

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn

一汽富维(600742.SH)/8.34元

2009年1月16日

业绩超出预期，09年增长依然

工业·汽车零部件

目标估值：10.8-13元

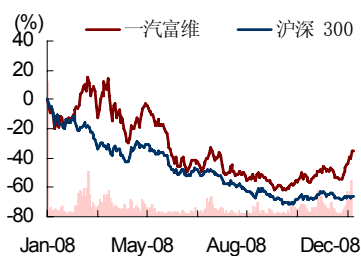
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	1920
总股本(万股)	21152
已上市流通股(万股)	16892
总市值(亿元)	18
流通市值(亿元)	14
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	34.0%
主要股东	第一汽车集团公司
主要股东持股比例	20.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	16	-34
相对表现	23	50	32



相关报告

- 1、《一汽四环(600742)-柳暗花明又一村?》2008/3/27
- 2、《一汽四环(600742)-资产出租带来业绩大幅增长》2008/6/25
- 3、《一汽四环(600742)-合资企业盈利增长，主业收缩减少亏损》2008/7/28
- 4、《汽车行业2009年投资策略》2008/12/16

公司15日公告，2008年实现净利润同比增长250%-350%，超出市场预期。近期我们对一汽富维进行了实地调研，并走访了部分零部件企业。综合考虑，我们认为一汽富维09年EPS有望达到1.08元，维持“审慎推荐-A”投资评级。

□ 预计08年EPS接近0.9元，我们认为业绩超出预期主要原因为：

- 1) 汽联改停产及车厢厂置换减少亏损(07年两块业务累计亏损1.3亿元)；
- 2) 08年上半年一汽财务公司分红4589万元，增厚每股收益0.22元；
- 3) 合资零部件企业天津英泰及江森自控盈利能力依然强劲，另外其他合资企业中部分已开始扭亏为盈进入收获期。

□ 09年主要看点：

- 1) 目前主业包括钢制轮毂、冲压件及点火线圈三块，其中钢制轮毂及冲压件目前毛利率低下，08年中期轮毂毛利率仅为2.64%。在公司加大力度内部挖潜、加强管理下2009年毛利率有望得到提高，乐观预期下可实现盈亏平衡；
- 2) 由于汽联改停产及车厢厂置换的原因，09年公司将不再背负亏损，预计较08年相比减亏3000万元，影响每股收益0.14元；
- 3) 主要盈利合资企业天津英泰客户为一汽丰田，2009年预计仍然有8%增长；江森自控主要客户为一汽大众、一汽轿车，09年一汽大众有望维持或者略微超过08年总销量水平，而一汽轿车09年销量至少增长35%以上。

□ 对一汽富维的理解——一个纯粹的零部件公司：虽然目前来看一汽富维业绩基本来自于投资收益，但除一汽财务外，其他投资收益均来自零部件企业，与主业相关性较强，这个意义上一汽富维可以理解为纯粹的零部件公司。

□ 预估每股收益08年0.89元、09年1.08元。同比分别增长291%和22%；

□ 维持“审慎推荐-A”投资评级：一汽富维旗下合资企业较多，开始陆续进入收获期，上市公司未来业绩增长可期，维持“审慎推荐-A”投资评级。我们认为按照09年EPS10-12倍PE估值相对合理，股价区间10.8-13元，目前股价为8.34元，仍然具有一定上涨空间。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2488	3324	3291	2850	3300
同比增长	14%	34%	-1%	-13%	16%
营业利润(百万元)	3	48	192	235	285
同比增长	-102%	1551%	304%	22%	21%
净利润(百万元)	2	48	187	229	278
同比增长	-101%	2641%	291%	22%	21%
每股收益(元)	0.01	0.23	0.89	1.08	1.31
PE	940.36	34.31	8.78	7.18	5.93
PB	1.51	1.45	1.30	1.15	1.01

资料来源：招商证券

主业以车轮业务为主，改善空间较大

三大主业以车轮为主，毛利率有改善空间。一汽富维在汽联改停产及车厢厂置换以后，目前主营业务主要包括车轮业务（汽车钢制轮毂及铝制车轮装配业务）、冲压件及点火线圈三大业务。

