

# 借力一汽系崛起, 智能化打开成长空间

## ——一汽富维深度报告

✍ : 刘文婷 执业证书编号: S12305200500003  
☎ : 021-80108525  
✉ : liuwenting@stocke.com.cn

### 报告导读

公司基本面迎来加速期, 2020Q2 业绩远超预期, 营收同比+53.1%, 净利润同比+90.5%。我们认为公司拐点已现, 受益于一汽系销量加速增长及车灯、智能座舱等争相发力, 有望迎来新一轮持续增长。

### 投资要点

#### □ 2020Q2 业绩超预期, 混改步入新阶段

2020Q2 公司业绩整体超预期, 单季实现营收 53.0 亿, 同比+53.1%, 净利润 2.7 亿, 同比+90.5%。我们认为公司业绩大幅增长的主要原因是: (1) 一汽系整车销量增长; (2) 新业务车灯+智能座舱逐步发力, 有望迈入新成长阶段。公司于 2018 年入选国企混改“双百计划”, 现已基本完成人员调整, 2019 年发布未来三年股权激励计划, 彰显公司发展信心。

#### □ 受益一汽大众强周期, 下游销量增长超预期

一汽系整体占一汽富维营收比例高达 95%, 一汽大众为公司最主要客户, 占比 65-70%, 一汽系其他客户占比 25-30%。其中: 一汽解放占比 15%; 一汽自主占比约 12%; 一汽丰田 2020H1 占比 9.9%。下半年受一汽大众强产品周期+MEB 量产以及解放、红旗、丰田等销量增长拉动, 业绩增长确定性较高。

#### □ 车灯迎来新产能投放, 新品转型成效有望预期

车灯、轻量化结构件、智能座舱等各板块争相发力, 转型成效凸显。(1) 车灯业务产能加速投放, LED 渗透带动单车价值提升; (2) 内饰业务盈利稳步提升, 产能利用几近饱和; (3) 座舱域控制器加速应用, 潜在空间广阔; (4) 结构件业务, 热成型钢轻量化+安全性加持, 下半年有望扭亏为盈。

#### □ 盈利预计及估值

公司是一汽系核心供应商, 受益于一汽大众、一汽解放、一汽红旗强周期, 将带动公司业绩增长, 预计公司 2020-2022 年净利润分别为 7.1/9.2/10 亿元, 同比增长 32.2%/29.7%/9.1%, 对应 PE 7.8/6/5.5 倍。公司成长空间逐步打开, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

#### □ 催化因素

下游客户销量大幅增长、新产能达产增加供货、混改及新业务整合落地。

#### □ 风险提示

下游客户增长不及预期; 新产能爬坡不及预期; 混改及新业务落地进程缓慢。

### 评级

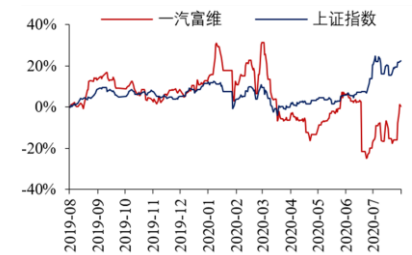
### 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥ 10.91

### 单季度业绩

### 元/股

2Q/2020 0.40  
1Q/2020 -0.07  
4Q/2019 0.27  
3Q/2019 0.17



### 公司简介

一汽富维主要产品是汽车座椅、内外饰、车轮、照明、冲压件等主要配套一汽系整车企业, 包括一汽大众、一汽解放等。

### 相关报告

报告撰写人: 刘文婷

联系人: 刘文婷

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17770.6	20381.0	23435.1	25822.0
同比	30.6%	14.7%	15.0%	10.2%
归属母公司净利润	535.8	708.1	918.3	1001.6
同比	8.3%	32.2%	29.7%	9.1%
每股收益(元)	1.1	1.4	1.8	2.0
P/E	10.3	7.8	6.0	5.5

