

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价 (人民币): 12.94 元  
 目标 (人民币): 16.26-18.16 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)	33,426.61
年内股价最高最低(元)	14.25/7.62
沪深 300 指数	3306.16
上证指数	2955.23



## 相关报告

- 《竞争力强,估值偏低》, 2010.8.27
- 《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

张锦

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

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212

## 催化剂已渐行渐近

## 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	0.950	1.077	1.273
每股净资产(元)	1.90	4.80	5.65	6.60	7.72
每股经营性现金流(元)	0.67	1.32	1.40	1.46	1.74
市盈率(倍)	-130.28	19.54	10.44	9.21	7.79
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	60.36%	13.29%	18.28%
净资产收益率(%)	-1.29%	12.34%	16.81%	16.31%	16.49%
总股本(百万股)	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

## 投资逻辑

- 我们看好华域在新能源汽车零部件领域的发展前景: 新能源汽车的兴起并不意味着传统汽车领先者的衰落——凭借品牌与技术的优势, 我们认为上汽集团在未来新能源汽车领略的份额将不会低于其在传统汽车时代的份额(20%), 而未来上汽新能源汽车核心零部件必然主要来自于华域汽车, 这就是我们看好华域新能源零部件业务的主要逻辑; 目前新能源汽车已成为华域 6 大业务板块中最为重视的板块, 产品储备包括电机电控/电制动/电空调/电转向等, 未来完全有可能涉足动力电池制造; **我们认为新能源业务有望成为公司股价表现的“催化剂”;**
- 公司在长期仍将获得超越汽车行业整体成长速度: 尽管已经具备了较大的规模和市场份额, 但我们仍然看好公司的长期成长潜力, 理由包括: **1、汽车零部件国产化率的提高与出口的增长; 2、产业集中度的提高与领先企业份额的提升; 3、中性化战略, 来自上汽外部收入的占比有望从目前的接近 30% 提升至 50% 以上;** 我们预计未来 5 年公司业绩的复合增速仍有望保持 15% 以上, 而在逐步完善治理结构和对旗下公司管控能力、增强自主研发能力后, 公司核心竞争力和盈利水平也有望得到进一步提升;
- 受行业景气下滑影响风险有限, **2011 年业绩仍将保持增长:** 公司 2010 年上半年收入增长 71.2%, 净利润增长 112.9%, 很大程度上受益于上汽集团乘用车销量的增长特别是新车型的投放, 我们预计 2011 年上汽集团汽车销量增速仍将达 15% 以上; 而华域汽车行业龙头地位、偏重中高端的产品结构、谨慎的产能扩张计划(预计 2011 年保持 90% 以上)则有助于其盈利水平的稳定; 我们预测公司 2010 年 EPS 有望接近 1 元, 2011 年业绩同比增速达 15%-20%;

## 投资建议

- 公司是 A 股中最具代表性和综合实力最强的汽车零部件上市公司之一, 其核心价值包括一级供应商的产业链地位与稳定增长的盈利能力, 我们认为新能源汽车等因素有望成为公司股价表现的催化剂, 建议**“买入”**。

## 估值

- 我们上调公司 10-12 年 EPS 预测至 0.950、1.077 和 1.273 元, 上调幅度分别为 26%、30% 和 36%, 给予公司 15-17 倍的 10 年动态 PE, 考虑母公司持有的超额现金和金融资产, 给予公司目标价格区间为 16.26-18.16 元。

## 风险

- 公司面临最大的风险仍然是汽车行业整体的系统性风险。

## 内容目录

推荐逻辑：好公司 + 催化剂 = 投资收益 .....	4
华域汽车是“好公司”已毋庸置疑 .....	4
“好公司”为何难以获得溢价？ .....	5
“催化剂”已渐行渐近，期待公司股价表现 .....	7
我们为什么看好华域汽车的新能源零部件业务？ .....	7
理由 1：充分分享上汽集团新能源汽车长期发展 .....	7
理由 2：技术领先、产品全面，公司在新能源领域有望“厚积薄发” .....	11
公司治理结构逐步改善和自主品牌建设值得关注 .....	12
零部件主业：并非“随波逐流”，仍有超越行业成长机会 .....	14
机会 1：零部件的国际产业转移和自主品牌的崛起 .....	14
机会 2：强者恒强，国内零部件行业集中度的提高 .....	16
机会 3：“中性化战略”，上汽外部市场的开拓 .....	17
盈利预测：下半年仍值得期待，上调公司业绩预测 .....	19
公司估值与投资建议 .....	24
附录：三张报表预测摘要 .....	25

## 图表目录

图表 1：2009 年国内汽车市场份额分布（集团口径） .....	4
图表 2：上汽占据 2009 年国内乘用车销量前三甲 .....	4
图表 3：华域汽车旗下企业外方股东多为零部件细分行业国际龙头 .....	4
图表 4：华域汽车旗下汽车公司多处于零部件细分行业龙头地位 .....	5
图表 5：A 股汽车行业上市公司相对估值水平比较 .....	6
图表 6：A 股主要汽车零部件上市公司资产规模对比 .....	6
图表 7：A 股主要汽车零部件上市公司收入规模对比 .....	6
图表 8：华域汽车汽车零部件板块资产构成 .....	7
图表 9：国内新能源汽车销量预测 .....	8
图表 10：丰田、本田占据了全球新能源汽车大部分份额 .....	8
图表 11：上海汽车新能源汽车技术路线图 .....	8
图表 12：上海汽车在新能源汽车领域的研究成果 .....	9
图表 13：目前全球主要整车厂和零部件厂商在新能源汽车核心零部件领域的合作配套关系 .....	10
图表 14：上海汽车近年新能源车型上市计划 .....	10
图表 15：华域汽车在新能源汽车领域的布局 .....	11
图表 16：华域汽车在新能源汽车零部件业务收入与盈利预测 .....	12
图表 17：华域汽车旗下公司及控股比例 .....	13

图表 18: 华域 2008 年利润来源构成 .....	13
图表 19: 公司未来的 6 大业务板块 .....	13
图表 20: 我国正处于汽车产业国际转移的第二阶段 .....	14
图表 21: 合资品牌车型零部件逐步国产化过程 .....	14
图表 22: 中国汽车零部件由净进口变为净出口 .....	15
图表 23: 零部件行业增长速度快于整车 .....	15
图表 24: 汽车零部件国产化率不断提高 .....	15
图表 25: 汽车零部件出口触底反弹 .....	15
图表 26: 自主品牌轿车市场份额不断提升 .....	16
图表 27: 按车型国别分类华域汽车公司收入来源分布 .....	16
图表 28: 我国汽车零部件行业集中度依然偏低 (2009 年底) .....	17
图表 29: 世界前三大零部件厂商占全球市场份额 .....	17
图表 30: 规模以上零部件厂商数量开始呈现下降趋势 .....	17
图表 31: 华域汽车旗下零部件企业的已有客户分布于国内各大主要汽车集团 .....	18
图表 32: 德尔福公司收入来源变化 .....	18
图表 33: 伟世通公司收入来源变化 .....	18
图表 34: 来自上汽内部收入占公司收入比 (汇总范围) .....	19
图表 35: 2010 年上半年公司收入来源分布 (并表范围) .....	19
图表 36: 公司分季度净利润变化情况 .....	19
图表 37: 公司 10 年上半年利润来源分布 .....	19
图表 38: 华域汽车各业务板块 (汇总) 收入变化 .....	20
图表 39: 华域汽车各业务板块 (归属母公司) 净利变化 .....	20
图表 40: 国内乘用车月度销量变化 .....	20
图表 41: 不同排量轿车市场份额变化 .....	20
图表 42: 上汽集团 2009 年-2011 年新车型投放情况 .....	21
图表 43: 上海大众月度销量车型构成 .....	22
图表 44: 上海通用月度销量车型构成 .....	22
图表 45: 09 年与 10 年上半年公司各业务板块销售净利率情况 (汇总范围) .....	22
图表 46: 华域汽车收入及盈利预测 .....	23
图表 47: 华域汽车 2011 年 EPS 敏感性测试 .....	24

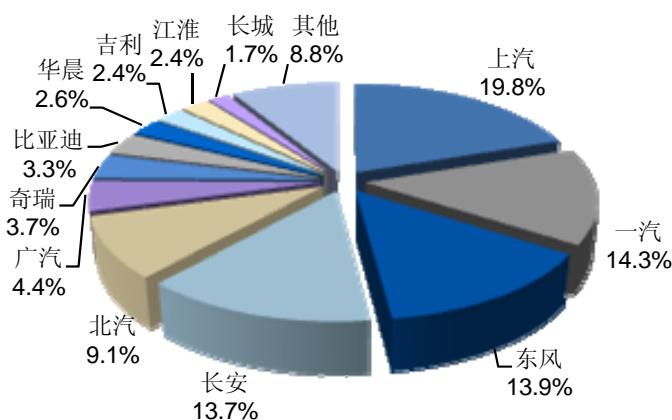
## 推荐逻辑：好公司 + 催化剂 = 投资收益

## 华域汽车是“好公司”已毋庸置疑

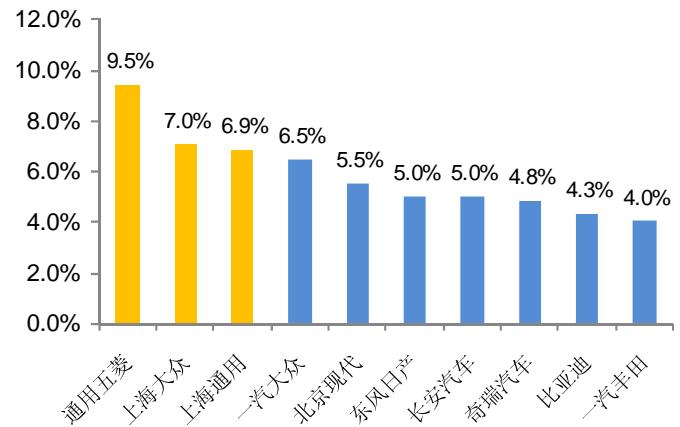
■ 华域汽车是目前A股市场最具代表性的汽车零部件上市公司，也是目前国内综合实力最强的“航母级”汽车零部件制造商之一，对于公司的竞争优势，我们在09年6月《具有稀缺性的零部件产业新航母-巴士股份投资价值分析报告》已做出了详细的分析：

- 1、背靠上汽集团这一国内乘用车领域的领先者，充足的内部订单保障，同时积极向外部市场拓展；

图表1：2009年国内汽车市场份额分布（集团口径）



图表2：上汽占据2009年国内乘用车销量前三甲



来源：中汽协，国金证券研究所

- 2、旗下企业多为一级零部件供应商，产业链地位保证同主机厂紧密的同步研发、供货关系和良好的盈利水平；
- 3、旗下企业多为上汽与汽车零部件细分行业国际龙头（如伟世通、大陆）的合资公司，能够持续获得国际先进技术和新产品投放的支持；尤其是在“车型为王”的国内乘用车及其零部件市场上，持续投放新产品的`能力是零部件企业获得订单增长和盈利水平维持的关键；

图表3：华域汽车旗下企业外方股东多为零部件细分行业国际龙头

旗下公司	外方股东	外方股东地位
延峰伟世通	美国伟世通	全球知名汽车零部件集成供应商，脱胎于福特汽车公司，2007年排名世界500强第386位，在全球拥有8万名以上的员工，以汽车内饰、汽车电子、汽车空调系统等闻名；
制动系统公司	德国大陆	世界顶级汽车零部件供应商之一，2010年排名世界500强第222位，负责制动系统研制的底盘与安全（Chassis & Safety）分公司是大陆最为重要的业务部门；
纳铁福公司	英国GKN	世界最大的汽车传动部件制造商，在分布于30多个国家的子公司或合资公司中拥有员工4万余人；
法雷奥电器	法国Valeo	欧洲顶级汽车零部件供应商之一，在车用电机与电器系统领域处于世界领先地位，在28个国家拥有6万余名职工；
采埃孚转向机	德国ZF	世界领先的汽车传动与底盘系统供应商；
小糸车灯	日本小糸制造所	世界领先的车灯系统供应商；
上海天合	美国TRW天合汽车	全球最大的汽车安全产品系统供应商，世界十大汽车零部件供应商之一；
上海贝洱三电	德国贝洱	全球领先的汽车空调和发动机冷却系统生产商；
	日本三电	世界最大的汽车空调系统和压缩机制造商之一；
KS活塞	德国科尔本施密特	全球三大汽车活塞生产商之一
上实交通电器	-	与世界著名汽车零部件供应商法国法雷奥、美国博泽、美国思坦华、美国李尔、美国阿文美驰分别成立合资公司；
菲特尔莫古瓦轴/复合材料	美国辉门	世界著名汽车零部件供应商，其发动机轴瓦、凸轮轴、刹车片、车灯、活塞、活塞环、缸套、气缸垫、火花塞、气门座圈/导管等产品的技术及市场份额均处于全球领先；

