

业绩反转确定，长期空间巨大

买入 首次

目标价格：12.30 元

投资要点：

- 公司 2013 年业绩增速将达到 30% 以上，扭转连续两年下滑趋势
- 目前经营性估值 8 倍，远低于 15-20 倍行业平均水平

报告摘要：

- 2011-2012 年公司因为各种非经营性原因导致利润增速-32%和-12% 进而股价跌去 55%，但经我们测算正常经营性利润两年增速为-12% 和 33%。2011-2012 年公司营业收入增速为 10.48% 和 51.12%，但利润却下滑，主要原因包括：1、从 2011.4.1 日起富奥投资收益从权益法改成成本法，导致投资收益从 10 年的 1.2 亿下滑到 11、12 年的 0.2 亿、0 亿。2、公司从 2011.7.1 开始减少了设备折旧年限，导致设备折旧大增，2011 年因次多折旧 1200 万，2012 年因此多折旧 2500 万 3、公司 2012 年初收购 sellner，导致全年产生了约 4000 万元亏损 4、公司从 2012.7.1 开始计提 0.5% 的质量保证金，影响 2012 年利润约 2000 万。这些非经营性因素导致了财务报表数据和真实经营利润大相径庭，随着这些因素大幅改善，公司业绩将回到正常增长轨道。
- 公司 2012 年在 7 元进行了回购，回购耗资 1.6 亿元，回购占总股本比例 4.19%，相比而言目前股价 8.4 元仍有相当安全边际。
- 5 倍估值收购德国 HIB Trim，增厚业绩约 0.1 元。
- 公司估值远低于行业平均值，但质地优秀，具有较大的重估空间。，目前公司市值 45 亿，但公司持有富奥股份约 15 亿市值股份，扣除后的经营性市值只有 30 亿，对应 2013 年 3.5 亿元利润（预计）只有 8 倍，远低于零部件行业平均 15-20 倍的估值，具有相当大的安全边际。
- 投资建议-强烈推荐。**保守估计公司经营性合理估值在 13 年 15 倍，富奥股份考虑到成长性即使给予 70% 的折价在 10 亿元市值，则公司市值应在 65 亿元，仍有 44% 的增长空间，目标价 12.3 元。

主要经营指标	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万)	3682.43	5599.70	6700	8000	9600
增长率 (%)	10.48	52.07	19.66	19.4	20
归母净利润(百万)	284.17	250.67	350	450	520
增长率 (%)	-32.38	-11.79	40.00	28.57	15.56
每股收益	0.51	0.47	0.66	0.85	0.98
市盈率	53.44	58.04	12.73	9.88	8.57

汽车研究组

分析师：

庞琳琳(S125020911020)

电话：010-88085971

Email: panglinlin@hysec.com

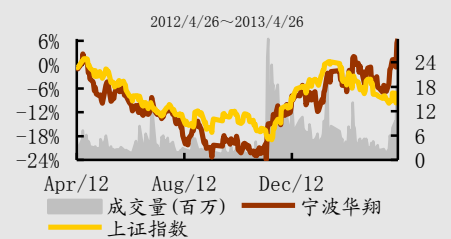
研究助理：

何亚东

电话：010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

市场表现



相关研究

《长安我们比市场预期超 50%》

2013/1/15

《广汽、长安为什么会翻倍》

2013/1/18

一、非不能也、乃不为也-收入大增、利润大减的背后原因

2011-2012 年公司营业收入增速为 10.48%和 51.12%，但利润却下滑 32%和 12%，导致股价跌去 55%，但经我们测算正常经营性利润两年增速为-12%和 33%。主要原因包括：1、从 2011.4.1 日起富奥投资收益从权益法改成成本法，导致投资收益从 10 年的 1.2 亿下滑到 11、12 年的 0.2 亿、0 亿。2、公司从 2011.7.1 开始减少了设备折旧年限，导致设备折旧大增，2011 年因次多折旧 1200 万，2012 年因此多折旧 2500 万 3、公司 2012 年初收购 sellner, 导致全年产生了约 4000 万元亏损 4、公司从 2012.7.1 开始计提 0.5%的质量保证金，影响 2012 年利润约 2000 万。非不能也，乃不为也-我们认为上市公司过紧的财务政策等非经营性因素导致了财务报表数据和真实经营利润大相径庭。

