

富奥股份 (000030)

依托一汽集团快速发展

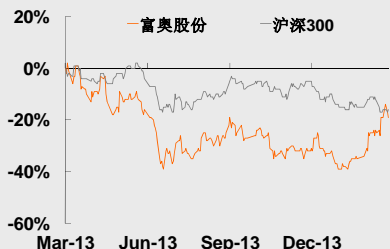
推荐 (首次)

现价: 6.48 元

主要数据

行业	平安汽车
公司网址	www.fawer.com.cn
大股东/持股	一汽集团/24.31%
实际控制人/持股	吉林省国资委/25.0%
总股本(百万股)	1,299
流通 A 股(百万股)	180
流通 B/H 股(百万股)	39
总市值(亿元)	84.16
流通 A 股市值(亿元)	11.66
每股净资产(元)	2.82
资产负债率(%)	40.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

彭勇 投资咨询资格编号
S1060513050002
021-38632725
pengyong060@pingan.com.cn

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
yubing006@pingan.com.cn

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **国内汽车行业混合所有制范例。**富奥股份前身是一汽集团的全资子公司，2007 年公司引入吉林省国资、民营资本和管理层持股，改制成股份公司，是汽车行业混合所有制范例。公司高管及核心人员共持有公司 1.1 亿股(持股比例 8.33%)，有利于公司建立长效的激励和约束，调动了高管及核心人员的积极性，提升公司经营绩效。民营资本引入，规范治理结构，体制的变革也为企业在激烈的市场竞争中注入了活力，为企业的健康发展奠定了基础。富奥股份下游客户为商用车和乘用车整车企业，根据我们估算，公司收入约 40%左右是来自商用车，60%左右是来自乘用车。
- **依托一汽集团，积极开拓集团内部和外部市场。**一汽集团始终将富奥股份作为一汽集团战略发展资源的一部分，将其纳入到一汽集团的发展规划体系当中，依托一汽集团的快速发展是公司的主要经营战略之一。根据我们测算，公司约 60%以上的收入来自于一汽集团和下属参股公司的采购，其中来自一汽解放、一汽大众和一汽轿车等采购超过公司当年收入的 50%。公司下属合资公司主要依托一汽大众、一汽丰田、一汽轿车等整车企业，在做好集团内部公司配套的情况下，积极拓展国内其它整车企业的配套。
- **外联内引，做大做强。**在积极拓展公司现有六大主业的基础上，富奥股份积极拓展与国外零部件巨头的合资合作，目前已与伟世通、法雷奥、采埃孚、电装、天合、克虏伯、石川岛等企业建立合资企业，涉足汽车空调、转向系统、悬架系统、涡轮增压、平台零件等多个领域。来自参股公司的投资收益占公司净利润的 80%左右，其中来自采埃孚富奥、天合富奥安全、大众一汽平台、克虏伯富奥转向柱、富奥电装、富奥石川岛的投资收益约占公司全部投资收益的 90%左右。
- **盈利预测及投资建议。**随着一汽大众成都和佛山工厂、一汽轿车产销规模的有效提升，富奥股份并表和参股公司业务收入有望得到较快增长，我们预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.42 元、0.48 元和 0.51 元，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 商用车景气度下降，导致公司并表业务收入和利润下滑；2) 下游整车厂降价压力，导致公司盈利能力下降。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,156	4,828	5,563	6,167	6,474
YoY(%)	-8.2	-6.4	15.2	10.9	5.0
净利润(百万元)	450	467	541	627	663
YoY(%)	-35.5	3.8	15.8	15.8	5.8
毛利率(%)	17.4	17.3	17.9	17.5	17.5
净利率(%)	8.7	9.7	9.7	10.2	10.2
ROE(%)	17.9	14.3	13.6	14.1	13.5
EPS(摊薄/元)	0.35	0.36	0.42	0.48	0.51
P/E(倍)	18.7	18.0	15.5	13.4	12.7
P/B(倍)	3.3	2.6	2.1	1.9	1.7