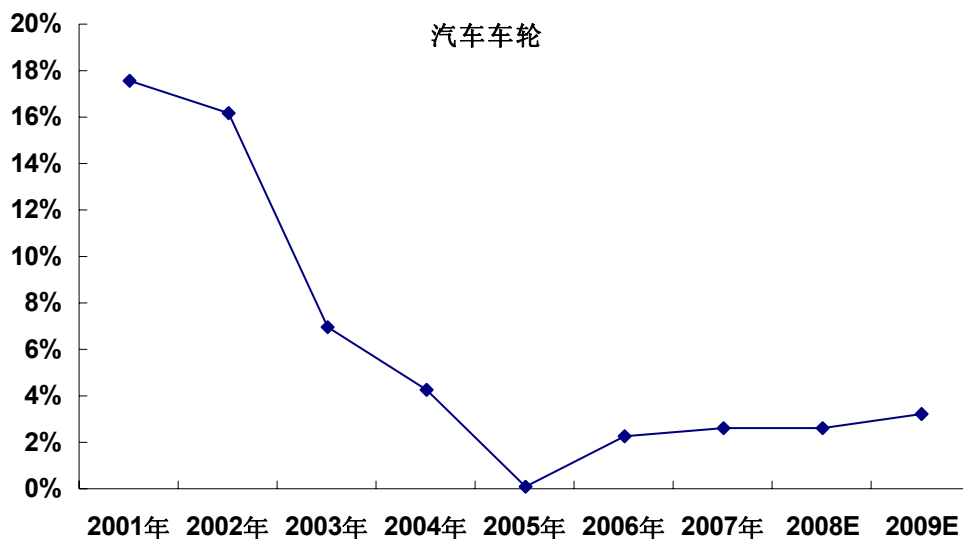
在三大主要业务中，以车轮业务收入最大，我们预计 08 年车轮业务销售收入达到 29 亿元，较 2007 年 25 亿元增长 16%，占公司主营业务收入达到 90%；点火线圈业务以及冲压件业务累计收入超过 3 亿元。

车轮业务主要客户为解放（长春）、解放（青岛）、一汽大众以及一汽轿车。涉及产品主要包括解放卡车，大众捷达品牌等。超过 90% 左右的产品主要供应集团内部企业，销售业务相对较少。

根据 2008 年中报披露数据，车轮业务毛利率仅为 2.64%，毛利率偏低有以下主要原因：

- 1) 08 年上半年钢材价格大幅上涨，而公司产品中钢材占总成本 70-80%，毛利率自然会受到一定程度的影响；
- 2) 公司车轮业务中包括钢制轮毂生产以及铝制车轮装配业务，两者收入各占 50%，装配业务仅赚取加工费用，因此，可以理解钢制轮毂业务的毛利率是目前报表披露数据的两倍，即 08 年中期钢制轮毂真实的毛利率为 5.28%；
- 3) 管理费用偏高。

图 1：车轮业务毛利率统计与预测



资料来源：公司报表，招商证券

车轮业务毛利率有望回升。

集团公司的主要发展战略为大力发展自主品牌，零部件企业的整合也是其中重要组成部分。公司开始引入 TPS 系统，在物流控制上开始整合，并在人员上做出适当调整，车轮公司的管理改善为 2009 年主要工作目标，通过在物流环节的改善及库存的减少，我们认为公司毛利率有一定的提升空间。

四季度公司基本实现盈亏平衡。在盈利预测中，我们假设 2009 年公司车轮业务真实毛利率大约提升 1 个百分点，即达到 6.6% 的水平，基本达到盈亏平衡。

参股企业的投资收益依然是未来主要盈利来源

按权益法核算的合资公司盈利情况良好，公司投资收益将持续增长。公司参股合资企业全部以生产汽车零部件为主，与一汽富维主业相关性较强。除一汽财务和塔奥金杯外，其他主要参股企业均采用权益法核算，合资企业盈利能力的强弱直接影响上市公司业绩。2008 年，在汽车行业景气下降的情况下，公司主要参股企业盈利能力表现良好，净利润均保持增长，预计为公司带来 3.06 亿元（不含一汽财务公司分红）的投资收益；2009 年，随着部分合资企业进入投资收获期，预计公司参股合资企业带来的投资收益将达到 3.35 亿元（不考虑一汽财务公司分红）。

