

一汽富维 (600742) 投资价值分析报告

业务定位清晰，盈利前景看好

投资要点

- ❖ **业务：**公司以汽车零部件为核心业务，主要生产汽车内外饰件、车轮等产品。一汽富维是一汽集团控股的汽车零部件企业，本部主要从事钢车轮研发、制造、销售，合资公司富维江森、天津英泰、富奥东阳、富奥梅克郎等企业生产仪表板、座椅、保险杠、车镜等内外饰件。合资公司及本部主要客户包括：大众、丰田、一汽轿车、解放卡车等一汽公司及部分集团外企业。
- ❖ **定位：**公司在一汽集团的定位逐渐清晰，有望成为集团零部件业务整合平台。自 09 年专用车亏损业务置出上市公司，一汽富维开展了一系列积极资本运作，体现了公司在集团体系内的地位提升。我们认为，公司作为集团零部件业务平台的定位逐渐清晰，通过系列扩张提升市场地位，未来有望成为集团相关零部件资产进一步整合的平台。
- ❖ **合资公司：**富维江森、天津英泰等公司贡献主要盈利，2010 年利润仍将维持快速增长。富维江森主要配套一汽大众、一汽轿车，天津英泰主要配套一汽丰田二、三工厂，一汽富维持有上述两家公司各 50% 股权。受益于主要客户一汽大众（+34%）、一汽轿车（+57%）、一汽丰田（+14%）09 年产销规模提升，预计上述公司盈利分别增长 37%、14%，分别贡献投资收益 1.8 亿元、1.85 亿元。2010 年上述两公司有望分别实现 21%、20% 的业绩增长。
- ❖ **本部：**亏损的车厢资产置出，车轮业务盈利能力改善，09 年显著减亏，保守预计 2010 年本部亏损幅度与 09 年持平。原有亏损规模较大的车厢改装业务剥离使得本部 09 年减亏约 6000 万元；车轮业务受益于重型卡车、大客、经济型轿车市场旺销，收入规模显著提升，盈利能力改善。预计本部 09 年亏损规模降低至约 1.2 亿元，基于保守假设预计 2010 年亏损规模与 09 年持平。
- ❖ **风险因素：**宏观经济风险致汽车需求不达预期，原材料价格显著上涨，本部车轮业务亏损幅度增加等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**一汽富维在集团体系内的地位提升，作为零部件业务平台的定位逐渐清晰。综合考虑公司本部大幅减亏情况，以及合资公司盈利增长，维持一汽富维 09/10 年每股收益 1.65 元/2.06 元的盈利预测，当前价 25.89 元，对应 09 年/10 年 PE 分别为 16 倍/13 倍，目标价 41 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2,488	3,324	3,476	3,500	3,947
增长率YoY %	13.7	33.6	4.6	0.7	12.8
净利润(百万元)	2	48	190	349	436
增长率YoY%	-101.5	2631.9	296.6	83.3	24.8
毛利率%	2.3%	0.7%	1.6%	2.5%	2.7%
每股收益EPS(元)	0.01	0.23	0.90	1.65	2.06
每股净资产BPS(元)	5.32	5.38	6.28	7.63	9.34
市盈率P/E	3117	114	29	16	13
市净率P/B	4.9	4.8	4.1	3.4	2.8

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2010 年 01 月 25 日收盘价

买入（维持）

当前价：25.89

目标价：41.00

中信证券研究部

李春波

电话：010-84588203

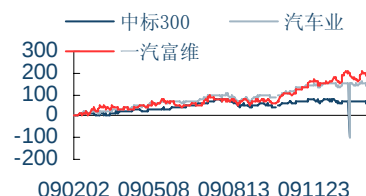
邮件：lcb@citics.com

许英博

电话：010-84588704

邮件：xuyb@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

中标 300 指数	2786.05 点
总股本/流通股本	211.52 / 150.46
近 12 月最高/最低	28.01 元/ 9.14 元
近 1 月绝对涨幅	-1.48 %
近 6 月绝对涨幅	55.68 %
今年以来绝对涨幅	-7.57 %
12 个月日均成交额	118.34 百万元

