

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

2010年4月21日

一汽富维(600742.SH)/24.32元

估值水平相对较低, 看好公司未来发展

工业·汽车

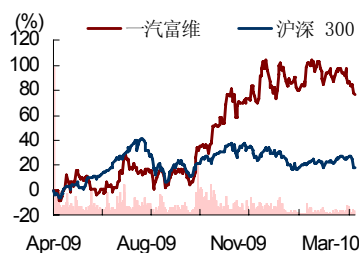
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	21152
已上市流通股(万股)	21152
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	24.4
资产负债率	31.4%
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	-9	31	82
相对表现	-5	37	65



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
- 9、《一汽富维-调高盈利预测, 估值优势明显》2009/11/16
- 10、《一汽富维-业绩预增符合预期, 上调目标估值区间》2010/11/19

公司发布2009年报和2010年1季报, 业绩符合我们之前预期; 公司短期经营情况良好, 1季度本部已实现盈利, 参股公司经营稳定, 我们预计2010年、2011年EPS为2.03元和2.27元; 长期来看公司平台优势逐渐显现, 围绕一汽集体旗下厂商的外延式扩张将是主要利润增长点, 我们维持“审慎推荐-A投资评级”。

- **公司业绩符合我们预期。**2009年公司实现净利润3.55亿元, EPS为1.68元, 其中09Q4实现净利润1.75元, 单季度EPS为0.83元; 2010年一季度公司实现净利润0.96亿元, 对应EPS为0.45元。由于参股公司会计结算的原因, 公司历年4季度报表业绩高于实际经营业绩, 而前三季度报表业绩低于实际经营业绩。
- **2010年本部有望实现经营扭亏。**我们测算2009年公司本部亏损约为0.85亿元(2008年亏损1.75亿元), 2010Q1本部实现利润约为900万元, 主要原因在于管理效率的提高以及原材料价格成本较低, 考虑到钢材等原材料价格上涨等负面因素的影响, 我们保守预计2010年本部可实现盈利600万元。
- **投资收益仍可稳定增长。**2009年公司实现投资收益4.28亿元, 同比增长18.2%, 增长主要来自于富奥江森、曼胡默尔、富奥东阳和富维江森金属件; 目前各参股公司经营情况稳定, 我们预计2010年公司可实现投资收益4.41亿元, 同比增长3%。
- **平台优势突出, 业务发展顺利进行。**公司确定以汽车内、外饰、车身电子和车轮等为主的产品线, 随着一汽集团旗下厂商的产能扩张, 公司相关业务也将实现扩张, 预计公司为一汽大众配套的四川工厂业务2012年开始贡献盈利。
- **估值水平相对较低, 维持“审慎推荐”投资评级。**我们预计2010年本部实现扭亏、投资收益稳定增长, 实现EPS2.03元, 目前PE估值仅有11.7倍, 估值水平相对较低; 作为一汽集团内部唯一的零部件业务发展平台, 公司业务仍有较大整合和发展空间, 我们继续维持“审慎推荐-A”投资评级。
- **风险提示:**汽车行业销量低于预期将影响公司本部与参股公司业绩; 钢材等原材料价格上涨超预期将影响公司业绩。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3476	3565	3640	3780	3880
同比增长	5%	3%	2%	4%	3%
营业利润(百万元)	188	343	447	499	555
同比增长	295%	83%	30%	12%	11%
净利润(百万元)	190	355	429	479	533
同比增长	295%	87%	21%	12%	11%
每股收益(元)	0.90	1.68	2.03	2.27	2.52
PE	27.1	14.5	12.0	10.7	9.7
PB	3.9	3.1	2.6	2.1	1.8

