

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

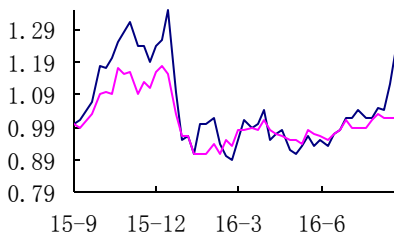
富奥股份(000030)
买入

2016 年半年报点评

(首次评级)

2016 年 09 月 13 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,293/1,247
总市值/流通(百万元)	11,613/11,200
上证综指/深圳成指	3,022/10,462
12 个月最高/最低(元)	10.46/6.07

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

短期受益重卡复苏, 长期看一汽-大众发力

● 富奥股份 Q2 归母净利润实现四个季度以来的首次增长

富奥股份 2016 年上半年实现营收 27.65 亿元, 同比增长 20.32%; 归母净利润 3.69 亿元, 同比增长 27.89%。**拆分报告来看**, 公司第二季度实现营收 14.74 亿元, 同比增长 30.68% (环比增长 14%), 归母净利润 2.12 亿元, 同比增长 67.94% (环比增长 36%)。总结来看, 去年公司业绩受到下游客户销量的影响一直呈现下滑态势, 2016 年第二季度, 公司归母净利润实现了自 2015 年第二季度以来的首次同比增长。

● 混合所有制企业下的一汽集团核心零部件供应商

富奥主要为一汽集团供应除四大总成件外的汽车核心零部件 (底盘、转向等), 最主要客户是一汽大众 (贡献净利或超 60%) 和一汽解放, 其中一汽解放主要由本部配套, 一汽大众主要由参股公司配套。上半年本部贡献净利 1.01 亿, 同增 50%; 参股公司贡献投资收益 2.68 亿, 同增 21%; 业绩增长主要原因在于 1) 下游客户一汽大众、一汽解放销量增长; 2) 参股公司盈利能力改善。

● 短期: 一汽大众二季度放量, 新品上市支撑富奥业绩

中汽协统计, 一汽大众 (轿车) Q1 销售 40 万辆, 基本与去年同期持平; Q2 销售 39 万辆, 同比增长 22%。新车型上市是 Q2 销量增长的主要原因 (上半年 3 款+下半年 5 款)。我们认为: 短期来看, 下游客户一汽大众新品储备充足, 富奥全年业绩或维持稳健增长。

● 长期: 新基地建设+MQB 平台培育, SUV+新能源规划助力未来

一汽大众通过新基地建设和 MQB 平台培育, 逐渐从传统轿车向 SUV 和新能源汽车方面拓展。未来增量来源: 1) SUV: 在建青岛基地 2017 年或推出 SUV 车型 (基于 MQB 平台); 2) 新能源: 目前四川在建新能源基地, 基于 MQB 平台打造的高尔夫纯电动版 E-GOLF/奥迪 A6L E-TRON 或有望国内量产。

● 短期销量稳增+长期战略布局, 给予“买入”评级

我们认为公司业绩增长的核心逻辑是一汽大众、一汽解放销量双增, 短期一汽大众新品持续驱动, 长期看好一汽大众 SUV 和新能源规划。考虑到一汽大众新基地推进+MQB 平台培育, 我们预测 16/17/18 年 EPS 分别为 0.62/0.76/0.93 元, 对应 PE 分别为 14.6/11.8/9.7。首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,010	4,332	5,249	6,289	7,487
(+/-%)	-4.2%	-13.5%	21.2%	19.8%	19.0%
净利润(百万元)	626	503	797	987	1201
(+/-%)	15.4%	-19.7%	58.3%	23.9%	21.7%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.39	0.62	0.76	0.93
EBIT Margin	14.4%	12.5%	5.4%	5.4%	5.5%
净资产收益率(ROE)	14.6%	10.7%	15.2%	16.7%	17.8%
市盈率(PE)	18.5	23.1	14.6	11.8	9.7
EV/EBITDA	15.9	20.4	30.5	27.9	25.7
市净率(PB)	2.7	2.5	2.22	1.96	1.72

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

下游客户销量增长，富奥二季度实现业绩增长

公司 2016 年上半年实现营收 27.65 亿元，同比增长 20.32%；归母净利 3.69 亿元，同比增长 27.89%。拆分报告期来看，公司第二季度实现营收 14.74 亿元，同比增长 30.68%（环比增长 14%），归母净利 2.12 亿元，同比增长 67.94%（环比增长 36%）。拆分板块来看，2016 年上半年富奥 3.69 亿归母净利中，本部（9 家分公司，8 家并表子公司）实现净利 1.01 亿，同比增长 50%，占比 27%；参股公司（13 家参股公司，其中重要的有 9 家）贡献投资收益 2.68 亿，同比增长 21%，占比 73%。