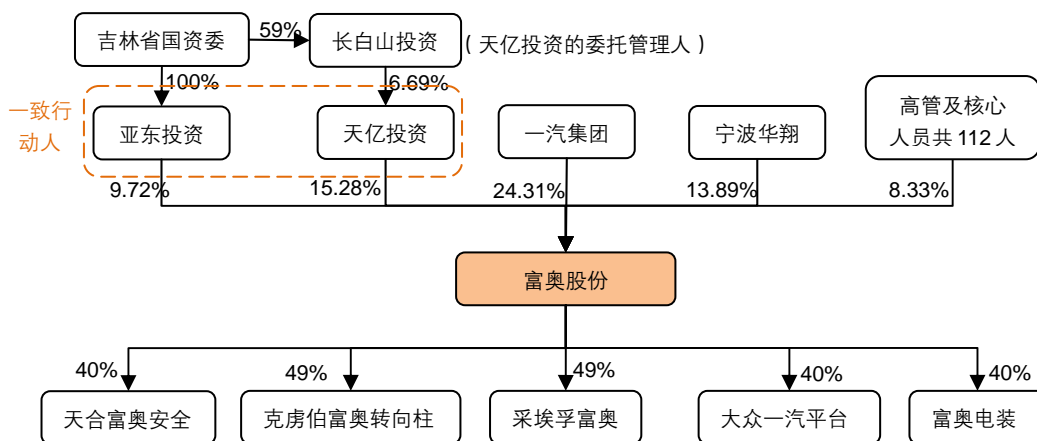
一、 汽车行业混合所有制范例

富奥股份前身是一汽集团的全资子公司，2007 年公司引入吉林省国资、民营资本，改制成由一汽集团、天亿投资、亚东投资、宁波华翔及公司管理团队持有公司的股份公司，是汽车行业混合所有制范例。

吉林省国资委是公司实际控制人，下属的亚东投资和天亿投资是一致行动人，合计持有富奥股份 25% 的股权，超过第一大股东一汽集团。除一汽集团和吉林省国资外，民营资本宁波华翔和公司高管及核心人员也持有公司股份。公司总经理叶凡、常务副总经理杨一平、副总经理杜辛跃和董秘甘先国等高管及核心人员共持有公司 1.1 亿股（持股比例 8.33%）。

富奥股份引入了民营资本，建立了规范的治理结构，体制的变革为企业在激烈的市场竞争中注入了活力，为企业的健康发展奠定了基础，同时公司高管及核心人员持股，建立长效的激励和约束，调动了高管及核心人员的积极性，有助于提升公司经营绩效。

图表1 富奥股份股权结构图



资料来源：公司公告

富奥股份拥有 9 家分公司、6 家控股子公司和 16 家参股公司，主要产品涵盖汽车零部件环境系统、制动和传动系统、底盘系统、转向及安全系统、电子电器系统、发动机附件系统等六大系列。

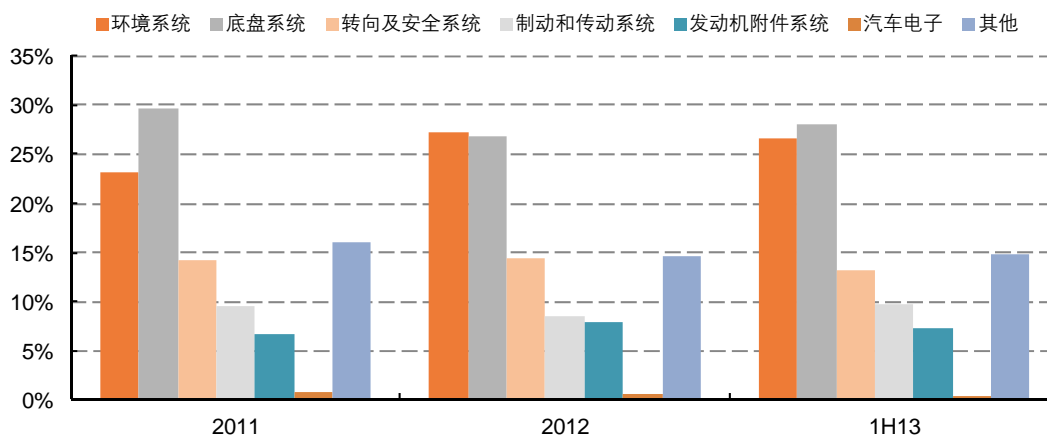
图表2 富奥股份下属主要分公司

公司名称	产品
传动轴分公司	重、中、轻型商用车传动轴总成、液压助力缸总成等
散热器分公司	散热器总成、中冷器总成、膨胀箱总成、暖风总成等
泵业分公司	机油泵总成、水泵总成、空气压缩机总成
紧固件分公司	紧固件，覆盖重、中、轻、微、轿车整车以及发动机、变速箱、车桥等关键总成
电子电器分公司	汽车用电子控制单元、新能源车用整车控制单元、线束及熔断器盒总成等产品
底盘结构件分公司	底盘支架、刹车凸轮等产品
制控系统分公司	变速操纵机构总成、制动阀类总成、制动踏板总成等产品

