

分析师： 刘元瑞 (8621)68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn

稳步迈过淡季，期待年末表现

事件描述

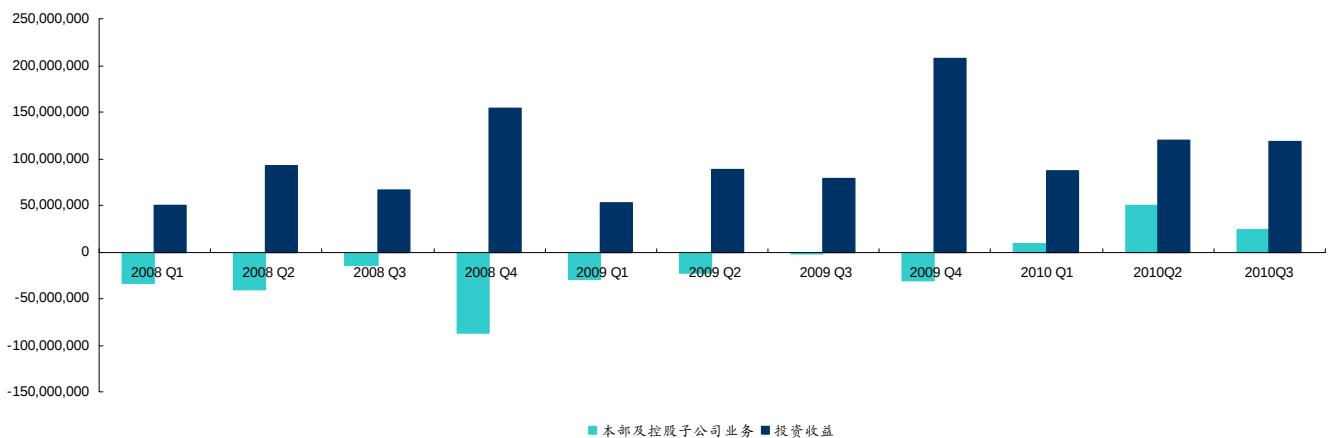
一汽富维 10 月 20 日发布半年报，公司 2010 年前三季度每股收益 1.76 元，扣除非经常性损益后每股收益同比增长 122.8%。我们对此有如下点评：

事件评论

第一，前三季度表现靓丽，三季度本部业务下滑

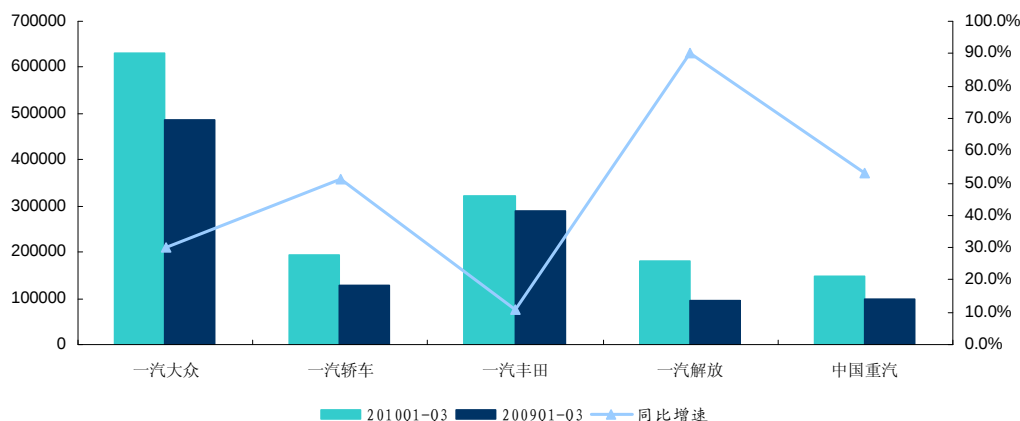
公司前三季度实现销售收入约 42.5 亿元，同比增长约 80%，同期销售毛利率达到了约 5.3%，较 09 年同期约 1.9% 有大幅上升。值得注意的是，三季度公司归属母公司净利润较二季度下滑了 14%，我们认为其中最主要的原因是公司本部钢车轮业务主要配套车型为一汽解放和一汽集团部分轻型商用车，在三季度的行业淡季，一汽解放实现销售重卡约 4.7 万辆，较二季度下滑约 32%，商用车的周期波动对公司本部业务影响不容忽视。在乘用车行业“以价换量”和节能车补贴政策的双重刺激下，公司参控股子公司主要配套企业一汽大众、一汽轿车、一汽丰田等三季度表现稳定，从而公司投资收益淡季仅小幅下滑约 1.6%。

图 1：公司本部业务收益与投资收益季度变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司主要配套车系大幅增长



资料来源：汽协，长江证券研究部

第二，期待四季度表现，看好长期发展

公司主要配套下游包括一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、一汽解放、中国重汽等，其中的最主要的利润贡献点是富奥江森和天津英泰。随着节能车补贴政策受益车型的不断补充，年末购置税优惠退出带来的提前消费等效应，我们预计四季度车市表现将持续靓丽，公司有望积极受益配套车型热销表现，充分凸显规模效应对车企带来的超预期增长。