我们认为公司业绩增长的主要原因是下游客户销量增长+参股公司盈利能力改善。

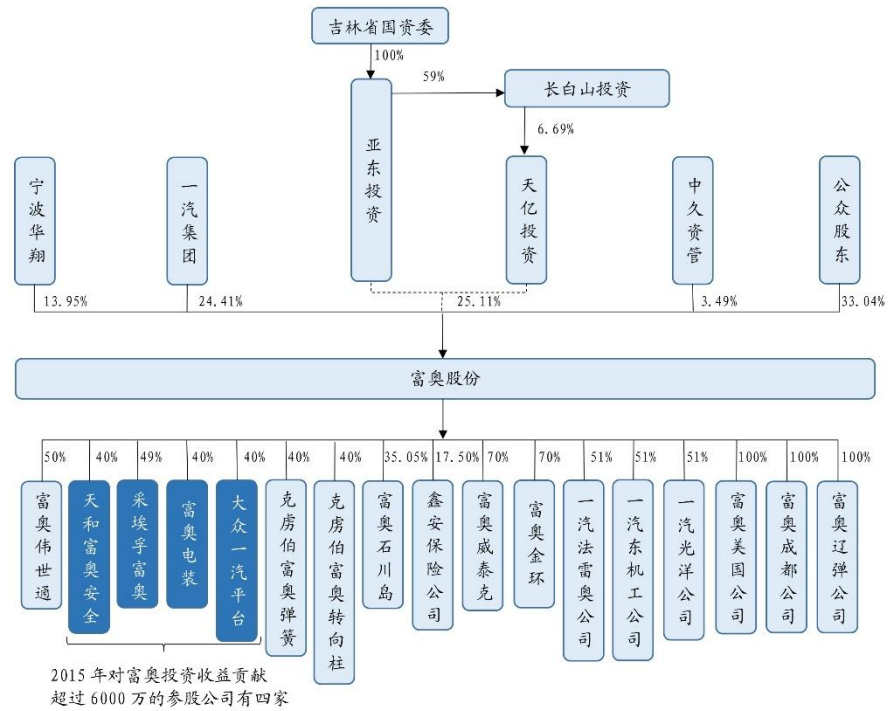
- 1、一汽大众产品年，二季度起销量放量增长；一汽解放受益于重卡回暖，上半年销量同比增长 7 成。
- 2、贡献主要业绩的参股公司毛利率上升，盈利能力改善。

混合所有制体系下的一汽集团核心配套商

富奥股份是汽车行业上市公司中首家混合所有制企业。2007 年引入吉林省国资、民营资本，目前是由一汽集团、天亿投资、亚东投资（2016 年更名为吉林省国有资本运营有限公司）、宁波华翔及公司管理团队持股的股份公司。**公司实际控制人为吉林省国资委。**国资委下属的天亿投资和亚东投资为一致行动人，合计持有 25.11% 的股权（截至 2015 年底），为公司控股股东。董事会席位上，天亿和亚东共 1 个席位、一汽集团 2 个席位，国资委外部董事 1 个席位，独立董事 3 个席位、宁波华翔 1 个席位。2013 年富奥通过重组上市，实现管理层持股，激励股份数 1.1 亿股（占比 8.34%），激励人数 122 人，分为股份公司层面和子公司、分公司管理层及技术人员层面两级。截至 2015 年底，公司原总经理叶凡（16 年 7 月辞职）持股 668 万股，副总经理杜辛跃持股 353 万股，常务副总经理杨一平持股 313 万股，新任总经理甘先国持股 100 万股。2016 年 7 月，公司原总经理叶凡退休，原副总经理甘先国升任总经理，考虑到公司管理层平稳过继，期待后续作为。

富奥股份是一汽集团核心配套商。富奥前身是一汽集团子公司。一汽集团旗下的零部件子公司包括一汽股份、一汽富维、启明信息、泽根弹簧。其中一汽股份主要供应一汽集团整车关键零部件（车身、发动机、变速箱、商用车桥四大总成件），而富奥股份主要供应除整车关键零部件外的汽车核心零部件（底盘、转向等）。富奥与一汽集团建立了长期的紧密配套关系，在产品开发方面得到了一汽集团技术中心提供的新技术开发应用培训、联合开发项目机会等多项支持。基于已建立起来的稳定供货关系，供应给一汽集团下属整车企业的多种新产品均由富奥股份主导开发和生产。

图 1: 富奥股份股权结构图



资料来源：2015年年报，国信证券经济研究所整理

富奥股份长期合作跨国零部件企业，技术领先。公司的主要产品包括环境系统、底盘系统、制动和传动系统、转向及安全系统、电子电器、发动机附件及其他等七大类汽车零部件，并且通过与跨国零部件企业的长期合作，直接引入国际领先的生产技术。

