

分析师： 李兴	021-68751760	kunyuan.tan@gmail.com
联系人： 谭焜元	021-68751760	kunyuan.tan@gmail.com

业务稳定，前景利好

事件描述

近日我们就一汽富维的经营状况进行了实地调研。主要调研结论如下：

事件评论

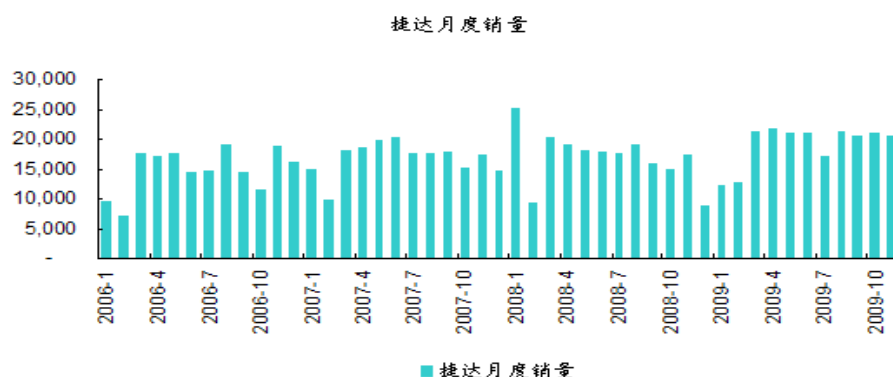
第一，本部减亏明显

在车厢业务剥离后公司摆脱了巨额亏损而只负担约每月 100 万左右的小额折旧费用，减亏明显。09 年前三季度公司亏损分别为 0.3，0.23 和 0.02 亿元，依据往年季节性业绩表现，公司四季度预计亏损 0.1 亿元，相比 08 年本部亏损 1.75 亿元，09 年预计全年亏损约 0.65 亿元，减亏 1.1 亿元。

第二，轿车车轮支撑公司业务，商用车车轮将维持平稳

目前公司主营业务主要包括钢车轮生产及铝车轮装配。钢车轮中的乘用车车轮主要供给捷达出租车，而截止 11 月，今年捷达已经销售了 20.98 万辆，在全部轿车品牌中销量排名第四，比去年同期增长 8%。受捷达旺销影响，公司今年乘用车车轮业务稳步提升，为主要利润支撑项。

图 1：捷达持续旺销

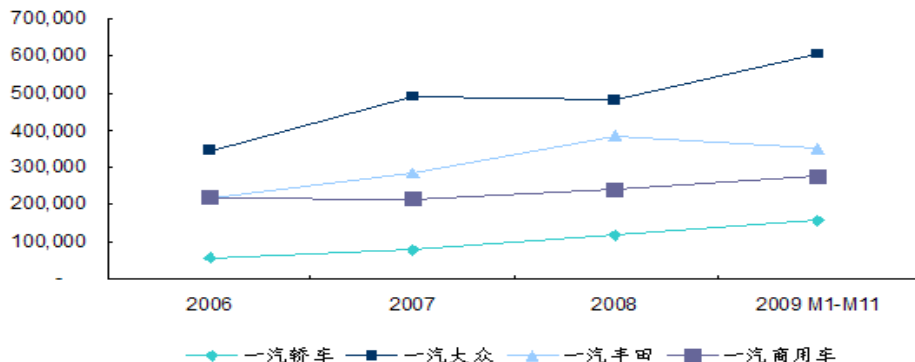


资料来源：CEIC，长江证券研究部

钢车轮中的商用车轮虽然与乘用车车轮相比价格较高、利润率较高，但销量并不大，主要为长春解放提供全部配套，为青岛解放提供部分配套，为一汽吉林的轻型和微型客车提供部分配套。公司的商用车轮安全标准控制严格，在安全性要求较高的客车市场具备一定优势。铝车轮装配业务制造流程为购入铝车轮和轮胎，装配好再售出，主要应用于集

团内部的大众，红旗等。虽然该项业务每年为集团提供 15 亿元左右的收入，但对公司的实际利润贡献并不大。

图 2：近年来一汽旗下各公司销量稳步增长



资料来源：CEIC，长江证券研究部

第三，产能满负荷，技术升级带来利好

目前公司产能为 400 万轮（两班倒），已基本实现满负荷运转，公司暂时无扩产计划。而总产能中包括 40 万只（两班倒）的旋压车轮产能。所谓旋压车轮是指采用旋压工艺制造，其成形方法为用平面厚钢圈做毛坯，套在具有车轮型面的模具上，再通过不同型面旋轮施加压力，让钢圈金属随之变形成车轮形状，具备无内胎，车轮强度高优点，主要用于高端中重卡等。目前国内仅二汽，重汽，福田等商用车龙头可能拥有该项生产技术。商用车轮目前具有向旋压车轮过渡的趋势，由于工艺的差异化定价更高使得该产品具备 5%-8% 的较高毛利率，公司目前已经收到部分订单，若未来放量将加大利润空间。