相关报道

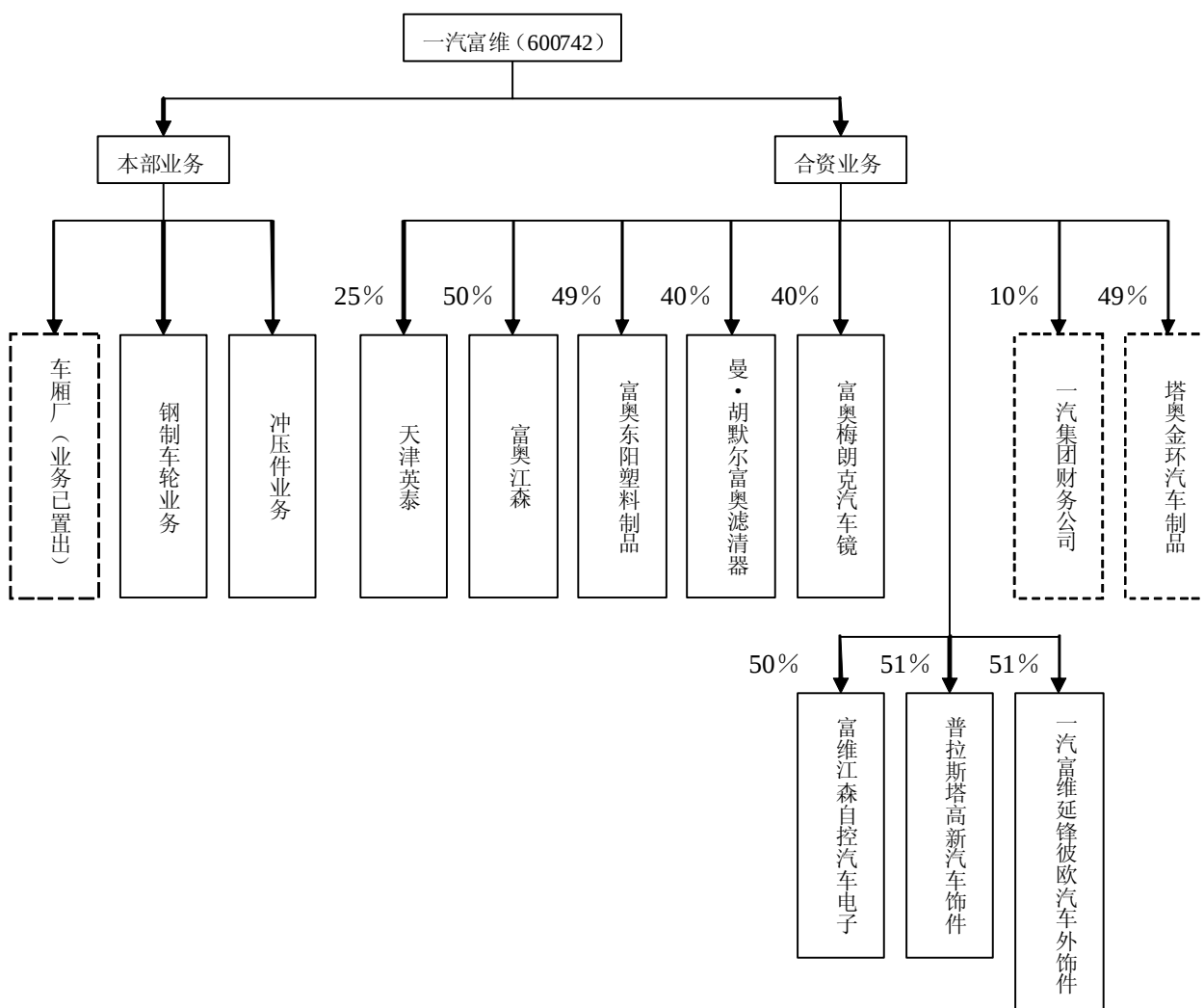
1. 《一汽富维（600742）业绩预增公告点评—盈利大幅增长，发展前景看好》
2010-01-19
2. 《汽车行业 2010 年 1 月跟踪报告—09 业绩有望超预期，10 年仍将稳健增长》
2010-01-18

