

2012年11月5日

证券研究报告·行业研究·汽车行业



中信汽车·车闻天下（第83期）

——合资公司专题之三 延锋伟世通

中信证券研究部 汽车行业研究组

李春波

电话：010-60838203

邮件：lcb@citics.com

执业证书编号：S1010510120010

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

高嵩

电话：010-60838822

邮件：gs@citics.com

执业证书编号：S1010512020002

陈俊斌

电话：010-60836703

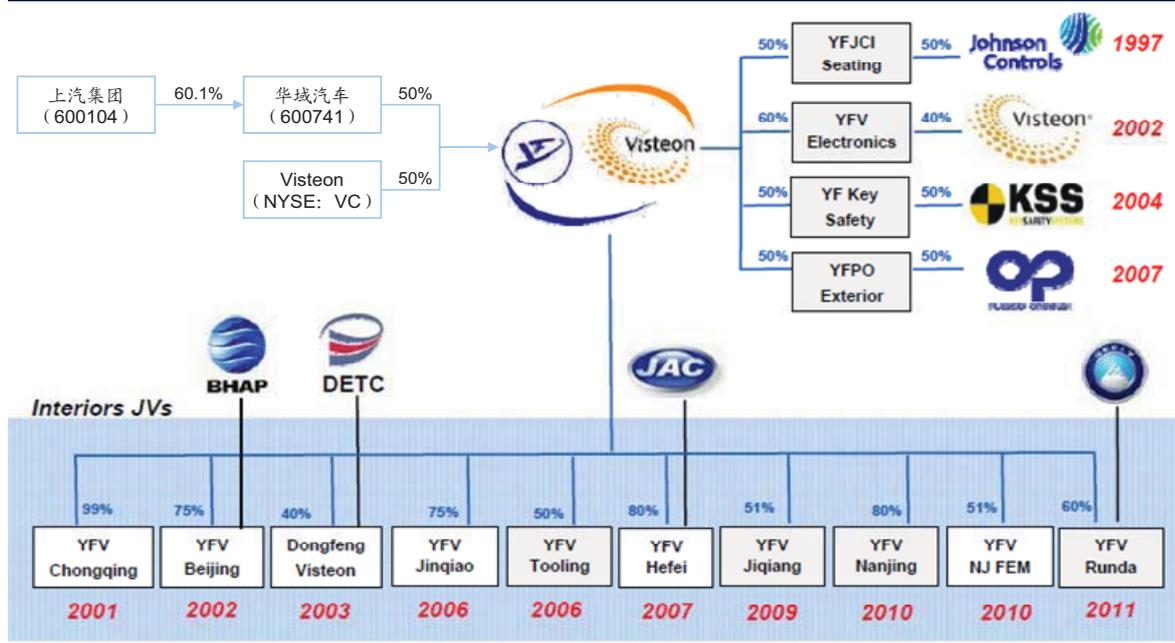
邮件：chenjb@citics.com

执业证书编号：S1010512070001

本期引言：

从1987年上海大众桑塔纳国产化项目启动后，外资零部件企业开始逐步进入中国，并随着近10多年合资品牌队伍的扩充和壮大而加速发展。目前几乎所有的国际汽车零部件巨头都在中国成立了独资或合资公司，这些公司已经成为合资品牌国产化和自主品牌高端化的重要基础。

本期『车闻天下』的合资公司专题，我们将介绍华域汽车与美国伟世通公司的合资公司——延锋伟世通。如有疑问欢迎交流。如果您对我们的栏目有特别的期望或者要求，欢迎提出意见和建议。



资料来源：Google 图片，中信证券研究部



目 录

本期引言：	1
外资方——伟世通（Visteon）	1
股权关系与重大事件	1
主要财务指标与股价走势	1
主要产品、全球产能与主要客户	2
延锋伟世通的历史沿革与股权结构	4
延锋伟世通产品谱系与主要客户	5
延锋伟世通增长稳健	8

