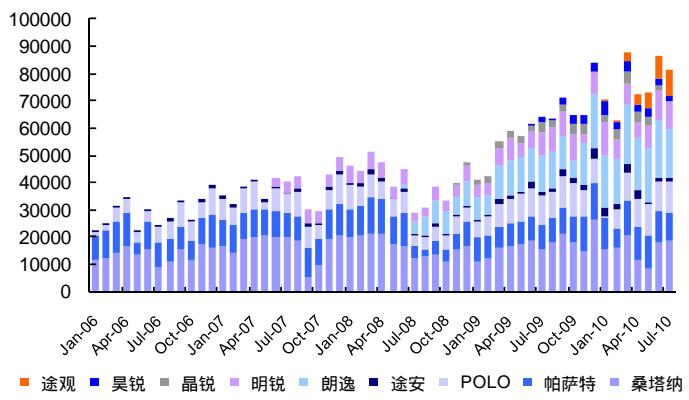


来源：中汽协，国金证券研究所

图表2：10年上半年中高排量车型份额有所反弹

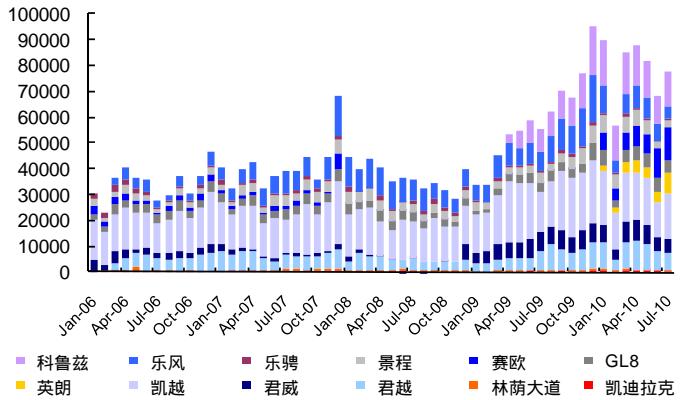


图表3：上海大众各车型月度销量变化

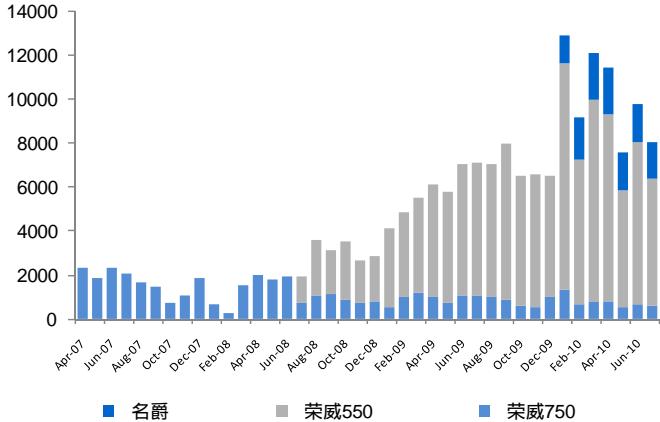


来源：中汽协，国金证券研究所

图表4：上海通用各车型月度销量变化

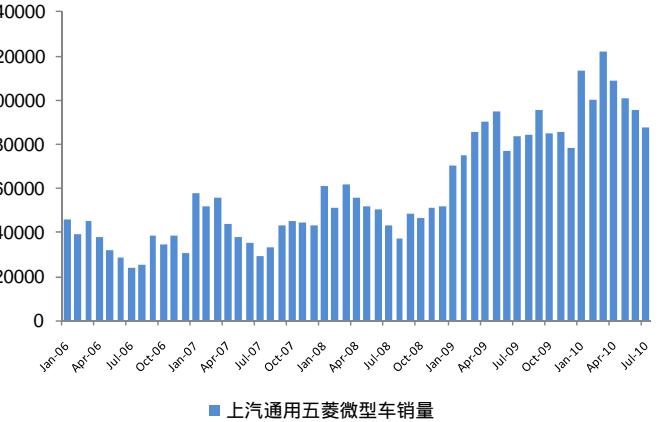


图表5：上汽自主品牌各车型月度销量变化



来源：中汽协，国金证券研究所

图表6：上汽通用五菱月度销量变化



图表7：华域汽车旗下零部件企业多为行业国内龙头

公司	主要产品	市场占有率	市场排名/ 生产企业数	公司	主要产品	市场占有率	市场排名/ 生产企业数
延锋伟世通	仪表板总成	11.7%	3/26	上海纳铁福	传动轴	9.34%	1/38
	组合仪表	55.7%	1/9		万向节总成	4.96%	5/19
	汽车单表	6.2%	3/5		制动系统公司	ABS系统	90.69%
	汽车音响	32.2%	1/8		制动钳	39.08%	1/9
	座椅总成	15.7%	2/29		真空加力器	23.86%	1/18
	车门内护板	4.3%	10/28		制动软管	5.69%	3/9
	安全气囊	25.7%	3/7		液压制动总泵	16.56%	2/17
	保险杠	3.9%	10/28		上实交通电器	电动玻璃升降器	39.82%
	顶蓬件	3.6%	7/12		车门内护板	14.20%	1/28
	成型地毯	5.3%	6/12		刮水器总成	20.21%	2/9
	汽车传感器	4.2%	6/11		点火线圈	16.16%	2/4