## 正文目录

<b>1. 2020Q2 业绩超预期，混改步入新阶段.....</b>	<b>5</b>
1.1. 合纵连横，新业务不断拓宽.....	5
1.2. 业绩增长稳健，2020Q2 表现超预期.....	6
1.3. 混改正当时，股权激励彰显发展信心.....	7
<b>2. 受益一汽大众强周期，下游销量增长超预期.....</b>	<b>9</b>
2.1. 一汽大众：下半年迎强产品周期，MEB 量产在即.....	9
2.1.1. 深度绑定一汽大众，下半年迎强产品周期.....	9
2.1.2. MEB 车型量产在即，公司有望充分受益.....	10
2.2. 一汽系其他客户：解放、自主、丰田销量稳健增长.....	10
<b>3. 车灯迎来新产能投放，新品转型成效有望超预期.....</b>	<b>14</b>
3.1. 富维海拉：产能加速投放，LED 渗透带动单车价值提升.....	14
3.2. 富维安道拓：业务结构优化，盈利能力企稳回升.....	15
3.3. 富维伟世通：座舱域控制器加速应用，潜在空间广阔.....	16
3.4. 富维本特勒：轻量化+安全性加持，下半年有望扭亏为盈.....	17
<b>4. 盈利预测与投资建议.....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司业务板块布局.....	5
图 3: 2019 年各项业务占比.....	6
图 4: 2016-2019 年分产品毛利率.....	6
图 5: 2015-2020H1 营业收入.....	6
图 6: 2015-2020H1 归母净利润.....	6
图 7: 2020H1 一汽大众季度产量.....	7
图 8: 2020H1 一汽解放季度销量.....	7
图 9: 公司股权结构.....	7
图 10: 2020.1-6 月一汽大众 (含一汽奥迪) 销量.....	9
图 11: 一汽大众 ID.4 车型.....	10
图 12: 一汽系客户营收占比.....	11
图 13: 2020.1-7 月重卡各企业市占率.....	11
图 14: 2020 年 1-6 月一汽解放销量.....	11
图 15: 一汽红旗分车型销量.....	12
图 16: 2020.1-6 月一汽红旗销量.....	12
图 17: 红旗 H9.....	13
图 18: 红旗 H9 座舱内饰.....	13
图 19: 分系列市占率.....	13

图 20: 保值率对比分厂商 .....	13
图 21: 一汽丰田分车型销量 .....	14
图 22: 2020 年 1-6 月一汽丰田销量 .....	14
图 23: 富维海拉车灯系列产品 .....	14
图 24: 车灯类营业收入 .....	14
图 25: 不同类型车灯单车价值 (元) .....	15
图 26: 公司车灯类毛利率 (%) .....	15
图 27: 富维安道拓系列产品 .....	15
图 28: 富维安道拓净利润 .....	16
图 29: 伟世通座舱域 .....	16
图 30: 座舱域控制器出货量预测 (万) .....	16
图 31: 热成型钢在车身上的应用 .....	17
图 32: 冲压件业务收入 (亿) .....	17
表 1: 公司混改方案 .....	8
表 2: 公司股权激励目标 .....	8
表 3: 一汽大众 2020H2 将投放车型汇总 .....	9
表 4: 一汽大众全国五大生产基地 .....	10
表 5: H5 新款与老款参数改进对比 .....	12
表 6: 主要财务指标 .....	17
表 7: 可比公司估值 .....	18
表附录: 三大报表预测值 .....	19

