

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年3月20日

一汽富维(600742.SH)/13.31元

主业经营有望改善、投资收益稳定增长

工业·汽车

目标估值: 14.3-19元

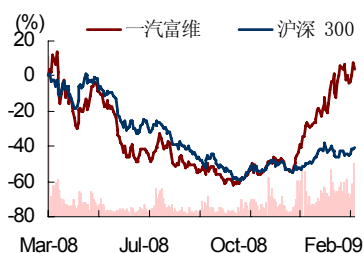
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2266
总股本(万股)	21152
已上市流通股(万股)	16892
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	14.1
资产负债率	29.2%
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	33	136	19
相对表现	29	121	58



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
- 5、《一汽富维-业绩超出预期, 09 年增长依然》2009/1/17

2008 年, 公司实现销售收入 34.8 亿元, 同比增长 5%, 实现每股收益 0.90 元, 同比增长 295%, 业绩高速增长主要来自相关零部件企业收益及主业减亏。公司投资收益具有持续性, 未来公司业务将稳定增长, 维持“审慎推荐-A”投资评级。

- **资产剥离导致大幅减亏、合资企业收益快速增长。**在汽联改停产及车厢厂置换以后, 2008 年公司主营业务经营情况有所好转, 毛利率从 2007 年的 0.6% 提高到 2008 年的 1.6%; 公司实现投资收益 3.62 亿元, 同比增长 47.2%, 是净利润实现高增长以及未来可望增长基础。
- **相关零部件企业 09 年整体仍然有望增长。**公司及相关参控股公司产品主要为一汽集团旗下轿车、一汽大众、一汽丰田和解放货车进行配套, 发展情况良好, 除一汽丰田外, 其他企业 2009 年整体有望维持增长。
- **公司本部业务有改善空间。**在三大主要业务中, 以车轮业务收入最大, 2008 年车轮业务销售收入达到 29.6 亿元, 同比增长 14%, 占公司主营业务收入达到 85%。我们保守估计 2009 年, 随着钢材价格的回落, 公司车轮业务毛利率将有所改善, 在盈利预测中对该部分以 2.5% 测算, 仅增长 0.2 个百分点。
- **部分合资企业步入收获期, 未来投资收益有保证。**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, 为公司带来投资收益为 3.62 亿元; 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 3.37 亿元。
- **保守预计每股收益 2009 年 0.95 元、2010 年 1.1 元。**同比分别增长 12% 和 16%。比我们前期盈利预测 09、10 年 1.08 元、1.31 元有所下调。
- **股价已达到我们前期预计 13 元, 仍有上涨空间, 维持“审慎推荐-A”投资评级:**依托一汽集团整车的发展, 公司相关业务增长确定, 上市公司未来业绩增长可期。根据目前行业估值水平及公司主业增长的确性, 按 09 年 15-20 倍 PE 估值相对合理, 目标价格区间 14.25-19 元, 维持“审慎推荐-A”投资评级。未来增长点为合资企业业务的拓展及主业的改善, 同时一汽富维有可能成为集团商用车或零部件整体上市的平台。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3324	3476	3090	3590	3590
同比增长	34%	5%	-11%	16%	0%
营业利润(百万元)	48	188	202	235	268
同比增长	1551%	295%	7%	17%	14%
净利润(百万元)	48	190	201	234	267
同比增长	2641%	295%	6%	16%	14%
每股收益(元)	0.23	0.90	0.95	1.10	1.26
PE	58.69	14.86	14.03	12.05	10.56
PB	2.47	2.12	1.88	1.66	1.47

资料来源: 招商证券

1、资产剥离主业有所改善

2008 年公司经营包袱有所减轻，毛利率略有提升。2008 年公司主营业务综合毛利率为 1.6%，相比于 2007 年的 0.6%略有好转，主要原因是在汽联改停产及车厢厂置换以后，经营包袱有所减轻，3 季度和 4 季度的毛利率分别为 3.7%和 3.5%。

投资收益保持高速增长。2008 年公司实现投资收益 3.62 亿元，同比增长 47.2%，其中按权益法核算的投资收益合计为 3.06 亿元，同比增长 29%，按成本法核算的投资收益合计为 0.56 亿元（一汽财务分红 0.46 亿元），同比增长 530%。