- 底盘方面：富奥股份分别从德国采埃孚公司、德国大众公司、日本威泰克公司引进了底盘生产线，包括具备自动检测和防错功能的装配线、生产内高压成型底盘部件的专用设备以及各种专用的焊接机器人。底盘的生产企业包括大众一汽平台、天合富奥安全、采埃孚富奥，塔奥金环、富奥威泰克，各公司规模技术差别不大，客户群体不同。
- 空调器方面：富奥股份从日本电装公司引进了总成装配线和生产空调壳体的注塑机，并全面参照电装公司的生产管理系统进行管理；从日本杰克赛尔公司（现属法国法雷奥集团）引进了冷凝器和蒸发器的专用生产设备和技術。空调器的生产企业包括一汽法雷奥、富奥伟世通、富奥电装。
- 转向柱、安全气囊、增压器等产品的关键生产设备和技術也均引进了合资外方在国外同期使用的设备和技術。在得到合资外方对公司生产技術长期支持的同时，富奥股份还积极对引进的国际先进技術进行消化和吸收，培养出一批能够独立进行自主研发和工艺设计的分子公司。包括一汽东机工、一汽光洋、富奥转向、克虏伯富奥转向、富奥石川岛等。

一汽大众、一汽解放是富奥最主要客户

参控股公司众多，主要客户是一汽大众、一汽解放：公司与多家国外零部件巨头开展合资合作，与法雷奥、伟世通、采埃孚、电装、天合、克虏伯、石川岛等建立了合资企业。截至报告期末，富奥旗下有9家分公司，8家控股子公司，13家参股公司。其中，公司本部（分公司+控股子公司）主要配套一汽解放，

参股公司主要配套一汽大众、上海大众等。依据 2015 年参股公司业绩占比计算，我们预计下游客户一汽大众贡献净利或超 60%。

表 1: 富奥按子公司进行结构拆分

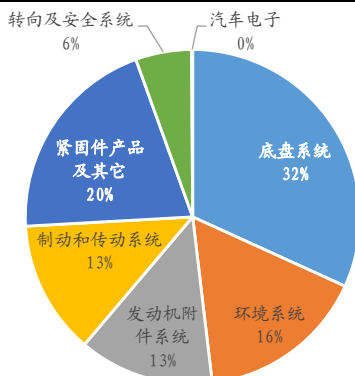
富奥本部与参股公司	主要产品	主要客户	股权占比	2015 年贡献归母净利润	
本部主要客户是一汽解放				0.84 亿	占比
9 家分公司	底盘、紧固件等	主要配套一汽解放	-		
富奥辽弹公司	-	-	100%		
一汽法雷奥公司	空调	一汽大众	51%		
一汽东机工公司	减震器	一汽大众	51%		
一汽光洋公司	转向器	一汽大众	51%		
富奥成都公司	-	-	100%		
富奥美国公司	-	-	100%		
参股公司主要客户是一汽大众				4.19 亿	占比
富奥机电公司	汽油泵、节流阀	-	50%		
富奥伟世通公司	空调、散热器	一汽大众	50%	0.17 亿	4.06%
采埃孚富奥公司	底盘系统	一汽大众	49%	0.73 亿	17.49%
天合富奥转向公司	转向器	一汽解放	45%		
天合富奥安全公司	底盘系统、安全系统	一汽大众、一汽轿车、上海大众	40%	1.10 亿	26.32%
大众一汽平台公司	底盘系统	一汽大众、上海大众	40%	0.75 亿	17.91%
克虏伯富奥转向柱公司	转向柱	一汽大众全系（包括奥迪）	40%	0.46 亿	11.08%
克虏伯富奥弹簧公司	弹簧、稳定杆	一汽大众	40%	0.28 亿	6.75%
富奥电装公司	空调	一汽大众	45%	0.64 亿	15.31%
富奥威泰克公司	底盘系统	马自达 6、睿翼、奔腾 B70、奔腾 B50 等	70%		
富奥石川岛公司	涡轮增压器	一汽大众（全线 1.4T/2.0T）	35.05%	0.42 亿	10.05%
富奥东睦公司	粉末冶金件	富奥（二级供应商）	30%		
富奥天弹公司	弹簧	一汽丰田、一汽夏利等	24%		
塔奥金环公司	底盘系统	一汽大众	70%		
亿安保险公司	-	-	17.5%	0.02 亿	0.47%

资料来源：2015 年年报、富奥股份重组报告，国信证券经济研究所整理

本部两大底盘公司并表，多款业务毛利率提升。本部 2016 年上半年毛利构成：底盘系统（32%）、紧固件（20%）、环境系统（16%）、制动和传动系统（13%）、发动机附件系统（13%）。