表1：一汽富维主要参控股公司盈利状况

一汽富维主要参控股公司盈利状况（百万元）		净利润			投资收益		
主要参控股公司	持股比例	2007年	2008E	2009E	2007年	2008E	2009E
江森自控	50%	203	240	250	102	120	125
一汽财务	10%	352	200	200	36	46	0
天津英泰	25%	503	640	650	126	160	163
富奥梅克朗	40%	24	35	33	10	14	13
富奥东阳	49%	1	6	8	1	3	4
塔奥金杯	10%	106	128	147	11	2	2
曼胡默尔	40%	(0)	20	25	(0)	8	10
其他企业					(38)	(1)	18
					246	352	335

资料来源：招商证券（注：一汽财务及塔奥金杯按成本法核算）

主要合资公司简介

一、天津英泰。天津英泰以生产座椅、门板、内装等为主，主要客户为天津丰田，为丰田汽车全系列产品配套。08 年由于卡罗拉产品将使得公司收入大幅增长，但由于锐志、皇冠产品销量都出现不同程度的下滑，使得天津英泰盈利能力有所减弱。预计 09 年丰田汽车整体销量依然会增长 8%，但锐志与皇冠基本与 08 年持平，天津英泰 09 年盈利水平将略微提高。

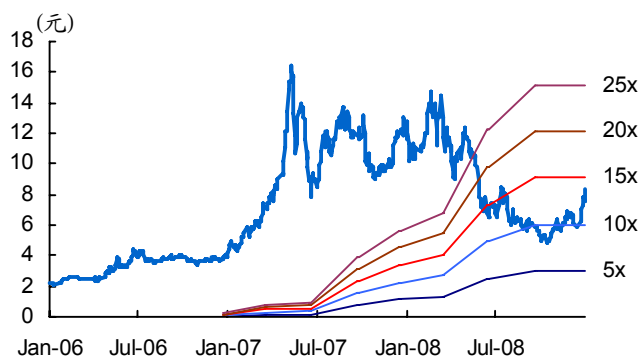
二、富奥江森自控。富奥江森自控以生产座椅及内饰为主，客户主要包括解放汽车、一汽大众以及一汽轿车。09 年将新增奥迪 A4L 产品，将给公司利润增长带来一定正面影响。我们认为一汽大众 09 年销量基本与 08 年持平，一汽轿车至少增长 35%，同时解放汽车销量将下降 25%，整体上考虑降价因素，江森自控 09 年业绩基本与 08 年持平。

三、富奥东阳。富奥东阳以生产前后轿车保险杠为主，主要客户包括一汽轿车、一汽大众。配套车型包括马自达系列、奔腾系列、速腾等。从产品配套角度上，富奥东阳 09 年销售收入增长可以预期。富奥东阳 07 年开始微利，08 年预计利润超过 500 万元，开始驶入收获期，如能解决好产品成品率等技术上的问题，未来将成为一汽富维的另外一个主要利润增长点。

四、曼胡默尔滤清器。曼胡默尔滤清器生产滤清器为主，主要客户为解放、一汽轿车、一汽大众、锡柴等。07 年该企业亏损，08 年上半年利润已经达到 1000 万元，开始进入收获期，预计 09 年利润将达到 2500 万元。

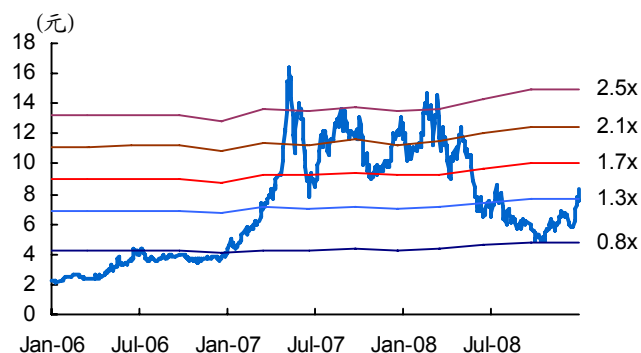
五、富奥梅克朗。富奥梅克朗以生产汽车后视镜为主，主要客户为一汽轿车、解放汽车以及一汽大众。随着后续车型的增加，富奥梅克朗业绩增长值得期待。06 年该公司依然亏损，自 07 年以后开始盈利，销售收入也随着新车型的增加逐年上升。