资料来源: 招商证券

表 1: 单季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
一、营业总收入	870	1300	737	569	470	894	1001	1201	1137
二、营业总成本	904	1340	751	655	500	917	1003	1231	1128
其中: 营业成本	862	1298	710	549	470	868	971	1171	1094
营业税金及附加	1	1	1	1	1	2	1	3	2
营业费用	10	10	9	9	5	12	5	6	5
管理费用	24	25	27	75	21	32	24	47	26
财务费用	5	5	4	3	3	3	2	3	2
资产减值损失	2	0	0	18	0	0	0	1	0
三、其他经营收益	50	93	66	153	53	89	79	208	87
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	208	87
四、营业利润	16	53	53	67	23	66	76	178	96
加: 营业外收入	0	4	0	1	0	16	0	0	0
减: 营业外支出	0	1	2	0	0	0	0	2	0
五、利润总额	16	56	51	68	23	82	76	176	96
减: 所得税	0	0	0	0	0	1	1	1	1
六、净利润	16	55	51	68	23	81	76	175	95
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	-1
七、归属母公司所有者净利润	16	55	51	68	23	81	76	175	96
EPS (元)	0.07	0.26	0.24	0.32	0.11	0.38	0.36	0.83	0.45
主要比率									
毛利率	0.9%	0.1%	3.7%	3.5%	-0.1%	2.9%	3.1%	2.5%	3.8%
营业利润率	1.8%	4.1%	7.1%	11.7%	5.0%	7.4%	7.6%	14.8%	8.4%
净利率	1.8%	4.2%	6.9%	11.9%	4.9%	9.0%	7.6%	14.6%	8.4%
营业费率	1.2%	0.7%	1.2%	1.6%	1.0%	1.3%	0.5%	0.5%	0.4%
管理费费率	2.8%	1.9%	3.7%	13.2%	4.4%	3.6%	2.4%	4.0%	2.2%
实际税率	0.4%	0.8%	0.1%	-0.3%	0.4%	1.0%	0.9%	0.4%	0.7%

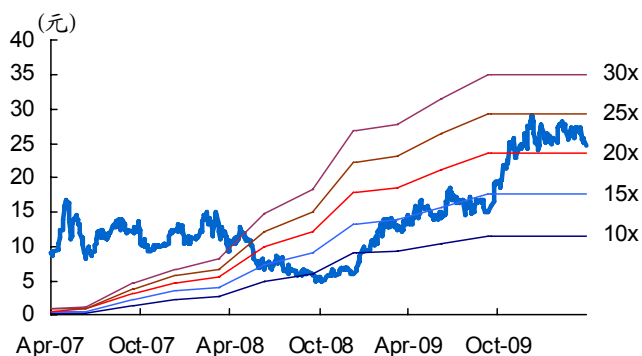
资料来源: 公司报表, 招商证券

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	2009 年	2010E	2011E	2008 年	2009 年	2010E	2011E
权益法核算									
江森自控	50%	264	337	350	392	132	168	175	196
天津英泰	25%	648	528	530	590	162	132	133	148
富奥梅克朗	40%	25	48	50	60	10	19	20	24
富奥东阳	49%	3	82	85	90	1	40	42	44
曼胡默尔	40%	14	38	40	45	5	15	16	18
江森金属件	50%	-13	6	6	8	-6	3	3	4
成本法核算									
一汽财务	6%	442				46	44	45	45
塔奥金杯	10%	77				10	7	8	9
投资收益合计						361	428	441	488

