

机械、汽车

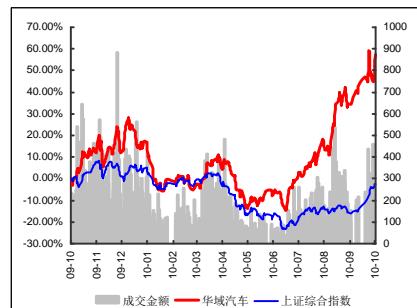
报告原因: 深度研究

2010年10月22日

市场数据: 2010年10月21日

收盘价	14.02
流通市值(百万元)	20733.68
52周内高	25.38
52周内低	2.55
总市值(百万元)	36371.46

一年股价走势



研究员

白宇

执业证书编号: S0760210080006

电话: 010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

联系人

张小玲

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

华域汽车 (600741)

买入

零部件产业升级的先行力量

维持评级

公司研究/深度报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	24668	355%	16%	2545	4114%	0.6	24
2009A	42675	73%	16%	4342	71%	1.0	14
2010E	53344	25%	16%	5401	24%	1.3	11
2011E	61346	15%	16%	6310	17%	1.5	10

投资要点:

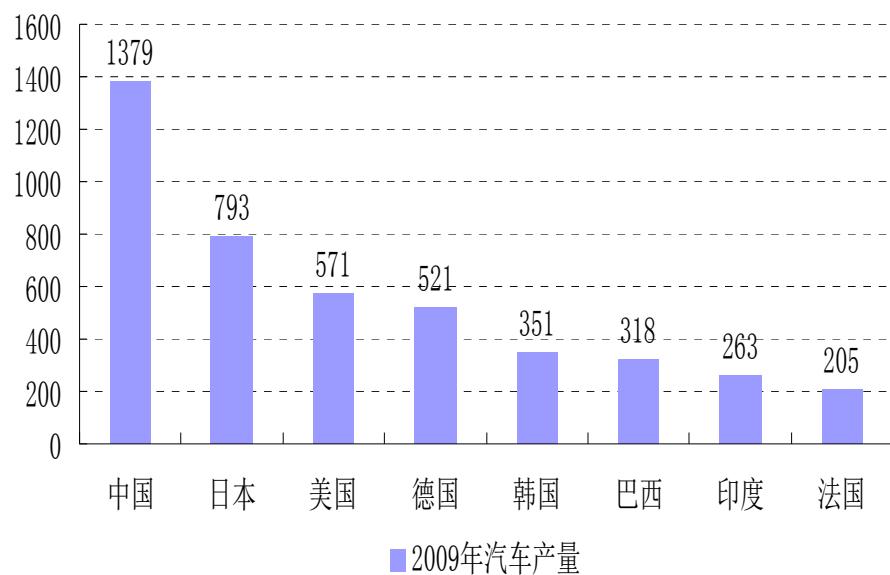
- ◆ 零部件未来发展空间大于整车行业。零部件产业与整车产业发展与国际水平相比差距很大。随着我国经济逐步转型,汽车行业产业升级趋势不可逆转,优秀零部件企业的崛起是产业升级过程当中的必然产物,而零部件行业的发展速度也将快于整车行业。
- ◆ 独立化、规模化、模块化要求零部件企业做大做强。汽车行业作为最典型的制造业,规模效应所带来的的效率提升十分明显。而做大规模的重要途径便是独立化供货,成为众多汽车整厂商的核心供应商。同时整车厂商出于成本、技术等原因,对零部件产品的集成化、模块化提出了更高的要求。而只有营收规模大的企业才能在研发上有更多的投入,来满足这些要求。因此行业趋势促使零部件行业将诞生未来的国际化大企业。
- ◆ 新能源汽车的发展为零部件企业带来更广阔的发展空间。随着十二五经济规划中新兴产业发展方略的推出,新能源汽车产业蓝图的发展逐渐明朗。在整车“三纵”、零部件“三横”的发展蓝图上,动力总成控制、电机驱动控制、电池组管理系统、电动辅助系统等核心零部件将成为汽车零部件企业另一块广阔市场。
- ◆ 公司极有可能成为行业发展大趋势当中最大受益者。公司及旗下子公司拥有目前零部件行业当中最优良的资产,规模优势明显。在产品集成化、模块化方面行业领先。同时公司及旗下公司在产品技术及本土化研究方面也是业内最强的。而新能源汽车零部件方面,公司在电动辅助系统方面的的产品也填补了国内的空白。
- ◆ 盈利预测与投资评级。作为目前 A 股最大的汽车零部件公司,我们长期看好公司的发展,公司将成为中国零部件产业升级的先行力量。我们上调公司盈利预测,预计公司 10 年、11 年营收分别同比增长 73%、30%,EPS 分别为: 1.0, 1.3, 对应动态市盈率: 14、12 倍。维持公司“买入”评级。

