

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

2009年10月14日

## 一汽富维(600742.SH)/17.38元

### 经营状况持续改善，上调目标价至23.6元

工业·汽车

目标估值: 23.6元

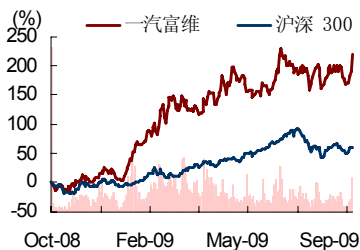
审慎推荐-A(维持)

#### 基础数据

上证综指	2936
总股本(万股)	21152
已上市流通股(万股)	21152
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	15.9
资产负债率	32.3%
主要股东	第一汽车集团公司
主要股东持股比例	24.2%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	59	72
相对表现	13	17	45



#### 相关报告

- 1、《一汽四环-柳暗花明又一村?》2008/3/27
- 2、《一汽四环-资产出租带来业绩大幅增长》2008/6/25
- 3、《一汽四环-合资企业盈利增长, 主业收缩减少亏损》2008/7/28
- 4、《一汽富维-业绩超出预期, 09年增长依然》2009/1/16
- 5、《一汽富维-主业经营有望改善, 投资收益稳定增长》2009/3/20
- 6、《一汽富维-半年盈利符合预期, 维持09年盈利预测》2009/8/21

根据行业增长、母公司及合资合营企业的经营水平, 我们上调公司盈利预测, 上调09年EPS至1.18元, 上调公司目标价格23.6元。母公司仍然具有改善的空间, 同时部分合资企业从亏损或微利转向盈利大幅增长, 公司客户稳定, 业绩成长性较好, 继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

- **本部减亏趋势明显。**上半年公司实现营业收入13.64亿元, 同比下降37.2%; 上半年综合毛利率为1.9% (其中一季度-0.1%、二季度2.9%), 比去年同期的0.4%略有好转; 上半年期间费用合计为0.75亿元, 与08年同期的0.79亿元基本持平, 主业亏损为0.53亿元, 比08年同期亏损0.74亿元有所好转。
- **主要配套客户销售状况良好。**我们在09年初的报告中提出“对一汽富维的理解: 一个纯粹的零部件公司”, 其本部和参股公司主要配套客户为一汽解放、一汽大众、一汽轿车和一汽丰田, 其中一汽解放09年销量将与08年持平; 一汽大众销量保持稳定增长态势; 一汽轿车近期新车不断上量, 销量保持高速增长; 一汽丰田RAV4销售火爆, 而其他车型销售形势好转迹象明显。
- **投资收益将稳定持续增长。**权益法核算企业中, 江森自控和天津英泰盈利能力突出, 业绩稳定性强; 而富奥东阳、富维江森和曼胡默尔滤清器则是刚刚步入盈利, 业绩弹性较高, 成长空间大; 成本法核算企业中, 一汽财务近几年盈利稳定, 持续分红能力强, 成为公司经常性收益之一。
- **上调09年、10年EPS至1.18元和1.33元。**基于对09年下半年以及明年汽车销量良好预期, 公司本部经营将继续小幅改善, 同时下游配套客户销量增长确定性强, 我们上调09年、10年EPS至1.18元和1.33元 (原预测值分别为0.95元和1.1元)。
- **上调目标价至23.6元。**目前股价对应09年和10年EPS分别为14.7倍和13.0倍, 估值水平相对较低; 作为一家零部件企业, 公司相关业务下游配套关系稳定, 下游客户发展情况良好, 是A股市场中优质的零部件企业之一, 而且成长性相对确定, 我们认为按照09年20倍估值比较合理, 上调目标价至23.6元 (原目标价为17元), 维持“审慎推荐-A”投资评级。

#### 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	252	284	316
同比增长	1551%	295%	34%	13%	11%
净利润(百万元)	48	190	250	282	314
同比增长	2641%	295%	32%	13%	11%
每股收益(元)	0.23	0.90	1.18	1.33	1.48
PE	76.6	19.4	14.7	13.0	11.7
PB	3.2	2.8	2.4	2.1	1.8