期间费用情况控制有效。2008 年公司营业费率和管理费率为 1.1%和 4.3%，控制情况尚可；财务费用为 0.18 亿元，比 2007 年下降 4.1%。

表1：一汽富维2008年业绩回顾

单位：百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2007	2008
一、营业总收入	673	939	850	862	870	1300	737	569	3324	3476
二、营业总成本	701	971	878	973	904	1340	751	655	3523	3650
其中：营业成本	667	926	843	867	862	1298	710	549	3302	3419
营业税金及附加	2	0	1	1	1	1	1	1	4	4
营业费用	8	9	10	15	10	10	9	9	43	38
管理费用	19	26	24	51	24	25	27	75	120	151
财务费用	5	5	4	4	5	5	4	3	19	18
资产减值损失	0	3	-4	36	2	0	0	18	35	20
三、其他经营收益	34	40	54	118	50	93	66	153	246	362
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	34	40	54	118	50	93	66	153	246	362
四、营业利润	6	9	26	6	16	53	53	67	48	188
加：营业外收入	1	0	0	0	0	4	0	1	1	5
减：营业外支出	0	0	0	0	0	1	2	0	0	3
五、利润总额	6	9	27	7	16	56	51	68	49	190
减：所得税	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
六、净利润	6	9	26	6	16	55	51	68	48	190
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	6	9	26	6	16	55	51	68	48	190
EPS	0.03	0.04	0.12	0.03	0.07	0.26	0.24	0.32	0.23	0.90
主要比率										
毛利率	0.9%	1.4%	0.9%	-0.6%	0.9%	0.1%	3.7%	3.5%	0.6%	1.6%
营业利润率	0.9%	1.0%	3.1%	0.7%	1.8%	4.1%	7.1%	11.7%	1.4%	5.4%
净利率	0.9%	0.9%	3.1%	0.7%	1.8%	4.2%	6.9%	11.9%	1.4%	5.5%
营业费率	1.3%	1.0%	1.2%	1.7%	1.2%	0.7%	1.2%	1.6%	1.3%	1.1%
管理费费率	2.8%	2.8%	2.8%	5.9%	2.8%	1.9%	3.7%	13.2%	3.6%	4.3%
实际税率	2.0%	2.5%	0.8%	1.4%	0.4%	0.8%	0.1%	-0.3%	1.4%	0.2%
YOY										
收入增长率	8%	52%	-1%	10%	29%	38%	-13%	-34%	15%	5%
归属母公司净利润	-434%	19%	-789%	-173%	147%	522%	93%	957%	-781%	295%

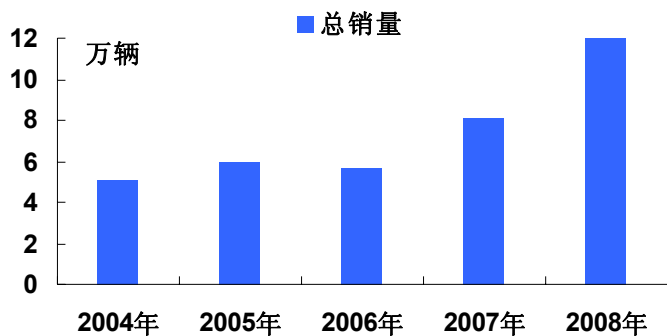
数据来源：招商证券，公司资料

2、大树底下好乘凉—集团配套体系的优势

公司及相关参控股公司产品主要为一汽集团旗下一汽轿车、一汽大众、一汽丰田和解放货车进行配套，各车企发展情况良好，将使公司业绩保持增长。

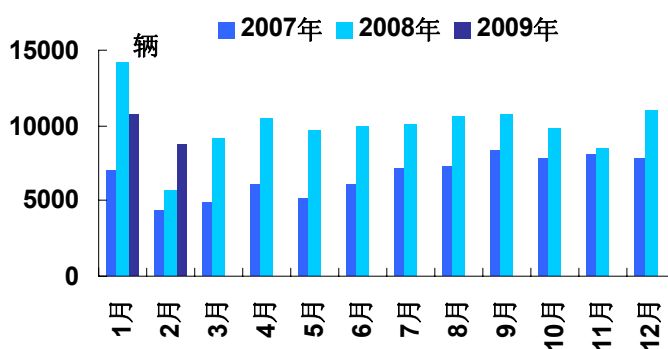
2009 年 1-2 月，一汽轿车销量为 1.95 万辆，同比下降 2.1%，我们预计随着奔腾 B50 和新马自达 6 睿翼的上市，公司销量仍将保持高速增长。