资料来源：公司公告

富奥股份下游客户为商用车和乘用车整车企业，公司已是国内乘用车和商用车零部件巨头，其中底盘系统和环境系统零部件业务是公司最大两块业务。根据我们估算，公司收入约 40% 左右是来自商用车，60% 左右是来自乘用车。

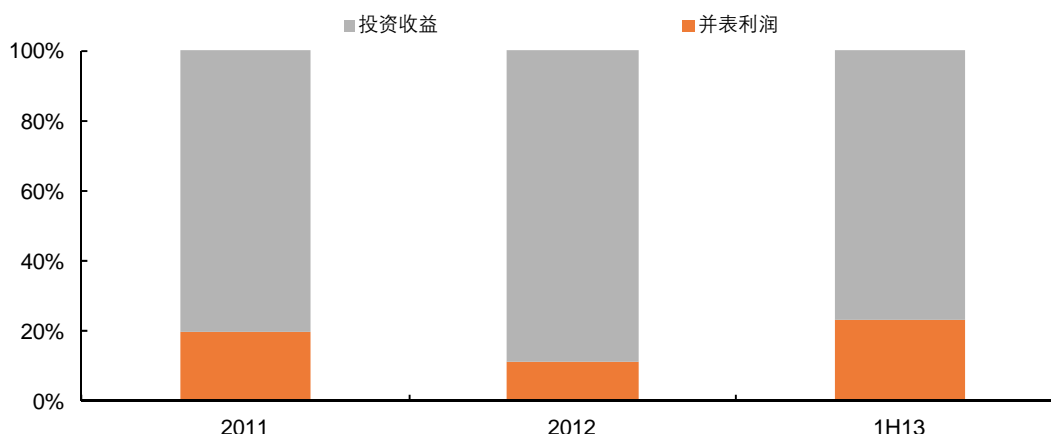
图表3 富奥股份并表业务分类收入占比



资料来源：公司公告

公司并表业务利润规模约占全部净利润的 20%，主要盈利来自于公司的参股公司，如天合富奥安全、大众一汽平台、采埃孚富奥、富奥石川岛等。

图表4 富奥股份投资收益及并表业务利润占比



资料来源：公司公告

注：并表业务利润=归属母公司净利润-投资收益

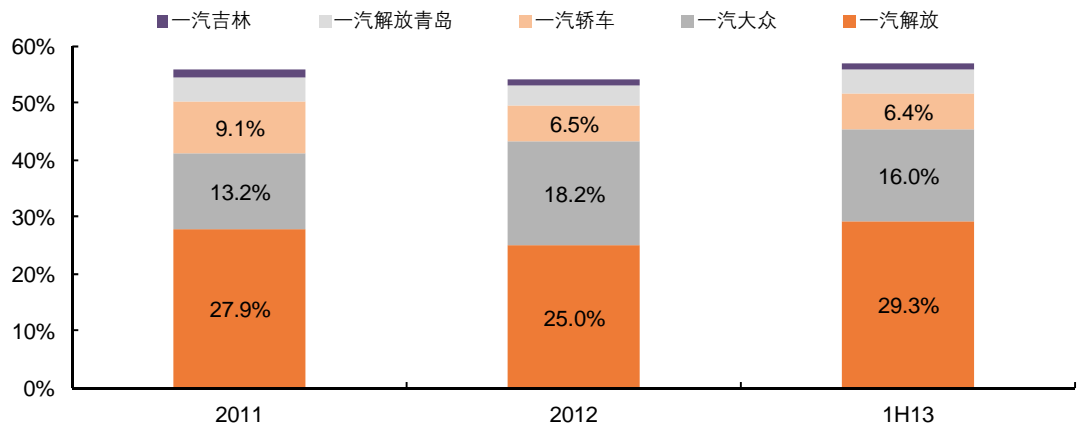
二、 依托一汽集团，积极开拓集团内部和外部市场

作为一汽集团的全资子公司改制后的企业，一汽集团始终将富奥股份作为一汽集团战略发展资源的一部分，将其纳入到一汽集团的发展规划体系当中。近年，随着一汽集团及一汽大众等战略规划的逐步实施，富奥股份在原有东北基地和天津基地的基础上，陆续建设了青岛、蓬莱、成都、佛山等生产基地，服务于一汽集团商用车、一汽大众等拓展。