图 2: 一汽富维历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3: 一汽富维历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《一汽四环-柳暗花明又一村?》2008/3/7。我们在本篇报告大胆预测一汽富维 08 年业绩将超过 0.7 元。
- 2、《一汽四环（600742）-资产出租带来业绩大幅增长》2008/6/25。本篇报告重点分析资产剥离对公司业绩的影响。
- 3、《一汽四环（600742）-合资企业盈利增长，主业收缩减少亏损》2008/7/28。
- 4、《2009 年汽车行业投资策略》，推介一汽轿车、一汽富维，富维定价接近 10 元。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	640	664	863	972	1174
现金	91	80	146	353	459
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	3	66	57	66
应收款项	175	162	161	140	162
其它应收款	10	4	13	11	13
存货	347	403	412	355	410
其他	11	12	65	56	64
非流动资产	1278	1356	1326	1354	1453
长期股权投资	728	841	841	841	841
固定资产	533	496	478	507	607
无形资产	0	0	0	0	0
其他	16	18	7	5	4
资产总计	1918	2020	2190	2326	2627
流动负债	826	881	888	832	905
短期借款	382	352	350	360	370
应付账款	342	455	453	390	451
预收账款	7	7	6	6	6
其他	96	67	78	76	78
长期负债	0	0	30	60	90
长期借款	0	0	30	60	90
其他	0	0	0	0	0
负债合计	826	881	918	892	995
股本	212	212	212	212	212
资本公积金	548	548	548	548	548
留存收益	332	379	511	671	865
少数股东权益	1	0	2	4	7
母公司所有者权益	1091	1139	1270	1430	1625
负债及权益合计	1918	2020	2190	2326	2627

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	(102)	(71)	(198)	11	(55)
净利润			187	229	278
折旧摊销			61	62	69
财务费用			22	21	22
投资收益			(353)	(336)	(396)
营运资金变动			(94)	34	(35)
其它			(21)	1	6
投资活动现金流	55	112	(40)	(90)	(170)
资本支出			(40)	(90)	(170)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	84	(50)	303	286	331
借款变动			28	40	40
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(56)	(69)	(83)
其他			331	315	374
现金净增加额	37	(10)	65	207	105

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2488	3324	3291	2850	3300
营业成本	2432	3302	3236	2788	3219
营业税金及附加	3	4	3	3	3
营业费用	44	43	53	37	46
管理费用	133	120	138	103	122
财务费用	17	19	22	21	22
资产减值损失	10	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	153	246	353	336	396
营业利润	3	48	192	235	285
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	2	49	192	235	285
所得税	1	1	3	4	4
净利润	2	48	189	231	280
少数股东损益	0	0	2	2	3
母公司所有者净利润	2	48	187	229	278
EPS (元)	0.01	0.23	0.89	1.08	1.31

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	13.74%	33.60%	-0.99%	-13.40%	15.79%
营业利润	-102.19%	1550.69%	304.35%	22.23%	21.15%
净利润	-101.31%	2641.14%	290.77%	22.23%	21.15%
获利能力					
毛利率	2.27%	0.65%	1.68%	2.19%	2.47%
净利率	0.07%	1.44%	5.70%	8.04%	8.41%
ROE	0.16%	4.21%	14.76%	16.02%	17.09%
ROIC	0.98%	4.38%	12.75%	13.58%	14.45%
偿债能力					
资产负债率	43.09%	43.63%	41.91%	38.33%	37.88%
净负债比率	19.92%	17.42%	17.36%	18.05%	17.51%
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	1.3	1.6	1.5	1.2	1.3
存货周转率	7.4	8.8	7.9	7.3	8.4
应收帐款周转率	10.7	19.7	20.4	18.9	21.9
应付帐款周转率	6.3	8.3	7.1	6.6	7.7
每股资料(元)					
每股收益	0.01	0.23	0.89	1.08	1.31
每股经营现金	-0.48	-0.34	-0.93	0.05	-0.26
每股净资产	5.16	5.38	6.00	6.76	7.68
每股股利	0.18	0.14	0.27	0.32	0.39
估值比率					
PE	1015.3	37.0	9.5	7.8	6.4
PB	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	18.0	11.2	5.1	4.4	3.7

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究3年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。