图 1：一汽轿车年度销量统计



资料来源：招商证券

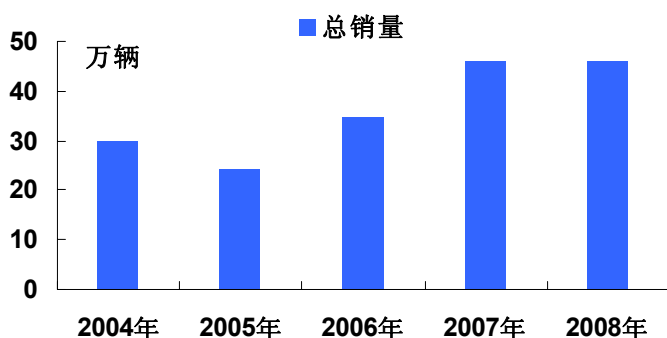
图 2：一汽轿车月度销量统计



资料来源：CEIC，招商证券

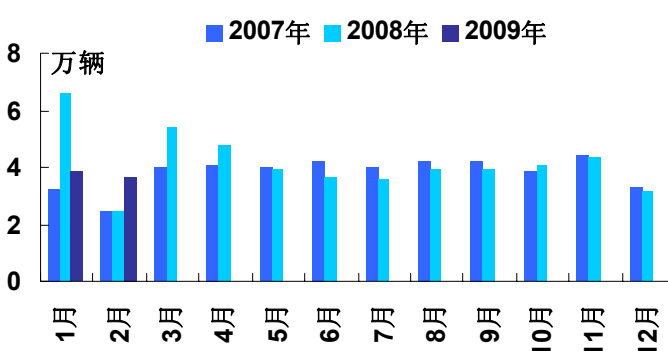
2009 年 1-2 月，一汽大众销量为 7.56 万辆，同比下降 16.6%，一汽大众以中高档轿车为主，销量情况不佳，但随着新产品的上市，预计 2009 年销量将小幅增长。

图 3：一汽大众年度销量统计



资料来源：招商证券

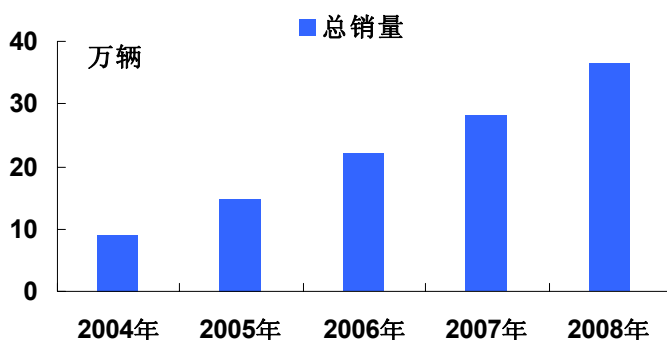
图 4：一汽大众月度销量统计



资料来源：招商证券

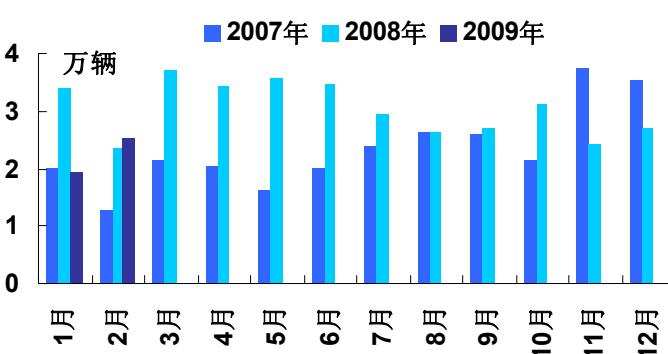
2009 年 1-2 月，一汽丰田销量为 4.51 万辆，同比下降 21.8%，由于缺乏新产品，预计公司 2009 年销量将出现小幅下滑。