来源：各公司资料，国金证券研究所

- 4、旗下企业多为国内汽车零部件细分市场的领先者，拥有规模、技术、客户资源等多种先发优势；

图表4：华域汽车旗下汽车公司多处于零部件细分行业龙头地位

公司	主要产品	市场份额	市场排名/生产企业数	公司	主要产品	市场份额	市场排名/生产企业数
延锋伟世通	仪表板总成	12.1%	2/39	上海纳铁福	传动轴	31.2%	1/32
	组合仪表	43.3%	1/10		万向节总成	10.0%	3/16
	汽车单表	3.8%	6/6		制动系统公司	ABS系统	92.96%
	汽车音响	27.6%	2/7		制动钳	55.32%	1/3
	座椅总成	15.6%	1/40		真空加力器	26.37%	1/18
	车门内护板	4.1%	10/22		制动软管	6.14%	4/8
	安全气囊	24.4%	2/6		液压制动总泵	16.89%	2/14
	保险杠	11.8%	4/25		上实交通电器	电动玻璃升降器	35.3%
	顶蓬件	24.4%	2/11		车门内护板	2.9%	10/28
	成型地毯	1.0%	9/13		刮水器总成	8.7%	4/11
小糸车灯	汽车传感器	1.9%	10/17		点火线圈	46.3%	1/4
	车灯总成	34.14%	1/28	蜂鸣/警报器	蜂鸣/警报器	5.2%	4/9
赛科利模具	车门	96.7%	1/3		开关	10.9%	3/24
	车身外覆盖件	--	--		汽车喇叭	56.9%	1/3
	车身模具	--	--		继电器	1.7%	5/8
上海天合	安全带	23.49%	1/9		汽车微电机	--	--
	安全气囊	19.22%	4/6	法雷奥电器	汽车发电机	17.35%	1/21
	安全气袋	--	--		汽车启动机	23.70%	1/16
申雅密封件	汽车密封件	10.1%	2/34	采埃孚转向机	转向机总成	10.8%	3/32
拖内公司	冲压/焊接件	--	--		转向助力器	24.2%	2/18
	排气系统	--	--		动力转向泵	45.6%	1/13
	柴油机及配件	--	--	三电贝洱	空调压缩机	42.86%	1/8
	曲轴/轮毂等	--	--		汽车空调	8.10%	6/26
乾通公司	油底壳	27.7%	2/8		空调蒸发器	13.93%	2/6
	机油泵	6.5%	6/20		空调冷凝器	23.11%	2/10
	水泵总成	3.8%	6/17		暖风机	18.50%	2/12
	大型压铸件	--	--		散热器总成	8.20%	6/32
锻造公司	钢圈总成	--	--	中弹公司	悬架弹簧	43.3%	1/6
	车门铰链	--	--		其他汽车弹簧	--	--
	手刹车	--	--	联谊工贸	油箱	10.61%	4/20
	钢板弹簧	--	--		离合器油管	--	--
	其他汽车锻件	--	--	扬州亚普	油箱	17.2%	1/20
皮尔博格公司	汽缸盖	33.2%	2/10		KS活塞	1.75%	9/24
	进气歧管	--	--		菲特尔莫古瓦轴	瓦轴/衬套	19.2%
华东泰克西	发动机缸体	--	--		菲特尔莫古材料	瓦轴材料	--

来源：中汽协，公司资料，国金证券研究所

- 可以说，华域汽车良好的质地和竞争力早已获得市场的公认；

### “好公司”为何难以获得溢价？

- 与公司在A股汽车零部件上市公司中首屈一指的综合竞争里形成鲜明对照的，是公司目前的估值水平几乎处于行业底部；“好公司”为何难以获得市场溢价？

图表5: A股汽车行业上市公司相对估值水平比较

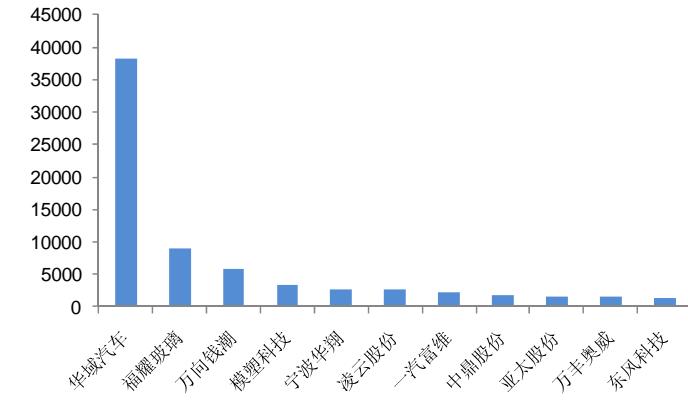
股票名称	收盘价 (元)	09EPS (元)	EPS 10%09 (元)	10EPS (元)	EPS 11%10 (元)	11EPS (元)	EPS 12%11 (元)	12EPS (元)	09PE	10PE	11PE	12PE	09PB	10PB
中国重汽	25.76	1.020	124.12%	2.286	18.24%	2.703	12.13%	3.031	25.25	11.27	9.53	8.50	3.78	3.06
福田汽车	23.01	1.132	61.13%	1.824	25.33%	2.286	23.10%	2.814	20.33	12.62	10.07	8.18	5.17	4.26
江铃汽车	31.25	1.223	48.16%	1.812	28.48%	2.328	17.83%	2.743	25.55	17.25	13.42	11.39	5.57	4.33
潍柴动力	86.01	4.242	53.47%	6.510	17.22%	7.631	7.46%	8.200	20.28	13.21	11.27	10.49	8.96	6.21
华域汽车	12.94	0.593	60.20%	0.950	13.37%	1.077	18.20%	1.273	21.82	13.62	12.01	10.16	1.89	1.71
中鼎股份	16.50	0.480	48.56%	0.740	20.27%	0.890	15.73%	1.030	34.38	22.30	18.54	16.02	8.38	6.09
宇通客车	20.94	1.084	19.10%	1.291	15.10%	1.486	14.60%	1.703	19.32	16.22	14.09	12.30	5.02	4.40
上海汽车	18.76	0.774	91.12%	1.479	15.43%	1.707	19.70%	2.044	24.24	12.68	10.99	9.18	2.90	2.32
一汽夏利	8.56	0.110	390.93%	0.541	10.91%	0.600	1.67%	0.610	77.68	15.82	14.27	14.03	3.96	3.17
长安汽车	11.70	0.460	101.52%	0.927	12.08%	1.039	11.55%	1.159	25.43	12.62	11.26	10.09	3.10	2.49
一汽轿车	20.20	1.001	45.45%	1.456	16.62%	1.698	15.72%	1.965	20.18	13.87	11.90	10.28	4.31	3.43
威孚高科	24.43	0.790	78.48%	1.410	14.96%	1.621	12.34%	1.821	30.92	17.33	15.07	13.42	4.84	3.97
东安动力	12.68	0.507	56.93%	0.795	15.35%	0.917	22.25%	1.121	25.03	15.95	13.83	11.31	2.73	2.37
凌云股份	13.62	0.608	28.62%	0.782	23.40%	0.965	24.15%	1.198	22.40	17.42	14.11	11.37	4.95	3.95
金龙汽车	9.14	0.276	10.87%	0.306	17.65%	0.360	11.11%	0.400	33.12	29.87	25.39	22.85	2.74	2.58
亚太股份	18.35	0.473	28.96%	0.610	18.85%	0.725	18.83%	0.862	38.79	30.08	25.31	21.30	2.01	1.79
云内动力	12.07	0.449	20.27%	0.540	37.41%	0.742	9.43%	0.812	26.88	22.35	16.27	14.86	1.78	1.66
江淮汽车	11.69	0.260	238.85%	0.881	39.27%	1.227	14.73%	1.408	44.96	13.27	9.53	8.30	3.49	2.89
成飞集成	35.26	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	18.18%	0.520	109.84	92.79	80.14	67.81	8.58	7.85
威海广泰	19.00	0.350	62.86%	0.570	31.58%	0.750	28.00%	0.960	54.29	33.33	25.33	19.79	6.51	5.44
曙光股份	17.88	0.720	-6.94%	0.670	13.43%	0.760	9.21%	0.830	24.83	26.69	23.53	21.54	2.83	2.55
万丰奥威	11.40	0.240	52.08%	0.365	12.88%	0.412	12.86%	0.465	47.50	31.23	27.67	24.52	3.88	3.73
福耀玻璃	11.98	0.560	48.21%	0.830	15.66%	0.960	26.04%	1.210	21.39	14.43	12.48	9.90	3.52	2.63
海马股份	7.09	(0.250)	-164.00%	0.160	25.00%	0.200	25.00%	0.250	(28.36)	44.31	35.45	28.36	2.61	2.36
宁波华翔	13.49	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	0.00%	0.780	18.74	22.11	17.29	17.29	4.68	3.92
一汽富维	35.60	1.680	21.43%	2.040	11.27%	2.270	11.01%	2.520	21.19	17.45	15.68	14.13	4.56	3.96

来源: Wind, 国金证券研究所

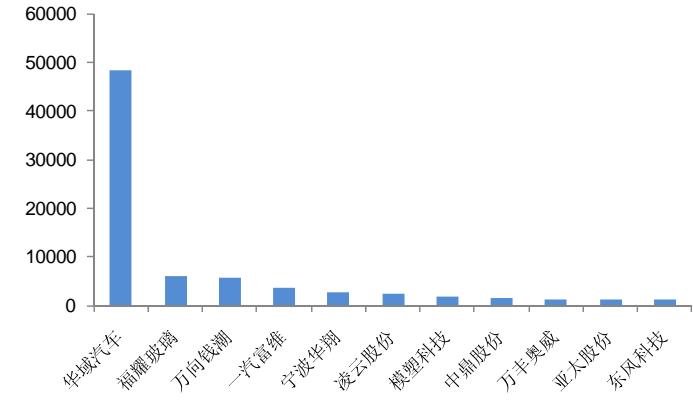
我们认为, 华域汽车过去偏低的估值水平主要由以下两点原因形成:

- 1、华域汽车公司规模居于A股零部件上市公司首位, 产品几乎覆盖除动力总成外的所有汽车零部件, 客户几乎包括国内所有主流乘用车制造厂商, 因此, 市场普遍认为其缺乏超越行业整体、独立快速增长的机会; 换言之, 公司只有跟随行业的整体性机会, 缺乏个股层面的催化剂;

图表6: A股主要汽车零部件上市公司资产规模对比



图表7: A股主要汽车零部件上市公司收入规模对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所, 其中华域汽车数据是并表范围内汇总

- 2、华域汽车主要由23家独立零部件企业的资产构成(母公司内实际没有零部件制造的业务), 且有多家企业由于持股不超过50%且没有取得控制权, 而无法计入合并报表; 市场对于公司的治理结构、控制力、财务透明度、各子公司的协同效应等方面始终存在疑虑;

图表8：华域汽车汽车零部件板块资产构成



来源：公司公告，国金证券研究所

### “催化剂”已渐行渐近，期待公司股价表现

- 令人欣喜的是，我们发现华域汽车在公司层面已经开始出现了一些积极的变化，其中包括：
  - 1、公司（包括母公司几部分旗下合资企业）目前以逐步加大了对新能源汽车关键零部件的投入力度；凭借公司的上海集团背景以及雄厚的技术实力，我们认为公司新能源业务极有可能获得成功，在未来为公司带来新的快速增长点；
  - 2、公司在上市以来，在提高公司的财务透明性、加强对旗下公司的管控力度等方面做出了大量努力，而且除旗下合资公司外，在自主品牌、核心技术建设方面也加大投入力度；我们认为这些努力将有助于提高公司各部分资产的协同能力，使公司由一个单纯的“控股平台”向“整体化企业”发展，发挥“1+1>2”的效果，并消除由“治理结构”原因给公司造成的股票折价现象；
- 我们认为，以上两点积极变化有望给公司带来类似“催化剂”的作用，加之公司原本就十分优良的质地和竞争力，我们认为公司未来的股价表现值得期待；