行业趋势

零部件未来发展空间大于整车行业

随着我国成为世界最大的汽车消费市场和生产基地，汽车产业已经成为我国的支柱产业之一，极大的拉动着国民经济的增长。但是规模及数量的世界第一并不能让我们的汽车工业成为我国的强势产业，长期以来以市场换技术的发展政策大大提高了我国汽车工业的生产能力，但并没有提升产品研发设计等产业核心竞争力。这一点在我国汽车零部件行业体现的尤为突出，整车行业尚有一些自主品牌整车取得了不俗的发展，但是在高端核心零部件如自动变速箱、柴油排放系统，后处理系统、电子平衡及辅助驾驶系统等方面可谓是一片空白。这造成了我国零部件行业在低端产品方面产能大量过剩，虽在国际市场有价格优势，但却不能为行业贡献大量利润。相反国外零部件企业利用高端技术垄断，大量侵占我国整车行业的利润。

图表1：世界主要工业国家 2009 年汽车产量(单位：万辆)

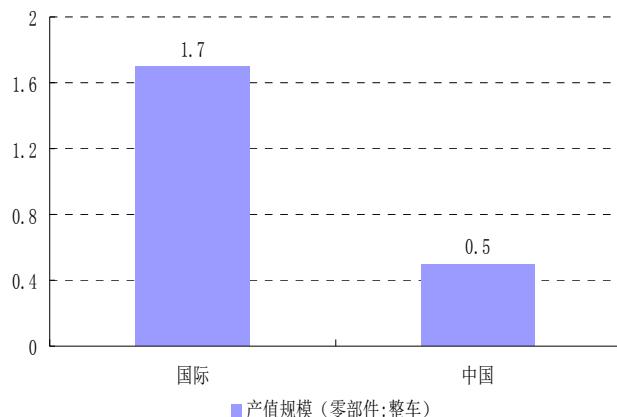


资料来源：汽车工业信息网、山西证券研究所

通过对比我们可以发现，国外汽车行业中的零部件的发展程度与整车不相上下，而我国零部件的发展远远落后于整车行业。在部分汽车产业发达的国家，汽车零部件企业的研发能力已领先于整车企业。国外一辆新开发的整车，70%的知识产权属于汽车零部件企业。从国际平均水平来看：零部件行业产值一般是整车行业产值的 1.7 倍，而我国零部件行业的产值只有整车行业的 0.5 倍左右；零部件行业的投资规模一般是整车行业 2 倍以上，而我国零部件行业的投资规模只有整车的 0.3 倍左右；我国零部件研发投入