根据我们测算，公司约 60% 以上的收入来自于一汽集团和下属参股公司的采购，其中来自一汽解放、一汽大众和一汽轿车等采购超过公司当年收入的 50%。

依托一汽集团的快速发展是公司的主要经营战略之一，另外在现有六大业务方向上谋求集团外发展也是公司拓展的方向。

图表5 公司主要客户收入占比



资料来源：公司公告

三、 外联内引，做大做强

在积极拓展公司现有六大主业的基础上，富奥股份积极拓展与国外零部件巨头的合资合作，目前已与伟世通、法雷奥、采埃孚、电装、天合、克虏伯、石川岛等企业建立合资企业，涉足汽车空调、转向系统、悬架系统、涡轮增压、平台零件等多个领域。公司下属合资公司主要依托一汽大众、一汽丰田、一汽轿车等整车企业，在做好集团内部公司配套的情况下，积极拓展国内其它整车企业的配套。

富奥股份通过与合作方的频繁接触和交流，在产品开发、市场开发、技术引进、产品结构调整等方面得到进一步提升和优化，已在国内汽车中高端零部件配套上占据重要的市场地位。

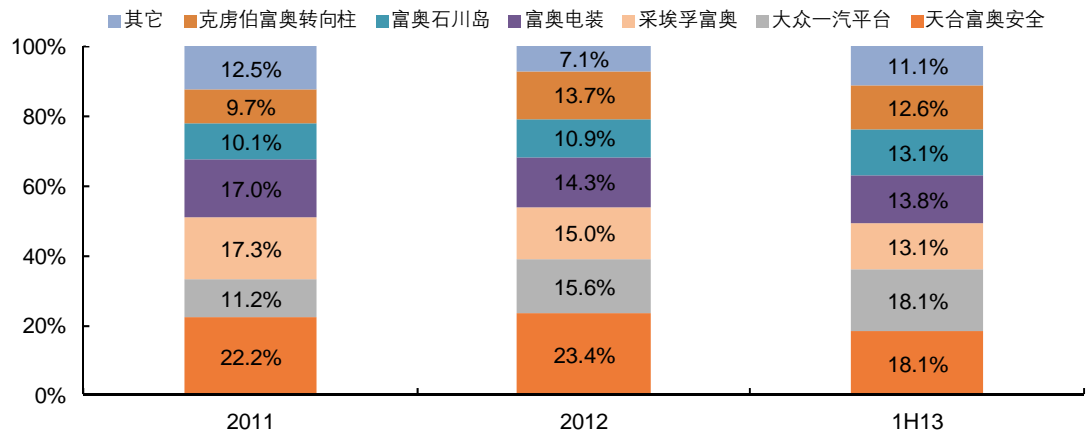
图表6 富奥股份主要合资公司及持股比例

公司名称	产品	合作方	持股比例
富奥伟世通公司	汽车用空调系统、散热器	美国伟世通	50%
采埃孚富奥公司	汽车悬架系统及部件	德国采埃孚	49%
天合富奥转向公司	商用车动力转向器	美国天合	45%
天合富奥安全公司	底盘系统和安全系统两大系列产品	美国天合	40%
大众一汽平台公司	前（后）副车架焊接总成、离合器踏板总成等	德国大众	40%
克虏伯富奥转向柱公司	转向柱总成产品	蒂森克虏伯	40%
克虏伯富奥弹簧公司	螺旋弹簧、横向稳定杆等产	蒂森克虏伯	40%
富奥电装公司	空调器总成	日本电装	40%
富奥威泰克公司	前、后副车架焊接总成、制动踏板总成总成等	日本威泰克	40%
富奥石川岛公司	涡轮增压器	日本IHI	35.05%
富奥天弹公司	螺旋弹簧产品	日本中央发条等	24%
塔奥金环公司	前副车架焊接总成、后副车架焊接总成等	美国塔奥	20%