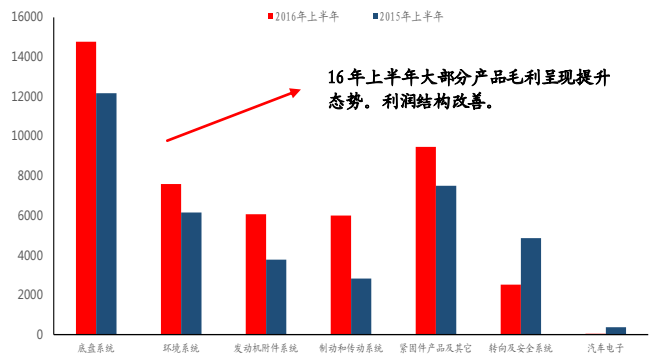
本部 16 年上半年底盘系统营收 11.17 亿，同比增长 70%，增长主要原因是原两家参股公司富奥威泰克、塔奥金环 2015 年底实现并表（15 年 Q4 先后收购富奥威泰克 30%、塔奥金环 50% 的股权），增厚 16 年本部业绩。而本部其余板块毛利率提升可观：紧固件（+6 个百分点）、环境系统（+7 个百分点）、制动和传动系统（+6 个百分点）、发动机附件系统（+3 个百分点）五大类产品板块毛利增长均超越营收增长，盈利能力大幅改善。

图 2: 富奥股份盈利结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

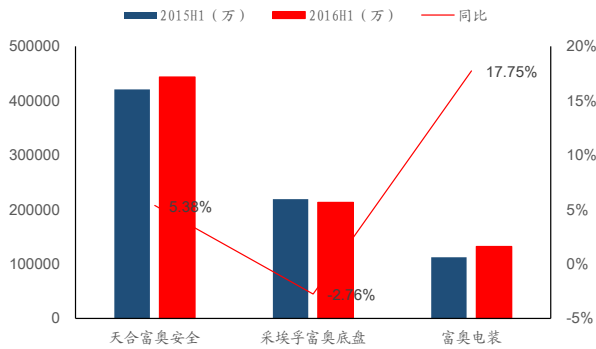
图 3: 主营业务近两年中报毛利对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

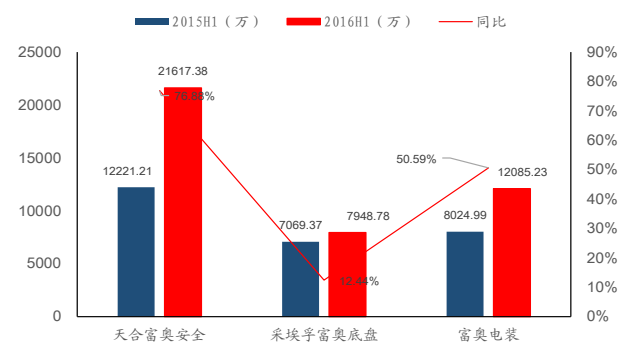
投资收益占比高，参股公司盈利能力改善：投资收益是富奥最主要业绩来源。2016年上半年富奥13家参股公司贡献投资收益总计2.68亿元，占归母净利的73%，同比增长21%。其中主要3家参股公司天合富奥安全系统、采埃孚富奥底盘系统、富奥电装贡献了1.74亿的投资收益。同比来看，报告期内主要参股公司营收稳定增长，盈利能力大幅改善是导致公司投资收益增长的主要原因（天合富奥安全系统、富奥电装净利率均提升2个百分点）。

图 4: 三大主要参股公司上半年营收



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 三大主要参股公司上半年净利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

一汽大众产品年，二季度起产销放量

2016年是一汽大众成立25周年，也是一汽大众产品“大年”。其中大众规划上市8款新品（上半年3款，下半年5款）。奥迪规划13款新品。

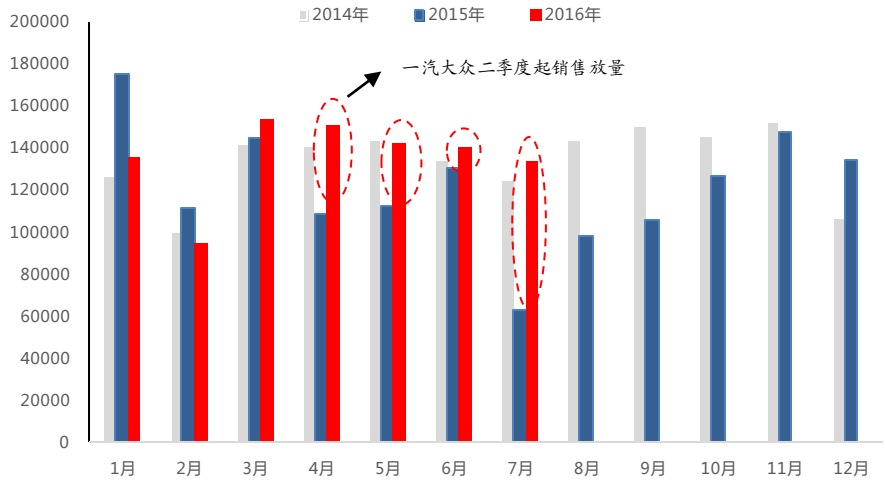
表 2: 一汽大众 2016 年新品规划

大众		奥迪	
车型	类别	车型	类别
宝来	换代	A1	改款
高尔夫·嘉旅	新车	A4L	换代
速腾 GLI	改款	A5	换代
速腾 R-line	改款	A6L	改款
迈腾	换代	A6L E-TRON	新增
速腾 1.2T	新车	Q3	改款
捷达	改款	Q5	换代
宝来两厢 C-TREK	新车	Q7 E-TRON	新增
		S4	换代
		S5	换代
宝来、高尔夫、速腾、迈腾、捷达、CC 6款纪念版车型	25周年纪念款，每款限量2500台	S6	改款
		TT S	换代
		R8	换代

