

华域汽车 (600741): 借力特斯拉, 拥抱新能源

——华域汽车系列报告之(一)

2020年02月24日

推荐/首次

华域汽车

公司报告

华域汽车是中国汽车零部件龙头。公司 2018 年营收 1,572 亿元, 按并表口径远大于国内其他零部件企业。公司业务范围涵盖了车灯、内饰、底盘、车身及覆盖件、动力电池壳体、汽车电子等诸多领域。公司业务源于上汽, 但远不止于上汽, 在国内除日系外的几乎所有主机厂均有较广的配套。

连获特斯拉国产车型订单, 单车配套价值国内领先。公司旗下的上海赛科利公司获得特斯拉的热成型钢车身部件, 以及部分冲压模具业务; 延锋安道拓公司获得了特斯拉的座椅业务, 延锋彼欧公司则获得了保险杠等外饰业务。

特斯拉的热成型钢零部件, 对新能源车的安全来说至关重要, 且门槛很高。Model 3 未用类似 Model S 的全铝车身, 而是采用了钢铝混合车身, 在美国 IIHS 的碰撞试验中取得了良好的成绩。新能源车近年的电池安全是市场关注的重点, 相关零部件的附加值高。热成型钢的工艺、设备门槛都很高, 过去被少数外资所把持, 目前也仅有宝钢、华域、凌云股份和宁波华翔等少数国内企业能掌握。我们认为热成型钢是一种成本适中的轻量化手段, 未来渗透率有提升空间。华域汽车借特斯拉机遇, 有望推广热成型钢零部件的应用。

国产特斯拉电池壳体业务将明显增厚公司新能源配套板块。目前电池壳体的入局者较多, 但华域携股东的整车平台优势及旗下各公司的技术路线业务多元化优势, 有望在该领域取得长远发展。

盈利预测与评级: 我们预计公司 2019-2021 年的营业总收入分别为 1,376、1,373 和 1,488 亿元, 归母净利润分别为 67.7、65.9 和 79.4 亿元, 对应 EPS 分别为 2.15、2.09 和 2.52 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 13.7、14.1、11.7 倍。我们看好公司新能源车业务带来的成长, 推测未来 3 年归母净利润复合增长率为 17.1%。给予公司 2020 年 17.1x PE, 目标价 35.64 元, 相比目前估计有 21% 空间。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示:

乘用车需求不及预期; 新能源车政策不及预期; 原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	140,487	157,170	137,601	137,349	148,810
增长率(%)	13.0%	11.9%	-12.5%	-0.2%	8.3%
归母净利润(百万元)	6,554	8,027	6,773	6,589	7,954
增长率(%)	7.9%	22.5%	-15.6%	-2.7%	20.7%
净资产收益率(%)	15.9%	17.7%	14.7%	13.7%	15.8%
每股收益(元)	2.08	2.55	2.15	2.09	2.52
PE	14.2	11.6	13.7	14.1	11.7
PB	2.25	2.05	2.02	1.94	1.85

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司业务为独立汽车零部件研发、生产及销售。主要包括“金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源”六个业务板块。主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等, 是目前国内业务规模最大、产品品种最多、客户覆盖最广、应用开发能力最强的综合性汽车零部件上市公司, 各类主要产品均具有较高国内市场占有率。

未来 3-6 个月重大事项提示:

2020-03-26 预计披露 2019 年年报

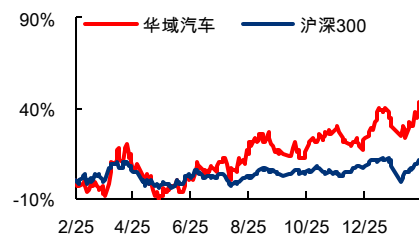
发债及交叉持股介绍:

上汽集团 (600104.SH) 持有本公司 58.3% 流通股

交易数据

52 周股价区间 (元)	29.45-18.34
总市值 (亿元)	928.48
流通市值 (亿元)	928.48
总股本/流通 A 股 (万股)	315,272/315,272
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.47