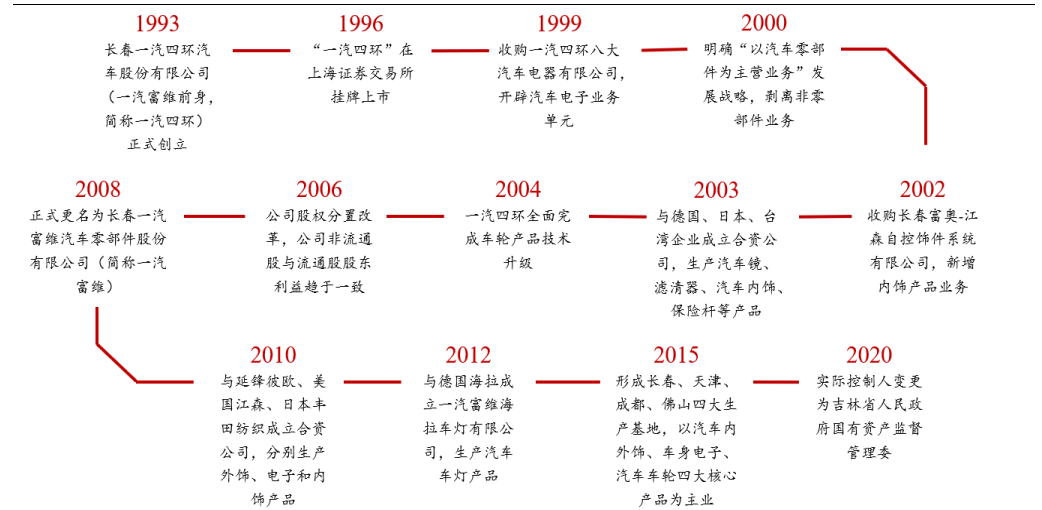
## 1. 2020Q2 业绩超预期，混改步入新阶段

一汽富维成立于1993年，1996年在上海证券交易所挂牌上市，公司业务涵盖汽车内饰、汽车外饰、汽车车轮、车灯电子、车身结构件等多种产品。拥有长春、成都、佛山、青岛、天津五大生产基地，是一家遍布中国四省八市、拥有近40家下属企业的零部件开发和制造企业集团。公司主要为一汽大众、一汽解放配套相应产品，通过与外资企业合作不断布局新领域。

### 1.1. 合纵连横，新业务不断拓宽

公司源于1993年成立的长春一汽四环汽车股份有限公司，2008年正式更名为长春一汽富维汽车零部件股份有限公司（简称“一汽富维”）。二十多年里，公司不断与国际知名企业达成战略合作伙伴关系，拓展业务布局，目前已形成以汽车内外饰及汽车车轮的传统业务以及轻量化部件、车灯、座舱电子新兴业务的四大板块布局，主要配套一汽大众、一汽解放等客户，是一汽集团重要的核心零部件供应商。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

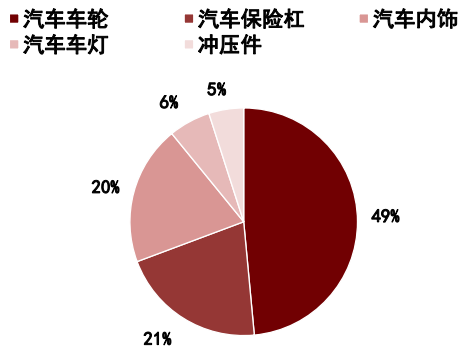
图 2：公司业务板块布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

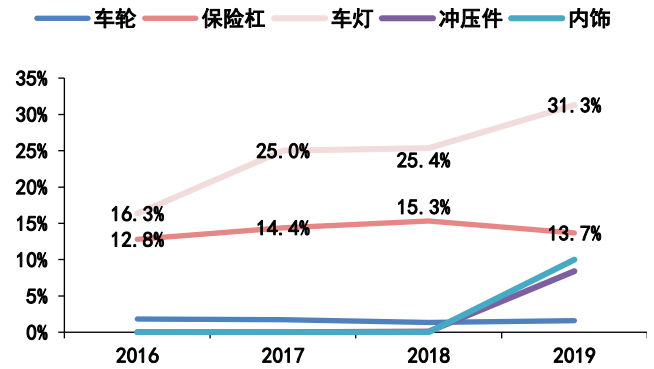
车轮、内外饰收入最高，车灯业务利润最强。分产品来看，目前公司主要收入来源于车轮及内外饰业务，其中2019年车轮、保险杠(外饰)、内饰占比分别为49%、21%、20%，车灯及冲压件占比较小。毛利率方面，车轮的毛利率呈小幅波动状态，以公司公告的口径来看，2019年车轮毛利率1.6%，较2018年增长0.2pct。保险杠及内饰(预计)基本持平，而车灯业务随着LED大灯渗透率的提升带动毛利率持续增长。