公司有望成为一汽集团零部件业务整合平台

公司主要生产汽车内外饰件、车轮产品

一汽富维是一汽集团控股的汽车零部件企业，集团持有上市公司 20.14% 的股权。公司以汽车零部件为核心业务，主要生产汽车内外饰件、车轮等产品。一汽富维坚持“两条腿走路”的原则，即坚持本部业务和合资公司业务并行发展。本部主要从事钢车轮研发、制造、销售；合资公司富维江森、天津英泰、富奥东阳、富奥梅克郎等企业生产仪表板、座椅、保险杠、车镜等内外饰件。

图 1：公司现有主要业务情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司本部业务逐渐剥离至以汽车车轮制造为主。本部资产原包括：改装车厂、钢制车轮、汽车冲压件、八达电器等。09 年 4 月，集团以土地、厂房资产将亏损业务改装车厂资产从上市公司置出。09 年 12 月，八达电器业务与江森自控亚洲控股有限公司合资，成立长春富维江森自控汽车电子有限公司，原八达电器注销。目前，一汽富维本部主要从事钢车轮设计、制造、销售，车轮业务约占本部收入 90% 以上。一汽富维车轮

一汽富维参股、控股多家汽车零部件合资企业，包括：天津英泰、富奥江森（生产汽车内饰、座椅、仪表板），富奥东阳塑料制品有限公司（生产汽车保险杠），富奥梅克朗（生产汽车后视镜），曼·胡默尔富奥滤清器，长春富维江森自控汽车电子（生产汽车电子系统）等公司。此外，公司还持有一汽集团财务公司10%的股权。

公司作为集团零部件业务平台的定位逐渐清晰

自09年亏损业务专用车置出上市公司以来，一汽富维开展了一系列资本运作，包括：收购盈利资产长春普拉斯塔高新汽车饰件公司51%的股权、成立长春富维江森自控汽车电子公司、成立一汽富维延锋彼欧汽车外饰公司、研究保险杠、车灯、汽车电子、中央格栅等合资合作项目可行性等。我们认为，上述资本运作体现了一汽富维在一汽集团体系内的地位提升，公司作为集团零部件业务平台的定位逐渐清晰，通过系列扩张提升市场地位，未来有望进一步整合一汽集团相关零部件资产。

表1 一汽富维近期资产重组事项梳理

时间	事项	类型
2010-1-13	向长春高新汽车饰件有限公司购买其持有的相当于长春普拉斯塔高新汽车饰件有限公司注册资本51%的股权，该公司09年1—10月净利润2111万元。	收购资产
2009-12-17	公司收回以实物方式出资给全资子公司八达电器公司的厂房，八达公司相应减少注册资本708万元，减资后的八达公司与江森自控亚洲股份有限公司合资，成立长春富维江森自控汽车电子有限公司引进江森公司先进的汽车电子技术，建立自主的汽车电子开发与制造能力，并支撑集团整车的开发。	成立合资公司
2009-10-29	公司与延锋彼欧汽车外饰系统有限公司共同设立成都一汽富维延锋彼欧汽车外饰有限公司，强强联手，开拓成都市场。合资公司从事汽车外饰产品的开发、制造和销售，预计到2016年，其生产能力为35万套轿车保险杠总成。	成立合资公司
2009-10-29	董事会授权公司经营会对保险杠、车灯、汽车电子、中央格栅合资合作项目进行可行性分析工作（包括财务、法律、评估等）。	研究收购资产可行性
2009-06-13	注销汽联改分公司。根据公司未来发展战略，公司将致力于汽车零部件为主营业务，逐步剥离非汽车零部件业务，精干主业。因汽联改分公司三包责任截至2009年6月30日结束，公司决定于2009年6月30日注销汽联改分公司。	非主业公司注销
2009-04-09	一汽富维专用车分公司固定资产与中国第一汽车集团公司持有的土地和厂房进行资产置换。通过资产置换，专用车分公司回归一汽集团公司，置换进入公司的土地和厂房，公司将租给合资公司富奥—江森。	亏损资产置出