图 5：一汽丰田年度销量统计



资料来源：招商证券

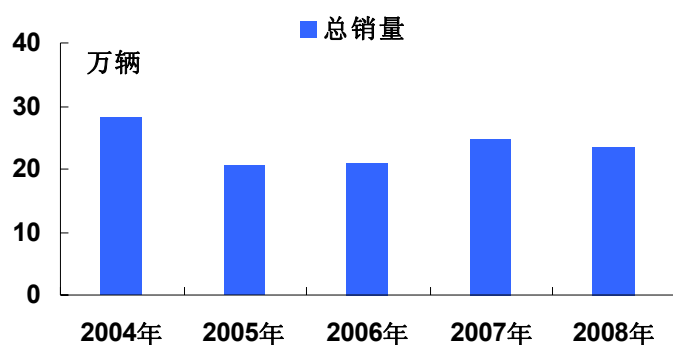
图 6：一汽丰田月度销量统计



资料来源：招商证券

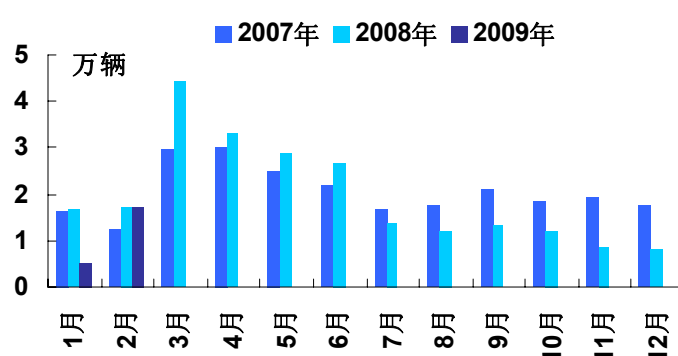
2009 年 1-2 月，一汽集团货车销量为 22.5 万辆，同比下降 33.4%，我们预计随着国家“汽车下乡”政策的实施，集团货车销售情况将有所好转。

图 7：一汽集团货车年度销量统计



资料来源：招商证券

图 8：一汽集团货车月度销量统计



资料来源：招商证券

3、2009 年主营有望稳中有升。

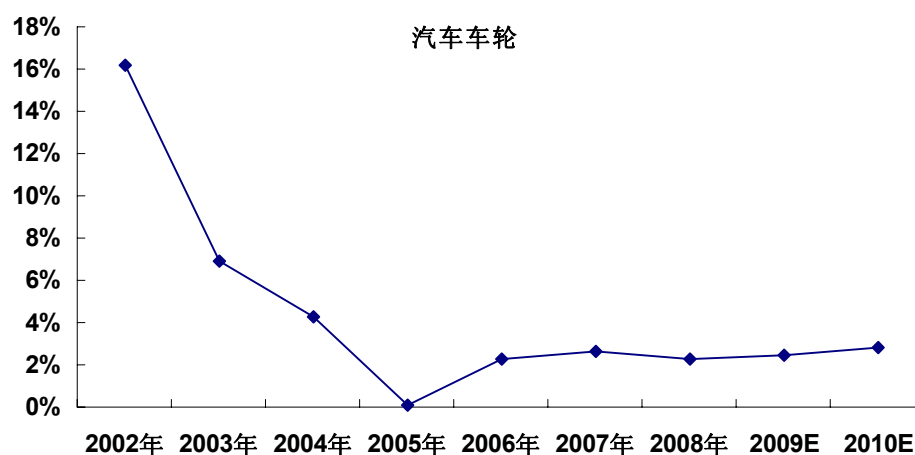
2009 年经营包袱进一步减轻。2009 年，在汽联改停产及车厢厂置换以后（预计将比 2008 年减亏 3000 万元），主营业务将主要包括车轮业务（汽车钢制轮毂及铝制车轮装配业务）、冲压件及点火线圈三大业务，。