资料来源：公司公告

来自采埃孚富奥、天合富奥安全、大众一汽平台、克虏伯富奥转向柱、富奥电装、富奥石川岛的投资收益约占公司全部投资收益的90%左右。

图表7 主要参股公司投资收益占比



资料来源：公司公告

除了与国外零部件巨头建立合作以外，公司还与国内的东睦新材料集团股份有限公司建立合资公司，涉足汽车粉末冶金产品生产。

四、 盈利预测及投资建议

富奥股份并表业务与集团内的解放商用车、一汽大众、一汽轿车等整车企业发展息息相关，随着一汽大众成都和佛山工厂产销规模的有效提升和一汽轿车产销规模的增长，我们认为公司未来 2-3 年内并表业务有望实现 10%左右的增长。

主要参股的合资企业业绩增长有望超过汽车行业平均增速，未来 2-3 年公司投资收益增速有望达到 15%以上的增长。

我们预计 2013-2015 年富奥股份的每股收益分别为 0.42 元、0.48 元和 0.51 元，首次给予“推荐”评级。

五、 风险提示

- 1) 商用车景气度下降，导致公司并表业务收入和利润下滑；
- 2) 下游整车厂降价压力，导致公司盈利能力下降。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2766	3345	3560	3987	营业收入	4828	5563	6167	6474
现金	577	779	738	1020	营业成本	3992	4568	5085	5339
应收账款	981	1061	1202	1253	营业税金及附加	27	27	31	33
其他应收款	82	142	140	153	营业费用	219	261	278	298
预付账款	26	39	40	43	管理费用	464	528	567	583
存货	533	603	674	707	财务费用	26	20	9	3
其他流动资产	566	720	765	811	资产减值损失	-6	-6	-8	-7
非流动资产	3504	4075	4496	4758	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1718	2100	2400	2600	投资净收益	416	450	510	557
固定资产	1176	1391	1529	1648	营业利润	523	615	715	783
无形资产	316	316	316	316	营业外收入	52	20	30	30
其他非流动资产	294	268	251	194	营业外支出	5	5	3	4
资产总计	6270	7420	8056	8745	利润总额	571	630	742	809
流动负债	2009	2360	2474	2588	所得税	38	38	48	49
短期借款	375	485	448	461	净利润	533	592	694	760
应付账款	989	1089	1228	1284	少数股东损益	65	50	67	97
其他流动负债	645	786	797	843	归属母公司净利润	467	541	627	663
非流动负债	505	533	524	527	EBITDA	549	700	802	875
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.42	0.48	0.51
其他非流动负债	505	533	524	527					
负债合计	2515	2894	2998	3115	主要财务比率				
少数股东权益	497	547	614	711	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	1120	1299	1299	1299	成长能力				
资本公积	685	685	685	685	营业收入(%)	-6.4	15.2	10.9	5.0
留存收益	1454	1995	2460	2935	营业利润(%)	0.3	17.4	16.4	9.5
归属母公司股东权益	3258	3979	4444	4919	归属于母公司净利润(%)	3.8	15.8	15.8	5.8
负债和股东权益	6270	7420	8056	8745	获利能力				
					毛利率(%)	17.3	17.9	17.5	17.5
现金流量表					净利率(%)	9.7	9.7	10.2	10.2
					ROE(%)	14.3	13.6	14.1	13.5
经营活动现金流	374	31	186	245	ROIC(%)	14.1	13.4	13.8	13.7
净利润	533	592	694	760	偿债能力				
折旧摊销	0	66	78	89	资产负债率(%)	40.1	39.0	37.2	35.6
财务费用	26	20	9	3	净负债比率(%)	17.70	21.91	19.05	19.01
投资损失	-416	-450	-510	-557	流动比率	1.38	1.42	1.44	1.54
营运资金变动	0	-192	-87	-50	速动比率	1.11	1.16	1.17	1.27
其他经营现金流	232	-4	2	-1	营运能力				
投资活动现金流	515	-187	11	206	总资产周转率	0.78	0.81	0.80	0.77
资本支出	236	250	200	150	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	0	383	300	200	应付账款周转率	4.15	4.40	4.39	4.25
其他投资现金流	751	446	511	557	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-743	358	-238	-169	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.42	0.48	0.51
短期借款	-329	110	-37	12	每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.02	0.14	0.19
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.51	3.06	3.42	3.79
普通股增加	0	179	0	0	估值比率				
资本公积增加	275	0	0	0	P/E	18.01	15.54	13.42	12.69
其他筹资现金流	-688	70	-201	-181	P/B	2.58	2.11	1.89	1.71
现金净增加额	145	202	-41	282	EV/EBITDA	13	10	9	8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257