

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

2009年11月16日

一汽富维(600742.SH)/21.12元

调高盈利预测，估值优势明显

工业·汽车

目标估值：28-31元

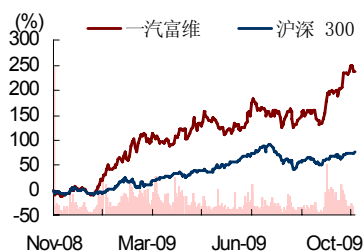
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3188
总股本(万股)	21152
已上市流通股(万股)	21152
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	45
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	16.8
资产负债率	29.0%
主要股东	第一汽车集团公司
主要股东持股比例	20.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	34	43	278
相对表现	24	18	190



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
- 7、《一汽富维-经营状况持续改善，上调目标价至23.6元》2009/10/14
- 8、《一汽富维-平台优势突出，业务发展前景光明》2009/10/29

近期我们就公司经营状况进行了实地调研。短期来看公司经营情况稳定，长期来看凭借与一汽集团企业稳定的配套关系，公司平台优势逐渐显现，未来发展空间较大；基于对汽车整车和零部件行业盈利情况及公司经营情况判断，我们调高09年EPS至1.4元（原预测值1.18元），目标估值区间28-31元。

- **预计09年本部亏1亿元左右。**前三季度本部经营合计亏损0.55亿元，其中1、2、3Q亏损分别为0.3、0.23和0.02亿元，减亏趋势明显。出于谨慎考虑，我们预计09年本部亏损1.01亿元（08年本部亏损1.75亿元）。
- **参股公司逐渐进入投资收获期。**我们预计天津英泰全年盈利将比2008年略有下降，而富奥江森和梅克朗盈利将保持稳定增长，曼胡默尔、富奥东阳和富维江森金属件则是逐渐进入投资收获期；前三季度公司实现投资收益2.2亿元，我们预计由于会计处理原因，相关参股公司四季度将会集中释放业绩，全年投资收益达3.87亿元（2008年投资收益3.61亿元）。
- **平台优势是公司业务长期发展的基础与业绩持续增长的保证。**作为一汽集团内部零部件业务发展平台，公司与一汽集团旗下主机厂配套关系相对稳定，其“平台优势”明显优于其他零部件企业，未来发展空间广阔，目前经营状况仍没有达到公司最优盈利水平：
 - 1) **一汽集团发展势头较好。**公司本部和参股公司零部件业务的主要配套客户包括一汽解放、一汽大众、一汽轿车和一汽丰田，均是国内商用车和乘用车领域的龙头企业，发展势头良好；
 - 2) **公司新业务发展空间较大。**董事会决议中提出“拟与延锋彼欧成立汽车外饰公司，并对保险杠、车灯、汽车电子、中央隔栅合资合作项目进行可行性分析”，我们认为伴随着一汽集团企业规模的扩大以及公司不断通过合作方式进行新业务扩张，公司未来业务发展空间巨大。

- **上调目标价格至28-31元。**上调公司09年EPS至1.4元，同时上调2010年EPS至1.55元，目前公司2009、2010年市盈率仅15.1、13.6倍，估值优势明显。作为一汽集团零部件发展平台企业，我们认为按09年EPS的20-22倍估值相对合理，目标估值区间28-31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	3250	3590	3590
同比增长	34%	5%	-6%	10%	0%
营业利润(百万元)	48	188	285	330	362
同比增长	1551%	295%	52%	16%	10%
净利润(百万元)	48	190	295	328	360
同比增长	2641%	295%	56%	11%	10%
每股收益(元)	0.23	0.90	1.40	1.55	1.70
PE	93.1	23.6	15.1	13.6	12.4
PB	3.9	3.4	2.8	2.4	2.1

资料来源：招商证券

表 1：09 年前三季度业绩回顾

单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	870	1300	737	569	470	894	1001	2907	2365
二、营业总成本	904	1340	751	655	500	917	1003	2995	2420
其中：营业成本	862	1298	710	549	470	868	971	2870	2309
营业税金及附加	1	1	1	1	1	2	1	3	4
营业费用	10	10	9	9	5	12	5	29	22
管理费用	24	25	27	75	21	32	24	76	77
财务费用	5	5	4	3	3	3	2	15	8
资产减值损失	2	0	0	18	0	0	0	2	0
三、其他经营收益	50	93	66	153	53	89	79	209	220
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	50	93	66	153	53	89	79	209	220
四、营业利润	16	53	53	67	23	66	76	121	166
加：营业外收入	0	4	0	1	0	16	0	4	16
减：营业外支出	0	1	2	0	0	0	0	3	0
五、利润总额	16	56	51	68	23	82	76	122	181
减：所得税	0	0	0	0	0	1	1	1	2
六、净利润	16	55	51	68	23	81	76	122	180
减：少数股东损益	0	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	76	122	180
EPS（元）	0.07	0.26	0.24	0.32	0.11	0.38	0.36	0.58	0.85
主要比率									
毛利率	0.9%	0.1%	3.7%	3.5%	-0.1%	2.9%	3.1%	1.3%	2.4%
营业利润率	1.8%	4.1%	7.1%	11.7%	5.0%	7.4%	7.6%	4.2%	7.0%
净利率	1.8%	4.2%	6.9%	11.9%	4.9%	9.0%	7.6%	4.2%	7.6%
营业费率	1.2%	0.7%	1.2%	1.6%	1.0%	1.3%	0.5%	1.0%	0.9%
管理费费率	2.8%	1.9%	3.7%	13.2%	4.4%	3.6%	2.4%	2.6%	3.2%
实际税率	0.4%	0.8%	0.1%	-0.3%	0.4%	1.0%	0.9%	0.5%	0.9%

