

增持 首次
一汽富维（600742）
2011 年 12 月 5 日

大众和丰田的扩张步伐决定公司业绩增长

2011 年 12 月 2 日收盘价：20.66 元

汽车行业高级分析师：赵晨曦
SAC 执业证书编号：S0850511010023
zhaocx@htsec.com
021-23219473

汽车行业：冯梓钦
SAC 执业证书编号：S0850511040003
fenzq@htsec.com
021-23219402

联系人：陈鹏辉
cph6819@htsec.com
021-23219814

背靠一汽集团，业务定位日渐清晰。公司本部及合资公司定位于内饰、外饰、车轮和汽车电子四大业务。内饰和钢车轮业务目前已经比较成熟，汽车电子业务主要集中在合资公司富维江森自控汽车电子，目前尚处于开拓期。外饰业务中，保险杠业务集中在富奥东阳和重庆延锋彼欧，其中富奥东阳主要配套一汽集团，而重庆延锋彼欧收入主要来源于AM市场。2011年11月公司与海拉车灯成立合资公司进入车灯业务，将进一步拓展公司外饰业务。

表 1 公司主要业务生产平台及相关配套车型

主要业务	生产平台	持股比例	设立时间	具体产品	主要配套车型
钢车轮	长春车轮分公司	100%	1953 年	型钢和滚型钢车轮	奔腾系列；一汽大众速腾、迈腾、捷达、宝来等；一汽解放
	成都车轮分公司	100%	2010 年	滚型钢车轮	一汽大众成都和佛山项目
内饰	富维江森饰件	50%	2002 年	座椅、仪表板等	一汽大众除奥迪 A6L 外所有车型；奔腾系列；马 6、睿翼
	富维江森金属	50%	2007 年	座椅金属骨架	主要配套富维江森饰件
	天津英泰	25%	2003 年	座椅、门板等	一汽丰田：皇冠、锐志、RAV4 等
	富维丰田纺织	40%	2010 年	座椅、门内板等	一汽丰田长春新工厂
外饰	富维东阳	51%	2003 年	保险杠总成等	一汽轿车全车型；奥迪 Q5、A4L、速腾、新宝来；解放 J6 等
	成都延锋彼欧	51%	2009 年	保险杠总成等	一汽大众成都项目
	富维高新饰件	51%	2010 年	散热面罩等	奥迪 A4L、A6L、捷达、速腾、CC 等；奔腾系列、马 6、睿翼。
	重庆延锋彼欧	49%	2010 年	保险杠总成等	AM 市场
	富维梅克朗	40%	2004 年	后视镜等	奥迪 A4L、A6L、迈腾、新宝来；奔腾系列；一汽解放卡车
汽车电子	富维江森电子	50%	2010 年	点火线圈系列	捷达、新宝来、高尔夫、速腾等
其他业务	冲压件分公司	100%	1990 年	车身冲压件等	速腾、迈腾、CC、马 6、奔腾系列、解放重卡等。
	富维滤清器	40%	2003 年	滤清器	马 6、奔腾系列；一汽锡柴：6DL/6DM 柴油机等

资料来源：公司网站、历年年度财务报告和公告，海通证券研究所

本部钢车轮业务：短期盈利压力较大。目前公司钢车轮产能主要集中在长春车轮分公司，约400万只，其中乘用车用钢车轮约占2/3，主要配套一汽轿车和一汽大众部分车型；商用车用钢车轮约1/3，主要配套一汽解放。公司作为一汽集团体系内钢轮配套企业，在销售方面处于弱势，与上游钢铁厂相比公司议价能力较弱，因而公司钢车轮业务盈利能力较弱，而且受钢价的影响较大。尽管公司相关配套车型中一汽大众的销量增长稳健，但是由于一汽轿车和一汽解放销量的下滑和原材料上涨导致钢车轮毛利率的下滑，我们认为公司钢车轮业务短期内仍将面临经营压力。公司在成都新建车轮分公司产能120万只，将主要配套一汽大众成都项目和佛山项目，因此其盈利情况主要取决于一汽大众成都项目和佛山项目的投产情况。

并表外饰件业务：收入大幅增长，毛利率略有下降。公司并表外饰件业务利润主要来源于合资公司富维东阳和富维高新。2010年9月原参股公司富维东阳变更为控股子公司纳入并表范围，导致2011年上半年公司外饰件收入同比大幅增长，但是如果将富维东阳2010年上半年收入按纳入合并报表计算，公司2011年上半年外饰件业务收入同比仅增长3%左右。同时，

富维高新的产品主要是采用电镀工艺的产品，所以毛利率相对富维东阳高，因而2010年9月富维东阳并表后，公司外饰件业务毛利率略有下降。

投资收益：公司利润主要来源，短期难有起色。公司利润主要由投资收益贡献，而投资收益的变化情况主要受终端配套整车企业销量情况的影响。公司 2011 年上半年投资收益同比下降 17.68%，除富维东阳并表的因素外，主要影响因素有：1) 汽车行业整体销量增速放缓；2) 地震导致一汽丰田销量下降，使天津英泰贡献的投资收益同比下滑 23.02%。随着一汽丰田的复产带动天津英泰收入的增长，公司 2011 年第 3 季度投资收益环比增长 2.75%，但同比仍下降 28.15%。由于公司主要客户汽车销量在短期内难有较大的改变，加上公司新成立合资公司如丰田纺织、江森电子和富维海拉车灯等仍处于投入期，费用压力较大，我们认为四季度公司投资收益仍将呈现环比增长、同比下滑的局面。

