

华域汽车 (600741)

增持 (维持)

海外业务整合顺利, 估值存在提升空间

2017年02月14日

相关报告

《华域汽车: 整合顺利推进 收入稳步增长》2016-03-28

《华域汽车(600741)中报点评: 战略正确, 笃定前行》2015-08-27

《华域汽车(60741): 中性化战略稳步推进》2011-08-25

分析师:

王冠桥

wangguanjiao@xyzq.com.cn

S0190515050004

研究助理:

翟伟

戴畅

投资要点

- **国内业务与行业持平, 海外订单加速增长。**不考虑汇众合并的影响, 公司2016年前三季度收入93亿, 同比增长29%, 扣非后净利润41.4亿, 同比增长21%, 增长主要来自延锋江森的并表和规模效应的提升。公司国内客户包括上汽系(上汽大众、上汽通用、五菱、上汽自主)、一汽大众、长安福特等, 受益于购置税政策的促进, 公司2016年下半年加速增长, 预计剔除并购影响的内生增速与行业产量持平。海外业务方面, 公司与江森内饰的整合顺利推进, 2016H内饰业务毛利率环比提升1.5个百分点, 受益于北美车市复苏以及宝马、奔驰等新客户的开拓, 海外业务的增速和盈利能力处于上升通道。
- **24GHz 雷达今年下半年量产, 多个 ADAS 项目同步推进。**新业务方面, 公司非常重视自动驾驶的开发, 年投入研发成本接近2亿。多个ADAS项目也在并行推进中, 24GHz毫米波雷达的盲区报警, 配套上汽大通的有望于下半年量产, 配套上汽乘用车E50有望于2018年量产。此外, 公司还在推进77GHz毫米波雷达、基于摄像头的adas(与韩国cammsys合作)、红外技术等的项目的开发。
- **原材料上涨影响有限, 公司有能力强保持盈利稳定。**虽然去年以来原油价格涨幅较多, 但公司作为一级供应商, 具备成本转嫁能力。并且对部分原料占成本比重较高的产品, 公司和整车厂签订了动态价格调整协议。从历史数据来看, 2014年6月-2015年6月, 国际油价从100美元跌到40元, 公司14H、14A、15H内饰业务综合毛利率分别为13.93%、14.15%、14.37%。假设其他变量对毛利率影响稳定, 则原油降价60%约提升毛利率0.44个百分点。如果考虑产能利用率提升对毛利率的拉动, 预计本轮原料涨价对毛利率的冲击较为有限。



报告正文

- **国内业务与行业持平，海外订单加速增长。**不考虑汇众合并的影响，公司 2016 年前三季度收入 93 亿，同比增长 29%，扣非后净利润 41.4 亿，同比增长 21%，增长主要来自延锋江森的并表和规模效应的提升。公司国内客户包括上汽系（上汽大众、上汽通用、五菱、上汽自主）、一汽大众、长安福特等，受益于购置税政策的促进，公司 2016 下半年加速增长，预计剔除并购影响的内生增速与行业产量持平。海外业务方面，公司与江森内饰的整合顺利推进，2016H 内饰业务毛利率环比提升 1.5 个百分点，受益于北美车市复苏以及宝马、奔驰等新客户的开拓，海外业务的增速和盈利能力处于上升通道。
- **24GHz 雷达今年下半年量产，多个 ADAS 项目同步推进。**新业务方面，公司非常重视自动驾驶的开发，年投入研发成本接近 2 亿。多个 ADAS 项目也在并行推进中，24GHz 毫米波雷达的盲区报警，配套上汽大通的有望于下半年量产，配套上汽乘用车 E50 有望于 2018 年量产。此外，公司还在推进 77GHz 毫米波雷达、基于摄像头的 adas（与韩国 cammsys 合作）、红外技术等项目的开发。
- **原材料上涨影响有限，公司有能力和保持盈利稳定。**虽然去年以来原油价格涨幅较多，但公司作为一级供应商，具备成本转嫁能力。并且对部分原料占成本比重较高的产品，公司和整车厂签订了动态价格调整协议。从历史数据来看，2014 年 6 月-2015 年 6 月，国际油价从 100 美元跌到 40 元，公司 14H、14A、15H 内饰业务综合毛利率分别为 13.93%、14.15%、14.37%，假设其他变量对毛利率影响稳定，则原油降价 60% 约提升毛利率 0.44 个百分点。如果考虑产能利用率提升对毛利率的拉动，预计本轮原料涨价对毛利率的冲击较为有限。
- **海外业务整合顺利，估值存在提升空间，维持“增持”评级。**公司目前股价对应 2017 年预期盈利的 8 倍，是国内估值最低的零部件股票，1.44 倍的 PB 也处在历史底部区间。考虑到公司海外业务的拓展和竞争力的增强，估值存在提升空间。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.88/2.04/2.21 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**车市销量大幅下滑，产品大范围质量事故

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjq@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。