

强烈推荐-A (维持)

一汽富维 600742.SH

目标估值: 27-36 元  
当前股价: 17.94 元  
2017 年 04 月 06 日

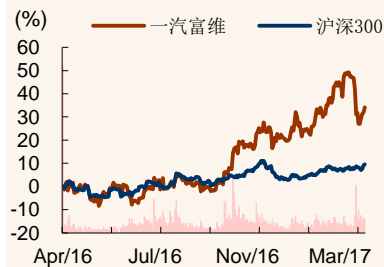
向上周期确立, 1Q 业绩超预期

基础数据

上证综指	3281
总股本 (万股)	42305
已上市流通股 (万股)	42305
总市值 (亿元)	76
流通市值 (亿元)	76
每股净资产 (MRQ)	10.1
ROE (TTM)	10.0
资产负债率	41.4%
主要股东	中国第一汽车集团公
主要股东持股比例	20.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	34	43
相对表现	-11	27	35



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽富维 (600742) — 无畏浮云遮望眼》2017-03-24
- 2、《一汽富维 (600742) — 低估值零部件巨头, 业绩迎强势反转》2016-11-30
- 3、《一汽富维 (600742) — 三季报大超预期, 配件厂商潜力巨大》2016-10-28

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

唐楠

S1090511080002

彭琪

S1090514080003

研究助理

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn

事件:

公司公布业绩预告, 预计 17Q1 实现归母净利润约 14,985 万元, 同比增长 102%, 合 eps 0.354 元, 大超我们此前预期 (预期 1.2 亿元左右)。公司 17 年 PE 仅为 10.3x, 远低于同行业平均 25x 的水平, 我们看好公司业绩持续高增长与估值修复并行, 维持公司“强烈推荐-A”评级。

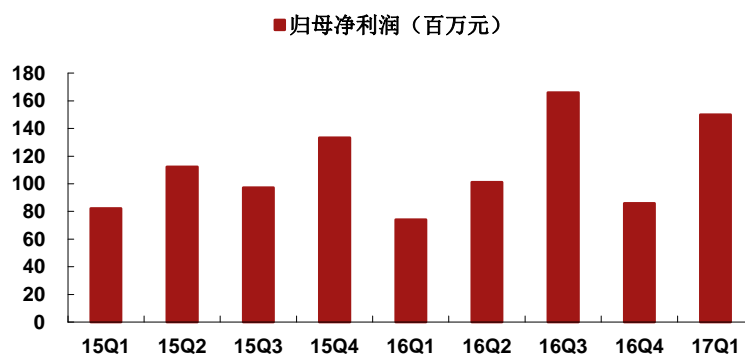
评论:

1、1Q 业绩创历史新高, 来源于行业稳健增长+海拉内生扭亏

公司 17Q1 实现归母净利约 14,985 万元, 同比增长 102%, 大超我们此前预期。三因素驱动业绩持续上涨:

- 1) 一汽集团 1Q 销量稳健增长, 公司作为一汽系核心零部件供应平台显著受益。一汽集团 1Q 实现销售 83.0 万辆 (+12.7%), 其中一汽解放销售 8.4 万辆 (+83.4%), 一汽轿车同比增长超 50%、马自达单季度销量 3.2 万辆 (+136.9%), 一汽大众销售 34.6 万辆 (+10.3%)。
- 2) 富维海拉度过培育期, 1Q 释放业绩约 2000 万。16Q1 富维海拉亏损约 2000 万元, 17Q1 度过培育期贡献盈利约 2000 万元。
- 3) 股权持续整合带来的投资收益、营业外收入增加。公司拥有的长春一汽富维江森及长春一汽富维高新饰件股权变动带来营业外收入及收益。

图 1: 公司单季度盈利情况



资料来源: 公司数据、招商证券

2、集团人事调整结束+领导换届, 打造公司中性平台新阶段

历经 15 年波折, 16 年集团生产经营步入正轨, 17 年迎来国企领导班子大换届。伴随一汽集团内部人事调整结束, 我们认为新的领导班子将带领一汽集团进入 3-5 年高速增长新阶段。同时, 公司定位中性化平台战略。夯实主业同时, 公司

加强对于合联营企业股权控制，10年8月控股富维东阳、15年3月增资一汽财务、16年10月控股富维江森，未来股权整合进程有望加快。

### 3、“一汽大众+一汽轿车”领衔一汽系向上产品周期，公司充分受益

公司是一汽集团核心零部件供应平台，16年下游客户表现优异。一汽大众（营收占比70%，16年销187.2万辆，+13.5%）、一汽轿车（营收占比20%，16年销19.7万辆，-16.4%）、一汽解放（营收占比10%，16年销23万辆，+32.6%）是主要客户。

展望2017，一汽大众释放60万产能，扩张规模为主机厂之最。17、18年分别有6款新车及改款车型上市，是未来三年新增产能最多的主机厂商（佛山四工厂、青岛工厂、天津工厂累计新增产能90万辆）。公司作为大众核心配套零部件厂商，跟随大众就近建厂，保险杠业务迎腾飞。

一汽轿车度过最差时期，伴随马自达、奔腾双轮驱动，17年销量同比有望超过50%。马自达品系在16年完成换代，热销车型“CX-4+马自达新阿特兹”组合预计17年实现销量15万辆，贡献主要利润。自主品牌新车型SUV奔腾X40、中期改款X80上市将一改奔腾颓势，预计奔腾全品系销量17年有望实现17万辆，大幅提升产能利用率。

表 1：一汽大众将进入新的产品生命周期

车型	类型	生产基地	上市时间
C-TREK 蔚领	5 门 5 座紧凑型旅行车	长春工厂	2016 年 10 月
2017 款捷达（改版）	三厢轿车	成都工厂	2016 年 12 月
新版奥迪 Q5	中型跨界 SUV	长春工厂	2017 年
2017 款 CC（改版）	4 门轿跑	长春工厂	2017 年
奥迪 Q1	基于 Allroad Shooting Brake 概念车	佛山工厂	2017 年
奥迪 Q2	小型 SUV	佛山工厂	2017 年
奥迪 Q4	基于 TT offroad 概念车	佛山工厂	2017 年
全新速腾	4 门 5 座紧凑型三厢轿车	成都工厂	2017 年
大众高级 SUV	旗舰全尺寸高级 SUV	/	2017 年
大众紧凑级 SUV	紧凑级跨界 SUV	天津工厂	2018 年
大众次紧凑级 SUV	POLO 级别的 SUV	天津工厂	2018 年
奥迪 A6L（改版）	E 级中型三厢车	长春工厂	2018 年
高尔夫 8	欧洲 C 级紧凑级 5 门两厢车	佛山工厂	2018 年
改版奥迪 Q3	紧凑级跨界 SUV	长春工厂	2018 年
新版 Bora NF	紧凑型三厢轿车	青岛工厂	2018 年
改款奥迪 A3	小型豪华三厢车	佛山工厂	2019 年

资料来源：盖世汽车，Marklines，招商证券

表 2：2016 年后主要车企新产能投放情况

车企	工厂	投产日期	产能增量（万辆/年）
一汽大众	广东佛山第四工厂	2017 年	30
一汽大众	山东青岛工厂	2017 年	30
一汽大众	天津工厂	2018 年	30
神龙汽车	成都第四工厂	2016 年	36
长安福特	黑龙江哈尔滨工厂	2017 年	20
广汽乘用车	新疆工厂	2017 年	5
广汽乘用车	广州番禺工厂二期	2017 年	15
上汽大众	长沙第八工厂	2017 年	30
北京现代	重庆第五工厂	2017 年	30
吉利汽车	张家口、宝鸡和晋中工厂	2016 年	50

车企	工厂	投产日期	产能增量 (万辆/年)
东风本田	武汉第三工厂	2019 年	12

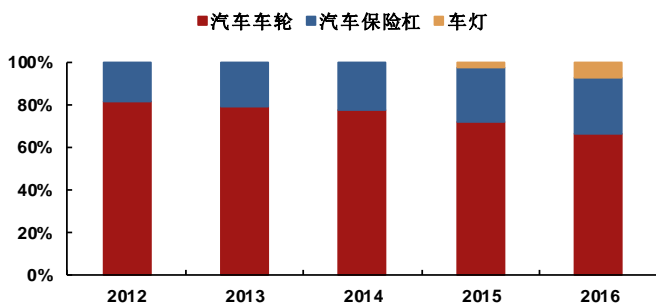
资料来源: Marklines, 招商证券

#### 4、核心子公司富维海拉扭亏为盈，步入 3-5 年的业绩爆发期

核心子公司富维海拉前期由于研发费用支出巨大，15 年全年亏损 8284 万。16 年富维海拉产品迅速起量，配套大众速腾、奥迪 A3 等多款明星车型，实现营收 8.18 亿，同比增长 266.7%；净利润 2273 万，成功扭亏为盈。我们认为富维海拉将步入 3-5 年的业绩爆发期，原因有三：

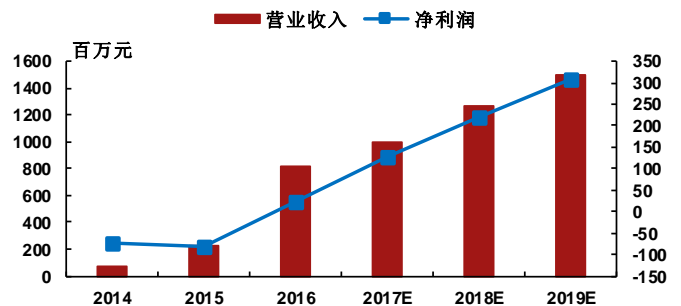
- 1) 产品为 OEM 整车完整配套，16 年产品单价 1106 元，产品附加值极高；
- 2) 毛利率随产能爬升将迅速提升（满产产值 15 亿），16 年毛利率 16.34%，未来有望达到车灯行业平均 25% 毛利率的盈利水平；
- 3) 研发实力出众，合资方海拉是德国大众的车灯原装供应商，与大众合作关系稳固，借此平台优势预计公司产品配套一汽大众的渗透率将进一步提升。

图 1：车灯业务营收占比迅速上升



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2：富维海拉将步入 3-5 年的业绩爆发期



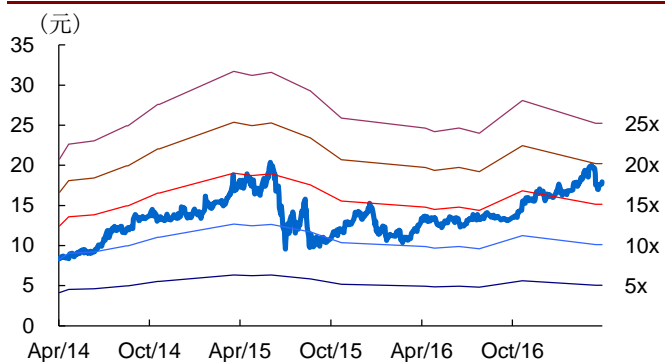
资料来源: 公司公告, 招商证券

#### 盈利预测与评级

17 年公司下游核心客户一汽大众产品生命周期向上，同时核心子公司富维海拉将迎来 3-5 年业绩爆发期，公司 17 年 PE 仅为 10.3x，远低于同行业平均 25x 的水平，我们看好公司业绩持续高增长与估值修复并行。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为：1.75 元、2.15 元、2.54 元，对应的 PE 分别为 10.3X、8.3X、7.1X。维持“强烈推荐-A”投资评级。