小糸车灯	车灯总成	46.71%	1/29		蜂鸣/警报器	14.25%	2/4
赛科利模具	车门	86.02%	1/9		开关	10.87%	2/19
	车身外覆盖件	--	--		汽车喇叭	7.17%	2/4
	车身模具	--	--		继电器	1.02%	5/7
上海天合	安全带	36.47%	1/8		汽车微电机	1.55%	9/13
	安全气囊	--	--	法雷奥电器	汽车发电机	22.42%	1/22
	安全气袋	--	--		汽车启动机	22.13%	1/17
申雅密封件	汽车密封件	10.10%	2/34		采埃孚转向机	转向机总成	10.60%
拖内公司	冲压/焊接件	--	--		转向助力器	23.48%	1/19
	排气系统	--	--		动力转向泵	15.12%	2/11
	柴油机及配件	--	--	三电贝洱	空调压缩机	57.92%	1/7
	曲轴/轮毂等	--	--		汽车空调	5.99%	6/28
乾通公司	油底壳	25.03%	1/9		空调蒸发器	22.19%	3/5
	机油泵	6.40%	7/19		空调冷凝器	13.14%	5/8
	水泵总成	3.18%	8/19		暖风机	10.98%	4/14
	大型压铸件	--	--		散热器总成	8.40%	5/32
锻造公司	钢圈总成	4.28%	3/36	中弹公司	悬架弹簧	49.57%	1/5
	车门铰链	--	--		其他汽车弹簧	--	--
	手刹车	--	--	联谊工贸	油箱	13.08%	2/17
	钢板弹簧	--	--		离合器油管	--	--
	其他汽车锻件	--	--	扬州亚普	油箱	25.41%	1/17
皮尔博格公司	汽缸盖	15.33%	5/18		KS活塞	3.05%	8/22
	进气歧管	--	--	菲特尔莫古瓦轴	瓦轴/衬套	13.83%	2/17
华东泰克西	发动机缸体	--	--		瓦轴材料	--	--