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

研究助理: 刘一鸣

021-25102862

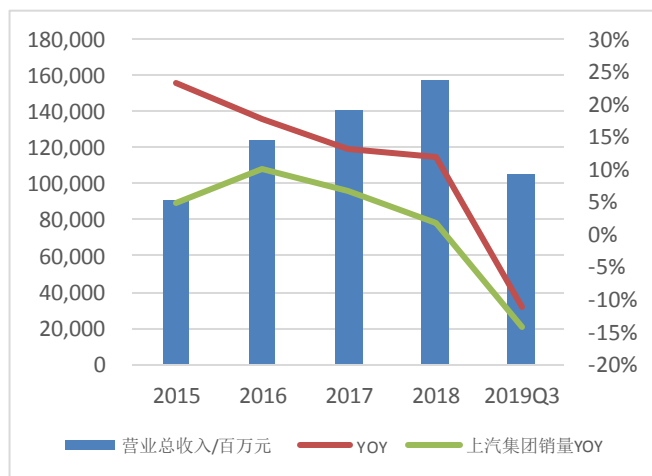
liu_y_m@dxzq.net.cn

1. 中国汽车零部件龙头，全面布局新能源

华域汽车是中国汽车零部件龙头。公司 2018 年营收 1,572 亿元，按并表口径远大于国内其他零部件企业。华域汽车整合上汽集团的全资和合资零部件业务，逐渐实现了对汽车大多数子系统领域的覆盖。业务范围涵盖了车灯、内饰、底盘、车身及覆盖件、动力电池壳体、汽车电子等诸多领域。

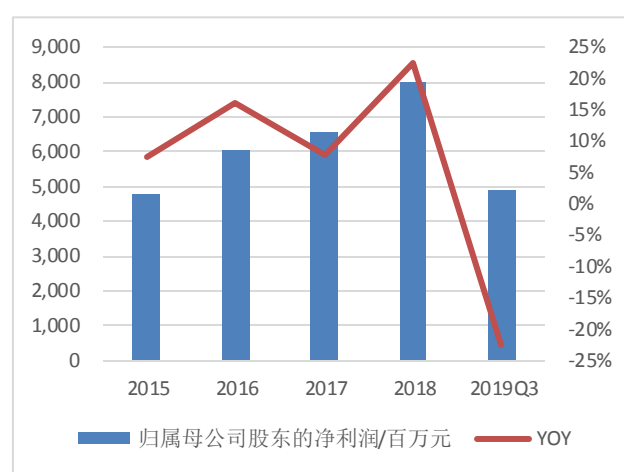
华域汽车源于上汽，但业务不止于上汽。公司早期依托上汽系的上汽通用、上汽大众和自主乘用车业务起家，积极通过市场化的模式扩张，目前主要业务遍布全国除日系外的大部分主力整车厂。近年公司的营收增速始终高于上汽集团汽车销量的增速，一方面是得益于公司对上汽体系外客户的积极开发，一方面是得益于产品的不断横向一体化。良好的客户结构和丰富的产品线布局给予了公司非常强的抗风险能力。

图 1：华域汽车营收，增速及与上汽集团对比



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图 2：华域汽车归母净利润及同比增速



资料来源：WIND；东兴证券研究所

华域汽车在新能源领域布局广泛，其中：

电机电控：公司与全球汽车底盘巨头——加拿大麦格纳公司组建了华域麦格纳公司开发生产纯电动车电驱系统总成。电驱系统总成集合了纯电动车的电机、变速器和电控，是连接新能源车动力源和行驶系统的重要部件，对新能源车的性能起到至关重要的作用。电驱系统总成的开发与制造既需要对电机性能的深入了解，又需要对底盘上副车架总成的深入掌握，门槛较高。目前全球能够完成电驱系统总成开发的仅有法雷奥西门子、麦格纳等少数巨头。华域麦格纳目前已经获取了大众 MEB 平台在国内生产车型的配套资格，预计 2020 年下半年随国产 MEB 车型量产，在国内厂商中领先。

电池：公司全资子公司上海赛科利有电池壳体业务，已经取得了特斯拉的配套。

轻量化：公司的热成型钢和铝冲压业务（上海赛科利）以及底盘铝合金铸造技术（上海汇众）作为轻量化技术的重要部分，也是新能源车的必要基础技术。

混动系统：上海法雷奥在原有的发电机、起动机技术上开发了 48V 微混系统的 iBSG 产品。

热管理：公司与全球热管理业务领先的法雷奥、三电等巨头都设有合资公司。

2. 获特斯拉车身零部件订单，热成型钢迎来发展良机

华域汽车已成为特斯拉国产 Model 3 的主力车身零部件供应商。公司在 2019 年中报中提及：上海赛科利汽车模具技术应用有限公司获得特斯拉上海国产车型车身分拼总成件，侧围、后盖模具业务定点。因此我们推测特斯拉将自己不能自产的车身零部件及部分总成外包给华域，这其中部分很可能是门槛较高的热成型钢零部件；而特斯拉自己的冲压工艺可以胜任的侧围、后盖等零部件，华域则仅负责模具的设计制造。