### 我们为什么看好华域汽车的新能源零部件业务？

#### 理由 1：充分分享上汽集团新能源汽车长期发展

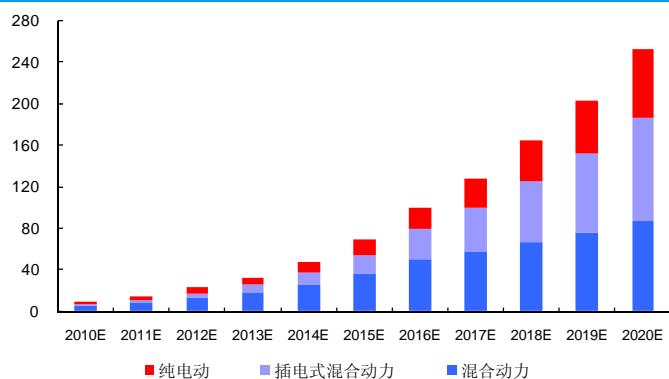
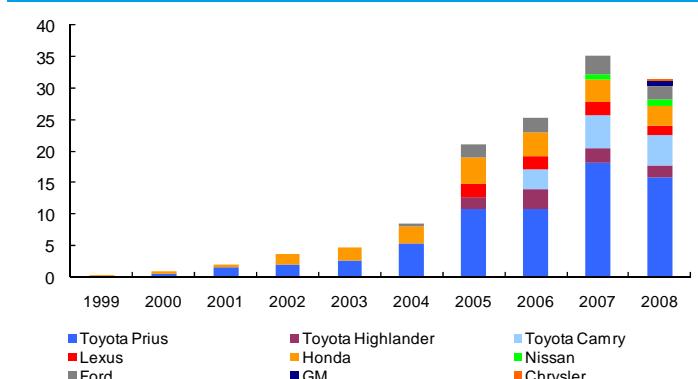
- 新能源汽车未来的广阔前景不言而喻，我们关心的是——长期来看，谁将成为新能源汽车的真正赢家？
- 对于这一问题，我们曾经在 09 年 11 月《占领新能源汽车的制高点——上海汽车公司研究报告》中做出详细的分析，借鉴丰田、本田等公司的经验，我们发现在新能源汽车领域的成功者需要具备以下特征：
  - 1、在传统汽车领域即拥有雄厚的技术实力和品牌影响力；

- **2、在新能源汽车产品开发上及早布局，具有前瞻性；**
- **3、提高关键零部件自给率，把握产业链话语权；**
- 而上海汽车则毫无疑问具备以上三个特征，我们看好上汽的新能源汽车业务前景，认为在新能源汽车时代真正到来之时，上汽在新能源汽车的市场份额至少不会低于其在目前传统汽车的市场份额：

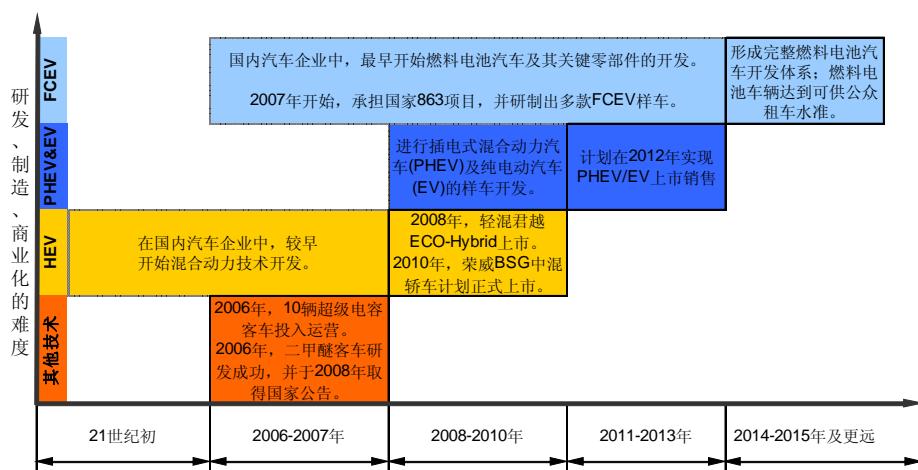
  - **1、新能源汽车归根结底是传统汽车的延续和替代品，在传统汽车时代拥有强大品牌号召力的厂商无疑将在新能源汽车时代占得先机；**
  - **2、上汽事实上在国内汽车厂商中属于较早布局新能源，早在 03 年即有 HEV 研发成功；而市场之所以较为“少见”上汽新能源车，很大程度上因为目前新能源在客车上应用较普遍，而上汽的强项在乘用车；**
  - **3、上汽的新能源汽车并不仅仅由自主品牌平台承担，事实上国内第一款实际上市的 HEV：君越 Eco-Hybrid 就是有上海通用开发；而目前全球最为成熟的两款 PHEV 恰恰就是通用的 Volt 和大众的 Golf Twin-Drive，未来通用和大众完全有理由将新能源车型或技术引入合资企业，分享国内新能源汽车的盛宴；**
  - **4、市场对上汽新能源车核心零部件自给能力有所疑虑，但事实上国内主流整车厂商中没有一家能够在新能源车核心零部件真正拥有完整、成熟的核心技术（包括 BYD 在内），而上汽善于资本运作特点恰恰有助于其未来引入国际新能源汽车核心零部件领先者作为合作伙伴；**

**图表9：国内新能源汽车销量预测**

单位：万辆


**图表10：丰田、本田占据了全球新能源汽车大部分份额**


来源：美国能源部，国金证券研究所

**图表11：上海汽车新能源汽车技术路线图**


来源：上汽公司资料，国金证券研究所

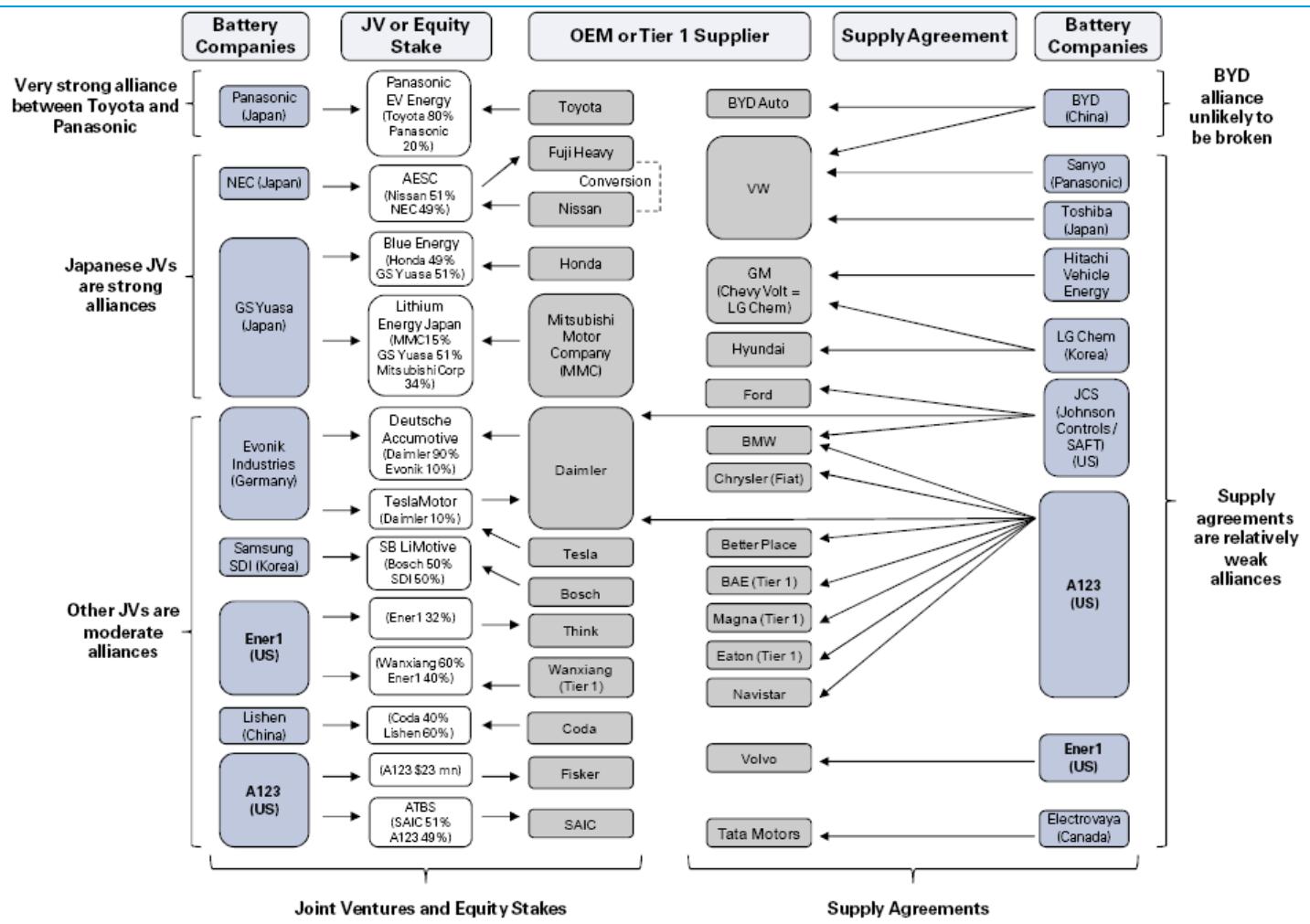
图表12：上海汽车在新能源汽车领域的研究成果

混合动力领域	2003年，串联混合动力汽车研发成功
	2005年，混联混合动力汽车研发成功
	2006年起，承担国家863混合动力汽车课题项目
	2007年，上海牌混合动力轿车研制成功
纯电动领域	2008年，君越ECO-Hybrid成为国内首款上市的HEV
	2006年，10辆超级电容公交客车投入试运营
燃料电池领域	2009年，依维柯宝迪纯电动工程服务车量产，并被国家电网公司批量采用
	2004年，完成燃料电池MPV车的开发
	2007年起，与同济、清华大学合作，承担国家863项目的2个燃料电池整车研发课题
	2007年，投资6000万元入股新源动力（国内燃料电池领域实力最强公司之一），成为第一大股东
	2007年，开发成功上海牌、领驭燃料电池轿车
	2007年，开始试制20辆领驭燃料电池车为北京奥运服务
	2008年，自主开发出Plug-in电电混合燃料电池车
	2008年10月，成功竞标GEF-UNDP上海示范运行项目
替代燃料领域	2006年，完成10辆二甲醚客车的开发研制
	2006年，开始承担国家863计划中二甲醚发动机、天然气发动机、甲醇燃料技术的课题项目
	2008年，上汽二甲醚客车进入国家汽车产品目录

来源：上汽公司资料，国金证券研究所

■ 而在上海汽车的新能源汽车业务发展过程中，华域汽车无疑将成为最大的受益者之一：

- 在初期，上汽新能源汽车的关键零部件有可能部分来自外部采购，但是长期来看，很难想象上海汽车——这样一个国内汽车行业龙头会在新能源关键零部件上受制于人，华域汽车作为上汽集团零部件供应平台，将必然成为未来上海汽车新能源关键零部件的主要来源；
- 目前新能源汽车领域中整车厂与零部件供应商的合作包括2种模式：  
1、无合资和控股性质的协议性合作（目前在国内常常以“产业联盟”的形式存在，但这种联盟本质上是不够稳定的）；2、采用资本性质的合作，新能源核心零部件整车厂与零部件厂商合资建立的企业，或直接采购至本集团旗下的零部件企业；
- 从长期来看，第二种合资形式必然成为整车厂未来新能源汽车核心零部件来源的主要形式：因为动力电池与电驱系统是新能源汽车最核心价值所在，就好比绝大多数轿车厂商的发动机与变速箱都来自公司或所在集团内部；
- 新能源汽车核心零部件业务对于华域汽车的价值并不仅仅在于收入的增加：在目前华域繁多的产品线中，并不包括发动机、变速箱等动力总成；而在新能源汽车时代如果华域成为上汽动力电池与驱动电机的主要供应商，事实上将成为升格为“动力总成供应商”，有助于其产业链地位的提升；

**图表13：目前全球主要整车厂和零部件厂商在新能源汽车核心零部件领域的合作配套关系**


来源: Automotive Technology, 国金证券研究所

- 根据上海汽车的规划,从2010年底到2012会陆续有多款新能源汽车车型上市,而华域汽车以及参与到多个关键零部件的同步开发中,预计在车型实际上市时将具备批量供货能力,这将有望成为华域汽车在新能源汽车领域的“第一桶金”;

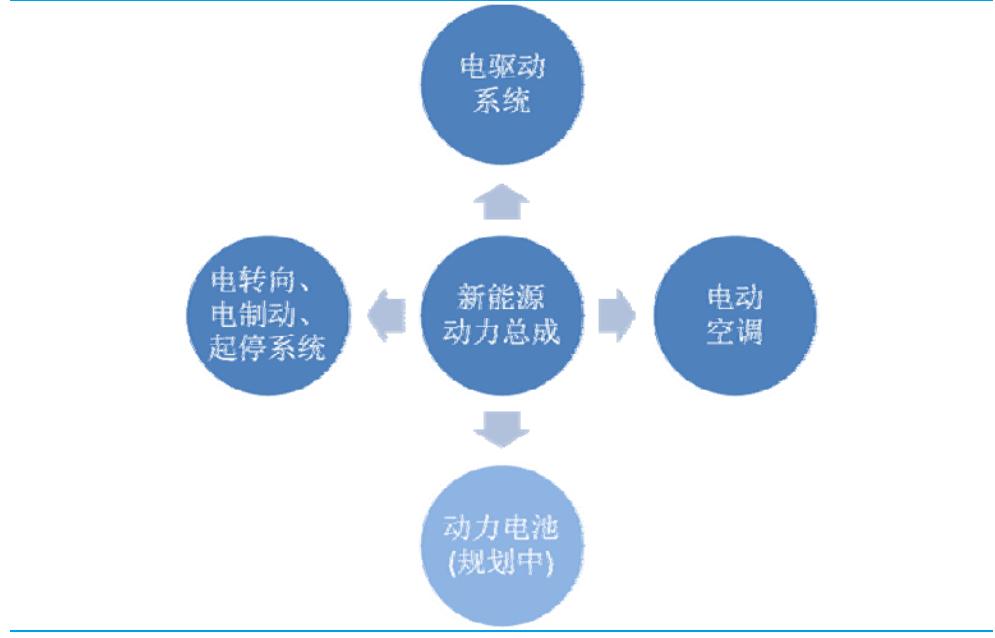
**图表14：上海汽车近年新能源车型上市计划**

车型	新能源类型	上市时间	价格	续航能力	节油情况
君越	轻度混合动力	2008年	27万	125kw	15%
荣威750	BSG中混混合动力	2010年	18-30万	500km	20%
荣威550	插电式混合动力	2012年	14-17万	电池约100km	50%以上
荣威350	纯电动	2012年	未定	200km	100%
上海牌纯电动	纯电动	2012年	未定	200km	100%
领驭燃料电池车	燃料电池轿车	无上市计划	150万	300km	100%
上海牌燃料电池车	燃料电池轿车	工程样车	--	319km	100%