资料来源：网易汽车，国信证券经济研究所整理

一汽大众二季度起产销放量。根据中汽协数据，一汽大众（轿车）Q1销售40万辆，基本与去年同期持平；Q2销售39万辆，同比增长22%。我们认为，一汽大众分别在3、4、6月上市三款新品，新车型上市是Q2销量增长的主要原因，直接拉动富奥Q2业绩（富奥Q2投资收益1.49亿，环比增长26%，同比增长55%）。

图 6: 一汽大众近三年来销量(辆)

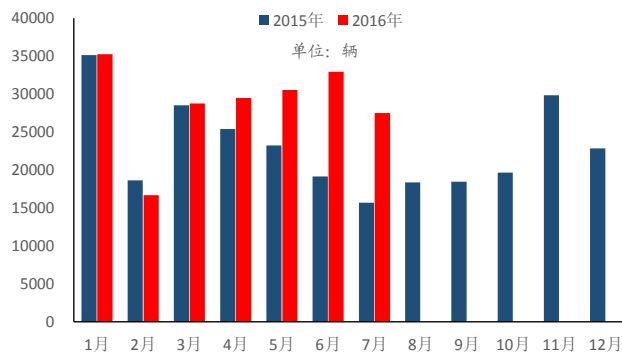


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新品储备充分, 增量动力足: 一汽大众上半年上市 3 款新品, 旗下主打车型捷达、高尔夫和新速腾牢牢占据各自细分市场榜首的位置。

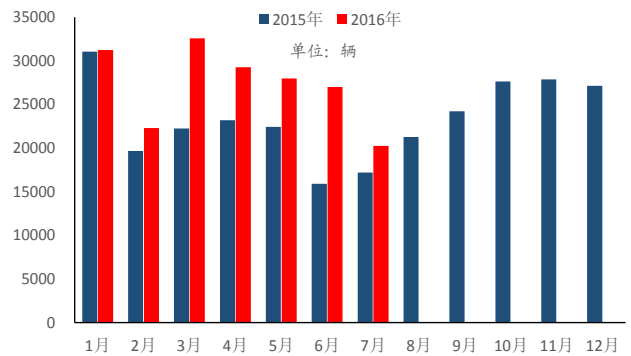
捷达、速腾高增长: 捷达一季度销售 8.07 万辆, 同比减少 1.91%; 二季度销售 9.30 万辆, 同比增长 37.23%。速腾一季度销售 8.61 万辆, 同比增长 18.03%; 二季度销售 8.43 万辆, 同比增长 37% (速腾 6 月上新)。

图 7: 捷达近年来月销量



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

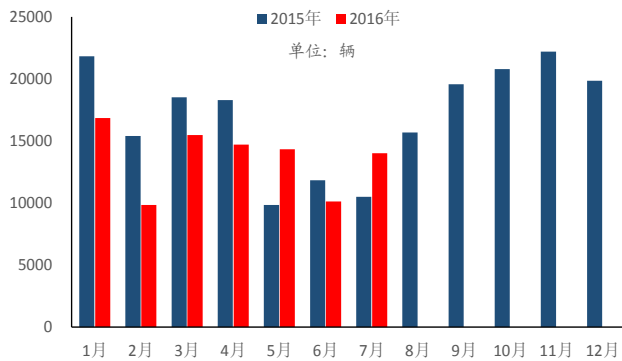
图 8: 速腾近年来月销量



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

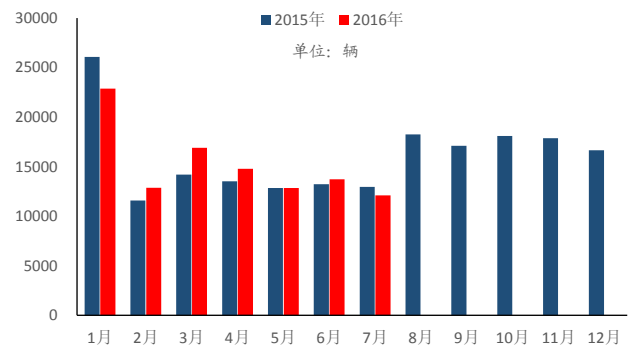
宝来二季度下滑趋势减弱, 高尔夫稳中有增: 宝来一季度销售 4.22 万辆, 同比减少 24.33%; 二季度销售 3.91 万辆, 同比减少 2.05% (宝来 3 月上新)。高尔夫一季度销售 5.27 万辆, 同比增长 1.54%; 二季度销售 4.14 万辆, 同比增长 4.52% (高尔夫 4 月上新)。