图 3：2019 年各项业务占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：2016-2019 年分产品毛利率

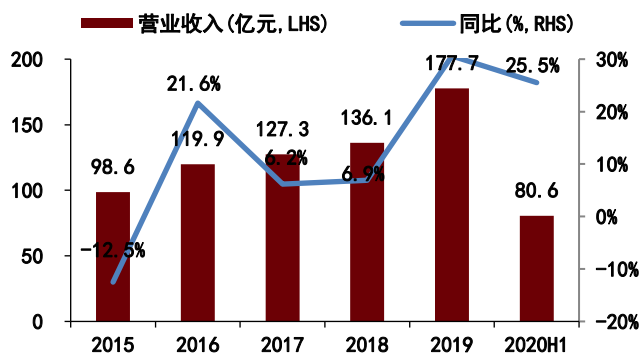


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2. 业绩增长稳健，2020Q2 表现超预期

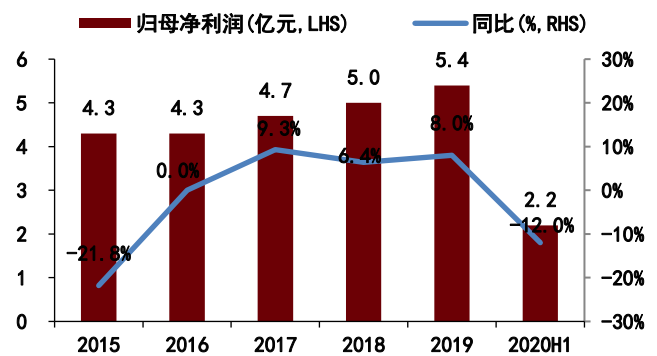
Q2 营收净利同比大增，疫情恢复超预期。受益业务持续增长及控股公司并表(2019Q4 富维安道拓并表)，公司营业收入规模持续扩张，2019 年营收达到 177.7 亿，2020 年 H1 营收 80.6 亿。2016-2019 年业绩实现稳健增长，归母净利润从 4.27 亿增长至 5.36 亿，年均复合增长 6%，受疫情影响，公司 2020H1 归母净利润为 2.17 亿，同比-11.5%，其中 2020Q2 单季实现营收 53.0 亿，同比+53.1%，净利润 2.7 亿，同比+90.5%，疫情恢复效果超预期。

图 5：2015-2020H1 营业收入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

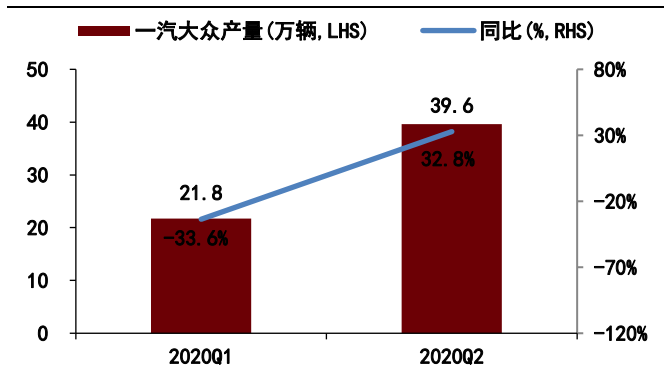
图 6：2015-2020H1 归母净利润



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

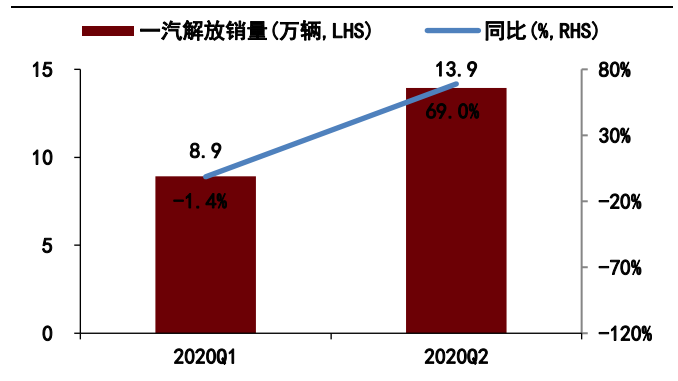
一汽大众及一汽解放需求放量是超预期因素。公司核心客户一汽大众、一汽解放 2020Q2 表现强势：(1) 一汽大众处于车型强势周期，大众品牌+捷达品牌 Q2 季度产量达到 39.6 万辆，同比大增 33%；(2) 一汽解放受益于重卡高景气度，2020Q2 销量达到 13.9 万辆，同比大增 69%。我们认为，一汽大众及一汽解放第二季度的放量是公司业绩大幅增长的最主要原因。