插图目录

图 1：伟世通（NYSE：VC）的当前股权结构	1
图 2：伟世通营业收入和营业利润	1
图 3：伟世通股价走势	2
图 4：伟世通的四大类汽车产品	2
图 5：伟世通三大子版块主要产品、市场地位及主要竞争对手	3
图 6：伟世通内饰业务收入占比逐步提升	3
图 7：延锋伟世通未并表对伟世通内饰业务体量影响较大	3
图 8：伟世通并表口径客户结构	4
图 9：伟世通含非并表公司的客户结构	4
图 10：伟世通全球主要生产和研发基地	4
图 11：延锋伟世通的股权结构	5
图 12：延锋伟世通分业务收入占比（2010）	6
图 13：延锋伟世通客户结构	7
图 14：延锋伟世通的主要生产基地分布	8
图 15：延锋伟世通收入规模稳健增长	8
图 16：延锋伟世通母公司口径收入和利润率	9

表格目录

表 1：延锋伟世通主要产品	5
表 2：延锋伟世通已经具备较强的本土研发能力	7

外资方——伟世通（Visteon）

延锋伟世通的外方股东——伟世通是全球领先的汽车空调系统、内饰、电子及照明产品供应商，生产基地遍布全球主要汽车产销大国，尤其是低成本国家和地区。

股权关系与重大事件

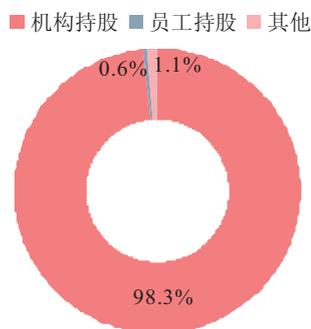
分拆出福特：在 2000 年以前，伟世通是福特汽车公司的零部件子公司。2000 年，福特将其分拆出去，成为独立的零部件公司。

福特的援助性回购计划：在伟世通陷入经营困境的情况下，福特汽车公司于 2005 年实施了一次大规模的援助性回购计划，实现伟世通北美制造业务的重大结构重组，其中包括向福特管理的法律实体——汽车零部件控股有限公司（Automotive Components Holdings, LLC.）转让 23 家工厂。

破产保护与重组：2009 年 5 月，再次由于经营困境，伟世通宣布公司及其在美国的部分子公司申请了破产保护。2010 年 10 月，伟世通宣布完成重组，并成功走出美国破产法第十一章破产保护程序。经过重组，伟世通的资本和成本结构都有了显著改善，合并债务从递交破产保护申请时的约 27 亿美元减少到约 6 亿美元，该负债水平使伟世通在一级汽车零部件供应商中重新具有较强的竞争力。

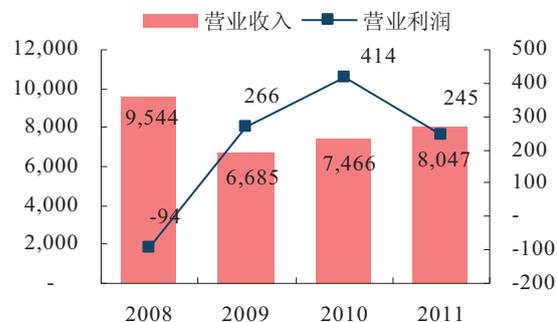
目前为公众公司，机构持股 98%。目前伟世通主要股东为美国的机构投资者，合计约占总股本（5268.47 万股）的 98.3%。

图 1：伟世通（NYSE：VC）的当前股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：伟世通营业收入和营业利润（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

主要财务指标与股价走势

受益美国车市的复苏和发展中国家汽车需求增长，伟世通 2011 年实现营业收入 80.5 亿美元，营业利润 2.5 亿美元，净利润 0.8 亿美元。2011 年，公司的毛利率水平为 8.0%，费用率为 4.9%。