资料来源：公司公告，中信证券研究部

汽车内外饰件业务：合资公司盈利将稳步提升

合资公司主要从事汽车内外饰件生产

天津英泰汽车饰件有限公司成立于2003年4月16日，是一汽富维与丰田纺织株式会社的合资企业，一汽富维持有其25%的股权。公司主要生产汽车座椅、门内饰板、顶棚、地板、前围消音板、后备箱内板、中央通道消音板等相关零部件。天津英泰主要配套一汽丰田第二、三工厂，配套车型包括锐志、皇冠、卡罗拉、RAV4等。

表2 一汽丰田（分工厂）产品

第一工厂	威驰、花冠
第二工厂	皇冠、锐志、RAV4
第三工厂	卡罗拉

资料来源：中信证券研究部

富维江森是一汽富维与美国江森的合资公司，主要为一汽大众、一汽轿车、上海大众等公司配套内外饰件。公司主要生产汽车内饰件、仪表板、座椅等产品，主要配套车型包括宝来、捷达、速腾、红旗、奔腾、马自达 6、帕萨特等乘用车型，也包括一汽解放、中国重汽等重型卡车产品。

富奥东阳塑料制品有限公司是一汽富维和台湾东阳事业集团合资成立的一家以生产汽车塑料零配件为主的高新技术企业，主要为一汽大众、一汽轿车、一汽解放等整车厂配套保险杠等塑料产品，主要配套车型包括马自达 6、奔腾、速腾、新宝来、解放 J6 卡车等。

富奥梅克朗汽车镜有限公司是一汽富维公司与世界汽车后视镜巨头德国梅克朗公司共同组建的合资公司，公司持股 40%。

曼·胡默尔富奥滤清器有限公司是一汽富维与德国曼·胡默尔滤清器有限公司合资合作成立的生产、销售汽车滤清器产品（空气滤清器、机油滤清器、燃油滤清器、驾驶室内空气滤清器）、发动机进气歧管、空气干燥器及其相关产品的专业化工厂。该公司成立于 2002 年 12 月，于 2003 年 4 月正式投产。

一汽财务有限公司是一汽集团控股子公司，是一汽集团内唯一一家非银行金融机构。

吉林亿安保险经纪股份有限公司是 2004 年经中国保险监督管理委员会批准设立的一家专业性的保险经纪公司，是财务公司的控股子公司。公司由一汽财务有限公司（50%）、一汽轿车股份有限公司（15%）、富奥汽车零部件有限公司（15%）、一汽富维（10%）和一汽实业总公司（10%）五家股东单位发起设立，注册资本 1000 万元人民币。

富维江森、天津英泰盈利稳步提升

受益于 09 年乘用车市场快速增长，合资公司主要客户一汽大众（销 67 万辆，+34%）、一汽轿车（销 19 万辆，+57%）、一汽丰田（销 42 万辆，+14%）产销规模稳健增长。预计富维江森、天津英泰 09 年盈利分别增长 37%、14%，分别贡献投资收益 1.8 亿元、1.85 亿元。