图 7：2020H1 一汽大众季度产量



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图 8：2020H1 一汽解放季度销量

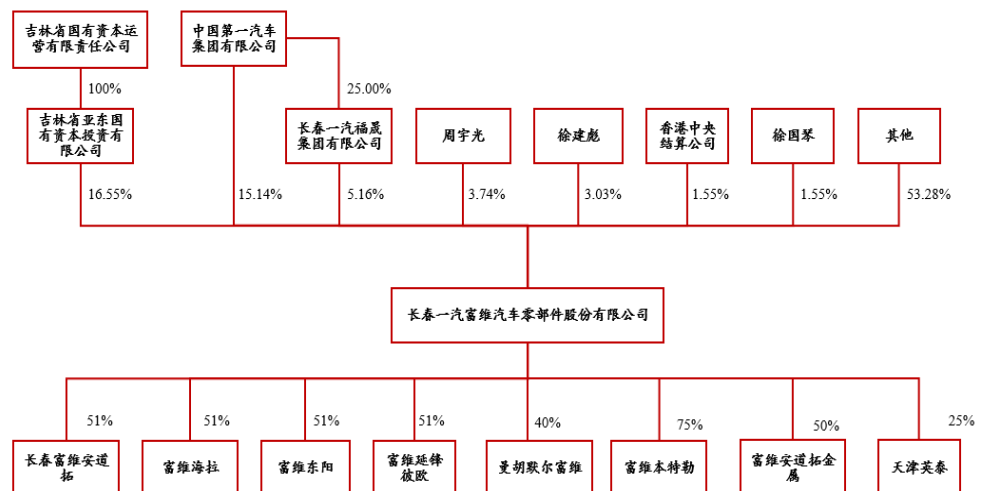


资料来源：第一商用车，浙商证券研究所

### 1.3. 混改正当时，股权激励彰显发展信心

实控人为吉林国资委，参股公司众多。2019 年 11 月，一汽集团和亚东投资签署股份转让协议，亚东投资受让一汽集团所持公司 25,382,808 股无限售条件流通股，成为一汽富维第一大股东，持股 16.55%。通过积极与外资达成战略合作伙伴关系，公司旗下参股公司众多，其中富维安道拓、富维海拉、东阳、彼欧、本特勒等为公司主要参股公司，为公司贡献较多业绩。

图 9：公司股权结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

入选“双百计划”，混改开启新起点。公司于 2018 年 8 月发布公告，将在 2018-2020 年期间实施国有企业改革“双百行动”，“双百企业”遴选标准包括三条：一是有较强代表性，推荐企业主营业务突出，资产具有一定规模，在行业发展中具有较强影响力，原则上应当是利润中心，而非成本费用中心；二是有较大发展潜力；三是有较强改革意愿。混改将使得国企进一步放权，在战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理等方面分类开展授权放权，一企一策地赋予国有资本投资、运营公司等企业更多自主权，对盘活国企资产、提升市场竞争力、内部效率改善具有重大意义。