图 3：特斯拉 Model 3 的车身结构



资料来源：特斯拉公司网站；东兴证券研究所

特斯拉 Model 3 钢铝混合车身别具匠心，热成型钢用量大。由于需要综合考虑成本与轻量化的效果，Model 3 未采用 Model S 的全铝车身，而是退一步采用了钢铝混合的结构。根据海外 Model 3 的维修手册，车身用钢材料的部分，如 A 柱、B 柱和纵梁等位置大量选用了热成型钢材。与普通钢材相比，热成型钢材的强度较高，有效节省了材料，轻量化效果好；而与用作车身成本较高的铝合金相比，热成型钢零部件的成本较低。

图 4：车身轻量化形式对比

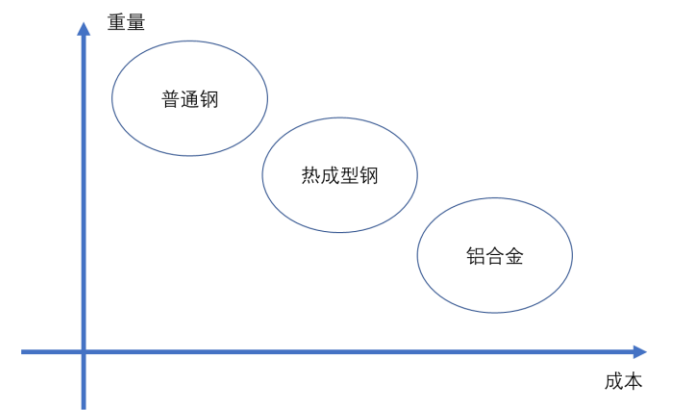


图 5：特斯拉 Model 3 用料（红色为高强度钢）



资料来源：东兴证券研究所

资料来源：特斯拉维修手册；东兴证券研究所

2019年，Model 3的钢铝混合车身在IIHS（美国公路安全保险协会）的测试中获得了高于Model S（全铝车身）的评分。这其中热成型钢零部件显然起到了重要的作用，我们认为热成型钢零部件供应商在产业链中的议价能力较高。此外根据以公布的Model 3车身结构，我们推测车身的热成型钢零部件在保护电池包上也会起到重要的作用。