来源：中汽协，国金证券研究所

图表8：公司三张报表预测摘要
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	35,536	39,362	45,241
增长率	-1.9%	354.7%	44.1%	10.8%	14.9%	
主营业务成本	-4,524	-4,859	-20,723	-30,005	-33,233	-38,194
%销售收入	81.8%	89.6%	84.0%	84.4%	84.4%	84.4%
毛利	1,005	567	3,944	5,531	6,130	7,047
%销售收入	18.2%	10.4%	16.0%	15.6%	15.6%	15.6%
营业税金及附加	-170	-161	-27	-30	-33	-38
%销售收入	3.1%	3.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-12	-19	-325	-468	-518	-596
%销售收入	0.2%	0.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-612	-660	-1,904	-2,630	-2,913	-3,348
%销售收入	11.1%	12.2%	7.7%	7.4%	7.4%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	211	-274	1,689	2,403	2,665	3,065
%销售收入	3.8%	n.a	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
财务费用	-163	-232	-29	27	32	64
%销售收入	2.9%	4.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
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	1,294	1,423	1,565
%税前利润	60.1%	-539.7%	40.3%	34.8%	34.5%	33.3%
营业利润	289	-447	2,690	3,724	4,120	4,694
营业利润率	5.2%	n.a	10.9%	10.5%	10.5%	10.4%
营业外收支	136	433	26	0	0	0
税前利润	425	-14	2,717	3,724	4,120	4,694
利润率	7.7%	n.a	11.0%	10.5%	10.5%	10.4%
所得税	-88	-50	-172	-238	-266	-306
所得税率	20.8%	n.a	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%
净利润	337	-63	2,545	3,486	3,854	4,388
少数股东损益	83	-27	1,014	1,537	1,706	1,962
归属于母公司的净利润	254	-36	1,531	1,949	2,148	2,426
净利率	4.6%	n.a	6.2%	5.5%	5.5%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	337	-63	2,545	3,486	3,854	4,388
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	-1,669	-1,423	-1,565
营运资金变动	-38	36	1,254	662	164	253
经营活动现金净流	1,100	993	3,416	2,935	3,117	3,658
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	1,294	1,423	1,565
投资活动现金净流	-1,573	-888	1,074	-38	-395	-316
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	2,654	2,364	2,905

来源：公司公告，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	9,711	12,075	14,981
应收账款	282	315	6,191	8,943	9,906	11,385
存货	257	295	2,238	2,959	3,278	3,767
其他流动资产	142	148	1,000	720	798	917
流动资产	1,306	1,526	16,487	22,334	26,057	31,050
% 总资产	12.5%	17.1%	59.9%	65.2%	66.4%	68.1%
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%	13.1%	12.7%	11.9%
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%	34.8%	33.6%	31.9%
资产总计	10,438	8,948	27,528	34,252	39,271	45,564
短期借款	3,435	3,664	956	856	756	656
应付款项	824	1,104	9,067	12,525	13,873	15,944
其他流动负债	197	166	1,386	1,899	2,153	2,473
流动负债	4,456	4,934	11,410	15,281	16,782	19,073
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	15,722	17,223	19,514
普通股股东权益	4,193	2,795	12,405	14,096	15,908	17,947
少数股东权益	987	797	2,897	4,434	6,140	8,102
负债股东权益合计	10,438	8,948	27,528	34,252	39,271	45,564

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.207	-0.025	0.593	0.755	0.831	0.939
每股净资产	3.417	1.898	4.802	5.457	6.158	6.948
每股经营现金净流	0.896	0.675	1.323	1.136	1.207	1.416
每股股利	0.000	0.000	0.324	0.100	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	6.06%	-1.29%	12.34%	13.83%	13.50%	13.52%
总资产收益率	2.44%	-0.40%	5.56%	5.69%	5.47%	5.32%
投入资本收益率	1.84%	-16.90%	9.45%	11.54%	10.88%	10.69%
增长率						
主营业务收入增长率	25.87%	-1.88%	354.67%	44.06%	10.77%	14.94%
EBIT增长率	-5.79%	-229.69%	-716.4%	42.3%	10.91%	15.01%
净利润增长率	49.46%	N/A	N/A	27.32%	10.18%	12.95%
总资产增长率	69.05%	-14.27%	207.63%	24.43%	14.65%	16.02%
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	43.6	43.9	41.7
偿债能力						
净负债/股东权益	54.83%	80.64%	-39.18%	-47.22%	-50.86%	-54.58%
EBIT利息保障倍数	1.3	-1.2	58.4	-88.2	-83.9	-47.7
资产负债率	50.37%	59.86%	44.41%	45.90%	43.86%	42.83%

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	3	5	6	16
买入	0	0	1	1	7
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	1.11	1.13	1.23

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 2009-08-30	买入	8.44	12.88 ~ 12.88
2 2009-11-01	买入	9.32	12.88 ~ 12.88
3 2010-04-07	买入	9.70	12.88 ~ 12.88
4 2010-07-20	买入	9.18	N/A

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


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室