相比于其他上市公司做业绩、做股价等的倾向，公司的利润显得尤其的扎实可信，公司加速折旧的计提，对质量保证金的计提等其实可为可不为，但公司仍按照自己的原则行事，显得难能可贵。随着 2013 年到来，我们估算此类影响相比于 2012 年为-0.53 亿元，及会计准则等非经营性因素带来的影响在 3 年里首次出现了正贡献 0.53 亿元，据此我们认为公司的报表利润将会回归真实增速。

表格 1 公司经营性利润估算

	2010	2011	2012	2013
报表净利润(亿元)	4.20	2.86	2.50	
非经营性影响因素		1、从 4.1 起富奥投资收益权益法改成成本法，利润下滑 1 个亿 2、从当年 7.1 开始设备折旧年限从 10 年变更为 6.7 年或 5 年，导致折旧增加 0.12 亿	1、一季度富奥投资收益准则不同同比 2011 年一季度净减少 0.2 亿 2、收购 sellner 产生 0.2 亿元商誉减值以及 0.2 亿元亏损 3、上半年折旧年限和 2011 上半年不同准则带来约 0.15 亿影响 4、7.1 开始计提质量保证金约 0.2 亿元 5、采用更为保守的资产减值准备，存货提了 0.5 亿，坏账提了 0.3 亿	1、收购 sellner 的后续商誉减值 0.2 亿元计提 2、质量保障金约 0.3 亿 3、存货减值和坏账减值不超过 0.2 亿
非经营性影响因素带来的利润环比影响(扣除掉 25%所得税)		$(1+0.12) * 0.75 = 0.84$	$(0.2+0.4+0.15+0.2+0.8) * 0.75 = 1.31$	$(-0.2-0.2+0.3-0.8+0.2) * 0.75 = -0.53$
扣除额外影响因素的利润	4.2	3.7	3.81	
报表利润增长率		-32%	-12%	
真实利润增长率		-12%	33%	

资料来源：公司公告、宏源证券整理

二、股价距离回购价不远，处于被低估区域

2012年8月，公司在7元股价时进行了回购，回购耗资1.6亿元，回购占总股本比例4.19%，相比而言目前股价只有8.4元，仍有相当安全边际。对比其他汽车股如长安在3元进行回购，江淮在5元进行回购，事后都证明当时股价被严重低估，我们认为目前公司8.4元亦处于被低估区域。

三、8倍pe收购德国HIB trim，国际化进程打开成长空间

公司4.25晚间公告以2.7亿人民币价格全资收购世界第三大桃木内饰公司德国HIB trim公司，后者2012年EBITA为760万欧元，预计2013年为640万欧元，我们估算2013年净利润折合成人民币在3000-4000万元左右，收购价对应PE约8倍，不论从国内还是国外零部件的估值情况看，正常经营的零部件企业估值普遍在15-20倍左右，公司以8倍收购世界第三大桃木内饰企业，价格比较合理，并且未来有望和公司现有业务形成良好补充，使得公司在国际市场竞争上台阶。从业绩层面说，2014年有望贡献约0.07元业绩

四、估值远低于公允价值，存在巨大向上空间

□ 公司估值远低于行业平均值，但质地优秀，具有较大的重估空间。目前公司市值45亿，但公司持有富奥股份约15亿市值股份，扣除后的经营性市值只有30亿，对应2013年3.5亿元利润（预计）只有8倍，远低于零部件行业平均15-20倍的估值，具有相当大的安全边际。

作者简介:

何亚东: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 清华大学汽车工程系毕业, 广汽 4 年工作经验, 2 年汽车行业证券研究经验。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。