

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 08 月 27 日

市场数据

目前股价	24.75
总市值（亿元）	780.30
流通市值（亿元）	780.30
总股本（万股）	315,272
流通股本（万股）	315,272
12 个月最高/最低	29.16/17.37

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

分析师：刘佳 S1070520050001

☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

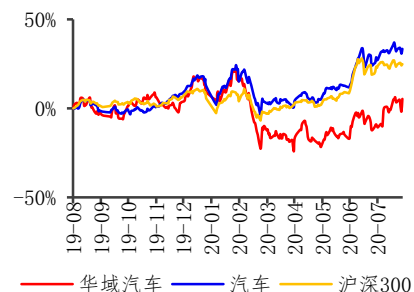
联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q4 收入增速转正毛利率提升，调整股权结构走自主发展之路>> 2020-04-13

<<增长动力：传统产品持续升级，电动化、智能化、轻量化业务全面推进>> 2019-11-20

Q2 收入跌幅收窄，三管齐下持续优化业务结构

——华域汽车（600741）2020 年中报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	157170	144024	125058	136230	143865
(+/-%)	11.9%	-8.4%	-13.2%	8.9%	5.6%
净利润（百万元）	8027	6463	5163	6275	7231
(+/-%)	22.5%	-19.5%	-20.1%	21.5%	15.2%
摊薄 EPS（元/股）	2.55	2.05	1.64	1.99	2.29
PE	9.7	12.1	15.1	12.4	10.8

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司发布 2020 年中报，上半年公司实现营收 536.2 亿元，同比下降 24.0%；归母净利润 13.1 亿元，同比下降 61.2%；扣非后归母净利润 8.9 亿元，同比下降 68.2%。其中 20Q2 实现营收 296.5 亿元，同比下降 15.3%；归母净利润 11.7 亿元，同比下降 22.8%；扣非后归母净利润 8.8 亿元，同比下降 39.1%。
- **收入端：**受益于国内车市复苏，Q2 收入跌幅有所收窄。按 2019 年口径，公司国内外收入占比分别为 78.5%、21.5%，受国内外疫情影响，20Q1、Q2 公司收入同比增速依次为-32.6%、-15.3%，同期国内汽车销量同比增速分别为-42.4%、10.3%，全球汽车销量同比增速分别为-25.1%、-30.2%（数据来源：Marklines）。Q2 国内疫情受控汽车产业稳步复苏使公司收入跌幅收窄，但 Q2 公司收入负增长，主要原因为**二季度欧美疫情冲击延锋饰件海外业务，使得海外业务大比例负增长，预计在 50%以上。**
- **利润端：**二季度欧美疫情冲击延锋饰件海外业务，20Q2 毛利率同比-1.71pct，利润总额同比-31.4%。20Q2 利润总额同比-31.4%（减少 7.4 亿元），但是归母净利润同比仅下滑 22.8%（减少 3.5 亿元）是因为 20Q2 所得税费用比去年同期减少 2.2 亿元、少数股东损益比去年同期减少 1.7 亿元（预计是受控股子公司经营业绩下滑的影响）。20Q2 非经常损益增加主要是因为合并延锋安道拓座椅机械原持有股权按公允价值计量产生收益 2.3 亿元。
- **中性化战略持续推进，积极开拓豪华车、日系、造车新势力等客户。豪华品牌：**汽车内饰、车灯、座椅、保险杠、压缩机、电动转向机、传动轴、驱动轴、制动系统、轻量化铸铝、车身机构件及模具、底盘结构件及模块总装等业务获得奔驰、宝马、奥迪、凯迪拉克等豪华品牌相关车型配套定点。**日系：**内饰、车灯、外饰件、电动转向机、驱动轴、油箱、发电机

等业务获得本田、丰田、尼桑等日系品牌相关车型配套定点。**新能源造车新势力：**内饰、座椅、保险杠、电池盒及车身分拼总成件、稳定杆、悬架弹簧等配套国产特斯拉，20H1 公司来自特斯拉的收入 6.4 亿元（占比 1.3%），特斯拉首次进入公司前五大客户。内饰、减震器、电动转向机等业务配套蔚来汽车。