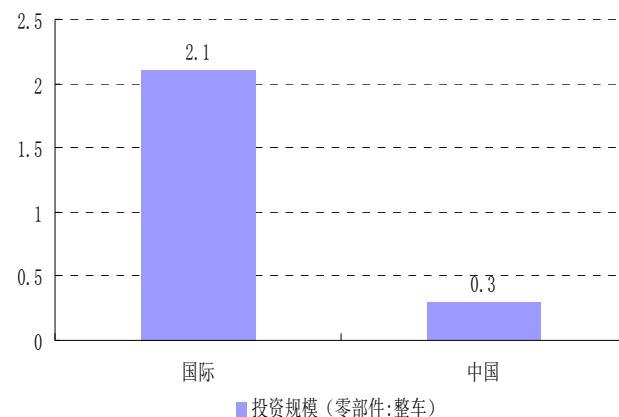
的总收入占比以及研发人员占总职工人员的比重等也远低于国际水平。

图表 2：零部件占整车产值的国际比较



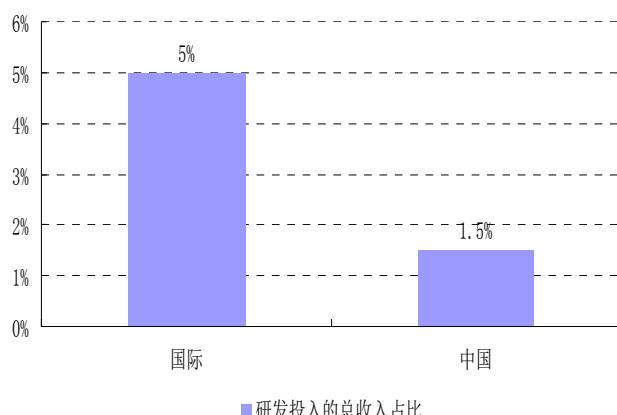
资料来源 山西证券研究所

图表 3：零部件整车投资规模的国际比较



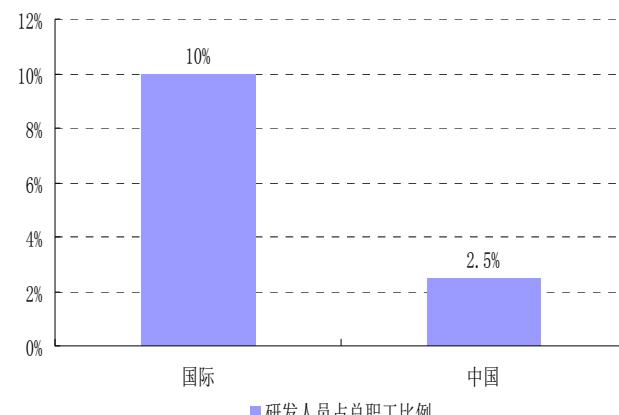
资料来源：山西证券研究所

图表 4：零部件研发投入的国际比较



资料来源：山西证券研究所

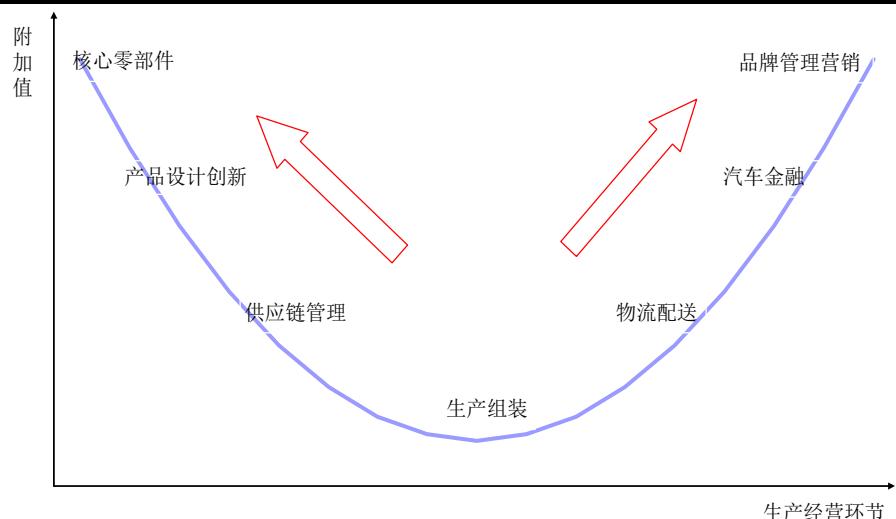
图表 5：零部件研发人员占比的国际比较



资料来源：山西证券研究所

与国外相比，我国汽车零部件与汽车整车行业的发展可以说是本末倒置，零部件行业的发展远远落后于整车行业的发展，同时也极大制约了我国汽车行业整体实力的提升。在已然成为世界第一大汽车生产国之后，我国汽车行业未来的发展必然在于产业的进一步升级，而汽车产业逐步向高附加、高利润的方向发展的过程中，必然要促使汽车零部件行业大力发发展，使其趋向于国外水平。因此我们认为在这一过程当中，汽车零部件行业的发展要快于整车行业的发展。

图表 6：汽车产业微笑曲线



资料来源：山西证券研究所

独立化、规模化、模块化要求零部件企业做大做强

自 90 年代，德尔福、伟世通等零部件公司从通用、福特分离出来后成为世界零部件巨头后，独立零部件公司便开始逐步成为行业的主流，并且这种趋势在不断的加深，就连丰田等传统的纵向一体化程度很深的日本企业也在逐步的放松对上游零部件厂商的控制，从而产生了爱信、电装等大型的独立零部件企业。纵观目前领先的零部件企业，其对单一整车企业的依赖度都十分小。