表 3 合资公司主要客户产销规模稳健增长（单位：辆）

		2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E
一汽轿车	销量	42,732	56,836	54,690	80,073	119,811	188,141	248,000
	增速%		33%	-4%	46%	50%	57%	32%
一汽大众	销量	253,940	222,306	339,830	460,667	498,953	669,180	832,000
	增速%		-12%	53%	36%	8%	34%	24%
一汽丰田	销量	84,725	145,687	219,170	282,618	366,045	417,299	494,000
	增速%		72%	50%	29%	30%	14%	18%

资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

随着中国乘用车市场规模提升，上述两家合资公司的盈利将稳健增长。预计 2010 年轿车市场规模在经济复苏、保有量水平偏低等因素支撑下实现 20% 左右的增长，主流企业盈利有望同步市场提升。预计富维江森、天津英泰 2010 年分别实现 21%、20% 的业绩增长。

富奥东阳有望成为新的盈利增长点

富奥东阳是一汽富维与台湾东阳公司共同组建的合资公司，主要为一汽大众、一汽轿车配套保险杠，一汽富维持有其 49% 的股权。受益于主要客户一汽大众、一汽轿车销量的大幅提升以及公司自身管理经营能力的改善，富奥东阳业绩提升显著。预计 09 年富奥东阳盈利规模可达 6500 万元（08 年同期盈利约为 150 万元），可为公司贡献投资收益约 3200 万元。富奥东阳下一步的发展目标是优化提高生产效率，进一步提升盈利能力。我们认为，富奥东阳未来三年将处于盈利能力快速提升阶段，其贡献的投资收益有望成为公司新的利润增长点。

表 4：主要配套企业（分车型）销售情况

		2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E
一汽轿车	合 计	42,732	56,836	54,690	80,073	119,811	188,141	248,000
	红旗明仕	6,931	6,664	4,400	2,584	719	0	0
	红旗其它	60	72	35	216	1,548	776	0
	奔腾			4,230	23,279	47,750	52,222	48,000
	马自达 6	35,741	50,100	46,025	53,994	69,794	81,648	90,000
一汽大众	B50						36,138	60,000
	睿翼						17,357	50,000
	合计	253,940	222,306	339,830	460,667	498,953	669,180	832,000
	捷达	153,916	142,196	176,844	201,131	202,303	224,857	275,000
	宝来	63,283	39,402	38,284	58,613	43,602	15	0
	速腾			35,117	74,345	75,456	98,712	100,000
	高尔夫	20,900	6,622	13,781	4,769	3,576	1,403	0
	奥迪 A6 L		24,517	57,866	71,936	86,105	106,025	115,000
	奥迪 A4	15,841	7,770	13,838	19,562	19,731	40,978	50,000
	迈腾				27,235	52,506	67,018	72,000
一汽丰田	新宝来					15,629	124,357	135,000
	开迪		1,799	4,100	3,076	45	0	0
	高尔夫 A6						5,815	50,000
	奥迪 Q5							35,000
	合计	84,725	145,687	219,170	282,618	366,045	417,299	494,000
	威驰	31,833	26,697	36,407	39,395	36,865	42,675	18,000
	花冠	45,906	67,389	80,052	64,015	52,249	57,111	72,000
	皇冠		28,248	42,881	53,111	45,427	32,856	60,000
	锐志		13,136	48,895	46,299	46,953	44,287	45,000
	普锐斯		1	2,152	414	899	271	0
一汽本田	卡罗拉				65,844	165,270	157,457	180,000
	陆地巡洋舰	3,939	4,293	2,706	2,512	4,734	2,524	4,000
	普拉多	3,047	5,923	6,077	11,028	13,648	11,906	15,000
	RAV4						68,212	100,000