图 9: 宝来近年来月销量



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 10: 高尔夫近年来月销量



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

总结来看, 一汽大众 3 月起新品上市, 主要车型二季度销量均实现较高增长, 下半年一汽大众有 5 款新品规划上市, 全年增量动力充足。

新基地建设+MQB 平台共线, SUV+新能源规划有序

新基地建设, 业绩长期保障: 目前一汽大众在国内有五大生产基地, 已达到 180 万的年产能。按已有规划, 截至 2018 年, 一汽大众五大基地年产能将达到 270 万辆。富奥紧跟主机厂进行区域布局, 以一汽大众各大基地为中心建立有效的销售服务辐射网络, 在一汽大众成都工厂 (54 万辆产能) 和佛山工厂 (一期 30 万投产, 二期 30 万启动) 的产能释放下, 公司业绩增长获得长期保障。

表 3: 一汽大众新基地规划

基地	平台	配套车型	生产状态	计划建成时间	2018 年产能
东北长春基地	MQB	迈腾、宝来、CC 等	满产	-	90 万辆
西南成都基地	-	速腾、捷达	建成	-	54 万辆
华南佛山基地	MQB	高尔夫 7	一期建成	-	30 万辆
			二期在建	2017 年	30 万辆
华东青岛基地	MQB	规划 SUV	在建	2017 年	30 万辆
华北天津基地	MQB	-	在建	2018 年	30 万辆
总产能	-	-	-	-	约 270 万辆
四川新能源基地	MQB	E-GOLF/A6L E-TRON	规划中	-	-

资料来源: 盖世汽车论坛, 国信证券经济研究所整理

MQB 平台共线, 平滑转型新能源: 模块化生产是大众提出的新一代造车理念, 通过大量的数据模块支持来完成对车辆的设计。目前大众集团规划的主要模块化平台包括 MQB、MNB、MLB、MMB、MSB 与专用的电动车模块化平台——MEB。

图 11: 大众集团的模块化平台



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

2013 年一汽大众在佛山投产生产出第一个 MQB 平台车型——高尔夫 7，之后逐渐对其他基地进行 MQB 平台整合，未来大众的车型平台将由现在的 PQ2、PQ3 和 PQ4 整合为一个统一的 MQB 平台，该平台上将诞生 A0 级、A 级、B 级甚至 A00 级的车辆。

MQB 平台主要有两大意义：

- **共线生产，降低成本：**MQB 平台的应用也将改变传统的汽车生产线概念。在新平台的帮助下，大众和奥迪未来只需要区分 MQB 和 MLB 两个不同产品线即可，这将极大地增强大众在整车生产方面的灵活性和生产线柔性。在可以预见的未来，即便是奥迪 TT 和高尔夫这样两款外观、性能差异明显的车型，也可以在模块化平台技术的帮助下，轻易地实现共线生产。同时，由于 MQB 将大量的汽车零部件实现标准化，令它们可以在不同品牌和不同级别的车型中实现共享。所以，这一技术的应用将极大地降低车型的开发费用、周期以及生产环节的制造成本。

图 12: MQB 平台可调整范围广适合共线生产



资料来源：太平洋汽车网、国信证券经济研究所整理

图 13: MQB 平台标准化零部件降低成本



资料来源：太平洋汽车网、国信证券经济研究所整理

- **向新能源汽车平滑转化：**MQB 平台搭载的动力系统包括三大种类，1) 传统汽柴油动力系统；2) 电动系统；3) 非传统动力系统。凭借丰富的动力总成选择和技术支持，MQB 平台足够大众在中型级别以下新能源车型研发领域获得广泛应用，目前大众集团在 MQB 平台上取得的成果包括：高尔夫纯电动

版 e-Golf、高尔夫 GTE（插电式混动）、奥迪 A3 e-tron（插电式混动）、奥迪 A3 e-tron（纯电动）、奥迪 A3 g-tron（天然气/汽油双燃料）等。我们认为，MQB 拓展性强，通过 MQB 平台，一汽大众可以实现汽柴油动力系统向新能源动力系统的平滑转化。

图 14: MQB 平台搭载的动力系统



资料来源：太平洋汽车网，国信证券经济研究所整理

我们认为：一汽大众一方面通过新基地建设扩充原有产能，另一方面通过 MQB 平台培育，积极推进 SUV 与新能源进程。

SUV 方面：SUV 缺失是一汽大众长久以来的一大短板，随着一汽-大众长春、成都、佛山、天津、青岛五大生产基地的建成，将为大众在华布局 SUV 产品提供必要条件。首款基于全新 MQB 模块化平台打造的中型 7 座 SUV 或有望于 2017 年在国内投产上市。未来 3 年或将推出 7 款 SUV，竞争国内最火爆的紧凑级 SUV 细分市场。