**表 1：公司混改方案**

年度	序号	改革领域	重点任务举措	计划完成时间
2018	1	股权多元化和混合所有制改革	引入各类战略投资者实现股权多元化, 实现混合所有制	2018 年 12 月
	2	健全法人治理结构	修订公司章程, 董事会由 9 人变为 7 人; 修订“薪酬委员会”议事规则; 完善并修订公司各项管理制度	2018 年 11 月
	3	完善市场化经营机制	经管层由中国一汽推荐, 董事会聘任, 薪酬市场化 员工市场化招聘, 市场化薪酬。	2018 年 11 月
	4	健全激励约束机制	同经济效益和劳动生产率挂钩的工资决定和正常增长机制; 实施股权激励, 短、中、长期激励机制相结合。	2018 年 12 月
	5	解决历史遗留问题	不涉及	---
	6	全面加强党的领导、党的建设	在章程中明确党的领导作用; 董事会决定公司重大问题时, 应当事先听取公司党委的意见	2016 年 5 月
2019	1	完善市场化经营机制	推动本企业除董事长 (兼任党委书记) 以外企业负责人, 以及各级所出资企业负责人实现任期制和契约化管理	2019 年 2 月
	2	全面加强党的领导、党的建设	按照国资委党建工作要求和规定	2019 年 6 月
2020	1	健全激励约束机制	实施上市公司股权激励计划	2019 年-2022 年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**发布股权激励计划，彰显发展信心。**公司于 2019 年发布股权激励计划，拟向激励对象授予 2492 万份股票期权，占公司股本总额的 4.91%，由于 2019 年公司将安道拓并表，剔除相应业务进行估算，预计实际上 2019 年略超激励目标，总体进展较为平稳，同时公司对于 2020 年及 2021 年的营收及盈利均要求实现近 10% 的增长，彰显了公司的发展信心。

**表 2：公司股权激励目标**

年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	136.08	145.15	159	175.71
YOY		6.7%	9.6%	10.4%
实际营收 (估算)		143.5		
EPS	0.97	1.05	1.15	1.27
YOY		8.2%	9.5%	10.4%
实际 EPS	0.97	1.06		
存货周转率		13	13	13

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



## 2. 受益一汽大众强周期，下游销量增长超预期

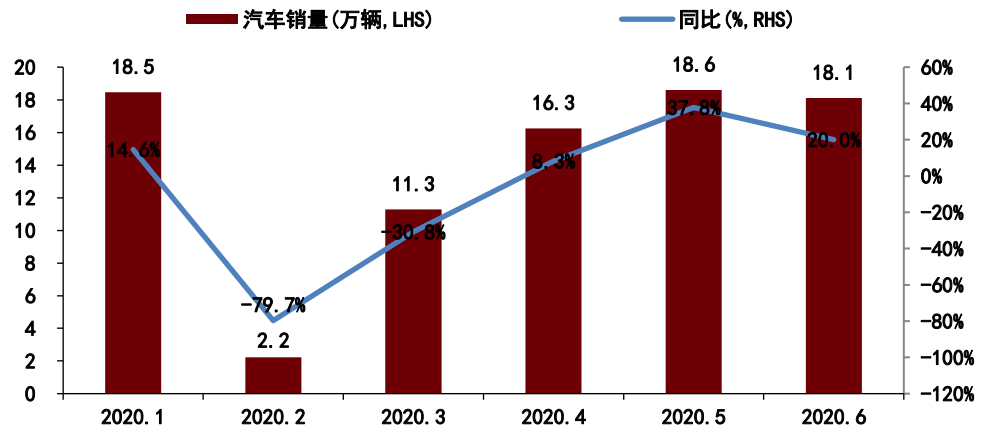
### 2.1. 一汽大众：下半年迎强产品周期，MEB 量产在即

#### 2.1.1. 深度绑定一汽大众，下半年迎强产品周期

公司同一汽大众深度绑定，营收占比 65-70%。公司为一汽大众核心零部件供应商，为其配套的零部件包括车轮、车灯、保险杠、座椅、后视镜等，单车价值超 10000 元。近几年，一汽大众在一汽富维的营收占比始终维持在 65-70% 区间，业绩相关性较高。

一汽大众稳坐国内乘用车市场销量第一宝座。2019 到 2020 上半年，一汽大众推出多款新车，包括宝来经典版、全新速腾、新款迈腾、全新小型 SUV 探影以及新能源车型 e-Bora、e-Golf、迈腾 GTE 和探岳 GTE 等。2020 年上半年，凭借宝来、迈腾、速腾以及探岳、探歌等车型的优异表现，除 2-3 月份受疫情影响出现下滑以外，其余月份均保持正增长，上半年累计完成销量 87.4 万辆，稳坐国内乘用车市场销量第一宝座，高出第二名一汽大众近 20 万辆。