图表 7：主要零部件企业客户结构的国际比较

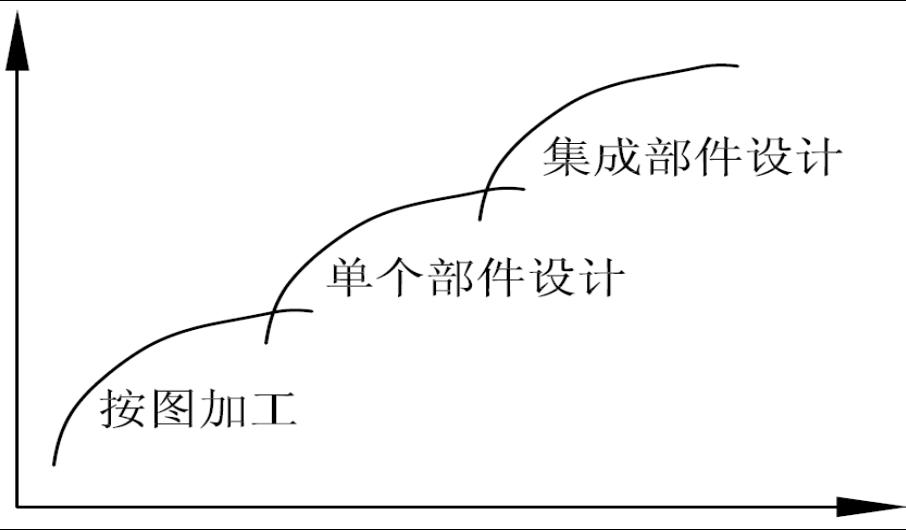
零部件系统	国际	最大客户占比	国内	最大客户占比
转向	天合	<30%	上海 ZF 转向	>40%
ABS	德尔福	<30%	上海制动	>50%
饰件	伟世通	<20%	延峰伟世通	<30%
电子	博世	<20%	联合电子	<40%
传动轴	德尔福	<30%	上海纳铁福	>40%
悬架	天合	<20%	汇众萨克斯	>50%
空调压缩机	电装	<30%	上海三电贝尔	>40%

资料来源：山西证券研究所

汽车行业作为最典型的制造业，规模效应所带来的的效率提升十分明显。以火花塞产品为例，美国的 Autolite 公司通过专业分工追求规模生产，形成了年产 3 亿只产品的能力；日本 NGK 公司通过规模生产，30 年间经营性资本扩大 55 倍，销售收人增加 94 倍，劳动生产率提高 249%，资本产出率增长 70%。规模化效应首先体现在生产能力越大的企业成本可以天然降低，其次体现在较大规模的企业可以投入更多的资源到研发方面从而保持核心竞争力，研发的规模优势对零部件企业的影响将会越来越大。未来

整车汽车行业对零部件的技术要求越来越高，因此技术、研发实力更强的零部件企业将广泛的加入到整车前期设计、研发当中，并且零部件集成化研发的趋势越来越强，这都要求零部件企业的规模化发展。