图 6：2019 款特斯拉 Model3 参加 IIHS 测试图

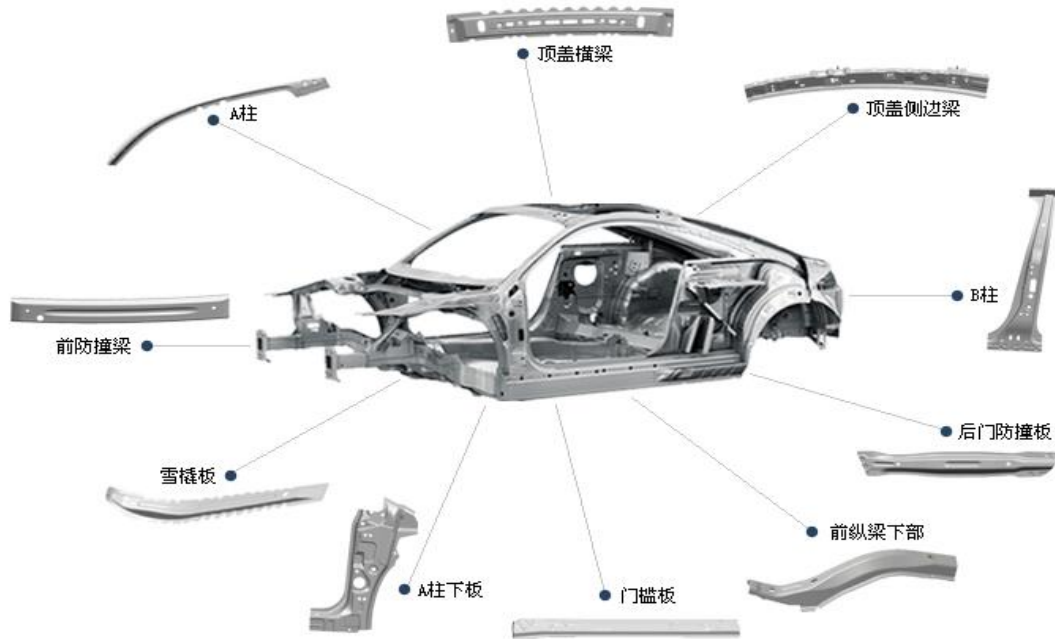


资料来源：IIHS 网站；东兴证券研究所

热成型钢零部件的制造门槛很高。热成型钢的工艺是把钢材在高温热处理的状态下进行冲压，随后冷却来达到使用的强度。该工艺设备控制难度大，良品率不易控制，质量成本高。该工艺的设备一度有少数海外巨头把持。目前国内能够制造车身用热成型钢零部件的厂商仅有宝钢集团、华域旗下的上海赛科利、凌云股份和宁波华翔等。国产车型的热成型钢占比也显著低于海外车型。

华域旗下的赛科利公司热成型钢零部件品种齐全，配套广泛。根据公司官网，赛科利公司已经具备柔性轧制板、激光拼焊板、补丁板等复杂车身热成形结构件技术的自主开发制造能力，主要产品包括：A柱、B柱、雪橇板、门防撞板、前保险杠、顶盖横梁、A柱下板、前纵梁等。公司产品覆盖了上汽集团旗下合资和自主品牌的多数车型，同时在北京奔驰和长安汽车（合资、自主）的项目中也多有斩获。

图 7：华域旗下赛科利公司的热成型钢产品



资料来源：上海赛科利网站；东兴证券研究所

我们认为公司热成型钢零部件借特斯拉国产车型推广的契机，有望进一步扩大国内市占率，尤其是在新能源车车身配套领域。

3. 电池壳体加厚新能源业务

华域旗下的赛科利公司也同样拿到了特斯拉国产车型的电池壳体业务。根据车型信息，我们推测该壳体为铝合金件，重量 60kg，单车配套价值 2,000 元左右。

赛科利公司在车用铝合金零部件领域深耕多年。根据公司官网，公司已经具备铝合金车身结构件弧焊、铝合金电阻点焊、铝合金摩擦搅拌焊、UV 固化胶、同步开发集成开发能力，挤压零件二次成型加工开发能力，主要产品包括：铝合金 CCB、铝合金前后保险杠、铝合金电池托盘、底盘结构件、车身结构件等

图 8：华域旗下赛科利公司的铝合金产品



资料来源：赛科利公司网站；东兴证券研究所

动力电池壳体目前入局者众多，我们认为华域的优势在于：

客户端：资源丰富，产品迭代快。动力电池壳体的设计与制造技术尚在快速演变中。公司的控股股东上汽集团旗下无论合资还是自主品牌都有大量新能源车在研，公司的电池壳设计可以得到快速的验证。

