

强烈推荐-A (维持)

一汽富维 600742.SH

目标估值: 25-33 元

当前股价: 19.8 元

2017 年 07 月 07 日

H1 同比大增 67%，坚定看好公司成长

基础数据

上证综指	3218
总股本 (万股)	42305
已上市流通股 (万股)	42305
总市值 (亿元)	84
流通市值 (亿元)	84
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	17	23	60
相对表现	12	13	46



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽富维 (600742) —从大众超级周期看公司中长期增长逻辑》2017-07-05
- 2、《一汽富维 (600742) —1Q 开局良好, 全年高增长确定》2017-04-27
- 3、《一汽富维 (600742) —向上周期确立, 1Q 业绩超预期》2017-04-07

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

事件:

公司公布上半年业绩预告, 经初步测算, 预计 H1 实现归母净利润 2.93 亿, 同比增长 67%。增长主要原因系下游客户结构优化、核心子公司富维海拉扭亏及一汽财务分红的基期差异, 坚定看好公司成长, 维持“强烈推荐-A”评级。

评论:

1、H1 同比大增 67%，系下游客户结构优化及富维海拉扭亏

经初步测算, 公司上半年实现盈利 2.93 亿, 同比大增 67%, 符合我们此前预期。我们认为业绩高增长主要来源于以下几个方面:

1) 下游客户结构优化, 一汽大众中高端占比提升、一汽轿车同比增 40%、一汽解放同比增 50%

公司约 70% 收入来自一汽大众, 一汽大众在迈腾、宝来换代后中高端占比提升, 有“B 级车新标杆”之称的新迈腾 1-5 月实现销量 8.5 万辆 (+25.7%), 新宝来 1-5 月实现销量 9.9 万辆 (+39.0%); 一汽轿车凭借马自达 CX-4、马 6 阿特兹、奔腾 X40 三款新车 1-5 月实现销量 9.5 万辆 (+40%); 一汽解放受益重卡景气度回升, 同比增速 50%。

2) 富维海拉扭亏为盈, 贡献业绩弹性

富维海拉目前配套车型包括迈腾、速腾、高尔夫、奥迪 A3 (老款)、奥迪 A6L, 尚处产能爬坡阶段, 我们预计上半年贡献盈利约 2500 万, 去年同期亏损约 3000 万, 伴随产能利用率不断提升 (当下约 30-40%), 盈利弹性进一步释放。

3) 一汽财务分红同富维安道拓股权变更带来的基数差异

一汽财务公司分红到账计入 Q2 (去年同期在 Q3), 富维安道拓 1% 股权变更两因素造成基数差异。

2、短期看富维海拉产能爬坡, 中长期看大众周期带来的盈利弹性

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。

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%。

表 1：一汽大众未来 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

表 2：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

## 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 3：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

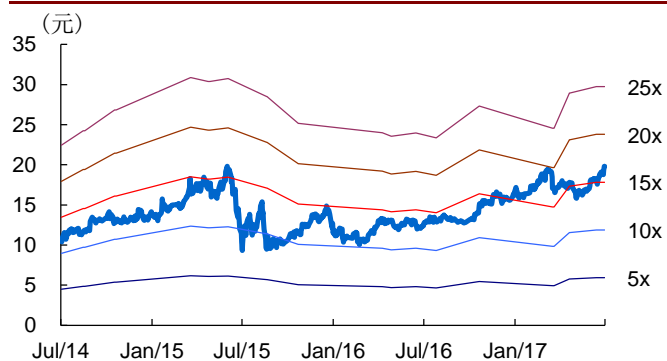
表 4：各季度业绩回顾

(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
<b>主要比率</b>						
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%
<b>YoY</b>						
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 1：一汽富维历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：一汽富维历史 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	5663	7477	10188
现金	912	1693	2004	2656	3536
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	382	966	1182	1561	2155
应收款项	730	334	386	510	703
其它应收款	7	32	40	52	72
存货	956	1094	1315	1725	2378
其他	263	605	738	973	1343
<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>9431</b>	<b>11357</b>	<b>14162</b>
<b>流动负债</b>	2274	3079	3508	4476	6016
短期借款	144	99	0	0	0
应付账款	1547	2006	2429	3188	4394
预收账款	17	83	101	132	182
其他	566	890	978	1156	1439
<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>3889</b>	<b>4857</b>	<b>6397</b>
股本	212	423	423	423	423
资本公积金	550	444	444	444	444
留存收益	3202	3423	3912	4659	5645
少数股东权益	544	610	764	974	1253
归属于母公司所有者权益	3963	4290	4779	5526	6512
<b>负债及权益合计</b>	<b>7126</b>	<b>8360</b>	<b>9431</b>	<b>11357</b>	<b>14162</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	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
<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)	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
<b>现金净增加额</b>	<b>388</b>	<b>781</b>	<b>311</b>	<b>652</b>	<b>881</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	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	484	566	938	1302	1743
所得税	28	41	85	135	191
<b>净利润</b>	456	525	853	1167	1553
少数股东损益	31	98	154	210	279
<b>归属于母公司净利润</b>	425	427	700	957	1273
<b>EPS (元)</b>	2.01	1.01	1.65	2.26	3.01

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
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	29.0	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。