来源: 上海汽车公司资料, 国金证券研究所

**理由 2：技术领先、产品全面，公司在新能源领域有望“厚积薄发”**

- 事实上，许多新能源汽车关键零部件往往是脱胎于传统汽车零部件；华域汽车旗下企业多为在国内零部件细分行业中的领先者，利用这一竞争优势，公司将在新能源零部件领域“厚积薄发”：
  - 华域旗下上海法雷奥是国内最大的轿车启动机和发电机供应商，而轿车启动机和发电机所用永磁交流电机与电动/混动轿车常用驱动电机恰恰为同一类型，法雷奥在开发驱动电机上显然具有优势；
  - 华域旗下上海三电贝洱是国内最大的汽车空调压缩机制造商，而新能源汽车电动空调最大的技术难点就在于空调压缩机由燃油驱动改为电驱动；事实上，三电贝洱的日方股东三电株式会社正是新能源汽车空调压缩机的先行者，早在 09 年就实现了为奔驰混合动力的批量供货；
  - 电转向、电制动系统等产品能够利用华域旗下采埃孚、上海汽车制动等公司在汽车转向机、ABS、制动泵等方面的技术优势；
  - 混合动力或电动汽车的动力总成需要对电子控制系统、传动系统做出改进，延锋伟世通在汽车电子技术、纳铁福在传统系统领域的技术积累也能够为新能源汽车关键零部件的开发提供帮助；
- 与其他只能单独供应新能源汽车某一零部件（如电机、电池等）的供应商不同，公司受益于一级供应商地位、产品种类全面的优势，可以实现总成化、系统化的供货；
- 华域汽车的目前开发的新能源产品包括电机驱动系统、电动转向、电动空调、电制动系统、Start-Stop 系统等（其中 Start-Stop 系统已初步具备批量供货能力）；
- 公司暂时没有发展动力电池，是因为电池的技术路线尚有不确定性，一旦方向最终明确，成立合资公司或自主研发动力电池也将成为公司的必然选择；

**图表15：华域汽车在新能源汽车领域的布局**

来源：公司资料，国金证券研究所

- 系统化、总成化的供货能力将使公司未来在新能源汽车领域的受益更为“立体”；根据我们的测算，即使不考虑动力电池，公司未来在每辆电动/混动汽车获得的销售收入将达 2.5-3 万元，获得的净利润达 2-3 千元（考虑到合资公司外方股东收益）；

- 考虑到公司的长期目标是成为全国性、中性化的汽车零部件供应商，我们认为公司在新能源汽车零部件领域同样有望获得来自上汽集团外部的订单，长期来看，公司新能源汽车零部件在上汽内外部的收入比例有望达到7:3；

**图表16：华域汽车在新能源汽车零部件业务收入与盈利预测**

		2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>新能源汽车销量</b>	全国	14.5	22.8	32.8	47.4	68.8	100.0	127.5	164.1	203.4	253.1
	其中：上汽	1.4	2.7	4.6	7.6	12.4	20.0	25.5	32.8	40.7	50.6
<b>电机及控制系统</b>	公司销量(万套)	0.6	1.6	4.0	8.2	15.3	25.7	32.7	42.1	52.2	64.9
包括启停系统	产品均价(元)	25,000	24,000	23,000	22,000	21,000	20,000	19,000	18,000	18,000	18,000
	销售收入(百万元)	145	394	930	1,803	3,209	5,130	6,214	7,578	9,393	11,684
	净利贡献(百万元)	12	39	116	225	385	616	684	834	939	1,168
<b>电动空调系统</b>	公司销量(万套)	1.0	2.2	4.8	8.7	16.5	28.5	36.3	46.8	58.0	72.1
	产品均价(元)	3,000	2,900	2,800	2,700	2,600	2,500	2,400	2,300	2,300	2,300
	销售收入(百万元)	30	63	135	234	428	713	872	1,076	1,334	1,659
	净利贡献(百万元)	3	6	13	23	41	64	74	86	93	100
<b>电制动/转向系统</b>	公司销量(万套)	0.9	2.1	4.3	8.3	14.7	25.7	32.7	42.1	52.2	64.9
	产品均价(元)	3,700	3,600	3,500	3,400	3,300	3,200	3,100	3,000	3,000	3,000
	销售收入(百万元)	35	74	152	282	485	821	1,014	1,263	1,565	1,947
	净利贡献(百万元)	3	7	15	28	46	74	86	101	117	136
<b>动力电池</b>	公司销量(万套)	--	--	0.2	1.5	6.5	17.6	27.5	35.5	43.9	54.7
技术方向尚未确定	产品均价(元)	--	--	70,000	70,000	60,000	50,000	45,000	40,000	40,000	40,000
	销售收入(百万元)	--	--	161	1,063	3,898	8,800	12,393	14,180	17,578	21,865
	净利贡献(百万元)	--	--	4	53	351	1,056	1,363	1,418	1,582	1,749
新能源零部件产品总销售收入(百万元)	210	531	1,378	3,381	8,020	15,463	20,493	24,097	29,870	37,156	
新能源零部件产品总净利贡献(百万元)	17	52	149	330	823	1,810	2,207	2,439	2,732	3,153	
除去动力电池总净利贡献(百万元)	17	52	145	277	472	754	844	1,021	1,150	1,404	

**关键假设：**

1. 参考国家有关部委规划，我们调研行业专家的观点，以及我们对新能源汽车产业化水平理解，我们认为2015年新能源车占国内乘用车市场份额将达3%-4%，2020年新能源汽车占国内乘用车市场份额将达8%-10%；
2. 保守估计，我们认为新能源乘用车市场起步阶段，上汽集团将占到新能源乘用车市场份额的10%，而当新能源乘用车市场成熟，上汽所占份额有望达到20%，与其在传统汽车市场中的地位大体相当（上海汽车对其新能源汽车业务的发展规划也大致是这一比例）；
3. 考虑到上汽对零部件供应链一贯较高的控制要求以及华域汽车的技术优势，我们认为上汽集团新能源汽车所使用零部件，在初期预计有50%采购至集团内部（华域汽车），而在成熟后将有80%以上采购至华域汽车；
4. 按照上汽在未来在新能源汽车市场份额20%计算，上汽集团外部市场容量将是上汽内部市场容量的4倍；根据华域汽车新能源业务的发展规划，其新能源汽车零部件将不仅限于配套上汽集团内部；如果公司取得上汽外部新能源零部件市场份额的10%，则来自上汽内部和外部的新能源零部件收入比将达7:3；
5. 目前华域汽车旗下主要合资公司企业销售净利率约在10%-15%，我们认为新能源汽车零部件盈利水平在初期将高于传统产品，达到15%-20%，而长期将趋近于10%-15%的合理水平，考虑到部分合资公司外资股东损益，我们认为新能源汽车零部件业务中归属华域母公司净利/销售收入将在7%-10%；
6. 电驱动系统、动力电池等零部件属于新能源汽车核心动力总成，我们认为在长期华域将更倾向于在母公司平台发展这一业务（或在相关合资公司中保持控股比例优势），所以在我们的估算中，电驱动系统、动力电池等业务的外资股东损益占比，要低于电空调、电制动等其他新能源零部件业务。

来源：国金证券研究所

### 公司治理结构逐步改善和自主品牌建设值得关注

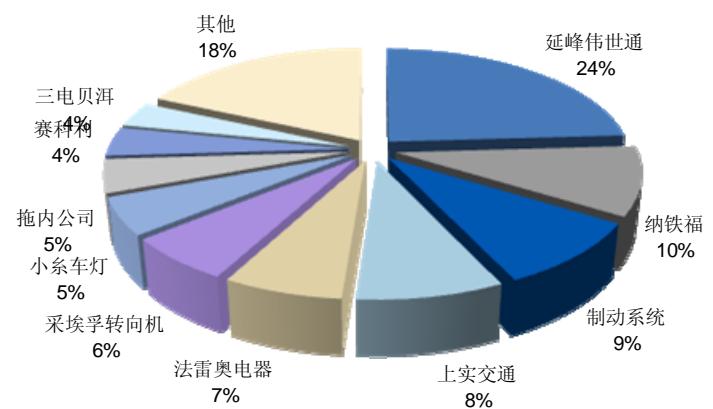
- 自华域汽车2009年1季度重组上市以来，公司在改善法人治理结构、提高财务透明度、加强对旗下公司管理能力等方面做出了诸多努力：
- 2009年4月1日开始，公司取得了旗下最大零部件企业延锋伟世通的控制权（控股比例50%），开始计入合并报表范围；
  - 从公司2010年中报非募集资金项目来看，公司正在收购上海汽车制动系统公司1%的股权（原控股比例50%），预计收购完成后也将纳入并表范围；
  - 财务透明度的不断提升显然有利于公司估值水平的提升；

**图表17: 华域汽车旗下公司及控股比例**

计入合并报表		计入投资收益	
延峰伟世通	50%	小糸车灯	50%
拖内公司	100%	申雅公司	48%
赛科利模具	69.9%	上海天合	50%
上实交通	70%	延峰伟世通模具	25%
中国弹簧	100%	纳铁福	35%
联谊工贸	100%	制动系统公司	50%
三电贝洱	39%	上海采埃孚	49%
汽车锻造	100%	法雷奥	50%
乾通公司	69%	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%

 内外饰件类  
 功能性总成件类  
 热加工类

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表18: 华域2008年利润来源构成**


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 华域汽车上市以来, 对旗下零部件企业的管理能力不断增强, 由过去的财务管控为主, 逐步向更为有效战略管控、运营管控发展, 同时公司的组织构架、管理机制也在不断完善中;
- 公司原有的业务板块划分为内外饰件类、功能新总成件类、热加工类3大部分, 未来将进一步细化为金属成型与模具、内外饰件、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等6个板块(其中新能源是要重点发展的板块); 细化后, 公司对各业务板块的管理将更具针对性, 也有利于优先投入和发展重点产品领域;

**图表19: 公司未来的6大业务板块**

业务板块	金属成型与模具	内外饰件	功能件	电子电气件	热加工件	新能源
主要产品	车身结构件	仪表板	传动系统	电机	汽缸体	电驱系统
	冲压结构件	门板总成	转向系统	车身控制	汽缸盖	电制动系统
	模具	座椅总成	制动系统	汽车天窗	活塞	电转向系统
		汽车密封件	汽车空调	传感器	变速箱壳体	电动空调
		汽车安全	邮箱			起停系统
		车灯				

来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 公司目前主要利润仍来自于旗下延峰伟世通、纳铁福、制动系统等中外合资零部件企业; 未来将重点着力打造自主品牌零部件产品, 力争做到有自己的核心产品、核心技术;
- 我们认为, 在完善对公司治理结构和管理体制后, 华域汽车有望由一个单纯的汽车零部件资产“控股平台”向一个整体化的汽车零部件供应商转变, 公司旗下零部件企业的协同效应有望得到增强, 产生“1+1>2”的效应, 有利于公司长期的发展和估值水平的提高;
- 治理结构、管控能力和自主研发能力的提升对华域汽车的意义不仅仅是形式上的, 更是实质上的:
- 对于国内大多数合资汽车或零部件企业, 所获利润中有很大一部分以“投资收益”、“技术转让费”等形式流入外资股东;
- 目前, 华域汽车在旗下大多数合资公司(14家)中均已建立技术中心, 产品开发模式将逐渐由“二次研发”(根据外资股东原有产品进行本土化改型)向“自主研发”发展, 这将有助于逐步削弱外资股东的话语权, 减少向其的利润输送, 提高华域公司从合资公司中的盈利水平;
- 从长期看, 华域汽车未来的发展重点也有望由合营公司逐步向控股、独资公司转移, 成长为真正具有自主核心竞争力的国际级零部件制造巨头;