图 3：伟世通股价走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

受欧洲市场低迷等因素影响，公司经营利润下行导致股价自 2010 年以来表现平淡。

主要产品、全球产能与主要客户

公司主要产品涵盖汽车空调系统、内饰、电子等三大类，此外还有部分手机应用程序和售后业务。

图 4：伟世通的四大类汽车产品



空调系统——电压缩机



内饰件——带照明的门内饰板



汽车电子——可编程仪表板



手机应用

资料来源：公司公告，中信证券研究部



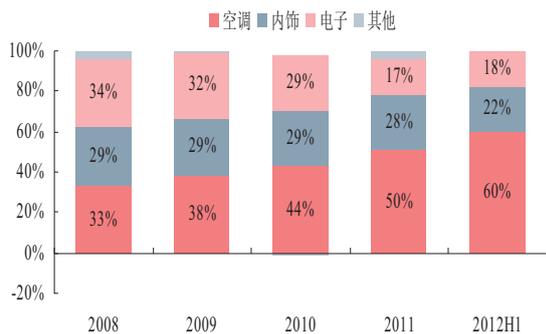
图 5：伟世通三大子版块主要产品、市场地位及主要竞争对手

产品大类	主要产品	主要客户	全球排名	主要竞争对手
空调系统	压缩机		3	Denso、SANDEN、Delphi
	空气调节系统	HMG、Ford、Mazda、Suzuki	4	Denso、Valeo、Behr
	传动系统冷却装置		4	Denso、Valeo、Behr
	管类产品		1	Denso、Parker、Continental
电子系统	仪表总成		3	Alpine、Continental、Panasonic、Delphi
	音频和信息系统	Ford、Renault-Nissan、COEM、JOEM、VW、GM	5	Denso、Johnson Controls、Continental
	控制器		6	BHTC、Valeo、Denso、Preh
	汽车电子		NA	Denso、Bosch、Continental、Delphi
内饰系统	仪表板	VW、GM、Hyundai、Renault-Nissan、PSA、COEMs、Ford	2	Faurecia、Johnson Controls、IAC、Magna
	门内饰板		3	Faurecia、Johnson Controls、KASAI、IAC、Magna
	中控台总成	3	Faurecia、Mobis、Calsonic Kanser、Johnson Controls、IAC	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

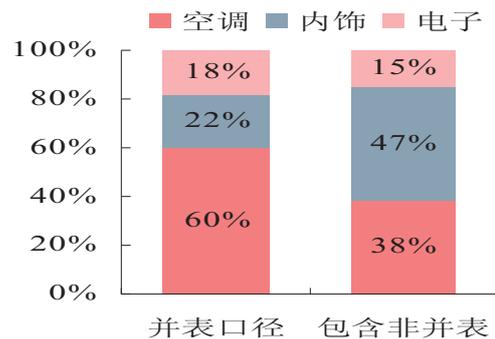
三大业务板块中，空调业务收入占比逐步提升，从 2008 年与其他两块业务三分天下到 2012 年上半年接近 60%，提升较快；销售额也达到 40.5 亿美元（2011 年度），超过金融危机前的水平。电子业务下滑明显，从 2008 年的 32.8 亿美元下降至 2011 年的 13.7 亿美元。内饰业务维持相对平稳，由于延锋伟世通并未进入伟世通的合并报表，因此占比并不高，考虑非合并口径则占比达到 47%。

图 6：伟世通内饰业务收入占比逐步提升



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 7：延锋伟世通未并表对伟世通内饰业务体量影响较大

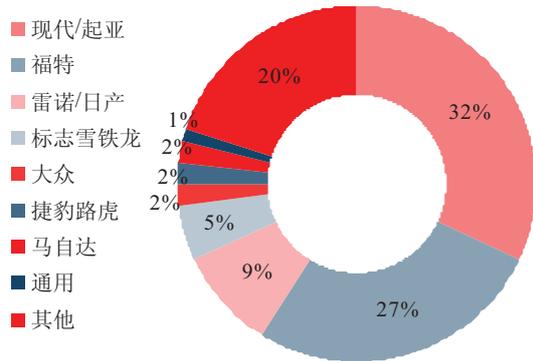


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

两次重组后，伟世通的客户结构得到了较大幅度优化。2005 年，福特占伟世通销售额的 62%，北美地区占 61%；2012 年上半年，对福特的销售额下降至 27%，北美地区的销售额占比也降至 17%，亚太地区则上升至 43%，客户结构明显改善，在新兴市场的快速拓展也有利于公司长期稳健发展。

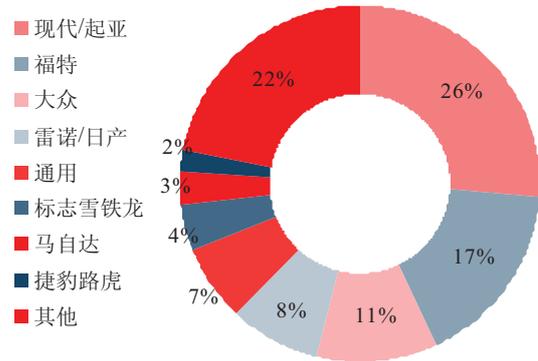
从最新的客户结构看，2012 年上半年，现代/起亚集团是伟世通最大客户，并表口径占销售额的比例达到 32%，其次为福特，占比 27%，前两者合计接近 60%。同样由于延锋伟世通并未并表的原因，包含非合并口径的客户结构中，大众和通用份额显著高于并表口径。