我们认为公司未来将主要通过合资合作方式成立新的业务单元，建立以公司内、外饰、车身电子、车轮等总成产品为主的产品线。丰富的产品种类将有效提高公司主营收入，分散风险，而依托集团对于公司支持的大环境，下游配套需求无需担忧，持续的外延式扩张将为公司业绩带来持续助推力。

我们认为，受益于我国汽车行业持续稳定的增长大背景，同时一汽集团丰富的产品线及不断推出的新车型将逐步提升公司对其全线产品的配套比例及数量，将带给公司持续的增长动力。

第三，维持“谨慎推荐”投资评级

我们上调公司盈利预测，预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 2.44 元、3.04 元，对应 10 月 20 日公司收盘价 39.28 元，动态 PE 分别为 16.1、12.9 倍，维持“谨慎推荐”投资评级。投资风险主要存在于汽车行业景气度下滑，配套车型表现不理想及外延式扩张的风险影响。

表 1: 主要财务指标透视

百万元	2010 Q3	2010 Q2	2010 Q1	2009 Q4	2009 Q3	2009 Q2	2009 Q1
EPS(元)	0.60	0.71	0.45	0.83	0.36	0.38	0.11
一、营业总收入	1,407	1701	1137	1201	1001	894	470
YOY	40.5%	90.3%	142.1%	111.2%	35.9%	-31.2%	-46.0%
二、营业总成本	1,383	1651	1128	1231	1003	917	500
营业成本	1,333	1592	1094	1171	971	868	470
营业税金及附加	2	3	2	3	1	2	1
销售费用	6	6	5	6	5	12	5
管理费用	40	44	26	47	24	32	21
财务费用	2	3	2	3	2	3	3
资产减值损失	-0	3	0	1	0	0	0
三、其他经营收益	118	120	87	208	79	89	53
公允价值变动净收益	-	0	0	0	0	0	0
投资净收益	118	120	87	208	79	89	53
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	111	105	87	208	72	45	53
四、营业利润	142	170	96	178	76	66	23
加：营业外收入	1	0	0	0	0	16	0
减：营业外支出	0	0	0	2	0	0	0
五、利润总额	142	170	96	176	76	82	23
减：所得税	4	7	1	1	1	1	0
六、净利润	138	163	95	175	76	81	23
减：少数股东损益	11	15	-1	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	128	149	96	175	76	81	23
YOY	69.0%	84.0%	313.7%	158.1%	48.9%	46.4%	47.6%
主要比率							
销售毛利率	5.3%	6.4%	3.8%	2.5%	3.1%	2.9%	-0.1%
销售净利率	9.8%	9.6%	8.4%	14.6%	7.6%	9.0%	4.9%
销售费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	1.3%	1.0%
管理费用率	2.9%	2.6%	2.2%	4.0%	2.4%	3.6%	4.4%
财务费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3565	6061	6970	7807	货币资金	144	606	697	781
营业成本	3480	5782	6622	7417	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	86	279	349	390	应收账款	185	314	361	404
% 营业收入	2.4%	4.6%	5.0%	5.0%	存货	364	605	692	776
营业税金及附加	7	11	13	15	预付账款	21	35	40	45
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	28	36	42	47	流动资产合计	793	1694	1944	2178
% 营业收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	124	182	223	250	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	3.0%	3.2%	3.2%	长期股权投资	1041	1041	1041	1041
财务费用	11	11	11	11	投资性房地产	185	185	185	185
% 营业收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	固定资产合计	259	598	888	1026
资产减值损失	0	13	5	4	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	428	493	593	713	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	343	518	648	777	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	9.6%	8.6%	9.3%	10.0%	资产总计	2283	3523	4064	4435
营业外收支	14	0	0	0	短期贷款	150	646	528	136
利润总额	357	518	648	777	应付款项	347	577	661	741
% 营业收入	10.0%	8.6%	9.3%	10.0%	预收账款	2	3	3	4
所得税费用	2	3	4	5	应付职工薪酬	71	118	135	151
净利润	355	515	643	772	应交税费	10	16	19	21
归属于母公司所有者的净利润	354.7	515.2	643.7	772.2	其他流动负债	34	56	64	71
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	614	1415	1410	1125
EPS (元/股)	1.68	2.44	3.04	3.65	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-150	23	193	267	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	331	493	593	713	负债合计	615	1416	1411	1126
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1651	2089	2636	3293
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-16	-461	-470	-378	股东权益	17	17	17	16
其他	331	0	0	0	负债及股东权益	1669	2106	2653	3309
投资活动现金流净额	316	32	123	335	基本指标	2283	3523	4064	4435
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.677	2.436	3.043	3.651
股权融资	18	0	0	0	BVPS	7.81	9.88	12.46	15.57
银行贷款增加 (减少)	-80	496	-118	-391	PE	23.42	16.13	12.91	10.76
筹资成本	33	-89	-108	-127	PEG	0.79	0.54	0.44	0.36
其他	-65	0	0	0	PB	5.03	3.98	3.15	2.52
筹资活动现金流净额	-95	407	-226	-519	EV/EBITDA	20.84	12.81	9.71	7.45
现金净流量	71	462	91	84	ROE	21.5%	24.7%	24.4%	23.5%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。