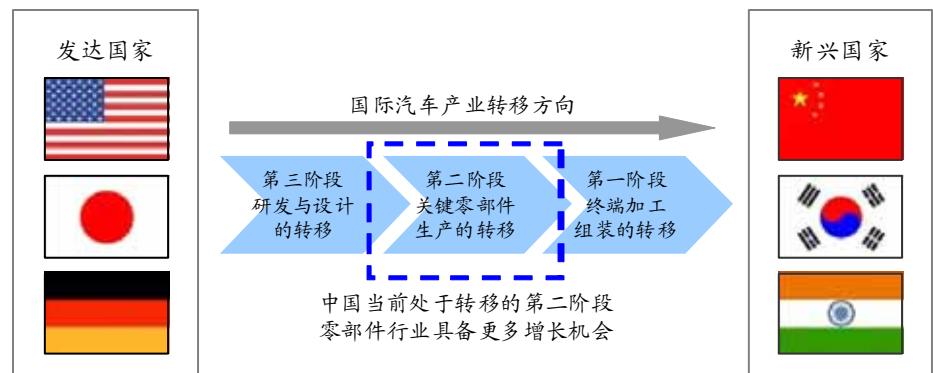
## 零部件主业：并非“随波逐流”，仍有超越行业成长机会

- 对于目前华域汽车公司的（传统）汽车零部件主业，我们认为由于其总体规模较大，且在覆盖领域、客户范围和在各细分市场上的份额已处于较高水平，未来取得爆发性增长的概率确实有限；但是，我们认为在未来5年中，公司的成长速度仍有望超越行业的整体水平；

### 机会1：零部件的国际产业转移和自主品牌的崛起

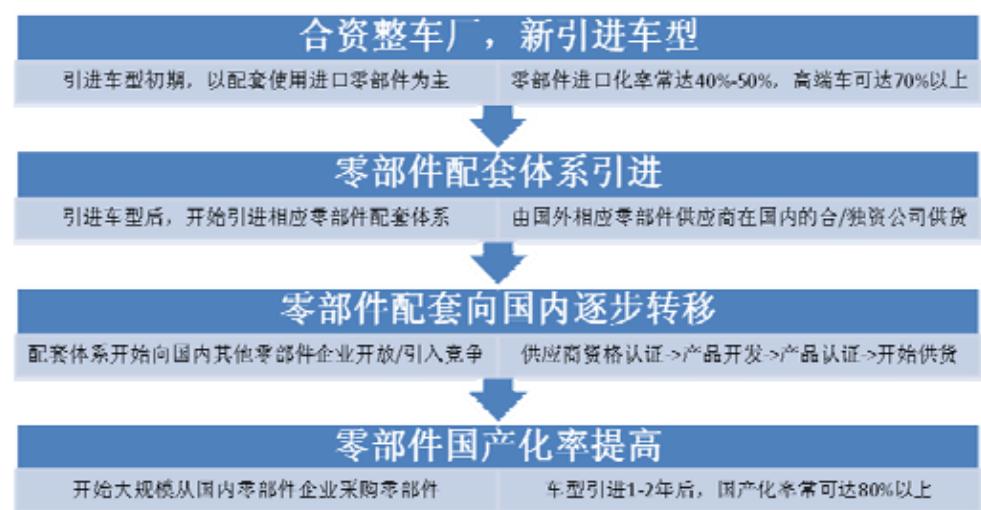
- 从国际产业转移的大角度看，我国目前正处于汽车产业转移的第二阶段：关键零部件制造的转移，具体表现在：
  - 1、汽车零部件的国产化率不断提高；
  - 2、零部件由净出口变为净进口；
  - 3、零部件企业的成长速度快于整车；

图表20：我国正处于汽车产业国际转移的第二阶段



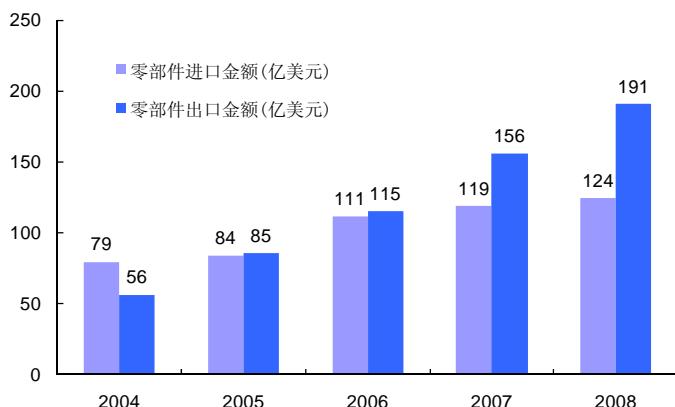
来源：国金证券研究所

图表21：合资品牌车型零部件逐步国产化过程



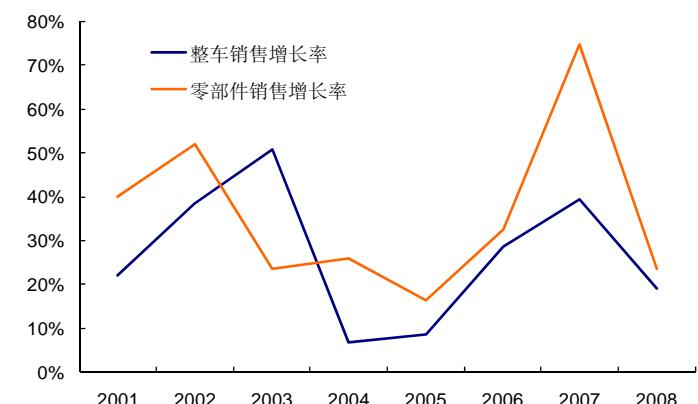
来源：国金证券研究所

图表22：中国汽车零部件由净进口变为净出口

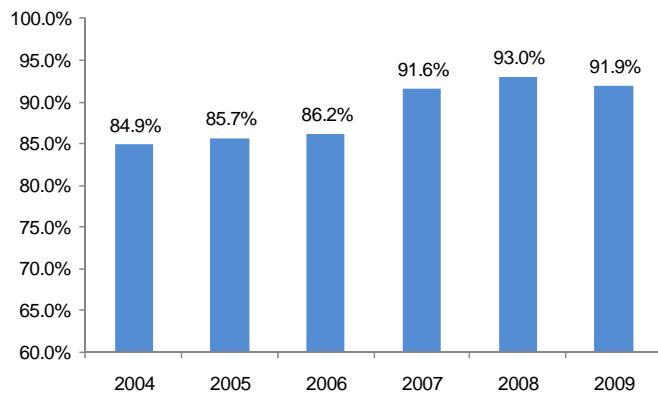


来源：中汽协，国金证券研究所

图表23：零部件行业增长速度快于整车



图表24：汽车零部件国产化率不断提高



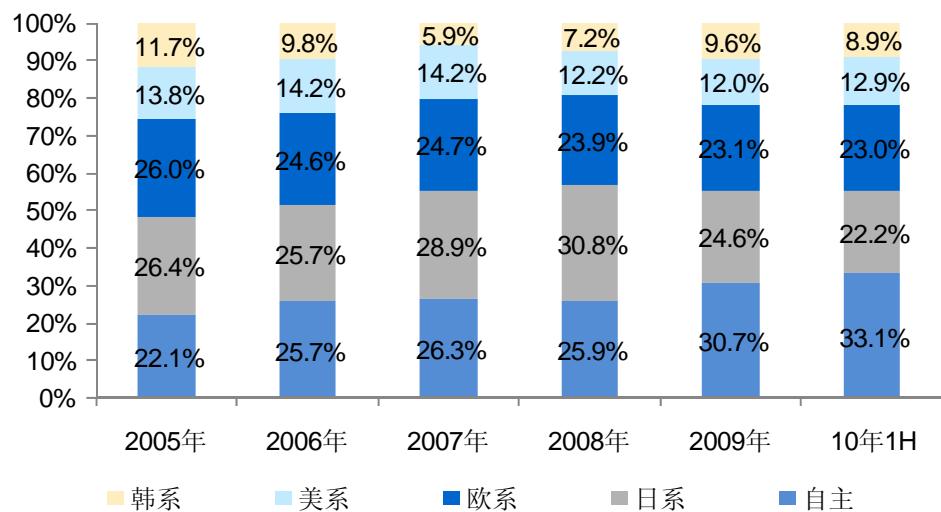
来源：华通人，中汽协，国金证券研究所

图表25：汽车零部件出口触底反弹



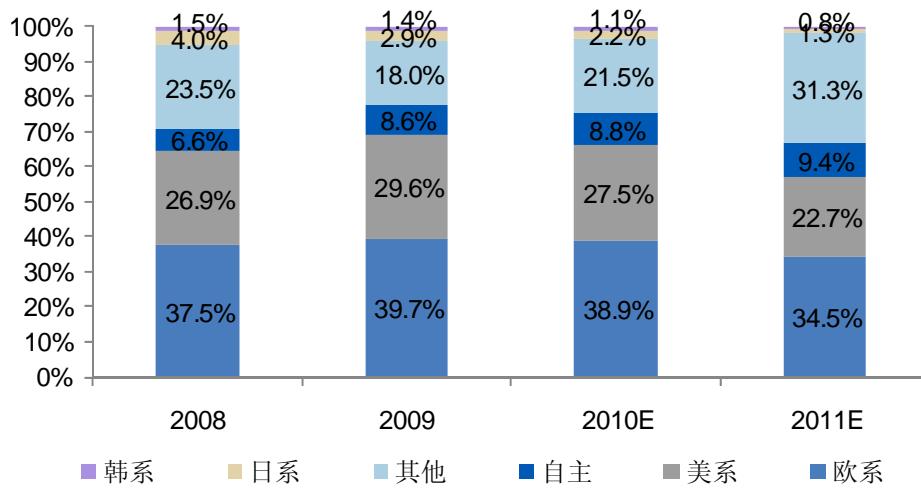
■ 另一个值得注意的趋势是自主品牌乘用车厂商的崛起：受益于我国汽车行业整体技术实力的提升和汽车消费向二三线市场转移的趋势，自主品牌乘用车的市场份额获得显著提升，长期来看这种趋势仍有望延续；

图表26：自主品牌轿车市场份额不断提升



来源：中汽协，国金证券研究所

图表27：按车型国别分类华域汽车公司收入来源分布



来源：公司资料，国金证券研究所

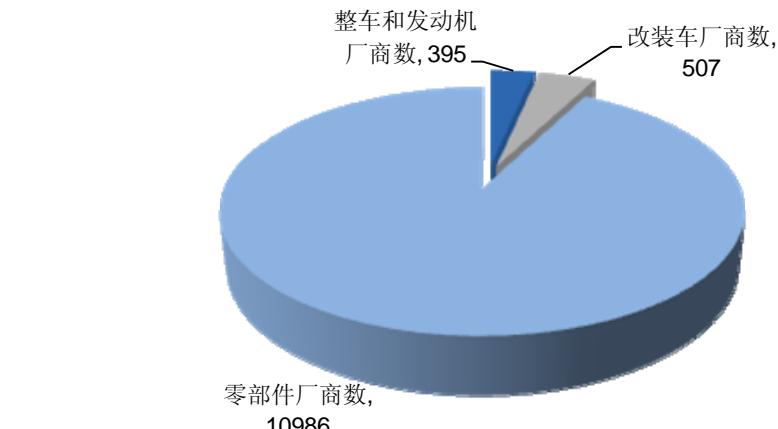
- 由于历史原因，公司下游整车配套客户仍以合资品牌厂商为主，但是，公司对于自主品牌整车客户的开拓力度正在加强，未来有望成为公司重要的增长点之一；
- 值得一提的是，我们认为由于公司零部件产品结构偏向中高端的原因，我们认为公司未来的自主品牌整车下游配套客户将以上汽股份、一汽轿车、东风风神、广汽乘用车等中自主品牌中相对中高端的厂商或车型为主，可以一定程度上避免自主品牌轿车零部件盈利水平相对偏低的弊端；

## 机会 2：强者恒强，国内零部件行业集中度的提高

- 与汽车整车行业相比，我国汽车零部件行业集中程度依然偏低，2009 年中汽协列入统计范围的汽车零部件厂商接近 11,000 家，规模以上的零部件制造商也在 1,800 家以上；

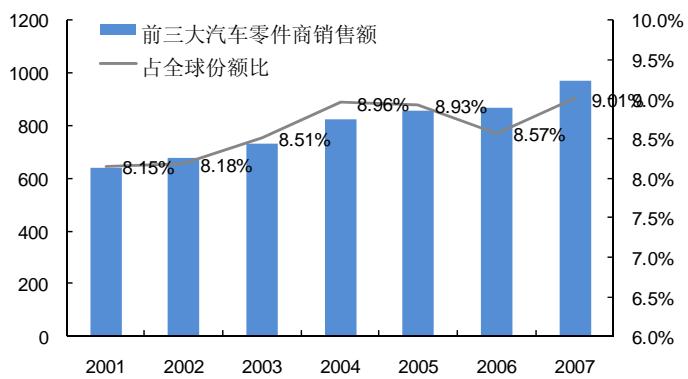
- 在可以预见的未来，“强者恒强，马太效应”的故事仍将在行业中上演，我们预计行业的集中度将呈现逐渐提高的趋势，而华域汽车作为国内汽车零部件龙头企业，显然将受益于这一趋势；