图 8：伟世通并表口径客户结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：伟世通含非并表公司的客户结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

截至目前，伟世通的研发和生产遍布全球主要汽车产销国，尤其是欧洲和东亚。

图 10：伟世通全球主要生产和研发基地



资料来源：公司网站

延锋伟世通的历史沿革与股权结构

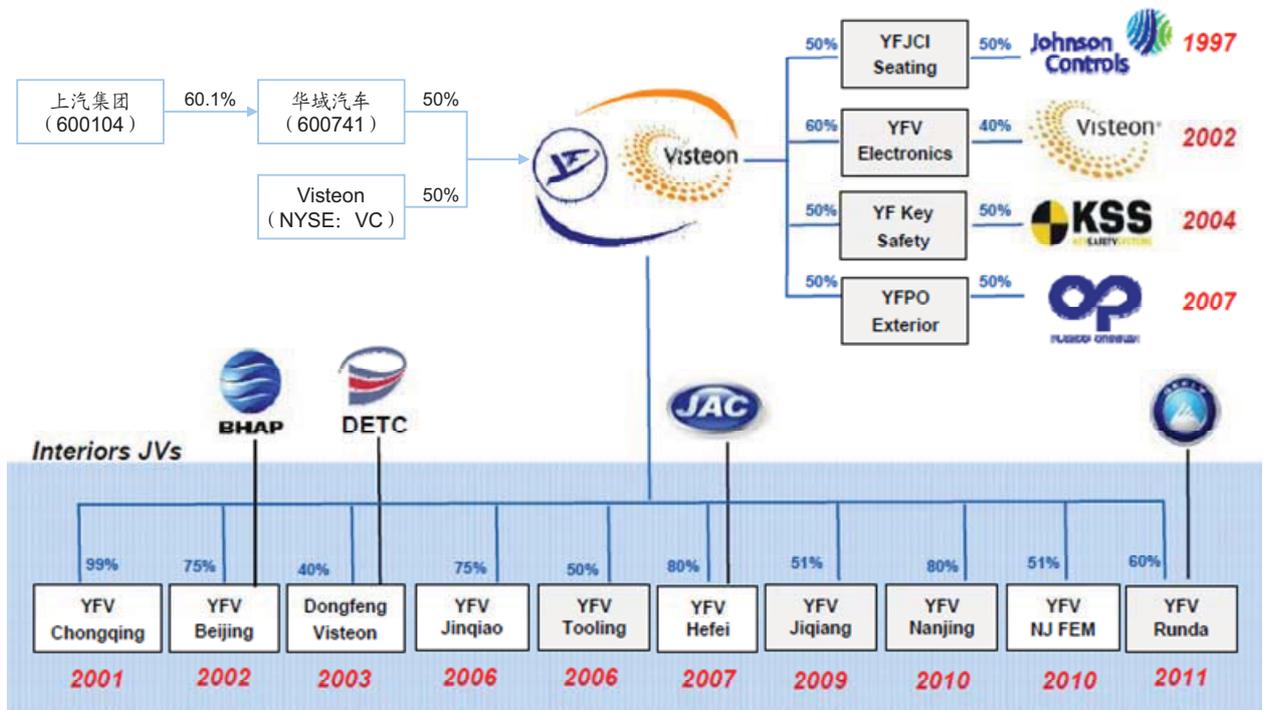
延锋伟世通汽车饰件系统有限公司的前身为“上海延锋汽车饰件有限公司”，成立于 1994 年，由上海汽车工业（集团）总公司与美国福特汽车公司共同投资设立，股比为 50：50，总部位于上海漕河泾高新技术开发区。此后，公司发展的里程碑：