- **持续完善业务结构，聚焦优势主业退出盈利较差的业务。**①拟收购延锋内饰剩余 30%的股权，实现全资控股，实现独立发展全球汽车内饰业务，有望加快搭建全球自主运营管理平台，一方面有助于推动其他核心业务的全球化进程，另一方面可以提升海外运营的整体管理效率；②拟出售上海李尔实业交通 45%股权，退出车用线束总成等业务；③公司原直接投资企业上海幸福摩托车和上海联谊汽车零部件相继退出制造业务，仅从事存续资产和人员管理。
- **持续布局电动化、智能化产品，斩获多个新项目。**在智能化方面，智能座舱平台延锋 XiM21 发布，开始与大众、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。毫米波雷达产品产业化进展顺利，24GHz 后向毫米波雷达和 77GHz 角雷达实现对上汽乘用车、上汽大通等客户的稳定供货，77GHz 前向毫米波雷达在实现对金龙客车批产供货的基础上，新获上汽通用五菱相关新能源车型配套定点并实现量产供货。在电动化方面，华域电动两条新能源汽车扁线驱动电机自动化生产线建成，驱动电机产品实现对上汽乘用车、上汽通用等相关新能源车型稳定供货，并新获通用汽车全球电动汽车平台辅驱电机项目定点。华域麦格纳新获通用汽车全球电动汽车平台电驱动项目定点，已完成生产及研发基地建设，预计 20Q4 起实现对大众 MEB 全球电动汽车平台的批量供货。
- **投资建议：**华域汽车是我国汽车零部件品类最广、模块化集成化生产能力最强的龙头零部件企业，具有规模经济、品牌优势、资金优势。传统内外饰产品依托消费升级和技术升级，持续高端化，电动化、智能化、轻量化业务全面推进，为公司贡献业绩增量，并且压制公司估值的因素在逐步解除。考虑欧美疫情对公司海外业务的冲击以及收购延锋汽车内饰系统有限公司 30%的股权，小幅下调盈利预测，保守预计公司 2020-2022 年总营收依次为 1250.58、1362.30、1438.65 亿元，增速依次为-13.2%、8.9%、5.6%，归母净利润依次为 51.63、62.75、72.31 亿元，增速依次为-20.1%、21.5%、15.2%，当前市值 780 亿元，对应 PE 依次为 15.1、12.4、10.8 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**疫情全球化持续时间不定；国内车市低迷；非上汽客户开拓不及预期；新产品推广不及预期

