

600741.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.10

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.9)	12.0	22.5	1.9
相对上证指数	(16.8)	7.9	5.5	(14.4)

发行股数(百万)	3,153
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	72,828
3个月日均交易额(人民币 百万)	517
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车集团股份有限公司	58

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2020年8月26日收市价为标准

相关研究报告

《华域汽车—业绩基本符合预期, 智能电动产业化持续推进》20200413

《华域汽车—业绩表现稳健, 智能电动空间广阔》20191030

《华域汽车—业绩符合预期, 智能电动持续推进》20190823

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

证券分析师: 朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

华域汽车

Q2 业绩环比大幅改善, 业务结构持续优化

公司发布2020年中报, 上半年共实现营业收入536.2亿元(-24.0%), 归属于上市公司股东的净利润13.1亿元(-61.2%), 每股收益0.41元。受新冠疫情影响国内外汽车销量下滑, 短期业绩承压。随着疫情影响逐步降低, 公司国内外业务有望逐步改善, 推动业绩回暖。公司通过收购、出售等措施持续优化业务结构, 有望提升效率并改善业绩。此外电动化、智能化进展顺利, 未来前景可期。我们预计公司2020-2022年每股收益分别为1.43元、1.94元和2.37元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **受新冠疫情影响短期业绩承压, Q2 业绩环比大幅改善。**受新冠疫情影响, 2020上半年国内外汽车销量大幅下滑, 公司主要客户上汽集团销量下降30.2%, 因此公司收入下降24.0%。分产品来看, 内外饰件、金属件、功能件、电子电气件及热加工件分别下降21.5%、26.1%、30.2%、15.9%、39.1%; 分地区来看, 国内和国外分别下降22.0%、29.0%。费用方面, 销售费用下降34.2%, 主要是业务减少导致物流费及售后服务等费用减少; 管理费用减少13.9%, 主要是工资福利及办公运营等费用下降; 研发费用减少13.0%, 主要是技术开发费及工资福利费降低; 财务费用增加267.1%, 主要源于利息支出及收入下降、汇兑损失增加1.4亿; 四项费用率11.7% (+1.2pct)。上半年毛利率下降1.4pct, 预计主要源于收入规模下滑。收入及毛利率下降、费用率上升, 上半年扣非归母净利润下降68.2%。2020Q2公司收入下降15.3%, 预计主要受海外业务影响; 四项费用率增加0.2pct, 毛利率下降1.7pct, 扣非归母净利润同比下降39.1%, 环比大幅改善。随着后续疫情影响逐步降低, 公司国内外业务有望逐步改善。上汽集团6月起销量增速转正, 有望推动公司业绩回暖。

■ **持续优化业务结构, 有望提升效率并改善业绩。**公司日前公告, 全资子公司延锋汽车饰件有限公司基本完成收购美国 ADIENT 公司持有的延锋汽车内饰系统有限公司30%的股权, 并将持有其100%股权。延锋汽车内饰是全球最大的内饰供应商, 本次收购有助于公司独立发展全球内饰业务, 提升海外运营效率。此外公司进一步优化业务组合, 拟出售持有的上海李尔实业交通汽车零部件有限公司45%股权等。公司通过收购、出售等措施持续优化业务结构, 有望提升运营效率并逐步改善业绩。

■ **智能化及电动化持续推进, 未来前景可期。**电动化方面, 华域电动完成扁线电机产线建设, 实现对上汽乘用车、上汽通用稳定供货, 并获得通用安全全球电动汽车平台辅助电机定点; 华域麦格纳获得通用汽车全球电动汽车平台电驱动项目定点, 预计将于2020年第四季度实现对大众MEB平台车型批量供货。智能化方面, 毫米波雷达实现对上汽乘用车、上汽大通、上汽通用五菱、金龙客车等客户批量供货, 前向毫米波雷达和摄像头融合的1R1V技术方案加速推动产业化落地, 并与大众、奥迪、宝马、上汽乘用车等整车客户合作开发下一代智能座舱系统。

估值

■ 受新冠疫情影响, 我们调整了业绩预测, 预计公司2020-2022年每股收益分别为1.43元、1.94元和2.37元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 汽车销量不及预期; 2) 产品大幅降价; 3) 原材料等成本上涨。