- ◆ 1997 年，上海延锋江森座椅有限公司成立，公司销售收入亦于当年突破 10 亿元。
- ◆ 2001 年 11 月，延锋伟世通重庆公司成立。
- ◆ 2002 年公司更名为“延锋伟世通汽车饰件系统有限公司”。
- ◆ 2004 年，延锋百利得、东风伟世通、延锋伟世通金桥公司先后成立。上海汽车工业有限公司将其所持延锋伟世通 50% 股权无偿划转给上汽集团。同年，上汽集团将该部分股权以出资方式投入上汽股份。

- ◆ 2006 年 12 月，延锋伟世通模具公司成立，公司销售收入于同年底突破百亿元。
- ◆ 2007 年，延锋彼欧、延锋伟世通合肥公司先后成立。上汽股份将该延锋伟世通股权无偿划转至上汽集团。
- ◆ 2008 年，翼强汽车部件公司成立。
- ◆ 2009 年 3 月，延锋伟世通的中方股东变更为“华域汽车系统股份有限公司”。
- ◆ 2010 年，延锋伟世通美国公司、南京公司相继成立。
- ◆ 2011 年，延锋伟世通的营业收入达到 353 亿元。

截至目前，A 股上市公司华域汽车（600741.SH）和美国上市公司伟世通（NYSE: VC）分别持有公司 50% 的股权。由于华域汽车拥有延锋伟世通董事会中的多数表决权，因此将延锋伟世通纳入合并报表范围。

图 11：延锋伟世通的股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

延锋伟世通产品谱系与主要客户

公司产品主要涉及 5 大类汽车零部件产品和模具产品，其中汽车零部件主要包括：内饰系统、座椅系统、电子系统、安全系统和外饰系统。

表 1：延锋伟世通主要产品

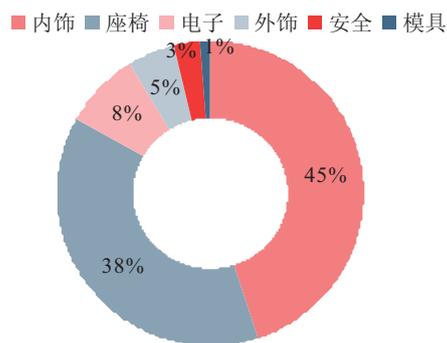
产品图片	产品大类	主要产品	主要合资方/技术来源
------	------	------	------------



产品图片	产品大类	主要产品	主要合作方/技术来源
	内饰系统	座舱系统、仪表板、门板、副仪表板、立柱	伟世通（Visteon）
	座椅系统	座椅总成及骨架、滑道、面套、机械零件、顶棚、遮阳板	江森自控(Johson Controls)
	汽车零部件	电子系统 音响娱乐系统、驾驶信息系统、空调控制系统、导航系统	伟世通（Visteon）
	安全系统	方向盘、安全气囊、安全带、安全系统及模块	百利得（KSS）
	外饰系统	保险杠、格栅、车身饰件、尾门模块	彼欧（PO）
	模具产品	普通注塑模、低压注塑模、发泡模具、真空成型模具、热压成型模具、冲切模、检具等	伟世通（Visteon）

资料来源：公司网站，中信证券研究部

图 12：延锋伟世通分业务收入占比（2010）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

由于内饰系统、电子系统与伟世通主业重叠，因此由伟世通主要提供技术支持。座椅系统、安全系统和外饰系统分别与江森自控、百利得和彼欧合作，上述三家公司分别在上述领域处于领先地位。

目前内饰系统和座椅系统贡献绝大部分营业收入，合计占比达 83%。电子系统、外饰系统和安全系统等业务目前占比仍较低。

在借鉴合作伙伴经验的基础上，延锋伟世通已逐步建立起适应不同市场需求的产品开发管理体系，并在各产品领域配备当今国际先进的生产制造设施，满足不同类型产品的需求。公司在造型设计、结构设计、制造工程、CAE 模拟分析、设计验证、项目管理及产品系统集成等方面居行业领先地位。作为支撑，公司拥有汽车内饰、外饰、座椅、电子和安全五个专业技术中心，包括设计造型室、座椅检测实验室、安全系统检测实验室和经过国家 CNAS 及美国 A2LA 认证、拥有全套机械与电子测试设施的汽车饰件和电子检测实验室。

