

涉入车灯业务，打开全新成长空间

事件

一汽富维发布董事会决议公告：1) 公司与上海海拉电子有限公司通过商务谈判，拟在长春注册成立“长春一汽富维海拉车灯有限公司（暂定名）”，公司注册资本 2 亿元人民币，其中公司出资 1.02 亿元，持股 51%，上海海拉电子出资 9800 万元，持股 49%。项目总投资 10.5 亿元。2) 公司持股 40% 的长春曼胡默尔富维滤清器有限公司拟进行扩建，投产后主营业务将从现在的卡车与工业滤清器扩展至乘用车空调滤清器；同时将新增冲压与喷漆生产线，实现金属壳体自制。

研究结论

- **进入车灯业务，成长空间进一步大幅拓宽。**公司已经确立了发展汽车内外饰件业务的长期目标，我们认为，新车灯合资公司有望凭借富维在一汽体系内的配套地位和德国海拉在车灯领域的技术优势，以 2013 年投产的一汽大众南海工厂为突破口，逐步将业务扩展至一汽以外市场，将有助于进一步完善公司的业务结构、拓宽长期成长空间。根据公司测算，2018 年项目全部达产后，合资公司将实现营业收入 30.36 亿元，我们以 15% 的净利润率、51% 的股比测算，增量贡献为 2.32 亿元，按目前股本折 EPS 为 1.10 元，潜在增长空间非常可观。
- **滤清器合资公司成长空间有望进一步提升。**长春曼胡默尔富维滤清器有限公司对公司的业绩贡献比重约 4%，主要产品为卡车与工业滤清器。受重卡行业波动影响，该公司今年业绩出现大幅下滑。我们认为，进入乘用车空调滤清器领域将有利于公司拓宽成长空间、减缓业绩波动；而实现金属壳体的自制将有助于盈利能力的提升，未来对公司的盈利贡献有望进一步快速增长。
- **盈利预测与估值。**我们认为，公司作为一汽旗下重要的零部件平台企业，未来 3 年将紧随一汽大众进入新一轮发展阶段，配套业务放量及销售结构的上移将推动公司业绩步入快速增长阶段，新进入车灯业务与乘用车空调滤清器领域，尽管短期内难以大幅贡献盈利，但从长期看，有助于公司进一步完善业务结构、拓宽成长空间，战略意义与潜在的增量贡献将非常可观。我们认为，目前公司 2012 年估值仅 7.2 倍，价值被明显低估。我们给予公司 2012 年 12 倍的估值、对应目标价 33.55 元，维持公司买入的投资评级。
- **风险提示。**1) 乘用车行业需求景气度大幅下滑；2) 原材料价格超预期大幅上涨；3) 公司主要配套的整车厂产能释放进度低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

秦绪文

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 11 月 23 日) 20.17 元

目标价格 33.55 元

总股本/A 股 (亿股) 2.12

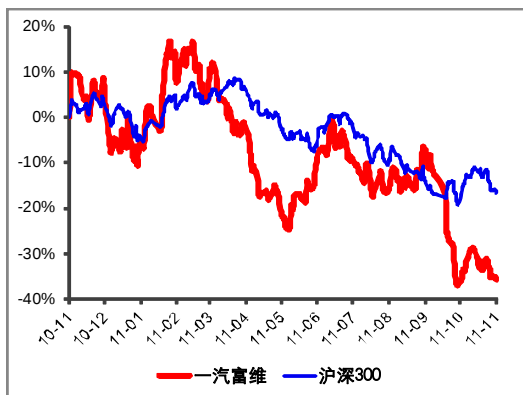
A 股市值 (亿元) 42.7

国家/地区 中国

行业 汽车与零部件

报告发布日期 2011 年 11 月 24 日

股价表现



资料来源：Wind

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,183	7,163	8,279	9,571
YOY	73.4%	15.9%	15.6%	15.6%
归属母公司净利润	571	486	591	729
YOY	60.8%	-14.8%	21.7%	23.3%
每股收益(元)	2.70	2.30	2.80	3.45
ROE	29.7%	20.3%	20.6%	21.1%
市盈率(X)	7.5	8.8	7.2	5.8
市净率(X)	2.0	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	5.9	6.3	5.1	4.2

