

白马龙头的喜与忧

原创：老裘 金融街老裘 8月26日

(1)

上周，华域汽车公布了《2019年中报》。上半年，公司实现营业收入706亿元，同比下降14%，净利润34亿元，同比减少30%；扣非后净利润28亿元，同比下降16%。

华域汽车是汽车零部件行业里无可争议的龙头企业，具有很强的行业代表性。今年上半年，华域遭遇了营收、净利润和扣非后净利润的“三降”（下图里三个红色的负值），这在历史上非常罕见。

报告期	2019-06-30 中报	2018-12-31 年报	2017-12-31 年报	2016-12-31 年报	2015-12-31 年报	2014-12-31 年报
同比增长率						
营业总收入同比增长率(%)	-13.55	11.88	13.03	17.82	23.18	6.05
归属母公司股东的净利润(%)	-29.53	22.48	7.87	16.11	7.35	29.23
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(%)	-15.88	0.07	9.92	32.69	6.50	24.99

(2)

分析汽车零部件公司有三个维度。首先看客户，其次看产品，第三看财报。

过去10年，国内自主品牌的更迭顺序是奇瑞、长城和吉利。给这三家配套的零部件公司，也各自经历了一段特别高的成长期。

比如，2005年到2010年是奇瑞汽车的黄金发展时代，带动了诸如星宇股份、新泉股份、天汽模和伯特利等企业的发展。

天汽模、星宇股份分别于2010年和2011年实现上市。上市之初，奇瑞都是这两家公司的第一大客户。

2011年开始，长城汽车抓住国内SUV市场机遇，哈弗主打高性价比，补充合资产品线空白，市占率大幅提升。

长城汽车的核心零部件自配率较高，外购产业链跟随车企崛起的典型是德赛西威和华阳集团，这两家公司都在2017年上市。

吉利的新品周期来的要晚，但影响力丝毫不亚于前两者。2016年吉利博越、帝豪和远景上市后，吉利的月销量从4万辆急速拉升到16年底的10万辆。

伴随吉利新品成长的是拓普集团和新泉股份。这两家公司在2016年后都经历了历史上的最快增速期，股价表现也非常优异。

随着吉利开始走下坡路（吉利今年的中报惨不忍睹），现在主要看上汽集团和广汽集团下的自主品牌，与之配套的零部件公司（比如本文介绍的华域汽车）会比同行好一点。

(3)

分析零部件公司的第二个维度是产品本身。

一辆轿车上，不可再拆解的零部件有上万个，常见的分类方法是将汽车零部件分为发动机、传动系统、转向系统、制动系统、行驶系统、车身附件和电子电器七大类。

从价值量上看，以一台成本10万的轿车为例，价值量较高（超过1000元）的总成件主要有发动机、变速器、座椅、轮胎、车灯、车机、转向系统、空调器和制动系统。

发动机技术主要由主机厂掌握（业内叫做“核心自配”）；变速箱主流技术（自动挡）掌握在日本爱信、加特可等国外几大巨头手中。

和汽车动力总成不同的是，其他价值量较高的零部件都逐步开始国产替代。

比如岱美股份和继峰股份的座椅已经进入全球供应体系；玲珑轮胎是大众全球的前装客户；星宇股份是国内第一梯队的自主前装品牌，配套合资外资客户，以丰田为主。

另外，空调器的国产化程度已经很高了，国内相关上市公司松芝股份、奥特佳和三花智控等均有前装客户配套；制动系统基本实现国产化，集中在江浙一带，上市公司主要是拓普集团、亚太股份、万安科技、伯特利等。

(4)

最后是看财务报表。

以华域汽车为例，虽然利润表上的主要数字是“三降”，但也不乏亮点。

首先，单季度毛利率有所提升。

今年第二季度，华域汽车的毛利率是15.1%，是过去6个季度最高的。和公司电话交流之后，公司表示上半年订单结构比较好，围绕优质车型，另外规模效应也很强，所以毛利率还不错。

报告期	2019-06-30	2019-03-31	2018-12-31	2018-09-30	2018-06-30
报告期	中报	一季报	年报	三季报	中报
每股指标					
单季度 每股收益EPS	0.4817	0.5853	0.5275	0.5044	0.5908
单季度 每股收益EPS-剔除股本摊薄	0.4817	0.5853	0.5275	0.5044	0.5908
盈利能力					
单季度 销售净利率 (%)	5.8438	6.5587	5.6295	5.6062	6.0916
单季度 销售毛利率 (%)	15.0916	14.2760	13.6864	14.3231	14.1490

第二，母公司报表没有恶化。

我们之前讲过，华域汽车是最典型的控股型公司。华域合并报表的营业收入高达706亿元，但是母公司报表的营业收入只有区区2300万元（见下图）。

报告期	2019-06-30	2019-06-30
报告期	中报	中报
报表类型	合并报表	母公司报表
营业总收入	705.63	0.23
营业收入	705.63	0.23

控股型公司的报表都长成这样。另外一个典型是上海机电（合并报表收入107亿元，母公司收入600万元，下图）。

报告期	2019-06-30	2019-06-30
报告期	中报	中报
报表类型	合并报表	母公司报表
营业总收入	107.37	0.06
营业收入	107.37	0.06

控股型公司里，被并表的子公司（比如华域汽车下的延峰，上海机电下的三菱电梯）是非常强势和有地位的，一般不会有大的风险。

所以在分析控股型公司的时候，还要比其他公司多一步，多看一眼母公司报表，不要因为母公司层面出了事情而影响整体。

好在读了华域汽车的母公司报表之后，没有发现有特别恶化的地方。母公司的净现金很多，在分红完成之后预计还有25亿元；利润表上的投资收益下降10%左右，和合并报表反映的情况一样，所以整体风险可控。

最后，就是华域汽车加大了运营资本的管理，比如存货和应付款都有所下降，上半年经营性现金净流入31亿元。

另外，华域严格控制资本性开支，今年上半年投资性现金流流出19亿元，比去年同期43亿元的流出大幅减少。

在经济整体下行的背景下，现金是弥足珍贵的，公司这样的做法无疑非常正确。

===

港股通数据

8月23日	资金净流入（亿元）
沪股通	-2
深股通	13
港股通（沪）	17
港股通（深）	8



===

坚持分享不容易，欢迎大家多多推荐和点击右下方的“在看”鼓励。

上周购买了电子书的朋友，如果在阅读的时候有不清楚的问题，可以先记下来。奶爸会安排同事整理大家的问题（具体怎么做会另行通知），我找个周末给大家做两次答疑和交流。

谢谢大家了！