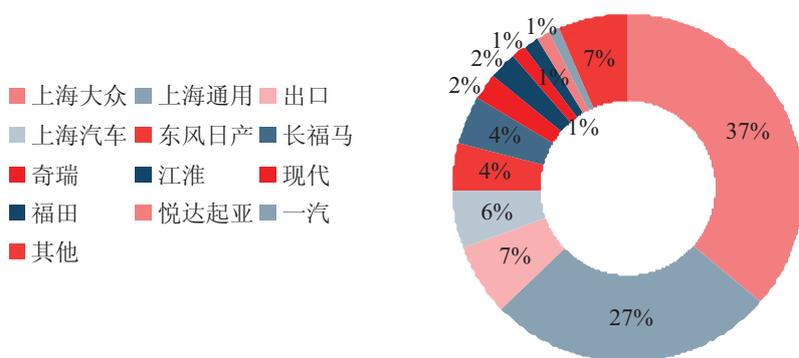
表 2：延锋伟世通已经具备较强的本土研发能力

业务板块	研发能力	工程师人数
内饰系统	涵盖从样式设计到生产制造的全流程研发能力；系统集成；国际水平的测试设施	400
座椅系统	全球统筹协作的技术中心；安全性能测试；声学 and 振动测试	400
电子系统	全产品设计和工程能力；领先的应用程序；国际水平的测试设施	300
安全系统	研发与产品工程；碰撞测试；生命周期测试	150
外饰系统	结构设计、CAE 验证	160

资料来源：公司网站，中信证券研究部

公司依托伟世通、彼欧、江森自控等公司的技术支持及强大的客户关系网络，部分产品在国内 OEM 市场占据较高的市场份额。其中，座椅、仪表板、门内板、中控台、方向盘等产品在国内细分配套市场居首位；保险杠等位居第 2 位。

图 13：延锋伟世通客户结构

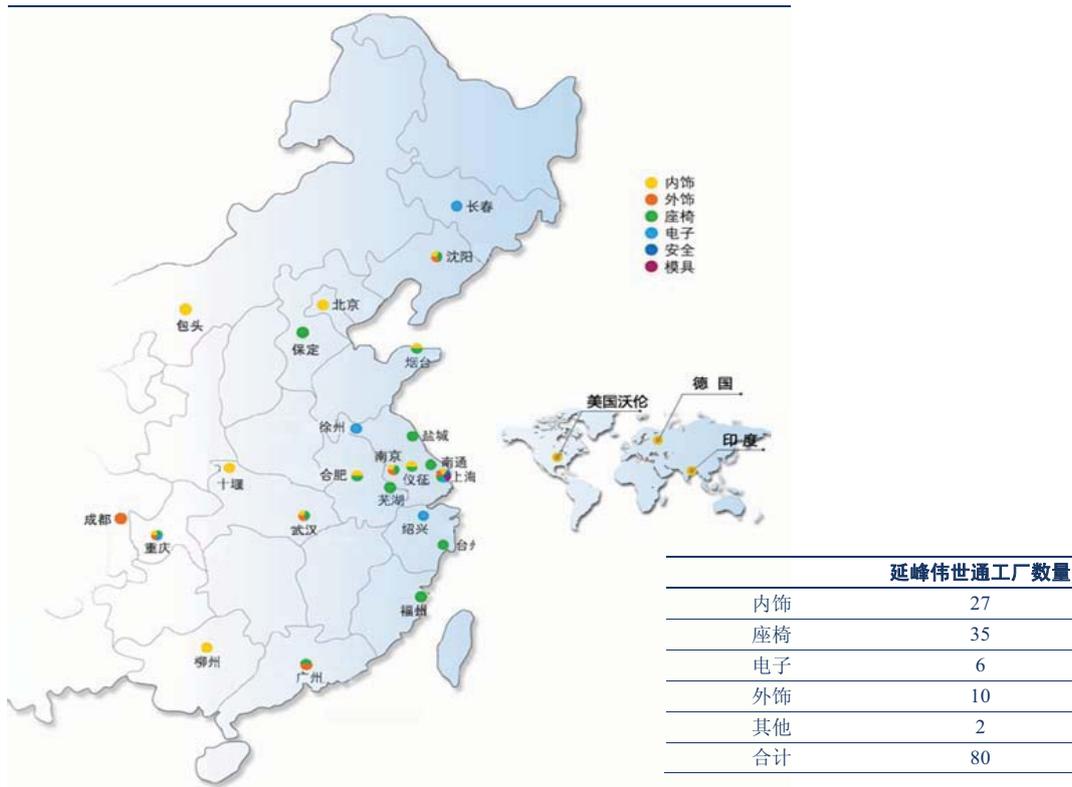


资料来源：公司公告，中信证券研究部

目前上海大众和上海通用仍是公司两大核心客户，分别占比达 37% 和 27%。但通过其他合资或自主品牌的配套，公司客户逐步多元化。同时，公司还有约 7% 的销售额为出口。