图 10：2020.1-6 月一汽大众（含一汽奥迪）销量



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

新一轮强产品周期有望带动销量进一步提升。2020 年下半年，一汽大众即将迎来新一轮强产品周期，基于全新一代 CC 打造的“CC 猎装版”、首款中大型 SUV “一汽大众 SMV”、第八代高尔夫以及首款国产 MEB 平台车型 ID.4（定位纯电动紧凑型 SUV）将陆续上市，有望带动销量进一步提升。

表 3：一汽大众 2020H2 将投放车型汇总

车型名称	上市时间	轿车/SUV	换代/全新
第八代高尔夫	2020.10	轿车	换代
新款 CC	2020 下半年	轿车	换代
CC Shooting Brake (猎装版)	2020 下半年	轿车	全新
探岳 X	2020.7	SUV	全新
一汽大众 SMV	2020 下半年	SUV	全新
ID.4	2020 下半年	SUV	全新

资料来源：易车，浙商证券研究所

### 2.1.2. MEB 车型量产在即，公司有望充分受益

**MEB 车型量产带动单车价值量提升。**截至目前，一汽大众共推出四款新能源车型，分别为：e-Bora、e-Golf、迈腾 GTE 和探岳 GTE，但上述车型均基于传统 MQB 平台改造。按照大众集团规划，其后续新能源车型将主要基于纯电动 MEB 平台。一汽大众作为大众集团在中国大陆的重要支撑，2018 年，旗下 MEB 工厂落户广东佛山基地，未来计划导入 6 款 MEB 平台产品，第一款 MEB 车型 ID.4 预计于 2020Q4 上市。基于目前已知的一汽富维配套产品测算，MEB 车型单车价值量有望达到 14000-16000 元，较传统燃油车提升 3000-5000 元，业绩弹性较大。

图 11：一汽大众 ID.4 车型



资料来源：爱卡汽车，浙商证券研究所

**紧跟一汽大众五大生产基地配套。**目前公司拥有长春、成都、佛山、青岛、天津五个生产基地，分别对应一汽大众国内五大生产基地，实现零部件就近配套，降低运输成本。一汽大众五大基地全部达产后合计产能将达 300 万辆，考虑到 2019 年实际生产 203 万辆，未来 MEB 车型放量后，公司有望充分受益。

表 4：一汽大众全国五大生产基地

车型名称	设计产能（万辆）	生产车型
长春工厂 ●	120（其中 15 万在建）	大众：迈腾、宝来、CC、蔚领、探影 奥迪：A4L、A6L、Q3、Q5、Q7
成都工厂	60	大众：速腾 捷达：VS5、VS7、VA3
佛山工厂 ●	60（其中 30 万 MEB 产能）	大众：高尔夫、探歌 奥迪：A3、Q2L、Q3
青岛工厂 ●	30	大众：宝来 奥迪：A3
天津工厂	30	大众：探岳 奥迪：Q3