图表28：我国汽车零部件行业集中度依然偏低（2009年底）



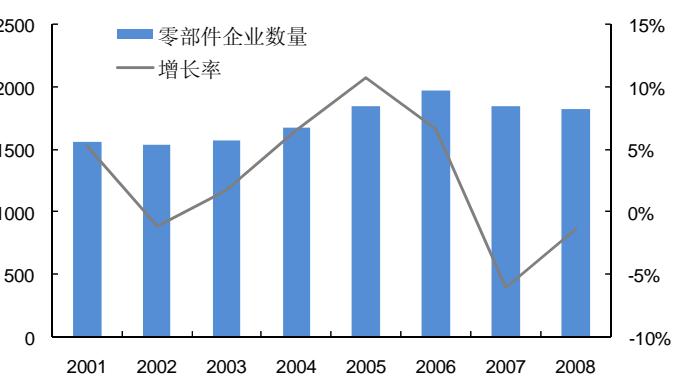
来源：中汽协，国金证券研究所

图表29：世界前三大零部件厂商占全球市场份额



来源：Bloomberg, 中汽协，国金证券研究所

图表30：规模以上零部件厂商数量开始呈现下降趋势



### 机会 3：“中性化战略”，上汽外部市场的开拓

- 华域汽车在上市之初就将开拓上汽集团外部市场，做“中性化”的独立供应零部件厂商作为公司未来的主要工作目标之一：
  - 根据产销规模，上汽集团外部市场是集团内部市场容量的4倍以上；
  - 事实上，公司目前国内各大主要汽车集团已都有较多的客户资源，扩大集团外的配套份额相当于“从1到2”的过程，显然比“从0到1”要相对容易实现；
  - 国内的乘用车市场以“合资品牌+引进车型”为主要特征，而新车型在引进国内的同时也会将相应的零部件体系引入，考虑到华域旗下多位中外合资零部件企业，我们认为公司拓展上汽集团外部的合资品牌厂商客户并非十分困难；

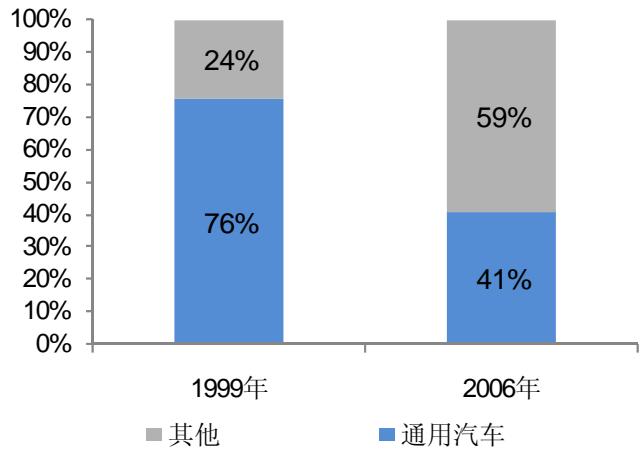
图表31：华域汽车旗下零部件企业的已有客户分布于国内各大主要汽车集团

	上汽集团	一汽集团	东风集团	长安集团	北汽集团	广汽集团	奇瑞汽车	华晨汽车
延峰伟世通	上海大众 上海通用 上汽通用五菱 上海汽车	一汽大众 一汽轿车	东风日产 神龙汽车	长安福特 长安铃木	北京现代 北京奔驰 北汽福田	广汽本田 广汽丰田	奇瑞汽车	华晨金杯 华晨中华
小糸车灯	上海大众 上海通用 上汽通用五菱	一汽大众 一汽丰田 一汽夏利 一汽轿车	东风日产 东风本田 东风悦达起亚 广州风神	长安福特 长安铃木	北京吉普	广汽本田 广汽丰田	奇瑞汽车	华晨中华
纳铁福	上海大众 上海通用	一汽大众 一汽轿车	东风日产 东风本田 神龙汽车	长安福特 长安铃木	北京奔驰	--	奇瑞汽车	华晨宝马
制动系统	上海大众 上海通用 上海汽车	一汽大众 一汽轿车 一汽夏利	神龙汽车 东风汽车	长安福特 长安铃木	北京奔驰 北汽福田	广汽本田	奇瑞汽车	华晨金杯
上实交通	上海大众 上海通用 上汽通用五菱	一汽大众 一汽集团公司	东风汽车 东风日产	长安汽车	北京吉普	广汽本田	奇瑞汽车	华晨金杯
采埃孚	上海大众 上海通用 上海汽车	一汽大众 一汽海马	神龙汽车	长安福特	--	--	--	华晨宝马 华晨中华
三电贝洱	上海大众 上海通用 上海汽车 上汽通用五菱	一汽大众 一汽轿车 一汽集团公司	神龙汽车 东风汽车	--	北京奔驰 北汽福田	--	奇瑞汽车	华晨宝马 华晨金杯
法雷奥电器	上海大众 上海通用 上柴股份	一汽大众 一汽轿车 一汽集团公司	神龙汽车 东风康明斯	长安福特	--	--	奇瑞汽车	--

来源：公司资料，国金证券研究所

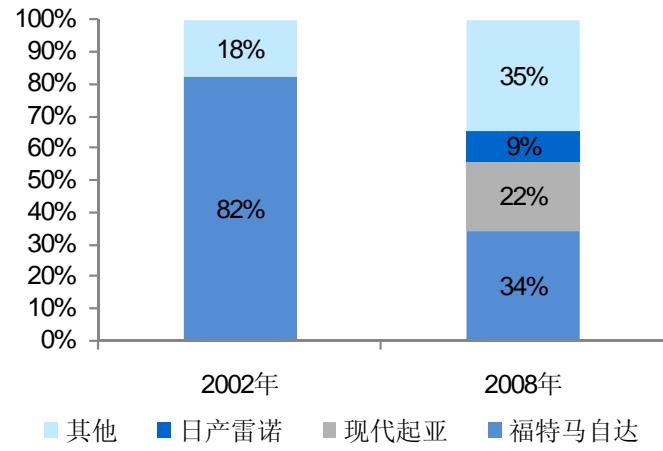
- 从电装（脱胎于丰田汽车）、德尔福（脱胎于通用汽车）、伟世通（脱胎于福特汽车）等企业的发展轨迹看，在脱离母公司走向独立化零部件供应商之后，来自集团外部的收入规模都大大提高；

图表32：德尔福公司收入来源变化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

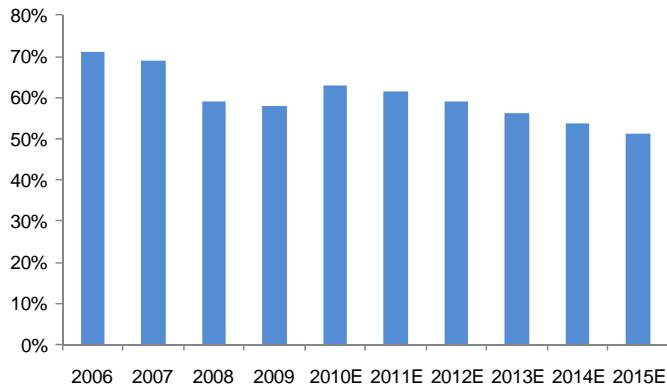
图表33：伟世通公司收入来源变化



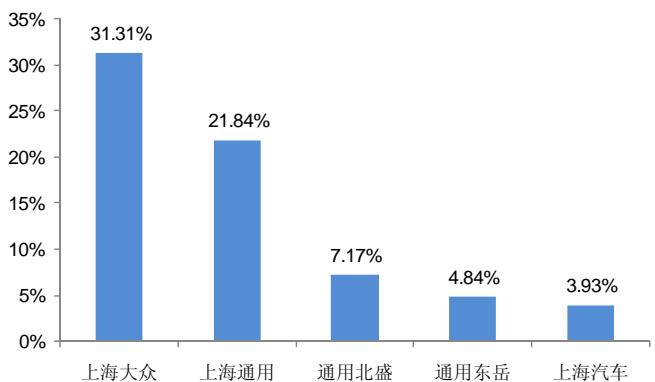
- 上市以来，公司拓展外部客户工作一直在积极推进中，2010年初以来，公司先后与长城、江淮、吉利等企业签订了战略合作协议；
- 2010年上半年华域汽车来自上汽内部收入略有提升（并表范围内69%，汇总范围内63%），我们认为主要原因是上汽各车厂09年以来推出了较多的新车型，对公司产品需求量和均价有所提升；公司的

目标是在 2015 年集团外部收入达到 50%，我们预计未来 5 年中公司来自集团外部收入占比仍将逐步提升；

图表34：来自上汽内部收入占公司收入比（汇总范围）



图表35：2010年上半年公司收入来源分布（并表范围）



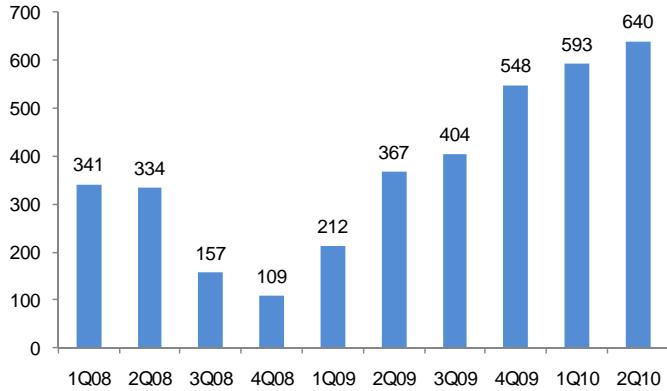
来源：公司资料，国金证券研究所

- 我们对未来的 5 年国内乘用车市场整体年均复合增速的判断是 10%-15%，考虑到公司超越行业整体的成长潜力，我们认为公司在未来 5 年中收入和业绩的年均复合增速仍有较大概率超过 15%；

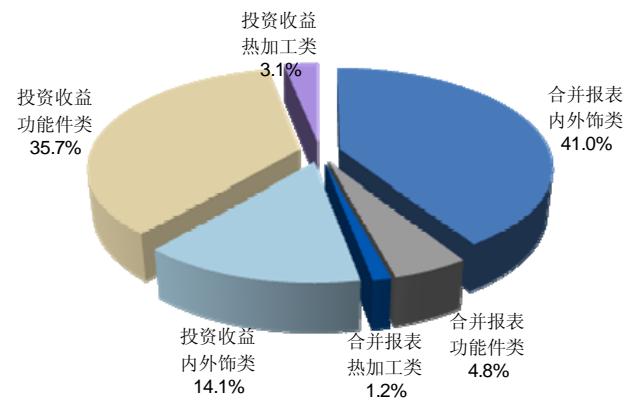
### 盈利预测：下半年仍值得期待，上调公司业绩预测

- 公司 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）；

图表36：公司分季度净利润变化情况



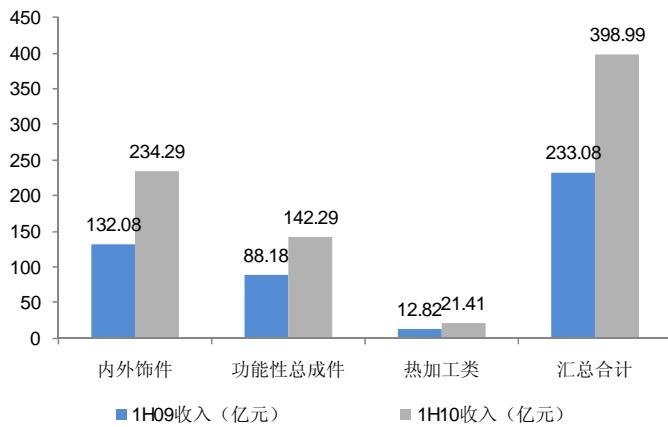
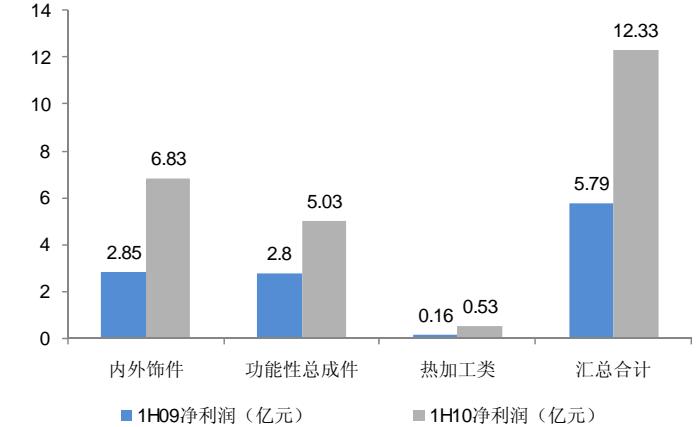
图表37：公司 10 年上半年利润来源分布