公司在国内主要整车生产基地均有配套零部件产能，从最初的上海本地配套拓展至上海周边地区（辐射上海汽车、上海大众和上海通用其他生产基地、奇瑞汽车、吉利汽车、江淮汽车等）、长春（一汽轿车、一汽大众等）、沈阳（华晨宝马、上海通用沈阳工厂）、北京（北京现代、北京奔驰、北汽福田及北汽乘用车等）、保定（长城汽车）、烟台（上海通用东岳）、包头（北方奔驰）、成都（一汽大众成都工厂）、重庆（长安福特马自达、长安铃木、长安汽车等）、柳州（上汽通用五菱）、广州（广汽本田、广汽丰田、广汽乘用车、东风日产花都工厂等）、武汉（东风日产、东风本田等）、福州（东南汽车等）等地。

图 14：延锋伟世通的主要生产基地分布

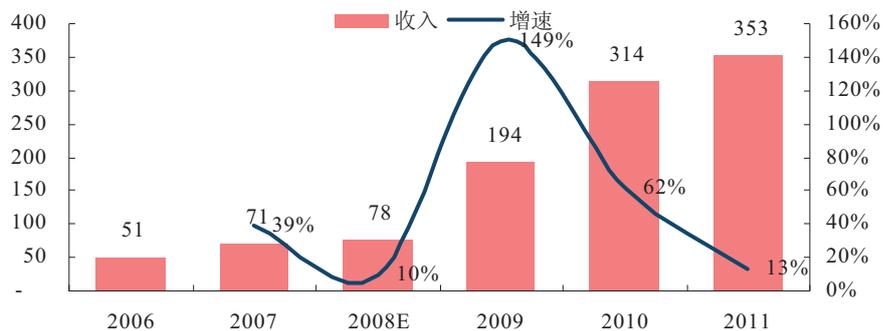


资料来源：公司网站，中信证券研究部

延锋伟世通增长稳健

上海大众和上海通用市场地位提升，其他客户的拓展，以及新产品、新产能的投放驱动延锋伟世通销售收入稳健增长，2011 年公司营业收入超过 350 亿元人民币。2006-2011 年，公司营业收入复合增长率达到 47%。

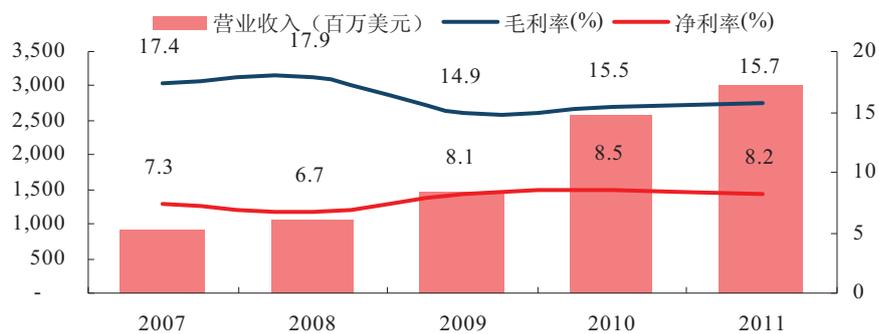
图 15：延锋伟世通收入规模稳健增长（亿元）



资料来源：华域汽车公司公告，中信证券研究部



图 16: 延锋伟世通母公司口径收入和利润率



资料来源: Visteon 年报, 中信证券研究部

我们认为, 未来 3 年日系车市场地位仍趋下行, 德系、美系、韩系等市场地位有望提升。公司主要客户中, 日系占比不足 10%, 有望显著受益。考虑到公司主要客户上海大众、上海通用的市场地位提升及新产品、新产能投放, 公司有望获得高于行业的收入增速。

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2012 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明	
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； 增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； 持有 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间； 卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；	
	2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； 中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000)制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。