图表 8：零部件企业发展趋势

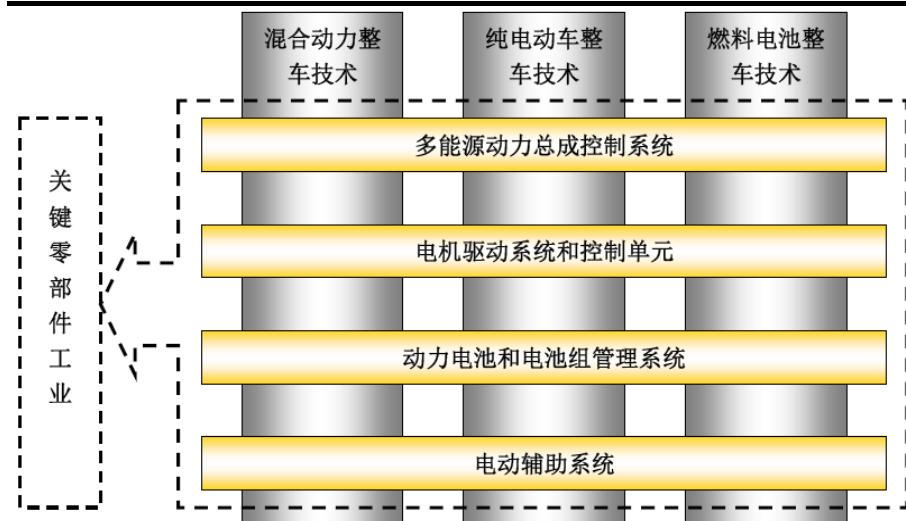


资料来源：山西证券研究所

新能源汽车的发展为零部件企业带来更广阔的发展空间

随着十二五经济规划中新兴产业发展方略的推出，新能源汽车产业蓝图的发展逐渐明朗，按照一些研究机构的规划未来我国新能源汽车产业将围绕“三纵三横”六大技术发展：在新能源整车技术上，混合动力、纯电动、燃料电池将成为主要发展方向；而在新能源零部件上，动力总成控制、电机驱动控制、电池组管理系统、将成为主要发展方向。我们认为在新能源零部件上电动辅助系统也将成为非常重要的一个发展方向，如电动起动机、转向器、空调等。

图表 9：新能源产业技术发展蓝图



资料来源：山西证券研究所

公司看点

目前行业内最具规模优势的企业

目前华域汽车旗下共有 23 家汽车零部件企业，按照生产产品功能分类，目前企业可以分为：内外饰件、功能性总成、热加工三类。公司规划未来主要有六个业务板块：汽车内外饰件、功能件、金属成型与模具、电子电器件、热加工件、新能源零部件。华域汽车旗下的 23 家子公司全部为一、二级零部件供应商，其中以一级供应商为主，特别是延锋伟世通、小糸车灯、纳铁福、制动系统、采埃孚转向机、三电贝洱等均是各自细分市场上占有率最高的企业。可以说华域汽车掌握了目前中国零部件企业中最核心的资产。

图表 10：华域汽车旗下主要零部件企业概览

	公司名称	持股比例	产品	2009 总资产(亿)	2009 销售收入(亿)
内外饰件	延峰伟世通	50%	座椅、内饰、电子、安全	112.2	193.8
	上海托内	100%	车身骨架、金加工	22.9	16.7
	小糸车灯	50%	车灯	21.3	37.2
	赛克里模具	70%	模具、冲压焊接产品	11.7	13.5
	申雅密封	48%	车门、车身等密封件	6.4	7.4
	天合	50%	气囊、安全带	5.9	9
功能性总成	纳铁福	35%	传动轴、万向节	19.6	25.8
	制动系统	50%	制动钳、防抱死系统	18.6	23.1
	上实交通	70%	汽车电器、汽车电子电器、直流电机	9.8	7.9
	采埃孚转向	49%	机械、电子伺服转向机	16.3	23.4
	中国弹簧	100%	车用弹簧零件	10	8.6
	三电贝尔	39%	汽车空调	18.3	28.7
	法奥雷电器	50%	多种车用电器系统	11.4	17.2
	科尔本施密特	50%	车用活塞	3.6	4
	菲特尔莫古瓦轴	40%	汽车、柴油机主轴瓦、连杆瓦、衬套	1.9	1.9
	菲特尔莫古复合材料	40%	车用复合材料	0.9	0.3
热加工	亚普汽车配件	34%	汽车塑料油箱	12.8	16.3
	博泽	40%	汽车车门	5.5	9.8
	恩坦	40%	汽车门锁	3.1	3.1
	汽车锻造	100%	轿车、汽车系列锻件、钢圈、汽车板簧	3.4	0.2
	乾通公司	69%	铝合金压铸件和汽车泵类总成	5.8	6.3
	皮尔博格	50%	有色铸锻件	8.2	11.7
	华东泰克西	25%	轿车、轻型车发动机缸体专业铸造企	7.5	5.7