资料来源：公司报告，东方证券研究所

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,183	7,163	8,279	9,571	经营活动现金流	168	92	287	170
营业成本	5,816	6,701	7,722	8,920	归属母公司净利润	571	486	591	729
主营业务税金及附加	10	14	17	19	少数股东损益	47	86	104	125
销售费用	28	44	50	57	经常性非现金支出	89	88	105	119
管理费用	189	224	263	302	非经常性现金支出	(510)	(412)	(500)	(616)
财务费用	10	9	9	7	营运资金变动	(29)	(155)	(14)	(187)
资产减值损失	3	1	5	6	投资活动现金流	36	84	75	142
总投资收益	507	412	500	616	资本开支	(209)	(296)	(296)	(296)
营业利润	634	582	714	876	投资与投资收益	244	380	371	438
营业外净收入	3	3	2	2	筹资活动现金流	(188)	(23)	(163)	(101)
税前利润	637	585	716	878	股权及债权融资	50	0	0	0
所得税	19	13	20	23	贷款增加	(185)	50	(90)	(20)
净利润	618	572	696	855	支付股利利息及其他	(54)	(73)	(73)	(81)
少数股东损益	47	86	104	125	现金净流量	15	154	200	211
归属母公司净利润	571	486	591	729	现金期初余额	144	160	313	513
EPS (元/股)	2.70	2.30	2.80	3.45	现金期末余额	160	313	513	724

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	1,418	1,820	2,165	2,714	增长能力				
货币资金	160	313	513	724	营收增长率(%)	73.40%	15.86%	15.58%	15.60%
应收款项	697	806	931	1,075	EBITDA 增长率(%)		-4.95%	21.63%	21.41%
存货	478	633	644	825	EBIT 增长率(%)		-5.41%	22.09%	22.04%
其他流动资产	84	67	77	89	净利润增长率(%)	74.30%	-7.51%	21.75%	22.82%
非流动资产合计	2,163	2,413	2,761	3,148	盈利能力				
投资性房地产	186	177	167	158	毛利率(%)	5.93%	6.45%	6.72%	6.80%
长期股权投资	1,108	1,166	1,321	1,527	净利率(%)	9.99%	7.98%	8.40%	8.93%
固定资产	679	851	1,033	1,211	EBITDA 利润率(%)	11.36%	9.32%	9.81%	10.30%
在建工程	132	179	202	213	ROA(%)	21.08%	14.63%	15.20%	15.85%
无形资产	29	29	29	29	ROE(%)	29.7%	20.3%	20.6%	21.1%
其他非流动资产	29	11	9	10	ROIC(%)	24.99%	19.31%	19.58%	19.70%
资产总计	3,581	4,233	4,926	5,862	偿债能力				
流动负债合计	992	1,166	1,226	1,382	资产负债率(%)	29.1%	28.0%	25.3%	23.9%
短期借款	60	140	50	30	流动比率(倍)	142.9%	156.1%	176.6%	196.4%
应付账款及票据	738	824	950	1,097	速动比率(倍)	94.7%	101.8%	124.1%	136.6%
预收账款	2	7	8	10	营运能力				
其他流动负债	192	194	218	245	总资产周转率	2.11	1.83	1.81	1.77
非流动负债合计	49	19	19	19	应收账款周转率	6.33	4.76	4.76	4.76
长期借款及应付债券	40	10	10	10	存货周转率	13.81	12.06	12.09	12.14
其他非流动负债	9	9	9	9	应付账款周转率	10.72	8.58	8.71	8.72
负债合计	1,041	1,185	1,245	1,401	价值评估				
股本	212	212	212	212	P/B(倍)	1.95	1.64	1.36	1.13
储备	1,974	2,396	2,924	3,580	P/E(倍)	7.48	8.78	7.21	5.85
少数股东权益	354	440	544	670	EV/收入(倍)	0.67	0.59	0.50	0.43
股东权益合计	2,540	3,048	3,680	4,461	EV/EBITDA(倍)	5.92	6.29	5.12	4.21
负债和股东权益	3,581	4,233	4,925	5,862	EV/EBIT(倍)	6.67	7.12	5.77	4.72

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn