

强烈推荐-A (维持)

一汽富维 600742.SH

目标估值: 25-33 元

当前股价: 18.78 元

2017 年 07 月 04 日

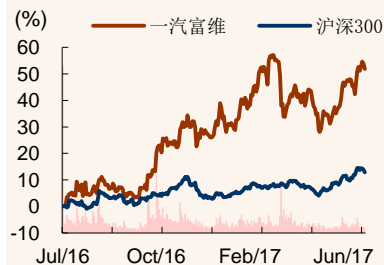
从大众超级周期看公司中长期增长逻辑

基础数据

上证综指	3183
总股本(万股)	42305
已上市流通股(万股)	42305
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	79
每股净资产(MRQ)	10.5
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	40.0%
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	14	21	56
相对表现	9	12	41



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽富维(600742) 1Q 开局良好, 全年高增长确定》2017-04-27
- 2、《一汽富维(600742) 一向上周期确立, 1Q 业绩超预期》2017-04-07
- 3、《一汽富维(600742) 一无畏浮云遮望眼》2017-03-24

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

彭琪

S1090514080003

唐楠

S1090511080002

研究助理

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn

大众中国进入持续 3-5 年超级周期, 一汽大众新增 126 万 A 级 SUV 产能, 带来上游 2000 亿零配件市场空间。公司作为一汽大众核心零部件供应商, 70% 收入来源于一汽大众, 量价齐升, 保守预计一汽大众新周期将带来 6 亿盈利弹性 (16 年业绩的 1.4 倍)。预估未来三年公司 eps 为 1.7 元/2.3 元/3.0 元, 对应 17 年 11.4X PE、1.7X PB, 维持公司“强烈推荐-A”评级。

- **决战 2020, 大众中国进入超级 SUV 周期。**大众在轿车行业市占率超 27.5%, 独领风骚, 但在 SUV 市场仅占 5.6% 份额稍显羸弱, 尤其是一汽大众品牌目前没有 SUV 上市。为弥补 SUV 市场空白, 大众开启超级周期, 17-20 年共向中国推出 10 款 SUV 新品, 2020 年实现目标产销 580 万辆。
- **一汽大众新增 126 万产能, 富维平台全面受益。**一汽大众计划于 18、19 年推出 5 款 SUV 新车型, 分布青岛、天津、佛山、成都四大基地, 126 万产能扩张为车企之最。公司作为一汽大众核心零部件平台, 为大众、奥迪车型配套车轮、车灯、保险杠、座椅等核心内外饰件, 70% 收入来自一汽大众, 三款新 SUV 全线配套, 未来三年盈利 CAGR 超过 43%。
- **资本开支不足为惧, 未来三年带来 6 亿盈利弹性。**富维投资 12.5 亿跟随大众四大基地就近建厂, 市场此前担心折旧会拖累 18 年业绩, 我们认为不足为惧。经测算大众“青岛+天津”产量达 17 万辆即对毛利率产生正向影响, 18 年满产会释放更大弹性, 17-19 年一汽大众为富维贡献盈利增量 6 亿 (16 年业绩的 1.4X); 以富维东阳 (CAGR57%)、富维海拉 (CAGR147%) 为代表平台各公司将爆发增长。
- **看好公司未来 3-5 年增长, 维持“强烈推荐-A”评级。**从估值角度而言, 公司业务结构由内外饰件升级为车灯、座椅等高附加值总成件, 研发能力显著增强, 17 年 11X 同行业 20X 相比低估明显。从业绩增长角度而言, 一汽大众新周期带来 6 亿盈利弹性, 核心子公司富维海拉 CAGR147%。预计 17-19 年 EPS1.65/2.26/3.01 元, 按照 17 年 15X-20X 估值, 给予 25-33 元目标价。
- **风险提示: 大众销量不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9864	11992	14671	19386	26757
同比增长	-13%	22%	22%	32%	38%
营业利润(百万元)	484	555	927	1291	1732
同比增长	-24%	15%	67%	39%	34%
净利润(百万元)	425	427	700	957	1273
同比增长	-23%	1%	64%	37%	33%
每股收益(元)	2.01	1.01	1.65	2.26	3.01
PE	9.3	18.6	11.4	8.3	6.2
PB	1.0	1.9	1.7	1.4	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、决战 2020，大众中国进入超级周期	4
1、中国是最重要增量市场，全球同步响应是趋势	4
2、过分依赖轿车，大众开启 SUV 超级周期	5
二、一汽大众新增 126 万产能，富维平台全面受益	7
1、未来 3 年一汽大众新增 126 万产能，扩张登顶车企 NO.1	7
2、5 款新增 SUV 优化产品结构，带动上游配套两千亿大包	7
3、公司 70% 营收来自一汽大众，是超级周期最强受益股	9
三、大众周期为富维带来的业绩弹性测算	10
1、跟随大众就近建厂，母公司总投资 12.5 亿	10
2、产能爬坡下“折旧+费用”对公司业绩影响较小	10
3、以富维东阳、富维海拉为代表的平台全公司业绩将爆发增长	11
4、未来 3 年一汽大众为富维贡献盈利增量 6 亿	13
四、投资策略与风险提示	13
1、 投资策略	13
2、目标股价 25-33 元	14
3、风险提示	14

图表目录

图 1：大众集团 16 年全球销量已近 1000 万辆	4
图 2：大众 16 年中国区销量占比上升到 39.1%	4
图 3：大众集团 16 年中国销量接近 400 万辆	4
图 4：大众在中国乘用车市场占有率开始底部回升	4
图 5：分品牌全球、中国销售车型情况一览	5
图 6：分品牌国产、进口情况一览	5
图 7：目前大众销量结构中轿车比重达 85%	5
图 8：大众轿车市占率接近 30%，SUV 市占率仅有 6%	5
图 9：大众中国 2020 战略规划	6
图 10：一汽大众销量 16-20 年 CAGR 预计为 14%	8
图 11：一汽大众产品谱图	9
图 12：来自一汽大众营收占富维营收比例达 70%	9

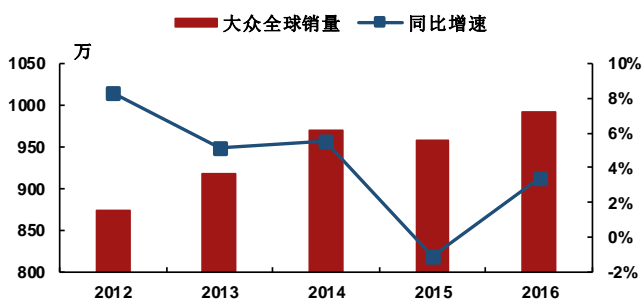
图 13: 富维零部件平台公司配套产品全方位覆盖大众车型	10
图 14: 富维东阳净利率水平有望回到 13-14 年水平	12
图 15: 富维东阳保险杠 17-19 年单价预测	12
图 16: 一汽富维历史 PE Band	15
图 17: 一汽富维历史 PB Band	15
表 1: 17-20 年大众中国将国产 10 款 SUV	6
表 2: 2020 年大众预计年产销 576 万	6
表 3: 一汽大众现有长春、成都、佛山三个基地共计 190 万产能	7
表 4: 一汽大众未来 2 年新投放 126 万产能成车企 NO.1	7
表 5: 未来 2 年一汽大众将投放 5 款新车型以及 7 款换代车型	8
表 6: 一汽富维跟随大众就地设厂扩建产能, 总投资额达 12.5 亿元	10
表 7: 17-19 年公司新增折旧金额测算	11
表 8: 18 年折旧、人工费用摊销对毛利率影响弹性测算	11
表 9: 17-19 年富维东阳净利保守估计将翻 3 倍	12
表 10: 17-19 年富维海拉业绩 CAGR 达 147%	12
表 11: 一汽大众单车带给富维的盈利弹性约为 250 元	13
表 12: 未来 3 年一汽大众预计为富维带来 5.96 亿盈利总增量	13
表 13: 估值对比表	14
表 14: 各季度业绩回顾	14
附: 财务预测表	16

一、决战 2020，大众中国进入超级周期

1、中国是最重要增量市场，全球同步响应是趋势

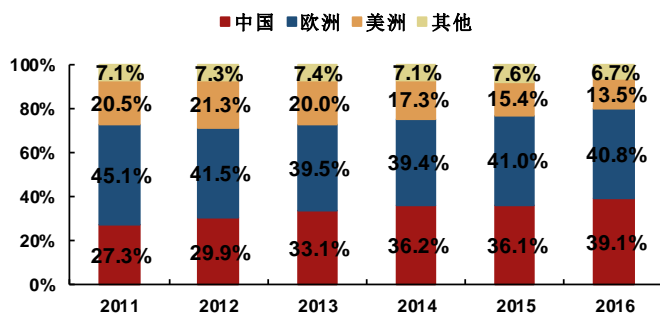
大众称霸全球，中国市场贡献主要增量。大众集团 16 年全球销量 991.4 万辆，同比增长 3.4%，11 年后再次问鼎全球销量冠军。其中中国市场销量 387.3 万辆，同比增长 12.1%，贡献主要增量部分。中国市场是过去五年大众全球扩张的最大功臣，2011-2016 年，大众中国区销量由 27.3% 上升至 39.1%。

图 1：大众集团 16 年全球销量已近 1000 万辆



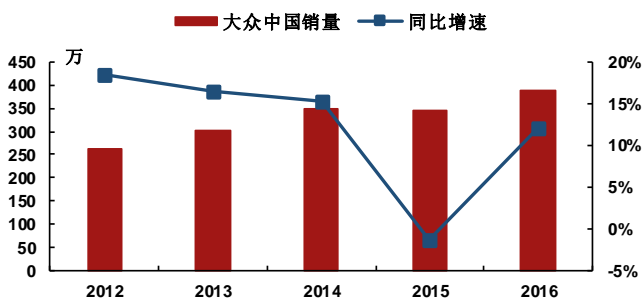
资料来源：Marklines，招商证券

图 2：大众 16 年中国区销量占比上升到 39.1%



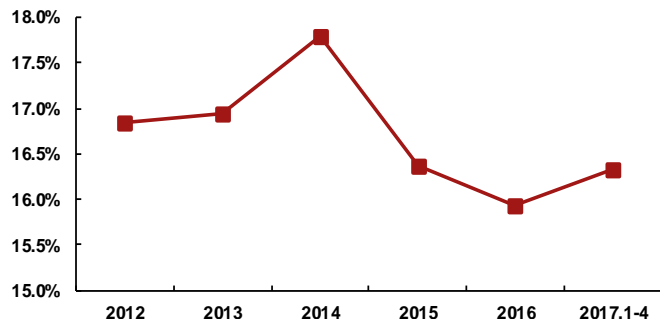
资料来源：Marklines，招商证券

图 3：大众集团 16 年中国销量接近 400 万辆



资料来源：Marklines，招商证券

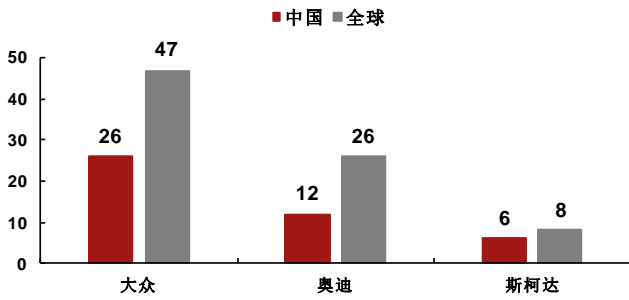
图 4：大众在中国乘用车市场占有率开始底部回升



资料来源：Marklines，招商证券

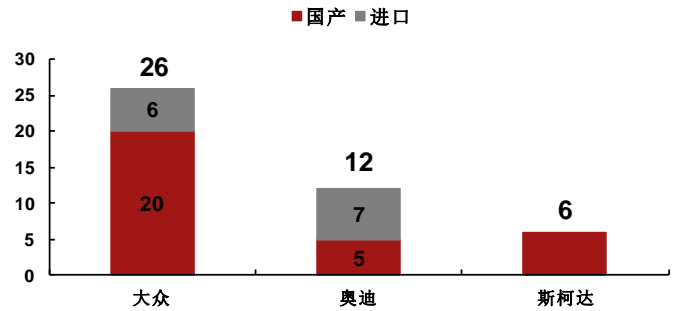
未来更多车型全球同步上市，全球决策较慢问题得到解决。大众品牌全球在售车型 47 款，中国市场达 26 款，占比达到 55.3%（其中国产 20 款、进口 6 款）；斯柯达品牌全球在售车型 8 款，中国销售车型达 6 款且均为国产；奥迪品牌目前全球在售车型 27 款，中国销售车型达 12 款（其中国产 5 款、进口 7 款）。今年 9 月法兰克福车展大众将发布的 T-Roc、全新 POLO、全新途锐等新车型均将引入国内。未来国产新车型基本全球同步上市，为人诟病的决策机制问题得以解决。

图 5: 分品牌全球、中国销售车型情况一览



资料来源: Marklines, 招商证券

图 6: 分品牌国产、进口情况一览

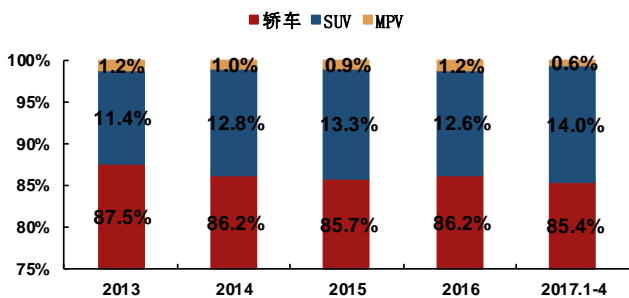


资料来源: Marklines, 招商证券

2、过分依赖轿车，大众开启 SUV 超级周期

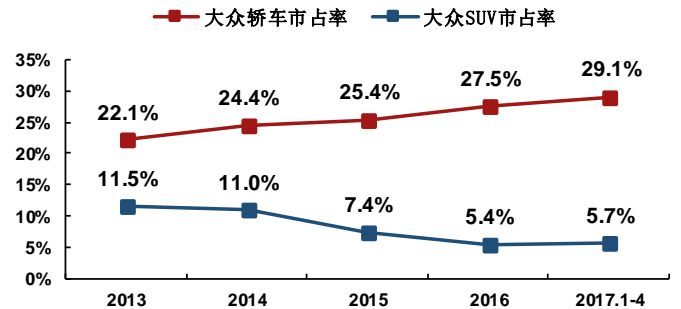
过分依赖轿车,大众品牌 SUV 战略迫在眉睫。一直以来大众销量结构严重倾斜于轿车,13 年至今占比始终保持在 85%以上;而 SUV 仅靠途观、奥迪 Q3、Q5 支撑销量,17 年随着新车型途观 L、途昂、柯迪亚克的上市,销量占比回升到 14%。对比大众轿车和 SUV 的市占率,13 年至今轿车市占率一路上行至 29.1%,而 SUV 产品矩阵不完善以及缺乏新品推出,市占率由 13 年的 11.5%下滑至 5.7%。

图 7: 目前大众销量结构中轿车比重达 85%



资料来源: Marklines, 招商证券

图 8: 大众轿车市占率接近 30%, SUV 市占率仅有 6%



资料来源: Marklines, 招商证券

大众 2020 战略: 10 款 SUV 国产, 2020 年产销 576 万辆。到 2020 年大众中国销量目标为 576 万, 其中一汽大众 316 万、上汽大众 200 万、斯柯达 60 万。而为确保战略目标的实现, 大众 3-4 年内将引入 10 款 SUV 国产, 产品矩阵覆盖小型、紧凑型、中型 SUV 市场, 预计到 2020 年 SUV 销量将达 206 万; 而在轿车方面, 16-20 年大众将对在售 24 款车型中的 18 款进行换代升级, 考虑到轿车市场已进入存量时代, 我们预计年销量将以 3%-5%增速复合增长。

图 9：大众中国 2020 战略规划



资料来源：大众官网，招商证券

表 1：17-20 年大众中国将国产 10 款 SUV

车型	定位	上市时间
途观 L	中型 SUV	2017 年 1 月
途昂	中型 SUV	2017 年 3 月
柯迪亚克	中型 SUV	2017 年 4 月
KAROQ	小型 SUV	2018 年 1-2 月
T-ROC	小型 SUV	2018 年 3 月
一汽大众小型 SUV	小型 SUV	2018 年 6 月
T-Cross	小型 SUV	2018 年
奥迪 Q2	小型 SUV	2018 年
奥迪 Q4	中型 SUV	2019 年
一汽大众 A0 级 SUV	小型 SUV	2019 年

资料来源：汽车之家，招商证券

表 2：2020 年大众预计年产销 576 万

时间	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
轿车	2962073	3339039	3342258	3442526	3545802	3652176
SUV	461251	484864	710026	1170026	1870026	2065265
MPV	32494	46701	38361	39854	41124	42345
总销量	3455818	3872604	4090675	4652406	5456952	5759786
销量增速		+12.1%	+5.6%	+13.7%	+17.3%	+5.5%

资料来源：招商证券

二、一汽大众新增 126 万产能，富维平台全面受益

1、未来 3 年一汽大众新增 126 万产能，扩张登顶车企 NO.1

未来三年一汽大众新增 126 万产能，总产能达 316 万。目前一汽大众拥有长春、成都、佛山三个生产基地，总产能达 190 万，产能接近满负荷运转。18-19 年一汽大众将新增佛山二期、青岛、天津、成都二期四个生产基地，总产能将达到 316 万，登顶车企 NO.1。这 126 万产能中佛山二期 30 万产能将于 18 年上半年投产，用于投产奥迪 Q 车型；青岛、天津工厂将于 18 年投产，用于生产两款 SUV；成都二期工厂将于 19 年投产，用于生产 A0 级小型 SUV。

表 3：一汽大众现有长春、成都、佛山三个基地共计 190 万产能

基地	生产车型	产能设计
长春	奥迪 A4L、A6L、Q3、Q5、 大众迈腾、宝来、CC、蔚领	100 万
成都	大众捷达、速腾	60 万
佛山	大众高尔夫、高尔夫 嘉旅、奥迪 A3	30 万

资料来源：Marklines，招商证券

表 4：一汽大众未来 2 年新投放 126 万产能成车企 NO.1

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	2018 年	30
一汽大众	山东青岛工厂	2018 年	30
一汽大众	天津工厂	2018 年	30
一汽大众	成都二期工厂	2019 年	36
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
东风本田	武汉第三工厂	2019 年	12

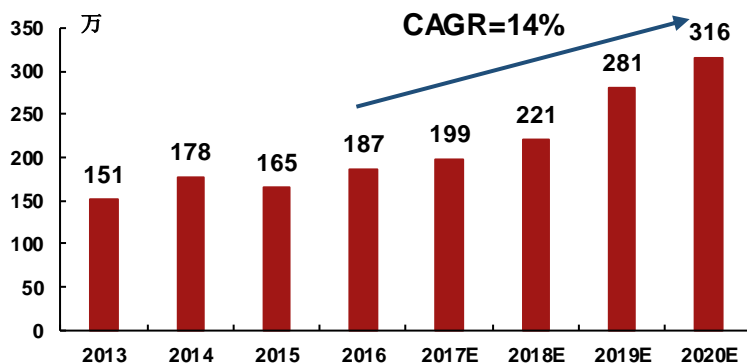
资料来源：Marklines，招商证券

2、5 款新增 SUV 优化产品结构，带动上游配套两千亿大包

我们从销量目标、新车投放、品牌定位 3 个维度来分析一汽大众的投资价值：

从销量目标看：16-20 年一汽大众 CAGR 为 14%。到 2020 年，一汽大众销量预计达 316 万，对应 CAGR 为 14%。

图 10: 一汽大众销量 16-20 年 CAGR 预计为 14%



资料来源: 中汽协, 招商证券

从新车型投放看: 一汽大众 5 款新车、7 款换代。未来两年一汽大众将投放 5 款新车型以及 7 款换代车型, 其中大众品牌目前 SUV 产品完全空白, 将上市 3 款 SUV 弥补短板。

表 5: 未来 2 年一汽大众将投放 5 款新车型以及 7 款换代车型

车型	上市时间	换代/新增
全新速腾	2017 年	换代
全新 CC	2017 年	换代
奥迪 Q2	2018 年	新增
全新奥迪 A6L	2018 年	换代
全新奥迪 Q5	2018 年	换代
全新奥迪 Q3	2018 年	换代
全新高尔夫	2018 年	换代
T-Roc (青岛)	2018 年	新增
小型 SUV (天津)	2018 年	新增
小型 SUV (成都)	2019 年	新增
全新奥迪 A3	2019 年	换代
奥迪 Q4	2019 年	新增

资料来源: Marklines, 招商证券

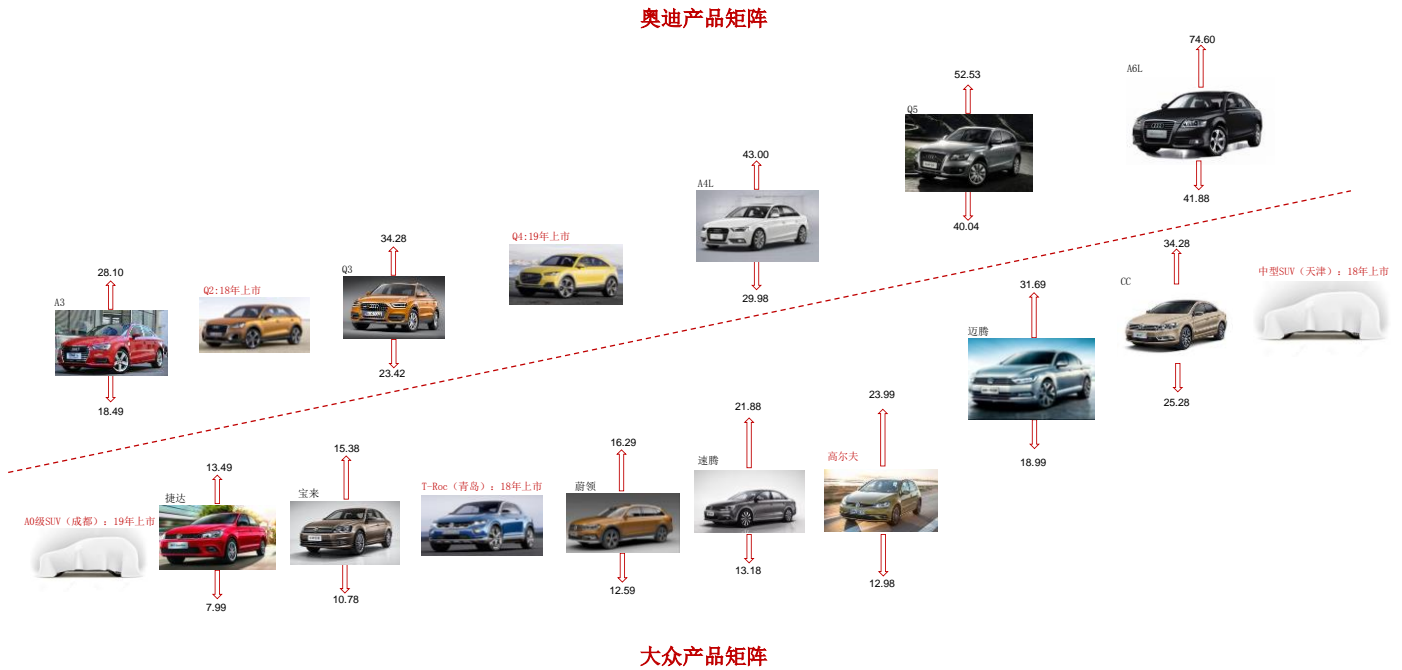
从品牌定位看: 大众品牌内部结构调整, 奥迪品牌雄踞 ABB 之首。

一汽大众品牌目前并没有 SUV 车型, 凭借捷达、速腾、迈腾等多款走量神车称霸轿车市场, 面对消费升级, 公司也在不断优化内部产品结构, 如提高经济型车型捷达的高配比例, 加大迈腾等中高端车型的配置提升竞争力, 产品平均单价进一步上升。

SUV 车型方面, 同“一车两头”上海大众的途观、途观 L、途昂相比, 一汽大众目前还没有对应 SUV 车型。未来三年, 一汽大众将上市四款 SUV, 完善小型、紧凑型、中型 7 座 SUV 市场布局。

奥迪品牌在一汽经销商之殇、奥迪车型老化下 17 年初销量疲软, 同宝马、奔驰相比产品线较弱。18 年, 奥迪品牌迎来“7 年一换代”的产品大年, A6L、Q3、Q5 均迎来换代周期。同时, Q2、Q4 两款车型相继国产化后更将奥迪带入新阶段。

图 11：一汽大众产品谱图



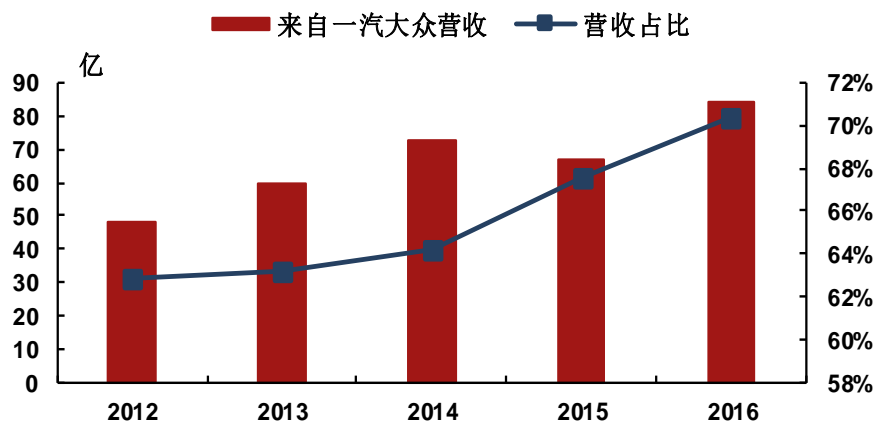
资料来源：汽车之家，招商证券

粗略估算，一汽大众此轮 SUV 周期为全产业链带来两千亿大包。未来三年，大众新增 SUV 产能达 126 万辆，以均价 20 万（保守预计）估算，将为上游配套产业链带来 2000 亿大包的机会。而伴随自主向上突破、合资下探压缩成本，将会有更多零部件实现国产替代，分享一汽大众产能周期的饕餮盛宴。

3、公司 70% 营收来自一汽大众，是超级周期最强受益股

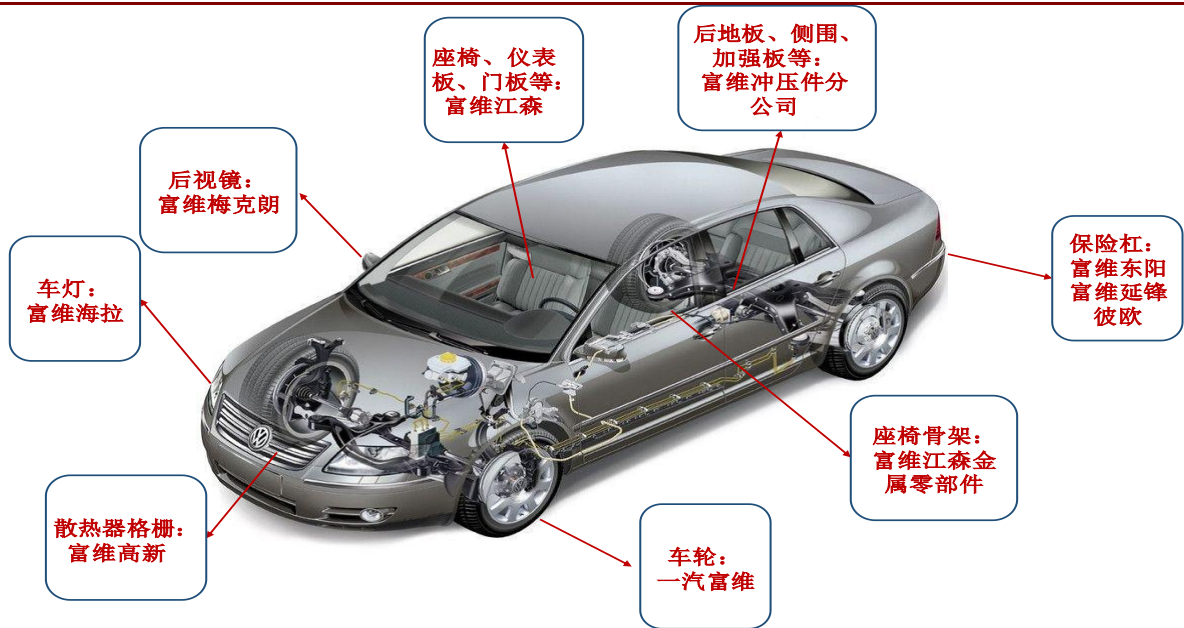
一汽富维 70% 营收来自大众，下属车轮、保险杠、座椅、车灯、后视镜等内外饰零部件公司全面受益。一汽大众是富维下游核心客户，16 年来自一汽大众的营收为 84.42 亿，占比达到 70.4%。公司作为一汽系核心零部件平台，旗下共有 5 家子公司以及 11 家合联营企业，其中为一汽大众配套的车身零部件包括车轮、车灯、保险杠、座椅、后视镜等，共有 9 家平台公司属于一汽大众产业链，跟随一汽大众就近建厂，全方位受益一汽大众强产品周期。

图 12：来自一汽大众营收占富维营收比例达 70%



资料来源：公司公告，招商证券

图 13：富维零部件平台公司配套产品全方位覆盖大众车型



资料来源：公司网站，招商证券

三、大众周期为富维带来的业绩弹性测算

1、跟随大众就近建厂，母公司总投资 12.5 亿

公司跟随大众就地设厂扩产，总投资达 12.5 亿元。一汽大众未来 3 年扩增 126 万产能，富维作为一汽大众的核心零部件供应商，跟随大众在天津、青岛、佛山就地设厂扩建，总计投资 12.5 亿元建设 8 个项目，与一汽大众产品周期充分共振向上。

表 6：一汽富维跟随大众就地设厂扩建产能，总投资额达 12.5 亿元

项目	总投资额/万元	投产时间
富维青岛工业园项目	32000	2018 年 3 月
富维青岛轮胎装配项目	3530	2018 年 3 月
富维天津零部件基地项目	38000	2018 年 6 月
富维天津轮胎装配项目	4095	2018 年 6 月
富维佛山轮胎装配增能项目	2108	2017 年 3 月
富维东阳青岛外饰项目	17061	2018 年 3 月
富维东阳天津外饰项目	19592	2018 年 6 月
富维东阳佛山二期厂房建设项目	1497	2017 年 3 月
富维天津冲焊基地项目	7207	2018 年 6 月

资料来源：公司公告，招商证券

2、产能爬坡下“折旧+费用”对公司业绩影响较小

18 年富维全面达产，新增折旧+人工费用约 1.91 亿。到 18 年富维在建的 8 个项目将全部达产开始计提折旧，总投资额为 12.5 亿，我们对这部分折旧进行测算：青岛、天津

工业园项目（总投资 7 亿）固定资产基本为房屋及建筑物，折旧分 20 年摊销；其余项目采用 14-16 年公司正在建工程转为固定资产中房屋及建筑物、机器设备等所占比例为标准摊销，计算得到 18 年公司将新增折旧 0.96 亿；同时公司预计将新增生产员工约 2000 人，18 年将增加人工费用 0.95 亿，两者总计 1.91 亿。

表 7：17-19 年公司新增折旧金额测算

单位:百万元	2017 年	2018 年	2019 年
转入固定资产金额	36.05	1214.85	0
细分类别比例			
房屋及建筑物	29.9%	29.9%	29.9%
机器设备	47.9%	47.9%	47.9%
运输设备	0.2%	0.2%	0.2%
其他设备	22.0%	22.0%	22.0%
新增折旧金额	4.29	96.33	0

资料来源：公司公告，招商证券

产能爬坡至 17 万辆，新投产项目即可顺利盈利。18 年大众天津、青岛的产能利用率将决定富维新增的折旧、人工费用对毛利率的影响。我们对其进行弹性测算，当 18 年天津、青岛大众基地产量达到 20 万辆时（设计产能 60 万），在此情况下公司毛利率以 16 年为基础，产品价格、原材料、能源费用等假设不变的情况下，将上升 0.07 个百分点，即公司新投产项目当大众产量 20 万辆时将对公司毛利率产生正面影响。

表 8：18 年折旧、人工费用摊销对毛利率影响弹性测算

大众天津、青岛产量/万辆	5	10	15	20	25	30	35	40
车轮业务新增营收/亿	4.2	8.4	12.6	16.8	21.0	25.2	29.4	33.6
保险杠业务新增营收/亿	1.35	2.71	4.07	5.43	6.79	8.14	9.50	10.86
产品总营收/亿	149.5	155.0	160.6	166.2	171.7	177.3	182.8	188.4
折旧及人工费用合计/亿	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
折旧以及人工费用占比	4.21%	4.06%	3.92%	3.79%	3.67%	3.55%	3.45%	3.34%
毛利率影响(16 年为基期)	-0.35%	-0.20%	-0.06%	+0.07%	+0.19%	+0.31%	+0.41%	+0.52%

资料来源：招商证券

3、以富维东阳、富维海拉为代表的平台全公司业绩将爆发增长

关于一汽大众强产品周期对富维零部件平台各公司的增益幅度，我们以并表的富维东阳、富维海拉为例进行测算：

1、富维东阳未来 3 年业绩增速达 282%

富维东阳下游配套车型为奥迪 A4、A6、Q5、大众迈腾、宝来、CC、高尔夫、蔚领、一汽轿车全系，年产能超过 230 万套保险杠总成，拥有一汽大众保险杠配套市场 80% 份额。未来 2 年大众扩产，富维东阳共计投资 3.8 亿跟随大众就地设厂，是最直接的受益者。我们对富维东阳 17-19 年盈利进行测算：

从销量来看：富维东阳配套车型总增量：17 年 2 万，18 年 20 万，19 年 62 万。一辆车配套 2 件保险杠，对应富维东阳保险杠增量为 17 年 4 万，18 年 40 万，19 年 124 万。

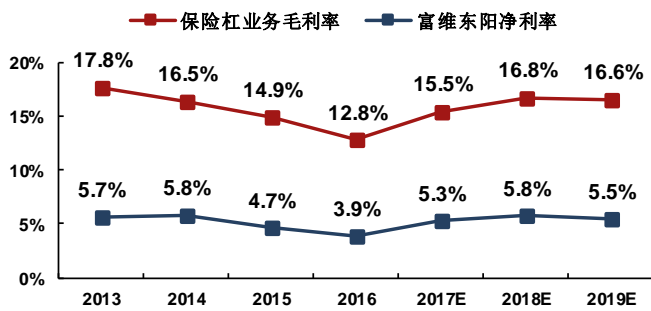
从单价来看：新增配套车型中大众车型均价约 20 万；奥迪主要为小型 SUV 奥迪 Q2，车型均价约 18 万。预计富维东阳 17-19 年新增保险杠均价为 1700 元（配套车型均价

约 18-20 万)，保险杠整体单价为 1250、1357、1336 元（16 年为 1185 元）。

从净利率来看：17-19 年大众密集发布新车型以及换代车型，处于新一轮产品周期的起点，东阳保险杠毛利率预计有望回升到 16.8%，净利率有望回升到 5.8%。

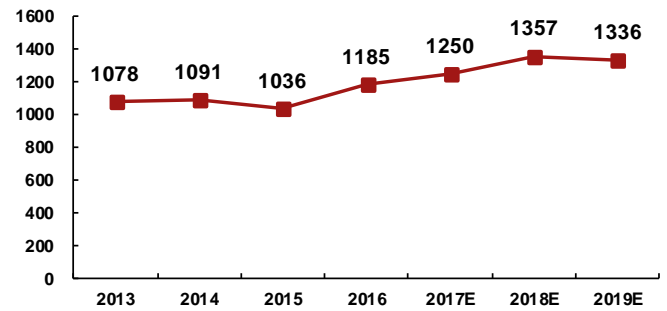
综上，富维东阳 17-19 年净利润分别为 1.77、2.46、3.26 亿，3 年将实现 282% 的增长（16 年东阳净利润为 8545 万元）。

图 14：富维东阳净利率水平有望回到 13-14 年水平



资料来源：中汽协，招商证券

图 15：富维东阳保险杠 17-19 年单价预测



资料来源：公司公告，招商证券

表 9：17-19 年富维东阳净利保守估计将翻 3 倍

时间	2017E	2018E	2019E
一汽大众配套车型产量	1085592	1280000	1900000
一汽轿车产量	250000	280000	320000
配套车型总产量	1335592	1560000	2220000
对应保险杠量	2671184	3120000	4440000
单价/元	1250	1357	1336
净利率	5.3%	5.8%	5.5%
净利润/亿	1.77	2.46	3.26

资料来源：公司公告，招商证券

2、富维海拉未来 3 年业绩 CAGR 达 147%

富维海拉目前下游配套车型为奥迪 A3、奥迪 A6L、迈腾、高尔夫、速腾。我们对富维海拉 17-19 年盈利进行测算：

从销量来看：富维海拉配套车型总增量：17 年 15 万，18 年 30 万，19 年 40 万。一辆车配套 2 件车大灯，对应车灯销量增量为 17 年 30 万，18 年 60 万，19 年 80 万。从单价来看：预计公司 17-19 年车灯单价为 1250、1270、1290 元。从净利率来看：17-19 年富维海拉处于产能爬坡期，17-19 年净利率为 6.9%、9.9%、11.4%。

综上，富维海拉 17-19 年净利润分别为 0.86、2.04、3.47 亿，3 年 CAGR 达 147%（16 年富维海拉净利润为 2273 万元）。

表 10：17-19 年富维海拉业绩 CAGR 达 147%

时间	2016	2017E	2018E	2019E
一汽大众配套车型销量/万	35	50	81	118
对应车灯销量/万	70	100	162	236
单价/元	1106	1250	1270	1290
净利率	2.9%	6.9%	9.9%	11.4%
净利润/亿	0.23	0.86	2.04	3.47

资料来源：公司公告，招商证券

4、未来3年一汽大众为富维贡献盈利增量6亿

未来3年一汽大众预计带给富维盈利增量5.96亿。我们以富维零部件平台中供货一汽大众的8家公司来测算一汽大众单车带给富维的盈利弹性，13-16年单车盈利弹性约200元，由于富维海拉此前一直属于资本支出期，17年起开始逐步兑现业绩，17Q1单车盈利弹性显著提高至245元。考虑到富维海拉产能持续爬坡以及大众超级周期带来的毛利率提升，由此预估17-19年单车盈利分别为275、325、335元，未来3年一汽大众扩产预计为富维带来5.96亿盈利总增量。

表 11：一汽大众单车带给富维的盈利弹性约为 250 元

时间	2013	2014	2015	2016	2017Q1
富维江森	24101	38722	24588	22979	6000
富维海拉	-1470	-3593	-4225	1159	1000
富维东阳	3896	4712	3903	4358	2000
富维延锋彼欧	2459	3961	3859	3908	1350
本部车轮厂	-6046	189	-564	-2269	0
富维梅克朗	1974	1746	2005	1565	400
富维江森金属零部件	573	3166	1979	1258	450
富维高新	350	696	-13	1541	300
合计/万	25837	49598	31531	34498	11450
一汽大众销量/万	151	178	165	187	47
平均单车盈利/元	171	279	191	184	245

资料来源：公司公告，招商证券

表 12：未来3年一汽大众预计为富维带来5.96亿盈利总增量

时间	2016	2017E	2018E	2019E
一汽大众销量/万	187	199	219	281
单车盈利弹性/元	184	275	325	335
来自一汽大众盈利/万	34498	54725	71175	94135
盈利增量/万		+20227	+16450	+22960

资料来源：招商证券

四、投资策略与风险提示

1、投资策略

1) **决战2020，大众中国进入超级SUV周期。**大众中国在轿车市场占据27.5%市场份额，但在SUV市场仅占5.6%份额，一汽大众品牌还未有SUV上市。为弥补SUV市场空白，大众开启超级周期，17-20年共向中国推出10款SUV新品，2020年实现目标产销580万辆。

2) **一汽大众新增126万产能，富维平台全面受益。**一汽大众计划于18、19年推出5款SUV新车型，分布青岛、天津、佛山、成都四大基地，126万产能扩张为车企之最。公司作为一汽大众核心零部件平台，为大众、奥迪车型配套车轮、车灯、保险杠、座椅等核心内外饰件，70%收入来自一汽大众，将显著受益于大众周期迎来高速增长。

3) **资本开支不足为惧，未来三年带来6亿盈利弹性。**富维跟随大众四大基地就近建厂，总投资12.5亿。根据我们测算，“折旧+费用”影响较小，大众青岛、天津产量17万

辆即对毛利率正面影响；以富维东阳（3年+282%）、富维海拉（3年CAGR147%）为代表平台各公司将爆发增长；17-19年一汽大众为富维贡献盈利增量6亿（16年业绩的1.4X）。

看好公司未来3-5年增长，维持“强烈推荐-A”评级。从估值角度而言，公司业务结构由内外饰件升级为车灯、座椅等高附加值总成件，研发能力显著增强，估值同行业地位不相匹配。从业绩增长角度而言，一汽大众5款新车+7款换代带来6亿盈利弹性；核心子公司富维海拉扭亏贡献业绩，低估值高成长是配置优选。预计17-19年EPS为1.65、2.26、3.01元，按照17年15X估值，给予25元的目标价，维持“强烈推荐-A”评级。

2、目标股价 25-33 元

我们分别选取10家国内汽车内外饰件零部件公司，17、18年行业平均PE分别为20.0X、16.4X。公司作为高成长的优质零部件平台公司，17、18年PE分别为11.4X、8.3X，具备极强的安全边际。公司未来三年受益于大众强产品周期，净利复合增速达44%，考虑到公司未来业绩确定性高增长以及市场偏好白马风格，按照17年EPS 1.65元给予15倍-20倍估值，公司合理股价为25-33元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 13：估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率/%			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E			
华域汽车	600741.SH	1.93	2.06	2.23	16.1	7.89	8.22	8.95	11.1	10.3	1.83	18.01	723
万丰奥威	002085.SZ	0.53	0.56	0.67	20.1	27.4	19.8	32.9	27.1	22.6	6.04	20.08	330
福耀玻璃	600660.SH	1.25	1.47	1.68	20.7	16.9	14.5	15.9	17.8	15.6	3.49	18.52	662
中鼎股份	000887.SZ	0.76	1.01	1.24	26.3	38.3	23.1	35.6	22.0	17.9	4.05	16.30	274
均胜电子	600699.SH	0.66	1.25	1.57	13.5	167	25.8	42.8	24.1	19.2	2.22	3.97	286
万里扬	002434.SZ	0.30	0.62	0.81	47.5	166	32.2	81.7	23.0	17.4	3.29	9.07	192
宁波华翔	002048.SZ	1.35	1.60	1.97	345	21.8	22.5	27.8	12.9	10.5	2.04	15.76	109
富奥股份	000030.SZ	0.52	0.67	0.81	34.5	28.7	20.9	16.7	12.9	10.6	2.07	14.62	111
银轮股份	002126.SZ	0.36	0.44	0.55	28.1	24.4	23.4	29.5	21.3	17.3	2.89	12.56	68.1
宁波高发	603788.SH	1.12	1.39	1.71	39.8	31.9	23.1	42.4	28.2	22.9	6.23	22.02	55.5
平均								33.4	20.0	16.4	3.42	15.09	

资料来源：公司数据、招商证券

3、风险提示

大众销量不及预期；子公司产能爬坡进度不及预期

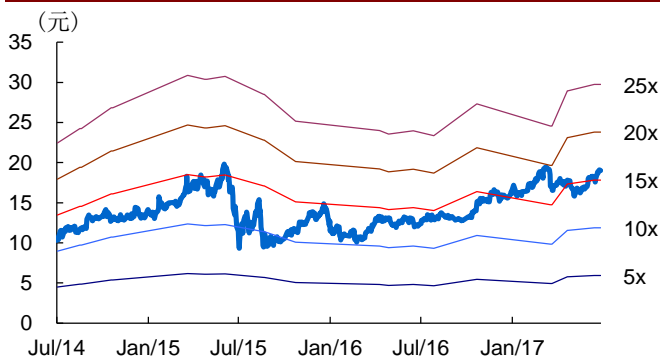
表 14：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	2738	2687	2985	2837	3484	3001
营业毛利	160	157	183	212	231	195
营业费用	15	14	15	20	20	15
管理费用	113	101	118	98	142	95
财务费用	3	4	-1	2	-1	-1
投资收益	133	62	85	124	80	105
营业利润	155	93	128	208	126	183
归属母公司净利润	133	74	101	166	86	150

EPS (元)	0.63	0.35	0.48	0.78	0.41	0.71
主要比率						
毛利率	5.9%	5.8%	6.1%	7.5%	6.6%	6.5%
营业费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%
管理费用率	4.1%	3.8%	3.9%	3.5%	4.1%	3.2%
营业利润率	5.7%	3.5%	4.3%	7.3%	3.6%	6.1%
有效税率	9.3%	8.9%	10.6%	5.7%	5.0%	7.1%
净利率	4.9%	2.8%	3.4%	5.8%	2.5%	5.0%
YoY						
收入	-10.4%	-2.2%	26.4%	40.7%	27.3%	11.7%
归属母公司净利润	-13.6%	-9.9%	-9.8%	70.6%	-35.5%	102.0%

资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 一汽富维历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 17: 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
流动资产	2707	3249	4355	5521	6770
现金	545	912	1365	1949	2651
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	414	382	495	596	689
应收款项	749	730	921	1108	1281
其它应收款	12	7	9	10	12
存货	844	956	1224	1452	1670
其他	143	263	340	405	467
非流动资产	3796	3877	3870	3863	3856
长期股权投资	1675	1599	1599	1599	1599
固定资产	1441	1453	1464	1474	1482
无形资产	176	170	153	138	124
其他	503	655	653	652	651
资产总计	6503	7126	8224	9383	10626
流动负债	2080	2274	2681	3135	3569
短期借款	102	144	0	0	0
应付账款	1445	1547	1999	2371	2727
预收账款	3	17	21	25	29
其他	531	566	661	739	813
长期负债	194	345	345	345	345
长期借款	118	266	266	266	266
其他	76	79	79	79	79
负债合计	2274	2619	3026	3480	3915
股本	212	212	424	424	424
资本公积金	550	550	550	550	550
留存收益	2873	3202	3614	4222	4913
少数股东权益	595	544	610	707	824
归属于母公司所有者权益	3634	3963	4588	5196	5887
负债及权益合计	6503	7126	8224	9383	10626

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	409	881	542	671	836
净利润	425	427	700	957	1273
折旧摊销	220	238	259	279	296
财务费用	7	2	6	8	11
投资收益	(399)	(351)	(489)	(590)	(735)
营运资金变动	129	477	(94)	(205)	(307)
其它	28	87	160	222	297
投资活动现金流	(38)	80	(392)	(392)	(392)
资本支出	(352)	(348)	(392)	(392)	(392)
其他投资	314	428	0	0	0
筹资活动现金流	16	(180)	161	372	436
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)	(210)	(287)
其他	392	372	483	582	724
现金净增加额	388	781	311	652	881

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
营业收入	9864	11992	14671	19386	26757
营业成本	9280	11209	13569	17808	24548
营业税金及附加	20	43	29	39	54
营业费用	52	70	86	113	157
管理费用	416	459	543	717	990
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	489	590	735
营业利润	484	555	927	1291	1732
营业外收入	4	13	13	13	13
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	484	566	938	1302	1743
所得税	28	41	85	135	191
净利润	456	525	853	1167	1553
少数股东损益	31	98	154	210	279
归属于母公司净利润	425	427	700	957	1273
EPS (元)	2.01	1.01	1.65	2.26	3.01

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-13%	22%	22%	32%	38%
营业利润	-24%	15%	67%	39%	34%
净利润	-23%	1%	64%	37%	33%
获利能力					
毛利率	5.9%	6.5%	7.5%	8.1%	8.3%
净利率	4.3%	3.6%	4.8%	4.9%	4.8%
ROE	10.7%	10.0%	14.6%	17.3%	19.6%
ROIC	6.8%	8.6%	13.0%	15.5%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	36.8%	41.4%	41.2%	42.8%	45.2%
净负债比率	5.8%	4.6%	2.9%	2.4%	2.0%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9
存货周转率	10.3	10.9	11.3	11.7	12.0
应收帐款周转率	13.3	22.5	40.8	43.3	44.1
应付帐款周转率	6.2	6.3	6.1	6.3	6.5
每股资料 (元)					
每股收益	2.01	1.01	1.65	2.26	3.01
每股经营现金	1.94	2.08	1.28	1.59	1.98
每股净资产	18.74	10.14	11.30	13.06	15.39
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.68	0.90
估值比率					
PE	9.5	18.9	11.5	8.4	6.3
PB	1.0	1.9	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	49.0	44.1	28.9	21.9	16.9

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。