资料来源：山西证券研究所

华域汽车的规模优势明显，从资产规模、营业收入、净利润等方面来看，华域汽车都是目前上市公司最大的，并且与其他公司的差距很大。考虑到

目前上市的零部件企业均是行业当中最具备规模优势的企业，因此华域汽车的行业地位龙头显著。

图表 11：主要上市汽车零部件公司规模比较

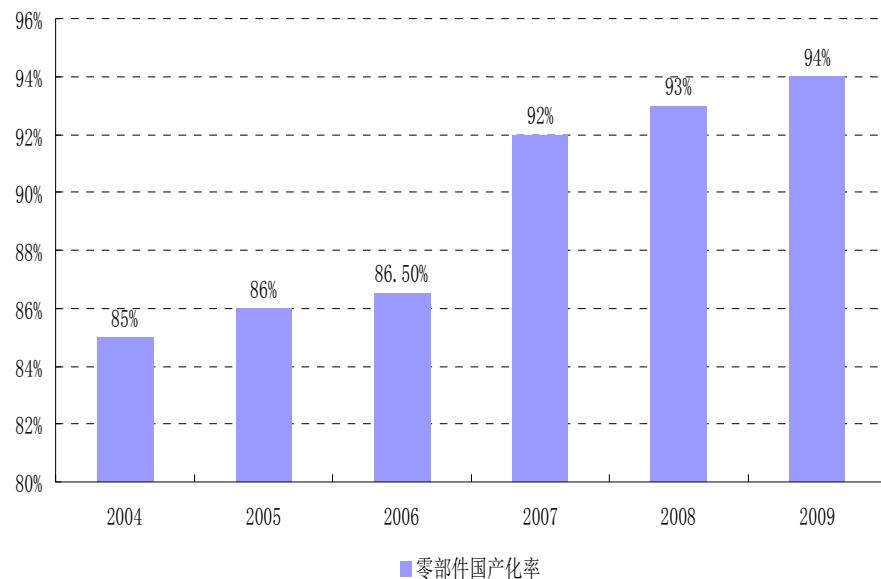
代码	公司名称	总资产（亿）	总收入（亿）	净利润（亿）
600741.SH	华域汽车	275.28	246.68	25.45
600660.SH	福耀玻璃	90.51	60.79	11.18
000559.SZ	万向钱潮	58.09	55.70	3.01
000581.SZ	威孚高科	50.36	30.81	4.64
002048.SZ	宁波华翔	27.81	28.14	4.21
600742.SH	一汽富维	22.83	35.65	3.55
000887.SZ	中鼎股份	17.60	14.74	2.28
002126.SZ	银轮股份	11.60	8.96	0.61

资料来源：山西证券研究所

产品集成化水平远高于行业平均水平

作为脱离于上汽集团的华域汽车，其下众多零部件合资公司均是国际零部件新技术、新产品国产化的先行者。从 90 年代的桑塔纳开始，上汽集团下的整车及零部件企业就开始了领先于国内其他企业的国外技术国产化过程，在这个理念的带动下上汽集团无论是通用品牌还是大众品牌均有较高的国产化率，除去一些关键技术如发动机的缸内直喷、自动变速箱外，其他大部分技术产品均已经被吸收消化。

图表 12：零部件国产化率走势



资料来源：山西证券研究所

由于在单个产品技术水平、产品系列覆盖面上都处于国内领先水平，因此华域的各个子公司在产品集成化方面也处于国内领先水平。内外饰件方

面，延峰伟世通已经通过集成仪表盘、中央通道、桃木饰件等内饰件形成了内饰件总成；传动系统方面，上海纳铁福已经通过集成传动轴、万向节等形成了核心传动系统总成；汽车安全装置方面，上海天合已经通过集成安全带、安全气囊、安全气袋等形成了乘员安全保护系统。集成化产品的推出使得华域各子公司的产品的市场占有份额进一步提升，大大提高了对业内对手的竞争实力。以往其他企业还能在一些非核心配件上占有一定份额，但集成化的产品使其逐步失去了这样的机会。