竞品端：技术路线布局广泛，对冲风险。无论是可能对电池壳体价值量造成挤压的车身强化技术，还是其他的电池壳体替代公司，华域旗下公司都有所布局。

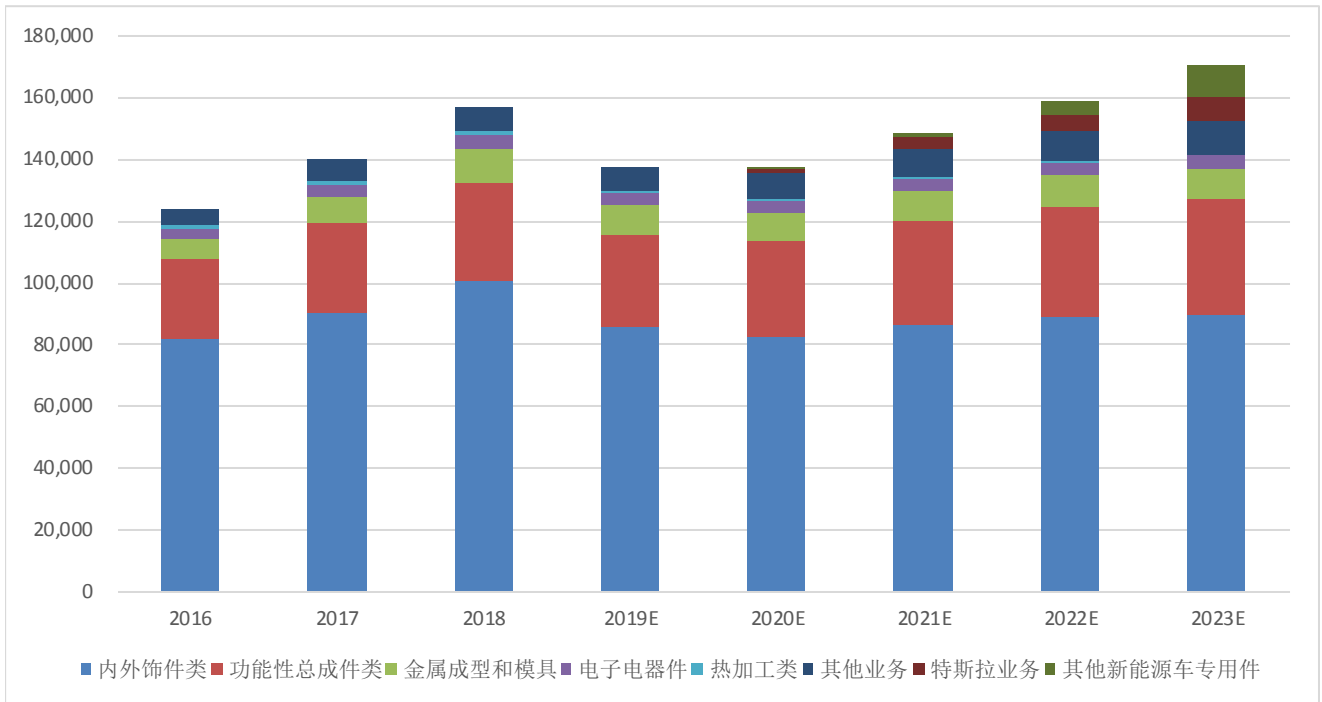
按到 2025 年销量占比 20% 预测，届时纯电动车年产可达 500 万辆，全球市场或高达 2,000 万辆，全球动力电池壳体市场高达 400 亿元。基于以上分析，我们认为公司将充分享受新能源车电池壳体市场增长。

4. 盈利预测与估值

我们推测公司给特斯拉国产车型的单车配套价值为 8,000 元左右，推测 2020 年 Model 3 国产销量为 14 万台，则公司 2020 年来自特斯拉的营收为 11.2 亿元。未来公司有望在特斯拉全球获取更多订单，我们推测到 2023 年公司的特斯拉业务营收有望超过 80 亿元。

在特斯拉业务的带动下，我们认为公司给其他客户的新能源车专用零部件（如电驱桥、电池壳体等）也将迎来快速增长。我们推测到 2023 年公司全球新能源车专用零部件的营收将超过 180 亿元。

图 9：华域汽车各业务板块营收及预测



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年的营业总收入分别为 1,376、1,373 和 1,488 亿元, 归母净利润分别为 67.7、65.9 和 79.4 亿元, 对应 EPS 分别为 2.15、2.09 和 2.52 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 13.7、14.1、11.7 倍。我们看好公司新能源车业务带来的成长, 推测未来 3 年归母净利润复合增长率为 17.1%。给予公司 2020 年 17.1xPE, 目标价 35.64 元, 相比目前估计有 21% 空间。首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