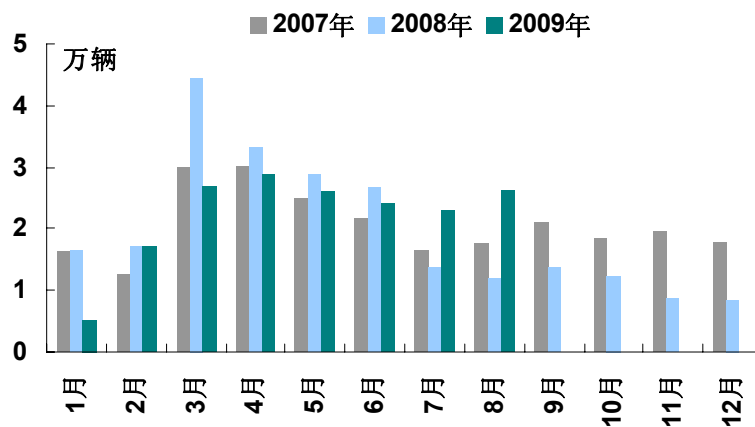
资料来源: 招商证券

表 1: 09 年中期业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	08H1	09H1
一、营业总收入	870	1300	737	569	470	894	2170	1364
二、营业总成本	904	1340	751	655	500	917	2244	1416
其中: 营业成本	862	1298	710	549	470	868	2161	1338
营业税金及附加	1	1	1	1	1	2	2	3
营业费用	10	10	9	9	5	12	20	17
管理费用	24	25	27	75	21	32	49	52
财务费用	5	5	4	3	3	3	11	6
资产减值损失	2	0	0	18	0	0	2	0
三、其他经营收益	50	93	66	153	53	89	142	142
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	50	93	66	153	53	89	142	142
四、营业利润	16	53	53	67	23	66	69	89
加: 营业外收入	0	4	0	1	0	16	4	16
减: 营业外支出	0	1	2	0	0	0	1	0
五、利润总额	16	56	51	68	23	82	71	105
减: 所得税	0	0	0	0	0	1	1	1
六、净利润	16	55	51	68	23	81	71	104
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	16	55	51	68	23	81	71	104
<b>EPS (元)</b>	<b>0.07</b>	<b>0.26</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.11</b>	<b>0.38</b>	<b>0.33</b>	<b>0.49</b>
<b>主要比率</b>								
毛利率	0.9%	0.1%	3.7%	3.5%	-0.1%	2.9%	0.4%	1.9%
营业利润率	1.8%	4.1%	7.1%	11.7%	5.0%	7.4%	3.2%	6.5%
净利率	1.8%	4.2%	6.9%	11.9%	4.9%	9.0%	3.3%	7.6%
营业费率	1.2%	0.7%	1.2%	1.6%	1.0%	1.3%	0.9%	1.2%
管理费费率	2.8%	1.9%	3.7%	13.2%	4.4%	3.6%	2.3%	3.8%
实际税率	0.4%	0.8%	0.1%	-0.3%	0.4%	1.0%	0.7%	0.9%
<b>YOY</b>								
收入增长率	29.4%	38.4%	-13.3%	-34.0%	-46.0%	-31.2%	34.6%	-37.2%
归属母公司所有者净利润	147.2%	522.5%	92.9%	957.2%	47.6%	46.5%	365.8%	46.7%