图表 13：华域汽车旗下主要零部件企业集成化供货发展

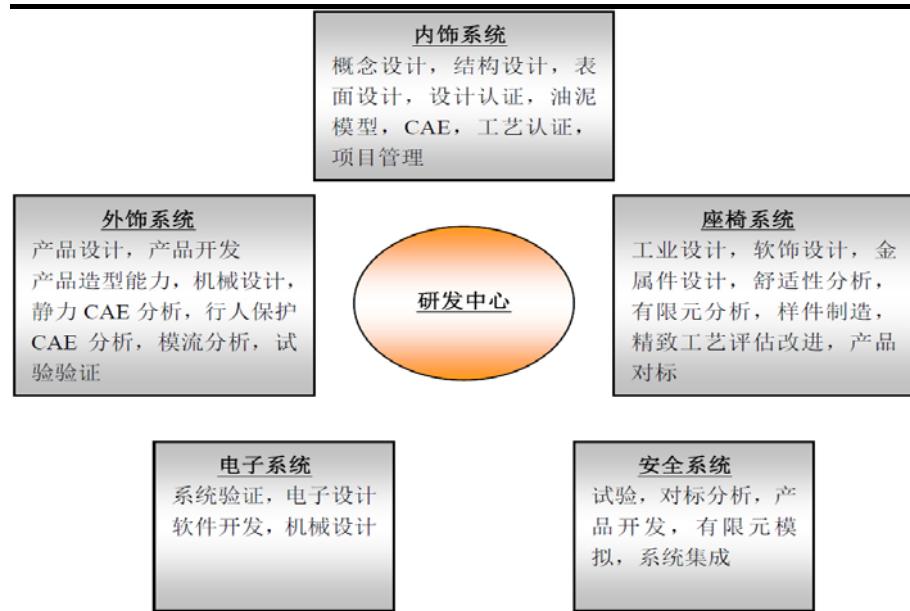
公司	单体产品	集成产品	公司	单体产品	集成产品
延峰伟世通	仪表板	内饰件总成	上实交通电器	电动玻璃升降器	
	组合仪表			刮水器	
	汽车单表			点火线圈	
	车门内护板			蜂鸣报警器	电器系统总成
	顶棚件			开关	
上海天合	成型地毯	乘员安全总成	三电贝尔	汽车喇叭	
	安全带			继电器	
	安全气囊			汽车微电机	
上海制动系统	安全气袋	电控制动总成	三电贝尔	空调压缩机	
	ABS 系统			汽车空调	
	制动钳			空调蒸发器	空调系统总成
	真空加力管			空调冷凝器	
	制动软管			暖风机	
	液压制动总泵			散热器	

资料来源：山西证券研究所

研发水平领先行业

在新产品研发方面，华域汽车的各个子公司纷纷建立了先进的研发中心，在积极吸收消化外方合资伙伴技术的同时，不断的加强自身研发能力的提升，并且在部分产品研发上走在了国际先例，这是汽车行业不多见的。以华域最大的子公司延峰伟世通为例，目前已拥有汽车饰件、座椅、电子和安全四个专业技术中心，包括设计造型室、座椅检测实验室、安全系统检测实验室和经过国家 CNAS 及美国 A2LA 认证、拥有全套机械与电子测试设施的汽车饰件和电子检测实验室，这些研发力量在国际上亦属于先进水平。

图表 14：延安峰伟世通研发中心功能概览



资料来源：公司网站、山西证券研究所

部分新能源零部件产品领先行业

在新能源汽车零部件方面，华域汽车旗下部分子公司也已经走在了行业前列。虽然从目前新能源汽车零部件行业整体的情况来看，大多数产品仍然处在实验室阶段，但是依靠合资公司的技术储备，华域汽车旗下部分子公司如上海 ZF、上海 valeo 等在电动辅助系统方面已经有产品推出。同时，华域汽车在手现金充裕，这使其未来再新能源产品研发方面有着巨大的潜力。