表 4: 一汽大众未来或有 SUV 产能规划

品牌	车型	级别	类型
一汽大众	7 座 SUV	中型 SUV	新增
	A 级 SUV	紧凑型 SUV	新增
	小型廉价 SUV	小型 SUV	新增
一汽大众奥迪	Q2	小型 SUV	新增
	Q3	紧凑型 SUV	改款
	Q5	中型 SUV	换代
	Q6	中型跨界 SUV	新增

资料来源：网通社，国信证券经济研究所整理

新能源方面：目前已在四川成立了新能源基地，目前在售的宝来等 6 款新能源车型，均有望推出插电式混合动力或纯电动版本，将成为大众集团 2025 战略在华的重要组成部分(大众集团 2025 战略:到 2025 年推出 30 款全新电动车，电动车年销量达到 200-300 万辆，占总销量的 20%—25%)。基于 MQB 平台打造的高尔夫纯电动版 E-GOLF/奥迪 A6L E-TRON 有望在 2017 年实现国内量产。

针对一汽大众的新能源战略，富奥也积极布局相关研发，其中新能源汽车电子控制单元中的部分种类产品处于试生产和小批量生产阶段。

表 5: 富奥股份具备的新能源汽车电子相关技术

主体技术	作用	来源
新能源汽车电机控制器	控制电机	自主研发
新能源汽车电池管理系统 BMS	电池组管理、充放电等	自主研发
电池包模块	电池组装及通风等	自主研发
电池包模块	电池组装及通风等	自主研发
新能源整车控制器	整车电子控制	自主研发

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

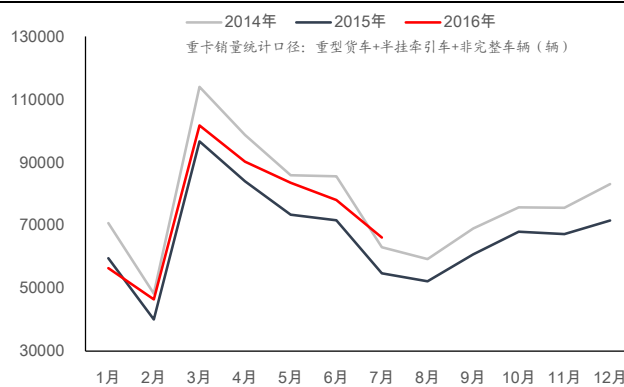
受益于重卡回暖，一汽解放 1-8 月销量同比增长 68%

富奥本部上半年实现净利 1.01 亿，同比增长 50%。本部主要配套客户一汽解放受益于重卡企稳回暖，且高性价比产品解放 J6 领航版符合市场需求，1-8 月实现销量 8 连冠，总计销售 9.07 万辆，同比增长 68%，是重卡行业销量与增幅双料冠军。

重卡行业恢复性反弹：经历了 2015 年全年低迷行情，国内重卡行业自 2016 年 2 月起企稳回升，之后连续 6 个月维持同比正增长。2016 年上半年重卡市场累计销售 33.8 万辆，同比增长 14%。根据第一商用车网，2016 年 8 月国内重卡市场共约销售各类车辆 4.95 万辆，同比增长 45%，创下 16 年月增幅新高。

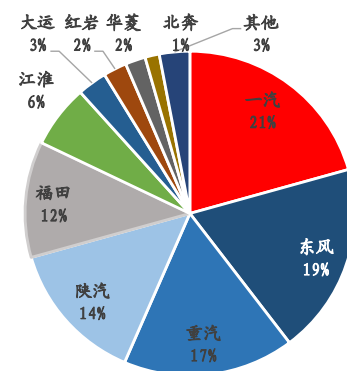
从结构来看：物流重卡显著的好于与投资有关的工程用车重卡，工程车中城市新型渣土车将是 2016 年的亮点，此外，由于 2015 年我国重卡中与投资直接有关的自卸车和水泥搅拌车占比已经跌到了 16%，全年来看重卡有望迎恢复性反弹。**从销售周期来看：**重卡行业年内周期性较强，每年销量在 3、4 月份是旺季，7、8 月份筑底，之后再缓慢爬升。我们认为，随着下游基建需求维持旺盛；四季度行业景气度自然回升；黄标车淘汰加快；排放标准升级激励，下半年重卡回暖行情仍将持续。

图 15: 重卡市场近三年来销量走势



资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理

图 16: 一汽解放 1-8 月销量稳居行业第一



资料来源：第一商用车网、国信证券经济研究所整理

一汽解放产品谱系全面，产品结构优化，领先行业增长。

产品谱系全面：一汽解放拥有载货车、牵引车、工程车、专用车四大产品系列和 J6P、J6M、J6L、JH6、J6F、J5P、J5M、J5K、J4R、新大威、龙威、天威、途威、虎威、越野车、新长头安捷重卡 16 个产品平台，发动机功率覆盖 40-520 马力。