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	157,170	144,024	129,621	138,695	145,629
变动(%)	12	(8)	(10)	7	5
净利润(人民币 百万)	8,027	6,463	4,498	6,109	7,467
全面摊薄每股收益(人民币)	2.546	2.050	1.427	1.938	2.368
变动(%)	22.5	(19.5)	(30.4)	35.8	22.2
先前预测每股收益(人民币)			1.944	2.110	2.249
调整幅度(%)			(27)	(8)	5
全面摊薄市盈率(倍)	9.1	11.3	16.2	11.9	9.8
价格/每股现金流量(倍)	7.8	7.5	8.9	9.5	6.1
每股现金流量(人民币)	2.97	3.06	2.58	2.44	3.80
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.7	5.6	6.5	4.3	2.7
每股股息(人民币)	1.050	0.850	0.592	0.804	0.983
股息率(%)	4.5	3.7	2.6	3.5	4.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 上半年业绩摘要

(人民币, 亿)	2020H1	2019H1	同比变动(%)
营业收入	536.2	705.6	(24.0)
营业利润	17.9	47.0	(62.0)
净利润	16.5	43.8	(62.3)
归属于上市公司股东的净利润	13.1	33.6	(61.2)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	8.9	28.1	(68.2)
营业成本	465.0	602.0	(22.8)
毛利润	71.2	103.6	(31.3)
销售费用	6.5	9.8	(34.2)
管理费用	33.7	39.2	(13.9)
研发费用	22.0	25.3	(13.0)
财务费用	0.7	(0.4)	267.1
资产及信用减值损失	0.9	(0.5)	291.7
销售费用率(%)	1.2	1.4	
管理费用率(%)	6.3	5.6	
研发费用率(%)	4.1	3.6	
财务费用率(%)	0.1	(0.1)	
毛利率(%)	13.3	14.7	
净利率(%)	3.1	6.2	

资料来源: 公司公告、中银证券

图表 2. 2020Q2 业绩摘要

(人民币, 亿)	2020Q2	2019Q2	同比变动(%)
营业收入	296.5	349.9	(15.3)
营业利润	16.0	23.1	(30.9)
净利润	15.2	20.5	(25.5)
归属于上市公司股东的净利润	11.7	15.2	(22.8)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	8.8	14.5	(39.1)
营业成本	256.8	297.1	(13.6)
毛利润	39.7	52.8	(24.9)
销售费用	3.1	4.9	(36.2)
管理费用	17.4	19.9	(12.5)
研发费用	11.7	12.4	(6.3)
财务费用	(0.3)	(0.4)	17.4
资产及信用减值损失	0.7	(0.4)	284.2
销售费用率(%)	1.0	1.4	
管理费用率(%)	5.9	5.7	
研发费用率(%)	3.9	3.6	
财务费用率(%)	(0.1)	(0.1)	
毛利率(%)	13.4	15.1	
净利率(%)	5.1	5.8	