数据来源：汽车工业协会，中信证券研究部

注：有 * 标注的车型是公司已经进入配套体系的车型

本部：业务清晰，有望减亏

亏损业务剥离，定位更加明晰。公司主业逐渐清晰，集团对上市公司的支持力度增强，原有亏损规模较大的车厢改装业务 08 年已从上市公司置出，预计上述剥离使得本部 09 年减亏约 6000 万元。目前本部主要从事汽车车轮生产、研发、销售业务，主要客户包括一汽解放、中国重汽，宇通客车及一汽大众等公司。受益于 09 年重型卡车市场、大客市场、经济型轿车市场旺销，公司车轮业务收入规模提升，本部盈利能力有所好转。预计本部 09 年亏损规模有望降低至约 1.2 亿元（含管理费用）。基于保守假设预计 2010 年亏损规模与 09 年持平。

在一汽集团的地位显著提升，有望作为一汽集团汽车零部件业务整合平台。自 09 年亏损业务专用车置出上市公司以来，一汽富维开展了一系列资本运作，包括：收购盈利资产长春普拉斯塔高新汽车饰件公司 51% 的股权、成立长春富维江森自控汽车电子公司、成立一汽富维延锋彼欧汽车外饰公司、研究保险杠、车灯、汽车电子、中央格栅等合资合作项目可行性等。我们认为，上述资本运作体现了一汽富维在一汽集团体系内的地位提升，公司作为集团零部件业务平台的定位逐渐清晰，通过系列扩张提升市场地位，未来有望进一步整合一汽集团相关零部件资产。

风险因素

宏观经济风险致汽车需求不达预期，原材料价格显著上涨，本部车轮业务亏损幅度增加等。

盈利预测与估值

考虑到原有业务的盈利增长、本部持续减亏的可能性，以及新收购及成立合资公司的盈利，预计公司 2010 年每股收益约为 2.06 元。一汽富维 09/10 年每股收益 1.65 元/ 2.06 元，当前价 25.89 元，对应 09 年/10 年 PE 分别为 16 倍/ 13 倍。我们认为一汽富维在一汽集团的地位提升，有望成为集团零部件整合平台，公司当前估值水平处于汽车行业低端，我们认为公司价值被低估，维持一汽富维“买入”评级，维持 41 元目标价。

表 2：一汽富维（600742）盈利拆分（单位：万元）

	持股比例%	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
天津英泰汽车饰件有限公司	25%	1,835	7,215	12,566	16,197	18,500	22,125
富维江森自控汽车饰件系统有限公司	50%	4,956	7,566	10,162	13,180	18,000	21,750
富奥梅克朗汽车镜有限公司	40%	-509	-103	964	1,200	1,400	1,680
富奥东阳塑料制品有限公司	49%	-183	-1,190	65	74	3,185	4,459
曼·胡默尔富奥滤清器有限公司	40%	-477	-406	-10	0	0	200
一汽财务有限公司（分红）	10.34%				4,589	4,500	3,000
塔奥金环汽车制品有限公司（分红）	10%	0	2,454	893	1,037	800	800
长春普拉斯塔高汽车饰件有限公司	51%						1,530
本部经营（含管理费用）		-5,974	-7,434	-18,800	-17,200	-11,500	-11,900
综合：一汽富维净利润		-12,057	1,269	5,840	19,077	34,885	43,644
股本		21,152	21,152	21,152	21,152	21,152	21,153
每股受益 EPS（元）		-0.57	0.06	0.28	0.90	1.65	2.06

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 7：一汽富维（600742）盈利预测表

项目/年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（百万元）	2,488	3,324	3,476	3,500	3,947
增长率%	13.7	33.6	4.6	0.7	12.8
净利润（百万元）	2	48	190	349	436
增长率%	-101.5	2631.9	296.6	83.3	24.8
毛利率%	2.3%	0.7%	1.6%	2.5%	2.7%
每股收益 EPS(元)	0.01	0.23	0.90	1.65	2.06
每股净资产 BPS(元)	5.32	5.38	6.28	7.63	9.34
市盈率 P/E	3117	114	29	16	13
市净率 P/B	4.9	4.8	4.1	3.4	2.8

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；	股票投资评级	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海 证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招 商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中 信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			