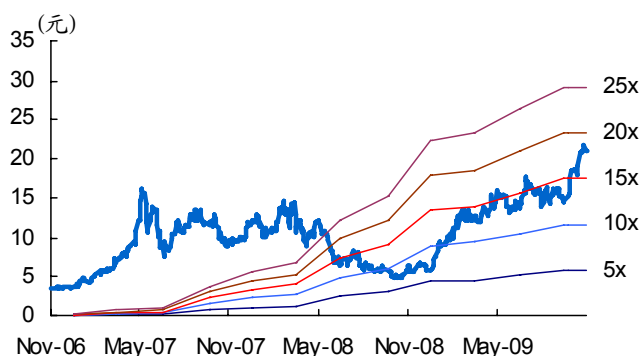
资料来源：公司报表，招商证券

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	275	290	310	132	138	145	155
天津英泰	25%	648	600	650	700	162	150	163	175
富奥梅克朗	40%	30	30	36	45	10	12	14	18
富奥东阳	49%	3	48	60	65	1	24	29	32
曼胡默尔	40%	14	18	21	25	5	7	8	10
江森金属件	50%	-13	5	8	10	-6	3	4	5
成本法核算									
一汽财务	6%	442				46	44	45	45
塔奥金杯	10%	77				10	10	10	10
投资收益合计						361	387	419	450

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。
- 7、《一汽富维（600742）-经营状况持续改善，上调目标价至 23.6 元》2009/10/14。
- 8、《一汽富维（600742）-平台优势突出，业务发展前景光明》2009/10/29。

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	664	481	875	1103	1255
现金	80	74	284	449	601
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	9	65	72	72
应收款项	162	112	141	156	156
其它应收款	4	2	13	14	14
存货	403	279	309	342	342
其他	12	5	63	70	70
非流动资产	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
资产总计	2020	1877	2305	2635	2942
流动负债	881	548	732	783	784
短期借款	352	230	170	170	170
应付账款	455	216	441	489	489
预收账款	7	2	6	7	7
其他	67	100	115	117	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	881	548	732	783	784
股本	212	212	212	212	212
资本公积金	548	548	548	548	548
留存收益	379	569	814	1093	1398
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1139	1328	1573	1852	2158
负债及权益合计	2020	1877	2305	2635	2942

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(71)	(116)	32	(26)	4
净利润			295	328	360
折旧摊销			58	66	82
财务费用			10	9	8
投资收益			(387)	(419)	(450)
营运资金变动			56	(15)	1
其它			(0)	5	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)	267	361	388
借款变动			(60)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(50)	(49)	(54)
其他			377	410	442
现金净增加额	(10)	(7)	211	165	151

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	3250	3590	3590
营业成本	3302	3419	3149	3492	3492
营业税金及附加	4	4	5	5	5
营业费用	43	38	36	39	39
管理费用	120	151	127	133	133
财务费用	19	18	10	9	8
资产减值损失	35	20	25	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	246	362	387	419	450
营业利润	48	188	285	330	362
营业外收入	1	5	16	2	2
营业外支出	0	3	3	1	1
利润总额	49	190	298	331	363
所得税	1	0	3	3	4
净利润	48	190	295	328	360
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	48	190	295	328	360
EPS (元)	0.23	0.90	1.40	1.55	1.70

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33.6%	4.6%	-6.5%	10.5%	0.0%
营业利润	1551%	295%	52.0%	15.6%	9.7%
净利润	2641%	295%	55.9%	10.9%	9.7%
获利能力					
毛利率	0.6%	1.6%	3.1%	2.7%	2.7%
净利率	1.4%	5.5%	9.1%	9.1%	10.0%
ROE	4.2%	14.3%	18.8%	17.7%	16.7%
ROIC	4.4%	13.2%	16.7%	16.6%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	29.2%	31.7%	29.7%	26.7%
净负债比率	17.4%	12.3%	7.4%	6.5%	5.8%
流动比率	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.3	0.4	0.8	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	1.6	1.9	1.4	1.4	1.2
存货周转率	8.8	10.0	10.7	10.7	10.2
应收帐款周转率	19.7	25.4	25.6	24.1	23.0
应付帐款周转率	8.3	10.2	9.6	7.5	7.1
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.90	1.40	1.55	1.70
每股经营现金	-0.34	-0.55	0.15	-0.12	0.02
每股净资产	5.38	6.28	7.44	8.76	10.20
每股股利	0.00	0.00	0.24	0.23	0.25
估值比率					
PE	93.1	23.6	15.1	13.6	12.4
PB	3.9	3.4	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	36.6	17.3	12.9	11.2	10.1

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。