来源：公司资料，国金证券研究所

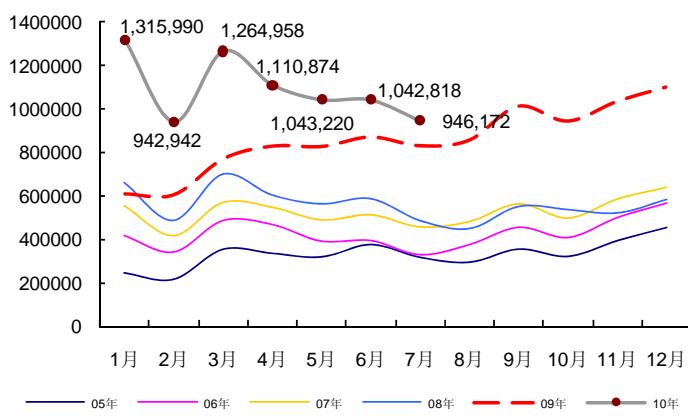
- 在汇总范围内，华域汽车 2010 年上半年共实现销售收入 39,899 百万元，同比增长 71.2%，超过上半年乘用车行业 48.6% 的整体效率增速，来自上汽新车型配套零部件产品需求的增长，以及公司产品结构的改善，是公司收入超越行业整体增速的主要原因；
- 2010 年上半年，公司内外饰件、功能性总成件、热加工件三大业务板块收入分别为 23,429、14,329 和 2,141 百万元，同比增幅分别为 77.4%、62.5% 和 67.0%；三大板块净（归属母公司）利润贡献分别为 683、503 和 53 百万元，同比增幅分别为 139.7%、79.7% 和 226.6%，汇总净利润率

分别为 8.39%、11.08% 和 4.33%；内外饰件板块收入和利润增速较高主要是受益于延锋伟世通、拖内公司等控股公司产品结构的改善以及产能利用率的提升；热加工板块利润增速较高最主要受益于旗下乾通公司金属压铸类零部件业务盈利水平的改善；

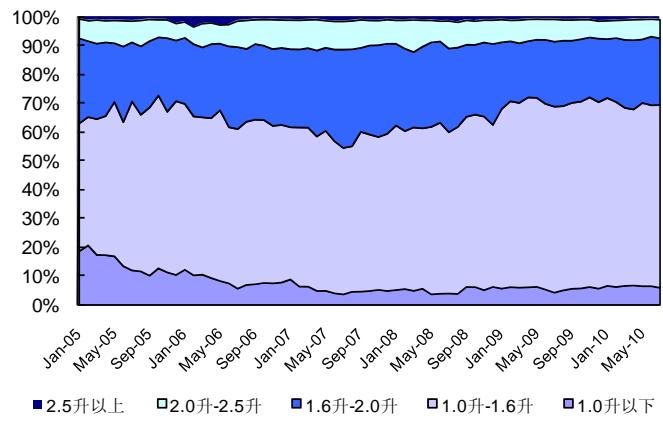
**图表38：华域汽车各业务板块（汇总）收入变化**

**图表39：华域汽车各业务板块（归属母公司）净利润变化**


来源：公司资料，国金证券研究所

- 国内汽车行业在未来 6-12 个月面临一定景气下滑的风险，但我们认为下半年华域汽车公司所面临业绩环比下滑的风险将是有限的，而且在 2011-2012 年仍将保持稳定增长的趋势：
- 在行业地位方面：公司旗下企业多为汽车零部件细分行业的国内龙头，竞争力强，在行业整体增速下滑时，完全有希望通过市场份额的提高来弥补；
- 在产品结构方面：公司产品主要配套国内合资品牌厂商中高档车型，而国内汽车消费特点决定了合资品牌中高档车型的需求往往在行业景气时表现出更大的刚性，我们认为事实上公司产品下游需求降低的程度将是有限的；

**图表40：国内乘用车月度销量变化**


单位：辆

**图表41：不同排量轿车市场份额变化**


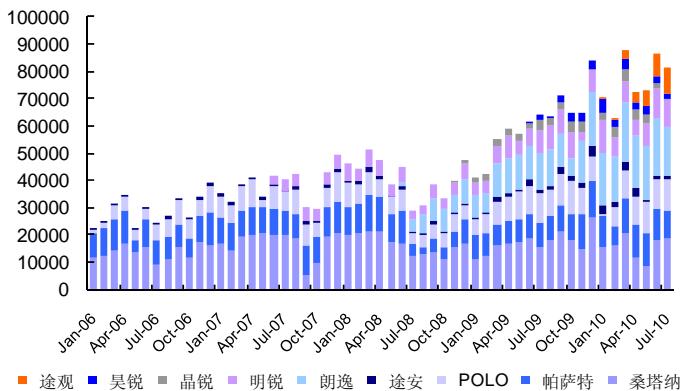
来源：中汽协，国金证券研究所

- 在下游客户方面：公司的三大下游客户——上海大众、上海通用和上汽乘用车，从 2009 年以来有多款重量级新车型推出，在未来 1-2 年中仍将推出多款畅销车型，在“车型为王”的国内乘用车市场上，我们对上汽集团旗下企业乘用车需求量仍持相对乐观态度；此外，为新车型配套的新零部件产品往往也能获得较高的价格和盈利水平，来自上汽的需求仍是未来 1-2 年公司业绩增长的主要动力；

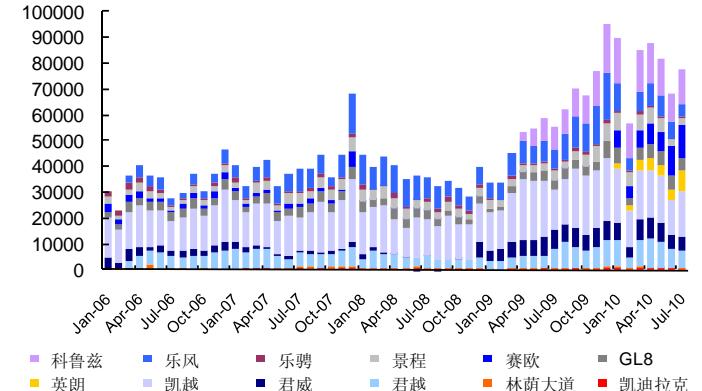
**图表42：上汽集团2009年-2011年新车型投放情况**

车型	上市时间	级别	排量	价格
上海大众	PASSAT新领驭	2009年5月	B级	1.8-2.8L 16.98-30.38万元
	09款明锐	2009年6月	B级	1.6-2.0L 12.49-17.99万元
	POLO	2009年7月	A0级	1.4-1.6L 8.58-11.8万元
	斯柯达昊锐	2009年8月	B级	1.8-2.0L 17.99-25.09万元
	途观	2010年1月	SUV	1.8-2.0L 19.98-30.98万元
	朗逸TSI运动版	2010年3月	A级	1.4L 16.28万元
	新明锐	2010年4月	A级	1.4-2.0L 12.34-18.55万元
	晶锐2011	2010年7月	A0级	1.4-1.6L 7.98-11.39万元
	明锐Greenline	2010年7月	A级	1.4L 14.93万元
	2011款朗逸	2010年8月	A级	1.4-2.0L 11.68-16.28万元
	斯柯达明锐RS	2010年9月	A级	2.0L 22万元
	新POLO	2010年10月	A0级	1.4-1.6L 8.58-11.8万元
	新途安	2010年12月	MPV	1.4-1.8L 16-18万元
	NMS (新领驭)	2011年	B级	
	朗逸2厢	2011年	A级	
	斯柯达Yeti	2011年	SUV	1.2-1.8L
上海通用	09款林荫大道	2009年3月	C级	2.8-3.6L 30.89-46.89万元
	雪佛兰克鲁兹	2009年4月	A级	1.6-1.8L 10.89-14.89万元
	新乐风	2009年5月	A0级	1.2-1.6L 7.39-10.79万元
	新君越	2009年7月	B级	2.4-3.0L 21.99-31.99万元
	2010款景程	2009年9月	B级	1.8L 10.88-16.19万元
	新君威1.6T精英运动版	2009年9月	B级	1.6L 19.99万元
	2010款林荫大道	2009年10月	C级	3.0L 32.99-42.99万元
	新款SLS赛威	2009年11月	C级	3.0-3.6L 44.8-69.8万元
	新赛欧	2010年1月	A0级	1.2-1.4L 5.68-6.68万元
	英朗XT	2010年1月	A级	1.6-1.8L 13.94-18.59万元
	全新君越2.0T	2010年4月	B级	2.0L 25.99-28.79万元
	新赛欧两厢	2010年6月	A0级	1.2L 5.68-6.68万元
	英朗GT	2010年6月	A级	1.6-1.8L 13.77-18.97万元
	科鲁兹SL天地版	2010年8月	A级	1.6L 11.39-12.79万元
	2011款凯越	2010年8月	A级	1.6L 9.99-11.79万元
上汽自主品牌	雪佛兰新SPARK	2010年10月	A0级	
	科鲁兹 1.6T	2010年12月	A级	1.6L
	2011款科鲁兹的	2010年12月	A级	
	科帕奇	2011年	SUV	
	新GL8	2011年	MPV	2.4-3.0L
	上海通用Volt电动车	2011年	A级	
	荣威750 V6优势版	2009年2月	B级	2.5L 21.78万元
	荣威550	2009年2月	A级	1.8L 12.68-18.98万元
	09款荣威750	2009年2月	B级	1.8、2.5L 17.28-25.88万元
	名爵7L	2009年7月	B级	1.8T 21.48-24.88万元
	2010款荣威550	2009年10月	A级	1.8L 12.68-18.98万元
	名爵3SW	2009年10月	A0级	1.4L 10.08万元
	名爵6	2009年12月	A级	1.8L 12.88-19.28万元
	荣威350	2010年4月	A级	1.5L 8.97-12.47万元
	2010款名爵7	2010年7月	B级	1.8-2.5L 15.68-28.88万元
	荣威W5	2011年	SUV	1.8T

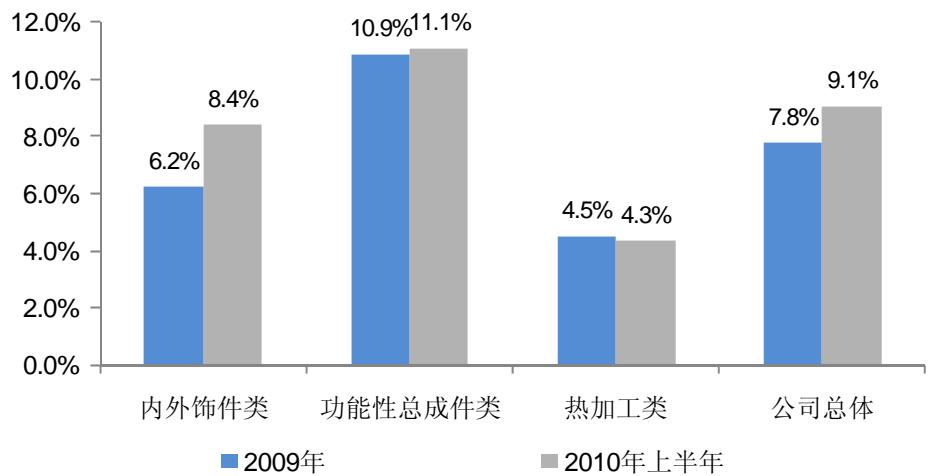
来源：上海汽车公司资料，国金证券研究所

**图表43: 上海大众月度销量车型构成**


来源: 中汽协, 国金证券研究所

**图表44: 上海通用月度销量车型构成**


- 在产能利用率方面: 公司旗下零部件企业(尤其是合资企业)在产能扩张上一贯较为谨慎, 10年上半年公司总体的产能利用率一度超过120%, 而新建产能只有在产能利用率保证在90%以上时才允许投资, 我们认为在可以预见的未来公司产能利用率和盈利能力仍有望保持在较高水平;

**图表45: 09年与10年上半年公司各业务板块销售净利率情况(汇总范围)**


来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 我们上调公司2010-2012年EPS预测至0.950、1.077和1.273元, 上调幅度分别为26%、30%和36%;
- 关键假设因素分析如下:
  - 1、销售收入变化:** 我们从汽车行业整体产销和上海汽车公司产销情况, 对华域汽车公司零部件需求和销售收入的变化做出分析:
    - 根据国内乘用车销量季节变化的规律, 通常年份中下半年乘用车销量为上半年的98%-105%, 考虑到今年下半年乘用车市场消极因素(如宏观经济下滑、2H09-1H10高销量下略有需求透支)和积极因素(如节能车补贴)并存的情况下, 我们认为下半年国内乘用车销量将大致与上半年持平, 或有2%以内的小幅环比下滑;
    - 上海汽车上半年乘用车销量为105万辆, 全年计划为205万辆以上, 以此计算下半年销量为100万辆以上, 为上半年的95.2%以上, 考虑到上汽旗下各车厂较好的车型投放情况和合资品牌中高端轿车相对