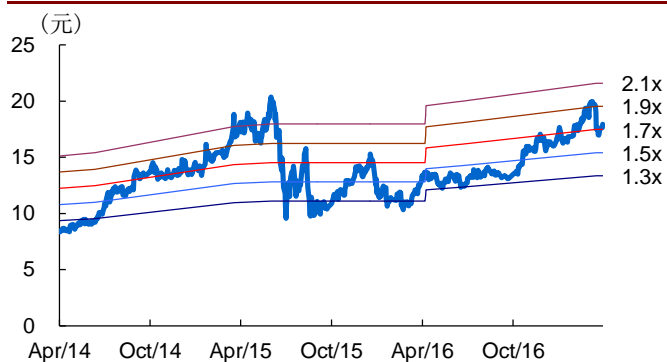
风险提示：一汽系销量不及预期。

图 3：一汽富维历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：一汽富维历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3249	4724	5542	6700	8017
现金	912	1693	2066	2747	3601
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	382	966	1127	1286	1440
应收款项	730	334	368	420	470
其它应收款	7	32	38	43	48
存货	956	1094	1242	1404	1563
其他	263	605	702	799	894
<b>非流动资产</b>	3877	3636	3768	3879	3974
长期股权投资	1599	1278	1278	1278	1278
固定资产	1453	1621	1775	1907	2020
无形资产	170	209	188	169	152
其他	655	529	527	525	524
<b>资产总计</b>	<b>7126</b>	<b>8360</b>	<b>9310</b>	<b>10579</b>	<b>11991</b>
<b>流动负债</b>	2274	3079	3338	3720	4093
短期借款	144	99	0	0	0
应付账款	1547	2006	2295	2595	2887
预收账款	17	83	95	108	120
其他	566	890	947	1017	1086
<b>长期负债</b>	345	381	381	381	381
长期借款	266	277	277	277	277
其他	79	104	104	104	104
<b>负债合计</b>	<b>2619</b>	<b>3460</b>	<b>3718</b>	<b>4101</b>	<b>4474</b>
股本	212	423	423	423	423
资本公积金	550	444	444	444	444
留存收益	3202	3423	3952	4639	5441
少数股东权益	544	610	772	972	1208
归属于母公司所有者权益	3963	4290	4819	5506	6308
<b>负债及权益合计</b>	<b>7126</b>	<b>8360</b>	<b>9310</b>	<b>10579</b>	<b>11991</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	409	881	629	809	990
净利润	425	427	740	909	1075
折旧摊销	220	238	259	279	296
财务费用	7	2	6	8	11
投资收益	(399)	(351)	(464)	(494)	(540)
营运资金变动	129	477	(79)	(99)	(93)
其它	28	87	167	205	241
<b>投资活动现金流</b>	(38)	80	(392)	(392)	(392)
资本支出	(352)	(348)	(392)	(392)	(392)
其他投资	314	428	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	16	(180)	136	264	256
借款变动	(270)	(552)	(110)	0	0
普通股增加	0	212	0	0	0
资本公积增加	0	(106)	0	0	0
股利分配	(106)	(106)	(212)	(222)	(273)
其他	392	372	458	486	529
<b>现金净增加额</b>	<b>388</b>	<b>781</b>	<b>373</b>	<b>681</b>	<b>855</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	9864	11992	13987	15969	17884
营业成本	9280	11209	12824	14498	16131
营业税金及附加	20	43	28	32	36
营业费用	52	70	82	93	105
管理费用	416	459	518	591	662
财务费用	10	4	6	8	11
资产减值损失	2	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	399	351	464	494	540
<b>营业利润</b>	484	555	993	1241	1480
营业外收入	4	13	13	13	13
营业外支出	4	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	484	566	1005	1252	1491
所得税	28	41	102	143	180
<b>净利润</b>	456	525	902	1109	1311
少数股东损益	31	98	162	200	236
<b>归属于母公司净利润</b>	425	427	740	909	1075
<b>EPS (元)</b>	2.01	1.01	1.75	2.15	2.54

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-13%	22%	17%	14%	12%
营业利润	-24%	15%	79%	25%	19%
净利润	-23%	1%	73%	23%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.9%	6.5%	8.3%	9.2%	9.8%
净利率	4.3%	3.6%	5.3%	5.7%	6.0%
ROE	10.7%	10.0%	15.4%	16.5%	17.0%
ROIC	6.8%	8.6%	13.8%	15.0%	15.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.8%	41.4%	39.9%	38.8%	37.3%
净负债比率	5.8%	4.6%	3.0%	2.6%	2.3%
流动比率	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.3	1.4	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
存货周转率	10.3	10.9	11.0	11.0	10.9
应收帐款周转率	13.3	22.5	39.9	40.6	40.2
应付帐款周转率	6.2	6.3	6.0	5.9	5.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.01	1.01	1.75	2.15	2.54
每股经营现金	1.94	2.08	1.49	1.91	2.34
每股净资产	18.74	10.14	11.39	13.02	14.91
每股股利	0.50	0.50	0.52	0.64	0.76
<b>估值比率</b>					
PE	8.9	17.8	10.3	8.3	7.1
PB	1.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	27.1	24.4	15.2	12.5	10.7



## 分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**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10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；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

**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。

## 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

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。