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	157170.24	144023.63	125057.50	136229.89	143865.11	成长能力					
营业成本	135483.83	123195.39	107814.29	116216.37	121868.82	营业收入增长	11.9%	-8.4%	-13.2%	8.9%	5.6%
营业费用	2238.49	1960.55	1500.69	1770.99	1870.25	营业成本增长	12.8%	-9.1%	-12.5%	7.8%	4.9%
管理费用	8160.98	8030.77	7503.45	8173.79	8631.91	营业利润增长	6.4%	-16.5%	-32.7%	27.9%	15.8%
研发费用	5133.40	5264.53	5002.30	5449.20	5754.60	利润总额增长	9.8%	-18.1%	-31.5%	26.6%	15.2%
财务费用	-114.77	-57.38	150.07	0.00	0.00	净利润增长	22.5%	-19.5%	-20.1%	21.5%	15.2%
其他收益	531.04	482.09	500.00	500.00	500.00	获利能力					
投资净收益	5064.90	3809.10	3000.00	3223.34	3375.98	毛利率(%)	13.8%	14.5%	13.8%	14.7%	15.3%
营业利润	10965.84	9156.70	6161.51	7879.70	9126.37	销售净利率(%)	6.6%	5.9%	4.9%	5.4%	5.9%
营业外收支	556.46	278.15	300.00	300.00	300.00	ROE(%)	19.1%	14.5%	9.8%	11.1%	11.9%
利润总额	11522.30	9434.85	6461.51	8179.70	9426.37	ROIC(%)	99.0%	72.5%	61.8%	105.6%	229.6%
所得税	1076.79	918.55	387.69	797.52	919.07	营运效率					
少数股东损益	2418.33	2053.13	911.07	1107.33	1276.10	销售费用/营业收入	1.4%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
净利润	8027.18	6463.16	5162.74	6274.85	7231.21	管理费用/营业收入	5.2%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
						研发费用/营业收入	3.3%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
						财务费用/营业收入	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
						投资收益/营业利润	46.2%	41.6%	48.7%	40.9%	37.0%
						所得税/利润总额	9.3%	9.7%	6.0%	9.8%	9.8%
						应收账款周转率	5.19	5.10	5.10	5.10	5.10
						存货周转率	12.69	10.94	10.94	10.94	10.94
						流动资产周转率	1.97	1.75	1.55	1.60	1.60
						总资产周转率	1.22	1.06	0.92	0.96	0.97
						偿债能力					
						资产负债率(%)	59.1%	57.8%	51.6%	47.3%	46.5%
						流动比率	1.19	1.20	1.30	1.48	1.45
						速动比率	0.98	0.90	1.01	1.13	1.14
						每股指标 (元)					
						EPS	2.55	2.05	1.64	1.99	2.29
						每股净资产	14.39	15.68	16.46	17.47	18.78
						每股经营现金流	2.24	2.98	2.13	2.71	3.09
						每股经营现金/EPS	0.88	1.46	1.30	1.36	1.35
						估值比率					
						P/E	9.72	12.07	15.11	12.44	10.79
						PEG	0.66	-46.95	-1.19	-1.14	-306.41
						P/B	1.72	1.58	1.50	1.42	1.32
						EV/EBITDA	4.66	5.02	6.80	5.48	4.63
						EV/SALES	0.45	0.48	0.54	0.48	0.44
						EV/IC	1.19	1.08	1.05	0.99	0.90
						ROIC/WACC	10.18	7.46	6.36	10.78	23.21
						REP	0.12	0.14	0.17	0.09	0.04

资产负债表					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	80901.23	83516.60	77562.74	92396.69	87454.34
货币资金	30430.98	32839.12	32823.43	34917.25	38082.95
应收票据及应收账款合计	30918.45	25546.52	23482.72	29926.69	26476.13
其他应收款	5045.19	4790.98	3749.89	5554.01	4271.34
存货	11412.44	11116.46	8599.68	12652.96	9633.35
非流动资产	52785.63	55610.83	56574.32	58104.72	59246.75
固定资产	20532.42	22405.58	21741.96	20709.63	19297.95
资产总计	133686.86	139127.43	134137.05	150501.40	146701.10
流动负债	68078.25	69868.62	59657.88	62524.49	60455.65
短期借款	5251.15	6579.91	5716.16	5926.58	5965.33
应付账款	47353.95	48338.63	48233.36	48979.89	48664.77
非流动负债	10980.83	10557.28	9612.65	8703.63	7738.55
长期借款	4315.33	3815.64	2871.02	1961.99	996.91
负债合计	79059.09	80425.90	69270.53	71228.12	68194.20
股东权益	54627.77	58701.53	62095.54	66364.40	71768.24
股本	3152.72	3152.72	3152.72	3152.72	3152.72
留存收益	28100.36	31174.45	36033.50	41939.25	48745.09
少数股东权益	9263.29	9278.54	10189.61	11296.94	12573.03
负债和股东权益	133686.86	139127.43	134137.05	150501.40	146701.10

现金流量表					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9376.14	9656.35	6709.54	8546.86	9746.55
其中营运资本减少	-1288.43	501.42	-393.51	53.96	-169.78
投资活动现金流	-6818.51	-1638.04	-1842.65	-2641.12	-2551.06
资本支出	7525.20	5706.31	-1751.86	-1408.29	-1949.29
筹资活动现金流	-5019.26	-5635.55	-4882.58	-3811.93	-4029.79
现金净增加额	-2438.31	2377.27	-15.68	2093.81	3165.70

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>