表 6: 一汽解放产品谱系

载货车		牵引车		工程车		专用车	
载货车	型号数	牵引车	型号数	工程车	型号数	专用车	型号数
城市物流	1	港口牵引车	1	重型自卸车	1	运输车	1
快速物流	1	北方版	1	轻量化自卸车	1	垃圾车	1
干线物流	1	J6 领航版	1	城建渣土车	1	搅拌车	1
途 V 系列	1	天 V 系列	8	天 V 系列	8		
天 V 系列	4	龙 V 系列	2	龙 V 系列	1		
龙 V 系列	8	悍 V 系列	6	悍 V 系列	2		
悍 V 系列	5						
总计	21	总计	19	总计	14	总计	3

资料来源：一汽解放官网，国信证券经济研究所整理

紧跟市场优化产品结构，新品 J6 领航版竞争力强。针对高效快速物流市场，解放推出了 J6 领航版，凭借其“保养周期、动力性、节油性、可靠性、安全性、舒适性”6 大领航，迅速抢占物流重卡市场。自上市至今，解放 J6 领航版成功实现单一产品 1.5 万辆的销量突破，其中 J6P 6 × 4 460 马力领航版牵引车被评为 2016 年度中国卡车用户最信赖牵引车大奖。目前旗下新款大马力重卡——解放 J6 领航版 500 马力产品配备 13 升 CA6DM3 发动机，动力性比肩奔驰 OM471，且售价低于竞品，是目前性价比较高的一款大马力重卡，未来销量看好。

一汽大众稳步推进 SUV+新能源布局，未来业绩增长动力充足，给予“买入”评级

总结而言，我们认为公司业绩增长的核心逻辑是一汽大众、一汽解放销量双增，短期一汽大众新品持续驱动，长期看好一汽大众 SUV 和新能源规划。考虑到一汽大众新基地推进+MQB 平台培育，我们预测 16/17/18 年 EPS 分别为 0.62/0.76/0.93 元，对应 PE 分别为 14.6/11.8/9.7。首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	923	1442	2229	3148	营业收入	4332	5249	6289	7487
应收款项	2061	2157	2585	3077	营业成本	3535	4283	5132	6109
存货净额	572	679	818	978	营业税金及附加	27	31	38	45
其他流动资产	189	210	252	299	销售费用	170	168	201	240
流动资产合计	3744	4488	5882	7502	管理费用	497	484	577	685
固定资产	1870	1807	1732	1649	财务费用	6	(15)	(34)	(47)
无形资产及其他	277	266	256	246	投资收益	436	555	683	833
投资性房地产	192	192	192	192	资产减值及公允价值变动	(10)	(9)	(9)	(9)
长期股权投资	2002	2102	2202	2302	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8085	8855	10265	11892	营业利润	523	844	1049	1279
短期借款及交易性金融负债	274	130	130	130	营业外净收支	13	13	13	13
应付款项	1449	1697	2044	2445	利润总额	536	857	1062	1292
其他流动负债	220	239	287	343	所得税费用	11	26	32	39
流动负债合计	1943	2066	2461	2918	少数股东损益	22	35	43	52
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	503	797	987	1201
其他长期负债	837	1137	1437	1737					
长期负债合计	837	907	1207	1507	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2780	2973	3668	4425	净利润	503	797	987	1201
少数股东权益	620	644	674	710	资产减值准备	(3)	0	(0)	(0)
股东权益	4684	5237	5923	6756	折旧摊销	163	196	207	216
负债和股东权益总计	8085	8855	10265	11892	公允价值变动损失	10	9	9	9
					财务费用	6	(15)	(34)	(47)
					营运资本变动	222	342	87	56
					其它	18	24	30	37
					经营活动现金流	913	1368	1320	1518
					资本开支	(569)	(131)	(131)	(131)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(437)	(231)	(231)	(231)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(54)	(230)	0	0
					支付股利、利息	(159)	(244)	(302)	(367)
					其它融资现金流	308	(144)	0	0
					融资活动现金流	(117)	(618)	(302)	(367)
					现金净变动	359	519	787	920
					货币资金的期初余额	564	923	1442	2229
					货币资金的期末余额	923	1442	2229	3148
					企业自由现金流	(84)	682	494	537
					权益自由现金流	170	322	528	583

关键财务与估值指标				
	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.39	0.62	0.76	0.93
每股红利	0.12	0.19	0.23	0.28
每股净资产	3.62	4.05	4.58	5.22
ROIC	3%	9%	13%	17%
ROE	11%	15%	17%	18%
毛利率	18%	18%	18%	18%
EBIT Margin	2%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	6%	9%	9%	8%
收入增长	-14%	21%	20%	19%
净利润增长率	-20%	58%	24%	22%
资产负债率	42%	41%	42%	43%
息率	1.4%	2.1%	2.6%	3.2%
P/E	23.1	14.6	11.8	9.7
P/B	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	54.0	30.5	27.9	25.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
夏坤 13726685252	吴国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许婧 18600319171	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏雪 18682071096
边祎维 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
	周鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		