第四，未来盈利变数较多

公司订单获得主要为参与各新车型的供配招标，订单周期一般则为该车型的生命期，期间基本不会出现变动，若为集团内部采购将优先考虑。由于车轮的运输成本高，运输半径窄，因此公司主要业务集中在东北地区。而该地区主要车企有一汽大众、一汽轿车、一汽解放、一汽客车、一汽吉轻等，所以公司实际集团外供应订单较少。车轮行业竞争较为激烈，产品主要成本包括钢铁、模具折旧、冬季取暖、人工等，与南方民营企业相比并不具备成本优势。公司产品定价主要随市场变化，在首次招标时采取分订销量差异定价方式，若成本微调则价格不变，公司自行承受盈亏缺口。如今年钢价低位导致成本下降，但价格未变使得公司盈利上升，但明年钢价若非大幅上升则产品价格仍将保持稳定，会导致公司利润出现一定程度缩水。

第五，各参股公司状态良好，未来规划明确

公司参股公司主要包括富奥江森，天津英泰，富奥东阳，曼胡默尔等。其中富奥江森主要供应一汽大众和一汽轿车各类内饰等，天津英泰主要供应一汽丰田的座椅等，富奥东阳主要供应一汽大众和轿车的保险杠，曼胡默尔主要供应中国重汽及曼部分产品。其中富奥东阳表现突出，今年由产能发挥带来的规模效应，利润从去年 500 万左右提升到今年预期总利润达 5000 万以上。此外与延锋彼欧合资新成立的富维江森将主要供应保险杠，仪表盘等给位于成都的大众三厂，可预期其可能成为近两年的主要业绩增长点。公司未来新目标主要包括汽车电子，车灯等，发展手段以收购为主，目前已有部分处于谈判阶段，我们将保持关注。

第六，给予“谨慎推荐”评级

预计 2009 年，2010 年公司 EPS 分别为 1.31、1.60 元，当前股价 24.00 元，对应 09 年、10 年 EPS 为 18 和 15 倍 PE，估值优势较为明显。考虑到公司作为一汽集团零部件发展平台，但未来盈利增长变数较多，给予公司“谨慎推荐”投资评级。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3476	3649	3832	4023
营业成本	3419	3558	3736	3923
毛利	57	91	96	101
% 营业收入	1.6%	2.5%	2.5%	2.5%
营业税金及附加	4	5	5	5
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	38	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	151	159	166	175
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
财务费用	18	2	-6	-6
% 营业收入	0.5%	0.1%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	20	25	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	362	390	425	450
营业利润	188	291	356	377
% 营业收入	5.4%	8.0%	9.3%	9.4%
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	190	291	356	377
% 营业收入	5.5%	8.0%	9.3%	9.4%
所得税费用	0	15	18	68
净利润	190	277	338	309
归属于母公司所有者的净利润	189.5	276.9	337.9	263.6
少数股东损益	0	0	0	45
EPS (元/股)	0.90	1.31	1.60	1.25

现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	-116	2231	231	236
取得投资收益收回现金	267	390	425	450
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-10	-436	-438	-340
其他	260	0	0	0
投资活动现金流净额	251	-46	-13	110
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	-122	-230	0	0
筹资成本	19	-43	-45	-34
其他	-38	0	0	0
筹资活动现金流净额	-141	-273	-45	-34
现金净流量	-7	1912	173	312

资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	74	1771	1604	1565
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	114	170	178	187
存货	279	0	0	0
预付账款	5	853	896	940
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	481	2812	2697	2713
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	944	944	944	944
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	443	716	938	1004
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	5	0	0
其他非流动资产	8	8	8	8
资产总计	1877	4485	4587	4669
短期贷款	230	0	0	0
应付款项	216	974	1022	1073
预收账款	2	36	38	40
应付职工薪酬	70	107	112	118
应交税费	2	1	1	3
其他流动负债	28	2227	2339	2456
流动负债合计	548	3345	3512	3690
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	548	3345	3512	3690
归属于母公司所有者权益	1328	1564	1851	2075
少数股东权益	0	0	0	45
股东权益	1328	1564	1851	2120
负债及股东权益	1877	4908	5363	5810

基本指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
EPS	0.896	1.309	1.598	1.246
BVPS	6.28	7.39	8.75	9.81
PE	26.79	18.33	15.02	19.26
PEG	2.30	1.58	1.29	1.66
PB	3.82	3.25	2.74	2.45
EV/EBITDA	19.90	7.24	6.13	5.45
ROE	14.3%	17.7%	18.3%	12.7%

分析师介绍

李兴，长江证券行业分析师。

谭焜元，上海交通大学工学硕士，汽车整车制造行业研究助理。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。