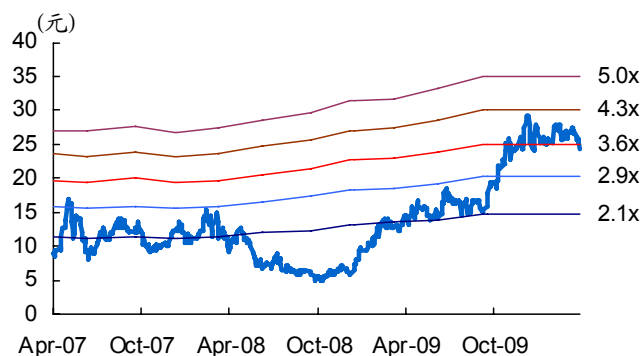
数据来源: 招商证券

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。
- 9、《一汽富维（600742）-调高盈利预测，估值优势明显》2009/11/16。
- 10、《一汽富维（600742）-业绩预增符合预期，上调目标估值区间》2010/1/19。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	481	793	1322	1661	2038
现金	74	144	708	1023	1383
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	79	73	76	78
应收款项	112	183	164	170	175
其它应收款	2	2	7	8	8
存货	279	364	349	363	372
其他	5	21	21	22	22
非流动资产	1395	1491	1334	1417	1502
长期股权投资	944	1041	1100	1200	1300
固定资产	440	247	225	209	194
无形资产	0	0	0	0	0
其他	12	202	9	9	8
资产总计	1877	2283	2656	3078	3540
流动负债	548	614	622	637	646
短期借款	230	150	170	170	170
应付账款	216	347	349	363	372
预收账款	2	2	0	0	0
其他	100	114	103	104	104
长期负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
负债合计	548	615	622	637	646
股本	212	212	212	212	212
资本公积金	548	548	548	548	548
留存收益	569	892	1257	1664	2117
少数股东权益	0	17	17	17	17
母公司所有者权益	1328	1651	2016	2424	2876
负债及权益合计	1877	2283	2656	3078	3540

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(116)	(150)	53	16	14
净利润			429	479	533
折旧摊销			30	27	25
财务费用			9	7	6
投资收益			(441)	(488)	(542)
营运资金变动			22	(10)	(8)
其它			5	0	0
投资活动现金流	251	316	123	(110)	(110)
资本支出			(10)	(10)	(10)
其他投资			133	(100)	(100)
筹资活动现金流	(141)	(95)	387	409	456
借款变动			20	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(64)	(72)	(80)
其他			431	481	536
现金净增加额	(7)	71	563	315	360

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3476	3565	3640	3780	3880
营业成本	3419	3480	3492	3627	3723
营业税金及附加	4	7	5	6	6
营业费用	38	28	22	23	23
管理费用	151	124	106	106	109
财务费用	18	11	9	7	6
资产减值损失	20	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	362	428	441	488	542
营业利润	188	343	447	499	555
营业外收入	5	16	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	190	357	447	499	555
所得税	0	2	18	20	22
净利润	190	355	429	479	533
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	190	355	429	479	533
EPS (元)	0.90	1.68	2.03	2.27	2.52

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	4.6%	2.6%	2.1%	3.8%	2.6%
营业利润	295%	82.8%	30.3%	11.6%	11.1%
净利润	295%	87.2%	21.1%	11.6%	11.1%
获利能力					
毛利率	1.6%	2.4%	4.1%	4.0%	4.0%
净利率	5.5%	9.9%	11.8%	12.7%	13.7%
ROE	14.3%	21.5%	21.3%	19.8%	18.5%
ROIC	13.2%	19.4%	19.9%	18.6%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	29.2%	26.9%	23.4%	20.7%	18.3%
净负债比率	12.3%	6.6%	6.4%	5.5%	4.8%
流动比率	0.9	1.3	2.1	2.6	3.2
速动比率	0.4	0.7	1.6	2.0	2.6
营运能力					
资产周转率	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
存货周转率	10.0	10.8	9.8	10.2	10.1
应收帐款周转率	25.4	24.2	21.0	22.6	22.5
应付帐款周转率	10.2	12.3	10.0	10.2	10.1
每股资料(元)					
每股收益	0.90	1.68	2.03	2.27	2.52
每股经营现金	-0.55	-0.71	0.25	0.08	0.07
每股净资产	6.28	7.81	9.53	11.46	13.60
每股股利	0.00	1.00	0.30	0.34	0.38
估值比率					
PE	27.1	14.5	12.0	10.7	9.7
PB	3.9	3.1	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	28.6	18.9	15.5	14.1	12.8

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；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。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

免责条款

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。