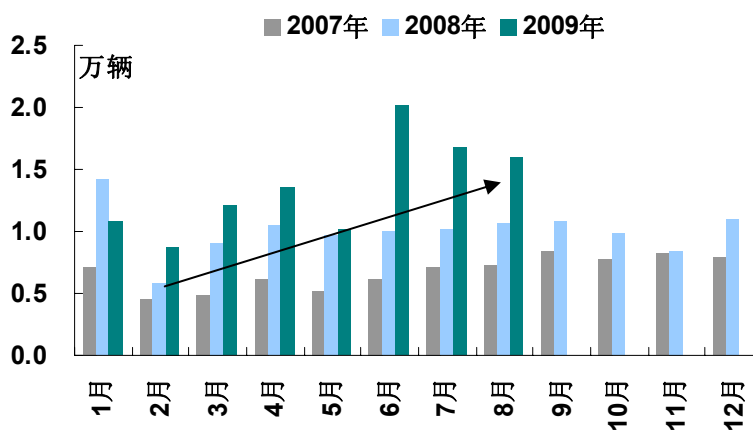
资料来源: 公司报表, 招商证券

图 1: 一汽解放月度销量统计



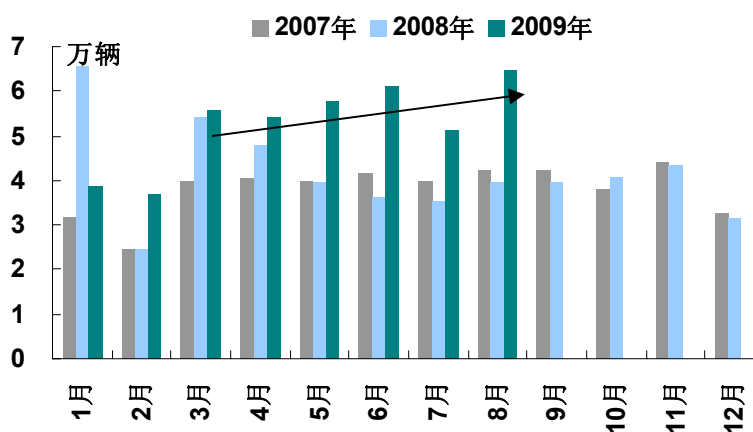
资料来源: 招商证券, CAAM

**图2：一汽轿车月度销量统计**



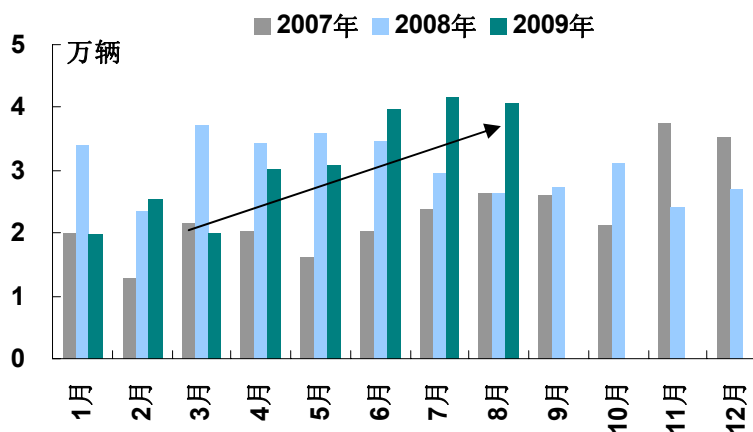
资料来源：招商证券，CAAM

**图3：一汽大众月度销量统计**



资料来源：招商证券，CAAM

**图4：一汽丰田月度销量统计**



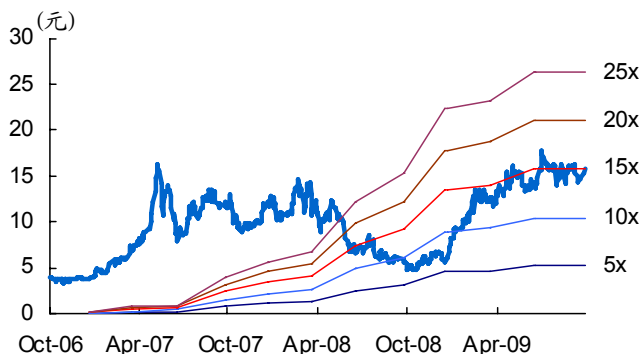
资料来源：招商证券，CAAM

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	持股比例	净利润				投资收益			
		2008年	2009E	2010E	2011E	2008年	2009E	2010E	2011E
<b>权益法核算</b>									
江森自控	50%	264	270	275	290	132	135	138	145
天津英泰	25%	648	620	660	690	162	155	165	173
富奥梅克朗	40%	30	40	48	55	12	16	19	22
富奥东阳	49%	3	46	52	60	1	23	25	29
曼胡默尔	40%	14	21	26	32	5	8	10	13
江森金属件	50%	-13	4	6	8	-6	2	3	4
<b>成本法核算</b>									
一汽财务	10%	442				46	44	45	45
塔奥金杯	10%	77				10	10	10	10
<b>投资收益合计</b>						<b>363</b>	<b>393</b>	<b>416</b>	<b>441</b>