乘用车需求不及预期; 新能源车政策不及预期; 原材料价格大幅上涨。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	78,763	80,901	75,664	77,470	85,873	营业收入	140,48	157,170	137,601	137,349	148,810
货币资金	32,588	30,431	27,520	29,050	33,845	营业成本	120,16	135,484	117,756	117,616	126,248
应收账款	24,849	23,891	24,504	24,459	26,500	营业税金及附加	605	567	482	481	521
其他应收款	3,651	4,576	4,006	3,999	4,332	营业费用	1,912	2,238	2,064	2,060	2,232
预付款项	939	734	734	734	734	管理费用	11,720	8,161	12,728	12,705	13,765
存货	9,944	11,412	11,292	11,278	12,106	财务费用	-92	-115	-851	-981	-1,167
其他流动资产	1,716	2,280	2,084	2,082	2,196	资产减值损失	132	257	0	0	0
非流动资产合计	44,610	52,786	50,163	50,153	49,907	公允价值变动收益	0	0	447	447	447
长期股权投资	12,443	13,743	13,743	13,743	13,743	投资净收益	3,877	5,065	3,581	3,574	3,871
固定资产	16,204	20,532	25,634	25,658	25,443	营业利润	10,305	10,966	9,449	9,489	11,529
无形资产	2,798	3,649	3,584	3,525	3,473	营业外收入	236	658	405	405	405
其他非流动资产	1,250	1,069	1,069	1,069	1,069	营业外支出	49	101	47	47	47
资产总计	123,373	133,687	125,828	127,623	135,780	利润总额	10,492	11,522	9,808	9,847	11,888
流动负债合计	66,723	68,078	60,207	58,227	61,826	所得税	1,361	1,077	1,095	1,099	1,327
短期借款	4,055	5,251	1,998	-	-	净利润	9,131	10,446	8,713	8,476	10,233
应付账款	40,900	42,118	38,714	38,668	41,506	少数股东损益	2,577	2,418	1,940	1,887	2,278
预收款项	1,090	1,177	1,257	1,335	1,420	归属母公司净利润	6,554	8,027	6,773	6,589	7,954
一年内到期的非流	4,102	1,254	1,254	1,254	1,254	EBITDA	15,767	17,819	12,459	12,842	14,930
非流动负债合计	6,716	10,981	7,111	7,111	7,111	EPS (元)	2.08	2.55	2.15	2.09	2.52
长期借款	633	4,315	4,315	4,315	4,315	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	73,438	79,059	67,318	65,338	68,937	成长能力					
少数股东权益	8,651	9,263	11,203	13,090	15,369	营业收入增长	13.03	11.88%	-12.45%	-0.18%	8.34%
实收资本(或股本)	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	营业利润增长	9.47%	6.41%	-13.83%	0.42%	21.51%
资本公积	12,796	12,878	12,878	12,878	12,878	归属于母公司净利	-15.62	-2.72%	-15.62%	-2.72%	20.72%
未分配利润	21,326	25,480	25,207	24,943	24,623	获利能力					
归属母公司股东权	41,284	45,364	46,073	47,961	50,241	毛利率(%)	14.47	13.80%	14.42%	14.37%	15.16%
负债和所有者权益	123,373	133,687	125,828	127,623	135,780	净利率(%)	6.50%	6.65%	6.33%	6.17%	6.88%
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润(%)	5.31%	6.00%	5.38%	5.16%	5.86%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	15.88	17.69%	14.70%	13.74%	15.83%
经营活动现金流	8,486	9,376	3,730	7,626	9,385	偿债能力					
净利润	9,131	10,446	8,713	8,476	10,233	资产负债率(%)	60%	59%	54%	51%	51%
折旧摊销	5,554	6,968	0	3,976	4,216	流动比率	1.18	1.19	1.26	1.33	1.39
财务费用	-92	-115	-851	-981	-1,167	速动比率	1.03	1.02	1.07	1.14	1.19
应收账款减少	0	0	-613	45	-2,041	营运能力					
预收帐款增加	0	0	80	78	85	总资产周转率	1.22	1.22	1.06	1.08	1.13
投资活动现金流	-3,818	-6,819	3,186	-379	-83	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	447	447	447	应付账款周转率	3.79	3.79	3.40	3.55	3.71
长期股权投资减少	0	0	3,087	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3,877	5,065	3,581	3,574	3,871	每股收益(最新摊薄)	2.08	2.55	2.15	2.09	2.52
筹资活动现金流	-1,915	-5,019	-9,827	-5,717	-4,507	每股净现金流(最新)	0.87	-0.78	-0.92	0.49	1.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	13.09	14.39	14.61	15.21	15.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.17	11.57	13.71	14.09	11.67
资本公积增加	110	82	0	0	0	P/B	2.25	2.05	2.02	1.94	1.85
现金净增加额	2,753	-2,462	-2,911	1,530	4,795	EV/EBITDA	4.38	4.11	5.85	5.40	4.32

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业事件点评报告	汽车行业：德国加码新能源补贴，加速市场培育	2020-02-21
行业事件点评报告	汽车行业报告：从 ModelX 召回看特斯拉产业链趋势	2020-02-18
行业事件点评报告	特斯拉国产 Model3 爬坡阶段份额或超美国当年	2020-02-05
行业深度报告	汽车行业报告：逐鹿天竺：乘用车下一个增长点	2020-02-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7年国内外汽车行业技术及管理经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526