表 2 公司 2007-2011H1 投资收益情况 (万元)

	2007	2008	2009	2010	2011H1
富维东阳	65.48	148.08	4015.62	5403.68	0.00
富维江森饰件	10132.13	13180.14	16848.23	22143.54	10295.51
富维江森金属	0.00	-644.85	282.98	1173.72	84.02
富维江森电子	0.00	0.00	0.00	-550.57	-790.78
天津英泰	12566.10	16196.95	13189.41	14943.60	3555.00
富维滤清器	-10.12	548.60	1531.73	2199.23	881.85
富维梅克朗	963.78	1179.39	1907.98	2867.79	992.00
重庆延锋彼欧	0.00	0.00	0.00	362.29	304.38
富维丰田纺织	0.00	0.00	0.00	-34.58	-405.38
长春塔奥金环	893.05	1036.88	676.24	688.72	0.00
一汽财务	0.00	4589.48	4383.43	1516.52	2087.01
投资收益合计	24610.42	36234.67	42835.62	50713.95	17003.61
净利润	4797.64	18951.59	35454.03	61795.14	26342.40

资料来源：公司历年年度财务报告，海通证券研究所

公司中长期的增长取决于一汽大众和一汽丰田的扩张步伐。随着一汽大众成都和佛山基地产能的释放，公司主要利润来源富维江森自控业绩将快速增长。天津英泰将受益于一汽丰田长春工厂的投产，未来将保持稳定增长。同时，新设立富维江森电子、富维高新汽车饰件、富维丰田纺织、富维海拉车灯等合资公司陆续投产，一方面费用压力将不断减轻，另一方面公司依托一汽集团客户优势和外方技术优势，在车灯、汽车电子等领域未来发展潜力巨大。

表 3 一汽丰田和一汽大众产能扩张情况

	新建产能	预计投产日期	预计生产车型
一汽丰田长春工厂	初期 10 万辆，计划产能 20 万辆	2012 年 9 月	卡罗拉
一汽大众成都工厂	初期 30 万辆，计划产能 45 万辆	2012 年一季度量产	新速腾、新捷达
一汽大众佛山工厂	计划产能 30 万辆	2013 年 8 月	高尔夫 7、奥迪 A3

资料来源：相关公司网站，海通证券研究所

盈利预测与投资建议。我们预测 2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.22 元、2.50 元、3.05 元，按照 12 月 2 日收盘价 20.66 元计算 2011-2013 年动态市盈率分别为 9.31 倍、8.25 倍和 6.78 倍。综合考虑公司本部钢轮业务和合资企业的盈利能力、一汽大众成都工厂和佛山工厂的投产情况以及丰田长春工厂的投产进度，给予公司 2012 年 10 倍的 PE，对应目标价 25.00 元，首次给予“增持”评级。

风险提示。宏观经济回落导致汽车销量增速放缓；原材料价格上涨超出预期；公司主要客户产能释放进度低于预期。

表 4 利润表预测 (万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	347557.46	356545.31	618250.24	702210.81	743672.10	842080.05
减: 营业成本	341899.57	347957.08	581613.05	657608.98	695917.65	787109.31
毛利率(%)	1.63	2.41	5.93	6.35	6.42	6.53
营业税金及附加	429.57	668.31	951.56	1160.06	1264.24	1431.54
销售费用	3760.74	2823.90	2822.91	4471.10	4462.03	5052.48
销售费用率(%)	1.08	0.79	0.46	0.64	0.60	0.60
管理费用	15097.10	12414.63	18911.83	21415.76	23425.67	26104.48
管理费用率(%)	4.34	3.48	3.06	3.26	3.15	3.10
财务费用	1797.32	1141.03	970.17	1040.00	1115.51	1263.12
财务费用率(%)	0.52	0.32	0.16	0.15	0.15	0.15
资产减值损失	2027.82	46.82	261.77	206.79	250.00	300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	36234.67	42835.62	50713.95	41001.23	48584.92	58600.11
二、营业利润	18780.01	34329.16	63432.90	57309.35	65821.92	79419.24
加: 营业外收入	470.40	1573.26	328.10	359.90	400.00	420.00
减: 营业外支出	256.52	216.85	69.23	61.63	70.00	80.00
三、利润总额	18993.88	35685.56	63691.77	57607.63	66151.92	79759.24
减: 所得税费用	42.29	231.54	1896.63	2283.14	2413.18	2914.68
四、净利润	18951.59	35454.03	61795.14	10720.26	63738.74	76844.56
少数股东损益	0.00	(19.56)	4738.74	8456.69	10884.09	12324.73
归属于母公司净利润	18951.59	35473.59	57056.40	46887.37	52854.65	64519.83
五、全面摊薄每股收益(元)	0.90	1.68	2.70	2.22	2.50	3.05

资料来源: 公司 2009 年和 2010 年年报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵晨曦：汽车行业高级分析师

冯梓钦：汽车行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上海汽车（600104.SH）、长安汽车（000625.SZ）、中国重汽（000951.SZ）、潍柴动力（000338.SZ）、江铃汽车（000550.SZ）、一汽轿车（000800.SZ）、威孚高科（000581.SZ）、宇通客车（600066.SH）

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。