数据来源: 招商证券

图 1: 一汽富维历史 PE Band



资料来源: 招商证券

图 2: 一汽富维历史 PB Band



资料来源: 招商证券

**参考报告:**

- 1、《一汽四环 (600742) -柳暗花明又一村?》2008/3/27, 在业内率先发现一汽富维的投资价值;
- 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、《一汽富维 (600742) -业绩超出预期, 09 年增长依然》2009/1/16;
- 5、《一汽富维 (600742) -主业经营有望改善, 投资收益稳定增长》2009/3/20, 提示了一汽富维的显著投资价值, 并提出了 14.3-19 元的目标估值区间。
- 6、《一汽富维 (600742) -半年盈利符合预期, 维持 09 年盈利预测》2009/8/21。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	664	481	952	1181	1312
现金	80	74	385	524	656
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	9	62	72	72
应收款项	162	112	134	156	156
其它应收款	4	2	12	14	14
存货	403	279	298	344	344
其他	12	5	61	70	70
<b>非流动资产</b>	1356	1395	1430	1532	1687
长期股权投资	841	944	944	944	944
固定资产	496	440	478	581	737
无形资产	0	0	0	0	0
其他	18	12	8	7	6
<b>资产总计</b>	<b>2020</b>	<b>1877</b>	<b>2382</b>	<b>2713</b>	<b>2999</b>
<b>流动负债</b>	881	548	846	936	956
短期借款	352	230	300	320	340
应付账款	455	216	426	492	491
预收账款	7	2	6	7	7
其他	67	100	114	118	119
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>881</b>	<b>548</b>	<b>846</b>	<b>936</b>	<b>956</b>
股本	212	212	212	212	212
资本公积金	548	548	548	548	548
留存收益	379	569	777	1017	1284
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1139	1328	1536	1776	2043
<b>负债及权益合计</b>	<b>2020</b>	<b>1877</b>	<b>2382</b>	<b>2713</b>	<b>2999</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	(71)	(116)	(7)	(70)	(26)
净利润			250	282	314
折旧摊销			58	66	82
财务费用			14	14	15
投资收益			(393)	(416)	(441)
营运资金变动			65	(23)	1
其它			(2)	6	3
<b>投资活动现金流</b>	112	251	(88)	(170)	(240)
资本支出			(90)	(170)	(240)
其他投资			2	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(50)	(141)	406	379	399
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			(43)	(42)	(47)
其他			378	401	426
<b>现金净增加额</b>	<b>(10)</b>	<b>(7)</b>	<b>311</b>	<b>139</b>	<b>133</b>

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
<b>营业收入</b>	3324	3476	3090	3590	3590
营业成本	3302	3419	3040	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	14	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	393	416	441
<b>营业利润</b>	48	188	252	284	316
营业外收入	1	5	2	2	2
营业外支出	0	3	1	1	1
<b>利润总额</b>	49	190	253	285	317
所得税	1	0	3	3	3
<b>净利润</b>	48	190	250	282	314
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>母公司所有者净利润</b>	48	190	250	282	314
<b>EPS (元)</b>	0.23	0.90	1.18	1.33	1.48

**主要财务比率**

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>年成长率</b>					
营业收入	33.6%	4.6%	-11.1%	16.2%	0.0%
营业利润	1551%	295%	34.1%	12.8%	11.2%
净利润	2641%	295%	32.1%	12.8%	11.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	0.6%	1.6%	1.6%	2.1%	2.3%
净利率	1.4%	5.5%	8.1%	7.9%	8.7%
ROE	4.2%	14.3%	16.3%	15.9%	15.4%
ROIC	4.4%	13.2%	14.4%	14.1%	13.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.6%	29.2%	35.5%	34.5%	31.9%
净负债比率	17.4%	12.3%	12.6%	11.8%	11.3%
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.3	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.6	1.9	1.3	1.3	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
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.23	0.90	1.18	1.33	1.48
每股经营现金	-0.34	-0.55	-0.03	-0.33	-0.12
每股净资产	5.38	6.28	7.26	8.40	9.66
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.20	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	76.6	19.4	14.7	13.0	11.7
PB	3.2	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	33.4	15.8	12.8	11.4	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；并入围新财富最佳分析师评选。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

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

### 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。