在三大主要业务中，以车轮业务收入最大，2008 年车轮业务销售收入达到 29.6 亿元，同比增长 14%，占公司主营业务收入达到 85%，毛利率为 2.27%；点火线圈和冲压件等其他业务收入 5.16 亿元，毛利率为-2.1%。

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，出销业务相对较少。

2009 年车轮业务毛利率相对稳定。2008 年车轮业务毛利率为 2.27%，低于 2007 年的 2.61%，主要原因是 2008 年钢材等原材料价格大幅上涨，而公司钢制轮毂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。我们保守估计 2009 年，随着钢材价格的回落，尽管在整车公司盈利不利局面下，公司车轮业务毛利率有望稳中有升达到 2.5%，比 08 年略为上升。

图 9：车轮业务毛利率统计与预测



数据来源：招商证券

4、合资零部件企业仍将是公司利润来源。

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。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，其盈利情况将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，为公司带来投资收益为 3.62 亿元。

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 3.37 亿元。

表2：一汽富维主要参控股公司投资收益预测（百万元）

主要参控股公司		净利润				投资收益			
	持股比例	2008 年	2009E	2010E	2011E	2008 年	2009E	2010E	2011E
权益法核算									
江森自控	50%	264	270	275	290	132	135	138	145
天津英泰	25%	648	630	693	710	162	158	173	178
富奥梅克朗	40%	29	35	40	50	12	14	16	20
富奥东阳	49%	3	8	10	15	1	4	5	7
曼胡默尔	40%	14	25	30	40	5	10	12	16
江森金属件	50%	-13	-6	2	5	-6	-3	1	3
成本法核算									
一汽财务	10%	442				46	5	5	5
塔奥金杯	10%	77				10	15	17	20
投资收益合计						362	337	367	393

数据来源：招商证券

5、股价仍有上涨空间，维持“审慎推荐-A”投资评级。

依托一汽集团的发展，公司相关业务发展势头良好，上市公司未来业绩增长可期。

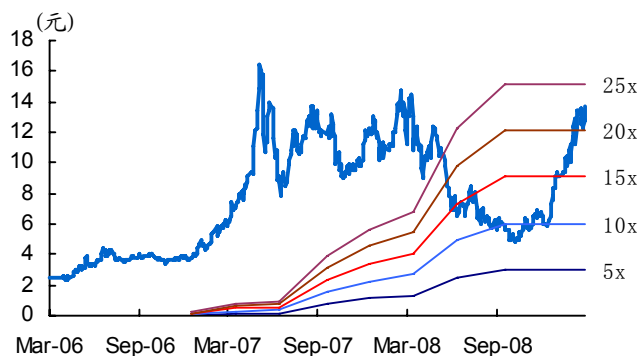
根据收益来源，考虑目前丰田汽车的经营状况，我们下调了天津英泰的盈利预测，并下调一汽富维 09、10 年 EPS 为 0.95、1.1 元。

按照目前行业平均 15-20 倍 09 年 EPS 估值，一汽富维合理价格区间为 14.3-19 元，股价仍然具有一定上涨空间，继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

未来关注点：

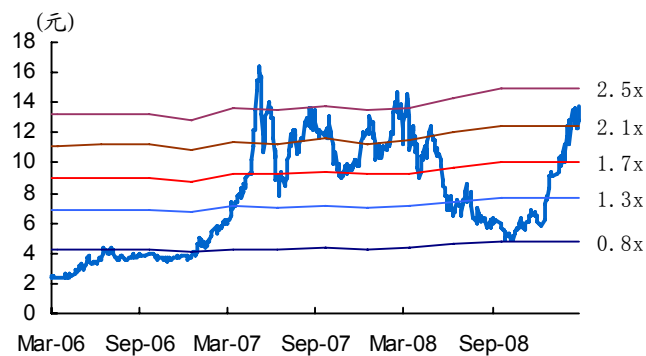
- 1) 一汽丰田汽车销量的回升；
- 2) 主营业务的持续减亏；
- 3) 其他合资企业的盈利能力提升，如富奥东阳；
- 4) 公司有可能作为集团整体上市零部件或者商用车平台。