图表 15：上海 ZF 的电动转向机产品



资料来源：公司网站 山西证券研究

图表 16：上海 valeo 的电动空调产品



资料来源：公司网站 山西证券研究

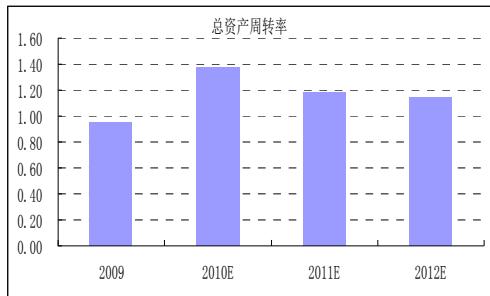
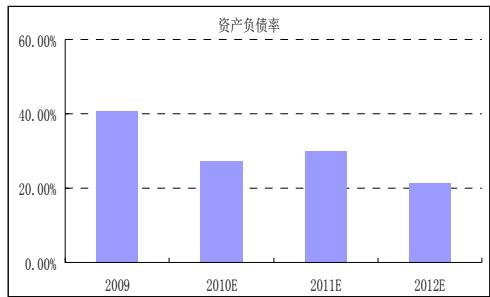
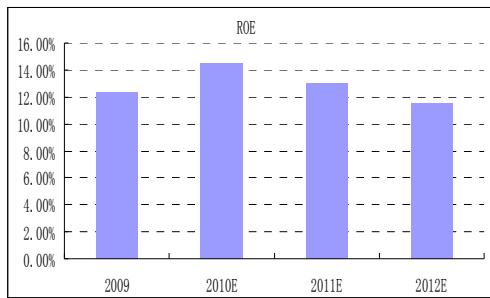
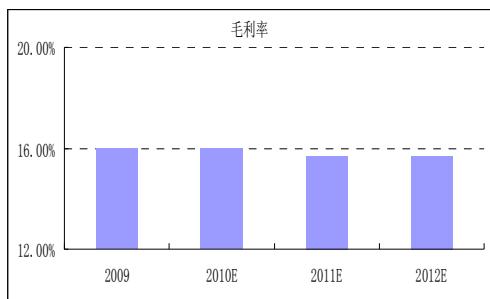
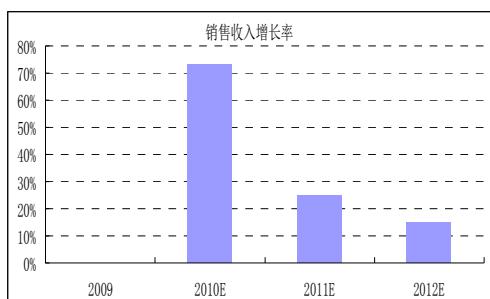
盈利预测及投资评级

作为目前 A 股最大的汽车零部件公司，我们长期看好公司的发展，公司将成为中国零部件产业升级的先行力量。我们认为未来汽车零部件行业在规模化、集成化、独立化、国际化等趋势的带动下，增长速度有望超过整车行业。而公司目前的资产分布和发展策略正好与行业发展趋势切合。我们上调公司盈利预测，预计公司 10 年、11 年营收分别同比增长 73%、30%，EPS 分别为：1.0，1.3，对应动态市盈率：14、12 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示

宏观政策继续紧缩、经济增长超预期下滑导致汽车消费下滑严重。

报表预测：



利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24667.86	42675.41	53344.26	61345.90
减：营业成本	20723.49	35847.34	44969.21	51714.59
营业税金及附加	26.56	45.96	57.44	66.06
营业费用	324.78	533.44	666.80	766.82
管理费用	1904.38	2773.90	3467.38	3987.48
财务费用	28.94	-150.44	-313.49	-491.62
加：投资收益	1093.65	1623.00	2028.75	2333.06
营业利润	2690.46	5248.21	6525.66	7635.62
利润总额	2716.73	5248.21	6525.66	7635.62
减：所得税	172.11	906.30	1124.23	1325.64
净利润	2544.62	4341.91	5401.43	6309.98
减：少数股东损益	1013.76	1729.80	2151.91	2513.87
归属母公司股东净利润	1530.85	2612.11	3249.53	3796.11
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	5522.95	10588.60	17819.67	26422.92
应收和预付款项	6693.04	5682.18	9791.84	8003.28
存货	2237.63	2143.38	3352.45	2967.75
其他流动资产	485.89	485.89	485.89	485.89
长期股权投资	4495.43	6318.43	8547.18	11080.24
投资性房地产	58.74	44.51	30.29	16.07
固定资产和在建工程	3903.58	3484.83	3036.07	2557.31
无形资产和开发支出	376.21	328.40	280.59	232.77
其他非流动资产	2047.50	1951.03	1854.57	1854.57
资产总计	25820.96	31027.25	45198.54	53620.81
短期借款	930.62	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	9067.50	7908.36	13003.18	10822.29
长期借款	106.00	106.00	106.00	106.00
其他负债	414.72	414.72	414.72	414.72
负债合计	10518.84	8429.08	13523.90	11343.01
股本	2583.20	2583.20	2583.20	2583.20
资本公积	8562.08	8562.08	8562.08	8562.08
留存收益	1259.96	6826.21	13750.77	21840.07
归属母公司股东权益	12405.24	17971.49	24896.04	32985.34
少数股东权益	2896.88	4626.68	6778.59	9292.46
股东权益合计	15302.12	22598.17	31674.63	42277.80
负债和股东权益合计	25820.96	31027.25	45198.54	53620.81
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	3422.44	3391.69	3742.55	4318.45
投资性现金净流量	1074.48	-500.00	-500.00	-500.00
筹资性现金净流量	1198.28	2173.96	3988.51	4784.81
现金流量净额	5695.21	5065.66	7231.06	8603.25

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。