资料来源: 公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	157,170	144,024	129,621	138,695	145,629
销售成本	(136,050)	(123,688)	(112,18)	(119,069)	(124,29)
经营费用	(6,925)	(11,307)	(10,175)	(10,268)	(10,038)
息税折旧前利润	14,195	9,028	7,259	9,357	11,297
折旧及摊销	(3,732)	(4,356)	(4,672)	(5,011)	(5,362)
经营利润(息税前利润)	10,463	4,673	2,587	4,346	5,935
净利息收入/(费用)	115	57	70	75	80
其他收益/(损失)	6,077	4,705	3,984	4,598	5,010
税前利润	11,522	9,435	6,641	9,020	11,025
所得税	(1,077)	(919)	(644)	(875)	(1,069)
少数股东权益	(2,418)	(2,053)	(1,499)	(2,036)	(2,489)
净利润	8,027	6,463	4,498	6,109	7,467
核心净利润	8,027	6,490	4,523	6,135	7,494
每股收益(人民币)	2.546	2.050	1.427	1.938	2.368
核心每股收益(人民币)	4.186	2.059	1.435	1.946	2.377
每股股息(人民币)	1.050	0.850	0.592	0.804	0.983
收入增长(%)	12	(8)	(10)	7	5
息税前利润增长(%)	76	(55)	(45)	68	37
息税折旧前利润增长(%)	59	(36)	(20)	29	21
每股收益增长(%)	22	(19)	(30)	36	22
核心每股收益增长(%)	22	(19)	(30)	36	22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	30,431	32,839	35,596	42,125	52,059
应收帐款	35,494	30,023	23,986	36,554	26,944
库存	11,412	11,116	2,229	15,951	2,849
其他流动资产	3,564	9,538	8,882	9,440	9,468
流动资产总计	80,901	83,517	70,693	104,070	91,319
固定资产	25,129	25,819	24,486	21,823	19,388
无形资产	3,651	3,861	3,821	3,573	3,346
其他长期资产	19,333	23,972	24,209	24,981	25,804
长期资产总计	48,113	53,653	52,517	50,377	48,537
总资产	133,687	139,127	125,120	156,259	141,473
应付帐款	47,354	48,339	37,621	56,884	39,775
短期债务	5,251	6,580	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	15,473	14,950	10,544	16,586	11,886
流动负债总计	68,078	69,869	53,165	78,470	56,661
长期借款	4,315	3,816	5,000	5,000	5,000
其他长期负债	6,666	6,742	6,405	6,629	6,794
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
储备	40,979	43,989	46,620	50,193	54,561
股东权益	44,131	47,141	49,773	53,346	57,714
少数股东权益	9,263	9,279	10,778	12,814	15,303
总负债及权益	133,687	139,127	125,120	156,259	141,473
每股帐面价值(人民币)	14.00	14.95	15.79	16.92	18.31
每股有形资产(人民币)	12.84	13.73	14.58	15.79	17.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.62)	(7.12)	(8.12)	(10.19)	(13.34)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	11,522	9,435	6,641	9,020	11,025
折旧与摊销	3,732	4,356	4,672	5,011	5,362
净利息费用	(115)	(57)	(70)	(75)	(80)
运营资本变动	693	(1,108)	(8,551)	12,258	(12,167)
税金	(3,792)	1,135	(644)	(875)	(1,069)
其他经营现金流	(7,798)	(4,104)	6,091	(17,660)	8,923
经营活动产生的现金流	9,376	9,656	8,139	7,679	11,994
购买固定资产净值	851	211	3,299	2,100	2,699
投资减少/增加	2,984	3,594	2,443	3,314	3,578
其他投资现金流	(10,654)	(5,443)	(6,561)	(4,163)	(5,362)
投资活动产生的现金流	(6,819)	(1,638)	(820)	1,251	916
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,031	582	(446)	33	25
支付股息	(3,310)	(2,680)	(1,867)	(2,535)	(3,099)
其他融资现金流	(3,740)	(3,538)	(2,251)	101	99
融资活动产生的现金流	(5,019)	(5,636)	(4,563)	(2,401)	(2,975)
现金变动	(2,462)	2,383	2,757	6,529	9,934
期初现金	32,588	30,431	32,839	35,596	42,125
公司自由现金流	2,558	8,018	7,320	8,930	12,909
权益自由现金流	4,474	8,543	6,804	8,888	12,854

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.0	6.3	5.6	6.7	7.8
息税前利润率(%)	6.7	3.2	2.0	3.1	4.1
税前利润率(%)	10.6	6.6	5.1	6.5	7.6
净利率(%)	8.4	4.5	3.5	4.4	5.1
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.3	1.1	1.6
估值					
市盈率(倍)	9.1	11.3	16.2	11.9	9.8
核心业务市盈率(倍)	9.1	11.2	16.1	11.9	9.7
市净率(倍)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	7.8	7.5	8.9	9.5	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.7	5.6	6.5	4.3	2.7
周转率					
存货周转天数	28.6	33.2	21.7	27.9	27.6
应收帐款周转天数	79.9	83.0	76.0	79.7	79.6
应付帐款周转天数	107.9	121.3	121.0	124.4	121.1
回报率					
股息支付率(%)	25.2	41.5	41.5	41.5	41.5
净资产收益率(%)	31.5	14.2	9.3	11.8	13.4
资产收益率(%)	7.6	3.1	1.8	2.8	3.6
已运用资本收益率(%)	3.5	2.5	1.6	2.1	2.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371