“刚性”的需求特点，我们认为这一目前有较大概率实现，预计下半年上汽集团乘用车销量在 102-108 万辆之间；

- 上半年来自上汽旗下各车厂收入占华域汽车汇总销售收入的 63%，我们预计下半年华域汽车汇总收入将与上半年大致持平；
- 我们对 2011 年国内乘用车销量增速的整体判断为 12%-15%（受 2010 年相对高基数影响），我们预计公司收入增速将略高于行业增速，达到 15%以上（1、我们预计上海通用、上汽乘用车新增产能释放后，上汽产销量增速将快于行业整体；2、预计华域公司在上汽集团外部市场开拓方面进一步取得进展，来自上汽集团外部收入提升至 40%左右）；
- **2、盈利水平变化：**我们对公司三大业务板块盈利能力分别做出分析：
  - 内外饰件类：由于该板块业务成本中研发、管理、设备折旧等固定成本占比较大，因而弹性较大，对产能利用率较为敏感：10 年上半年公司整体产能利用率由 09 年上半年的约 80%提高到 10 年上半年的 120%-130%，而内外饰件类业务净利率也由 09 年上半年的 6.2%提高到 10 年上半年的 8.4%；
  - 公司在扩张产能方面较为谨慎，预计 2011 年 2 季度开始释放，我们预计公司 10 下半年至 11 上半年产能利用率仍将维持在 120%左右，11 年下半年产能利用率也将在 95%以上，而 09 年以来投入的较高研发成本在新产品需求放量的情况下也不会产生过高的费用摊销压力，我们预计 10 年下半年内外饰件类业务净利率为 8.4%-8.5%，11 年内外饰件类业务净利率为 7.8%-8.0%；
  - 功能性总成件类和热加工类：该板块业务成本中原材料占比较高（公司没有具体披露，但是参考类似业务的其他 A 股上市公司，直接和间接原材料一般占营业成本 60%以上），考虑到公司向上下游转移成本的能力，我们估算原材料价格每变动 10%，对毛利率的影响将在 1 个百分点左右；
  - 参考以上分析，保守估计，我们预测 10 年下半年华域汽车公司总体净利率将在 9.0-9.2%，11 年净利率约为 8.6%-8.8%（2010 年上半年为 9.1%）；
  - **综合以上分析，保守估计，我们预测 2010 年下半年公司 EPS 约为 0.46-0.48 元，2011 年公司业绩增速约为 13%-14%；**

**图表46：华域汽车收入及盈利预测**

	1H2010	2010E	2011E	2012E	2013E
华域汽车公司汇总范围收入	39,899	79,976	94,939	111,510	130,210
增长率	--	--	18.7%	17.5%	16.8%
其中：来自上汽集团	25,136	50,524	58,103	66,237	76,173
占比	63.0%	63.2%	61.2%	59.4%	58.5%
其中：来自集团外部	14,763	29,451	36,836	45,273	54,037
占比	37.0%	36.8%	38.8%	40.6%	41.5%
华域汽车汇总范围净利润	3,611	7,230	8,260	9,813	11,589
净利率（汇总范围）	9.1%	9.0%	8.7%	8.8%	8.9%
华域汽车归属母公司净利润	1,233	2,455	2,781	3,289	3,840
增长率	112.9%	60.4%	13.3%	18.3%	16.7%
内外饰件板块收入贡献	23,429	47,209	56,651	66,849	77,544
内外饰件板块利润贡献	683	1,367	1,548	1,830	2,139
功能性总成件板块收入贡献	14,329	28,658	34,103	40,242	47,083
功能性总成件板块利润贡献	503	983	1,115	1,320	1,536
热加工类板块收入贡献	2,141	4,108	4,185	4,420	5,583
热加工类板块利润贡献	53	104	118	140	165

来源：公司公告，国金证券研究所估算

图表47：华域汽车 2011 年 EPS 敏感性测试

		2011年国内乘用车总体销量增速						
		0%	5%	10%	13%	15%	20%	25%
2011年 原材料 成本变化	50%	0.751	0.822	0.879	0.912	0.933	0.979	1.029
	30%	0.804	0.880	0.941	0.977	0.999	1.048	1.102
	20%	0.842	0.922	0.985	1.023	1.046	1.097	1.154
	15%	0.868	0.951	1.016	1.055	1.079	1.131	1.190
	12%	0.886	0.971	1.038	1.077	1.102	1.155	1.215
	10%	0.897	0.982	1.050	1.089	1.114	1.168	1.229
	5%	0.911	0.998	1.067	1.107	1.133	1.188	1.249
	0%	0.917	1.004	1.074	1.114	1.140	1.195	1.257
	-5%	0.921	1.009	1.078	1.119	1.145	1.200	1.263

来源：国金证券研究所

## 公司估值与投资建议

- 我们综合考虑公司未来的经营业绩和公司持有金融资产的价值对公司股票进行估值：
  - 我们预测公司 2010 年 EPS 为 0.950 元，考虑到公司良好的竞争力、稳定的成长性、以及在新能源汽车关键零部件领域的发展空间，我们认为给予公司零部件主营业务 15-17 倍的 2010 年动态 PE 并不激进，对应这一部分每股价值为 14.26-16.16 元；
  - 2010 年中报母公司资产负债表上有 2,801 百万元的现金，而母公司目前仍主要是一个控股平台而没有实际的汽车零部件制造业务，因而这 2,801 百万元可以理解为超额现金，对应每股价值为 1.08 元；
  - 公司持有民生银行股票 198 百万股，根据民生银行前一交易日收盘价 5.80 元计算，对应每股价值 0.44 元；
  - 公司持有兴业证券股票 62.4 百万股，根据兴业证券前一交易日收盘价 19.79 元计算，对应每股价值 0.48 元；
- 综合以上 3 部分，我们给出公司未来 6-12 个月的合理价格区间为 16.26-18.16 元；
- 公司目前价格 12.94 元对应 2010-2012 年动态 PE 为 14、12 和 10 倍，显然处于低估状态，我们维持对公司的“买入”评级；我们尤其强调的是：无论从经营业绩还是估值水平的角度，公司向下的风险都处于 A 股零部件上市公司中的较低水平；

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,529</b>	<b>5,425</b>	<b>24,668</b>	<b>41,079</b>	<b>45,981</b>	<b>53,328</b>							
增长率	-1.9%	354.7%	66.5%	11.9%	16.0%		货币资金	625	768	7,058	10,641	13,959	18,124
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,524</b>	<b>-4,859</b>	<b>-20,723</b>	<b>-34,512</b>	<b>-38,628</b>	<b>-44,800</b>	应收账款	282	315	6,191	10,338	11,571	13,420
%销售收入	81.8%	89.6%	84.0%	84.0%	84.0%	84.0%	存货	257	295	2,238	3,404	3,810	4,419
<b>毛利</b>	<b>1,005</b>	<b>567</b>	<b>3,944</b>	<b>6,567</b>	<b>7,353</b>	<b>8,529</b>	其他流动资产	142	148	1,000	828	927	1,075
%销售收入	18.2%	10.4%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	流动资产	1,306	1,526	16,487	25,211	30,268	37,038
<b>营业税金及附加</b>	<b>-170</b>	<b>-161</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	%总资产	12.5%	17.1%	59.9%	67.9%	69.6%	71.8%
%销售收入	3.1%	3.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	长期投资	3,023	1,479	6,288	6,786	7,575	8,426
<b>营业费用</b>	<b>-12</b>	<b>-19</b>	<b>-325</b>	<b>-541</b>	<b>-605</b>	<b>-702</b>	固定资产	5,198	5,047	3,904	4,472	4,973	5,415
%销售收入	0.2%	0.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	49.8%	56.4%	14.2%	12.0%	11.4%	10.5%
<b>管理费用</b>	<b>-612</b>	<b>-660</b>	<b>-1,904</b>	<b>-3,040</b>	<b>-3,386</b>	<b>-3,887</b>	无形资产	852	845	569	380	386	392
%销售收入	11.1%	12.2%	7.7%	7.4%	7.4%	7.3%	非流动资产	9,132	7,422	11,041	11,918	13,214	14,514
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>211</b>	<b>-274</b>	<b>1,689</b>	<b>2,951</b>	<b>3,323</b>	<b>3,894</b>	%总资产	87.5%	82.9%	40.1%	32.1%	30.4%	28.2%
%销售收入	3.8%	n.a	6.8%	7.2%	7.2%	7.3%	<b>资产总计</b>	<b>10,438</b>	<b>8,948</b>	<b>27,528</b>	<b>37,129</b>	<b>43,482</b>	<b>51,552</b>
<b>财务费用</b>	<b>-163</b>	<b>-232</b>	<b>-29</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>93</b>	短期借款	3,435	3,664	956	856	756	656
%销售收入	2.9%	4.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	应付款项	824	1,104	9,067	14,412	16,130	18,706
<b>资产减值损失</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-63</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他流动负债	197	166	1,386	2,147	2,449	2,836
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	4,456	4,934	11,410	17,415	19,335	22,198
<b>投资收益</b>	<b>256</b>	<b>74</b>	<b>1,094</b>	<b>1,540</b>	<b>1,724</b>	<b>1,998</b>	长期贷款	30	0	106	106	106	106
%税前利润	60.1%	-539.7%	40.3%	34.1%	33.8%	33.4%	其他长期负债	772	423	709	335	335	335
<b>营业利润</b>	<b>289</b>	<b>-447</b>	<b>2,690</b>	<b>4,518</b>	<b>5,097</b>	<b>5,985</b>	<b>负债</b>	<b>5,258</b>	<b>5,357</b>	<b>12,226</b>	<b>17,856</b>	<b>19,777</b>	<b>22,639</b>
营业利润率	5.2%	n.a	10.9%	11.0%	11.1%	11.2%	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,193</b>	<b>2,795</b>	<b>12,405</b>	<b>14,602</b>	<b>17,047</b>	<b>19,950</b>
<b>营业外收支</b>	<b>136</b>	<b>433</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	少数股东权益	987	797	2,897	4,671	6,658	8,963
<b>税前利润</b>	<b>425</b>	<b>-14</b>	<b>2,717</b>	<b>4,518</b>	<b>5,097</b>	<b>5,985</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,438</b>	<b>8,948</b>	<b>27,528</b>	<b>37,129</b>	<b>43,482</b>	<b>51,552</b>
利润率	7.7%	n.a	11.0%	11.0%	11.1%	11.2%							
<b>所得税</b>	<b>-88</b>	<b>-50</b>	<b>-172</b>	<b>-289</b>	<b>-329</b>	<b>-391</b>							
所得税率	20.8%	n.a	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%							
<b>净利润</b>	<b>337</b>	<b>-63</b>	<b>2,545</b>	<b>4,229</b>	<b>4,768</b>	<b>5,594</b>							
少数股东损益	83	-27	1,014	1,774	1,987	2,305							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>254</b>	<b>-36</b>	<b>1,531</b>	<b>2,455</b>	<b>2,781</b>	<b>3,289</b>							
净利率	4.6%	n.a	6.2%	6.0%	6.0%	6.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,100</b>	<b>993</b>	<b>3,416</b>	<b>3,619</b>	<b>3,771</b>	<b>4,484</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-1,846	-994	-555	-834	-1,030	-1,030	每股收益	0.207	-0.025	0.593	0.950	1.077	1.273
投资	225	26	726	-498	-788	-851	每股净资产	3.417	1.898	4.802	5.653	6.599	7.723
其他	49	80	903	1,540	1,724	1,998	每股经营现金流	0.896	0.675	1.323	1.401	1.460	1.736
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,573</b>	<b>-888</b>	<b>1,074</b>	<b>207</b>	<b>-94</b>	<b>117</b>	每股股利	0.000	0.000	0.324	0.100	0.130	0.150
股权募资	93	3	10	0	0	0							
债权募资	444	359	-209	-100	-100	-100	<b>回报率</b>						
其他	-13	-324	1,398	-143	-258	-336	净资产收益率	6.06%	-1.29%	12.34%	16.81%	16.31%	16.49%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>523</b>	<b>38</b>	<b>1,198</b>	<b>-243</b>	<b>-358</b>	<b>-436</b>	总资产收益率	2.44%	-0.40%	5.56%	6.61%	6.40%	6.38%
现金净流量	<b>50</b>	<b>143</b>	<b>5,689</b>	<b>3,583</b>	<b>3,318</b>	<b>4,165</b>	投入资本收益率	1.84%	-16.90%	9.45%	13.65%	12.65%	12.27%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	25.87%	-1.88%	354.67%	66.53%	11.93%	15.98%
							EBIT增长率	-5.79%	-229.69%	-716.4%	74.8%	12.59%	17.20%
							净利润增长率	49.46%	N/A	N/A	60.36%	13.29%	18.28%
							总资产增长率	69.05%	-14.27%	207.63%	34.88%	17.11%	18.56%
							<b>资产管理能力</b>						
							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	37.7	37.6	35.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	54.83%	80.64%	-39.18%	-50.22%	-55.25%	-60.05%
							EBIT利息保障倍数	1.3	-1.2	58.4	-108.3	-65.2	-41.8
							资产负债率	50.37%	59.86%	44.41%	48.09%	45.48%	43.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	3	3	11	15	20
买入	0	1	10	11	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.14</b>	<b>1.39</b>	<b>1.41</b>	<b>1.40</b>

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
5 2010-08-27	买入	10.30	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


**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](mailto: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](mailto: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](mailto: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