图 10: 一汽富维历史 PE Band



资料来源：招商证券

图 11: 一汽富维历史 PB Band



资料来源：招商证券

参考报告:

- 1、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》2007/3/2。我们在本篇报告中提出投资汽车产业，公司综合实力决定未来。
- 2、《2009 年汽车行业投资策略报告》2008/12 看好乘用车，看空商用车。
- 3、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/11/11。提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会，对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 4、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12。金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	640	664	481	910	1098
现金	91	80	74	343	441
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	3	9	62	72
应收款项	175	162	112	134	156
其它应收款	10	4	2	12	14
存货	347	403	279	297	344
其他	11	12	5	61	70
非流动资产	1278	1356	1395	1430	1532
长期股权投资	728	841	944	944	944
固定资产	533	496	440	478	581
无形资产	0	0	0	0	0
其他	16	18	12	8	7
资产总计	1918	2020	1877	2340	2630
流动负债	826	881	548	845	936
短期借款	382	352	230	300	320
应付账款	342	455	216	425	492
预收账款	7	7	2	6	7
其他	96	67	100	114	118
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	826	881	548	845	936
股本	212	212	212	212	212
资本公积金	548	548	548	548	548
留存收益	332	379	569	736	934
少数股东权益	1	0	0	0	0
母公司所有者权益	1091	1139	1328	1495	1693
负债及权益合计	1918	2020	1877	2340	2630

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(71)	(116)	(1)	(69)	(26)
净利润			201	234	267
折旧摊销			58	66	82
财务费用			14	15	15
投资收益			(337)	(367)	(393)
营运资金变动			64	(23)	1
其它			(2)	6	3
投资活动现金流	112	251	(88)	(170)	(240)
资本支出			(90)	(170)	(240)
其他投资			2	0	0
筹资活动现金流	(50)	(141)	359	337	358
借款变动			70	20	20
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(34)	(35)	(40)
其他			323	352	378
现金净增加额	(10)	(7)	269	98	92

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3324	3476	3090	3590	3590
营业成本	3302	3419	3035	3513	3506
营业税金及附加	4	4	3	4	4
营业费用	43	38	40	47	47
管理费用	120	151	133	144	144
财务费用	19	18	14	15	15
资产减值损失	35	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	246	362	337	367	393
营业利润	48	188	202	235	268
营业外收入	1	5	2	2	2
营业外支出	0	3	1	1	1
利润总额	49	190	203	236	269
所得税	1	0	2	2	3
净利润	48	190	201	234	267
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	48	190	201	234	267
EPS (元)	0.23	0.90	0.95	1.10	1.26

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33.6%	4.6%	-11.1%	16.2%	0.0%
营业利润	1551%	295%	7.4%	16.6%	14.2%
净利润	2641%	295%	5.9%	16.5%	14.1%
获利能力					
毛利率	0.6%	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%
净利率	1.4%	5.5%	6.5%	6.5%	7.4%
ROE	4.2%	14.3%	13.4%	13.8%	13.9%
ROIC	4.4%	13.2%	11.9%	12.3%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	29.2%	36.1%	35.6%	33.2%
净负债比率	17.4%	12.3%	12.8%	12.2%	11.8%
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.3	0.4	0.7	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	1.6	1.9	1.3	1.4	1.2
存货周转率	8.8	10.0	10.5	10.9	10.2
应收帐款周转率	19.7	25.4	25.1	24.7	23.0
应付帐款周转率	8.3	10.2	9.5	7.7	7.1
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.90	0.95	1.10	1.26
每股经营现金	-0.34	-0.55	-0.01	-0.33	-0.12
每股净资产	5.38	6.28	7.07	8.01	9.08
每股股利	0.00	0.00	0.16	0.17	0.19
估值比率					
PE	58.7	14.9	14.0	12.0	10.6
PB	2.5	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	29.4	13.9	13.3	11.6	10.0

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4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。现为新能源网行业顾问，南方都市报汽车研究院特聘研究员。

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。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

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

免责声明

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。