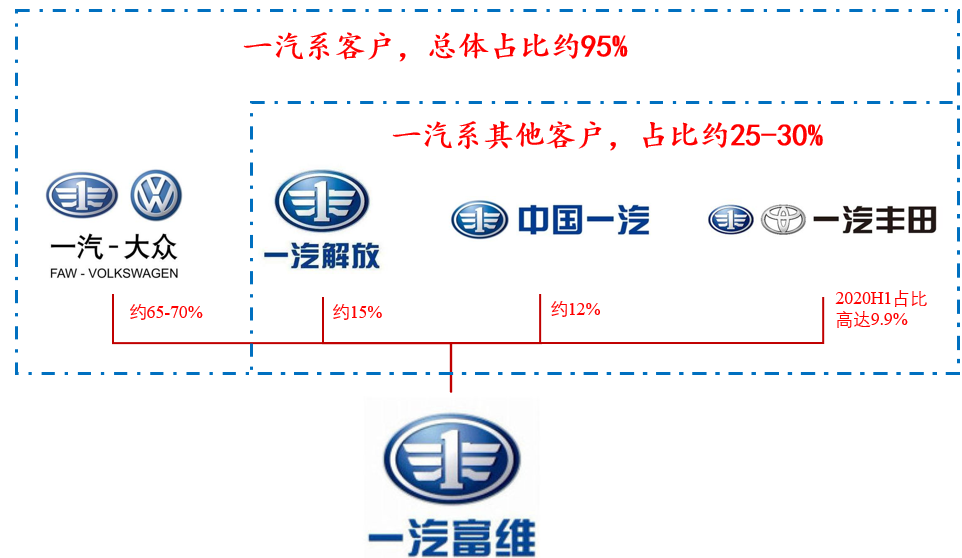
资料来源：Marklines，浙商证券研究所 注：●代表生产新能源车型

### 2.2. 一汽系其他客户：解放、自主、丰田销量稳健增长

**一汽系其他客户占比公司营收 25-30%。**除一汽大众外，一汽系其他客户：一汽解放、一汽丰田和一汽自主在一汽富维的营收占比同样保持较高水平，从近几年趋势来看，大概保持在 25-30% 区间。其中一汽解放占比最高，约 15%；一汽自主占比稳步增长，大概 12%；

一汽丰田占比近两年增长迅速，2017-2019 年三年间由 1.2% 增长至 4.1%，2020H1 占比高达 9.9%。

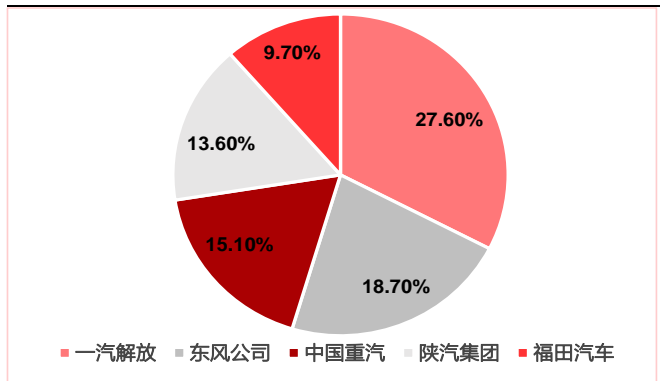
图 12：一汽系客户营收占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

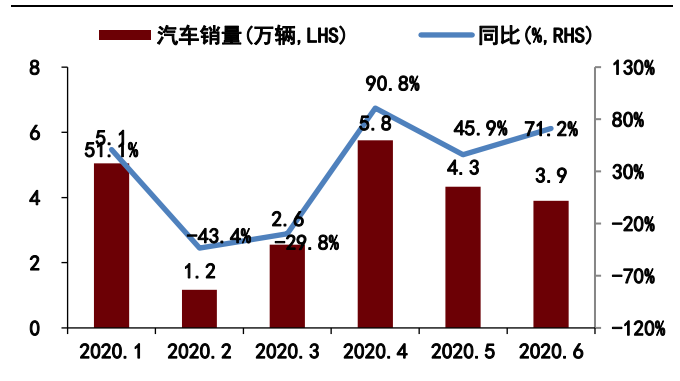
**一汽解放：国内重卡行业绝对龙头。**2019 年市占率高达 23%，连续 4 年位列行业第一。上半年，受基建复苏、物流增长以及国三淘汰等多重利好因素拉动，国内重卡市场持续高景气度，销量连创新高。2020 年 1-7 月，重卡行业累计销量约 96 万辆，同比增长 31%。同期，一汽解放完成重卡累计销售 26.5 万辆，同比增长 38%，高于行业平均水平，市场占有率从去年同期的 26.2% 提升至 27.6%，进一步巩固行业龙头地位。

图 13：2020.1-7 月重卡各企业市占率



资料来源：第一商用车，浙商证券研究所

图 14：2020 年 1-6 月一汽解放销量

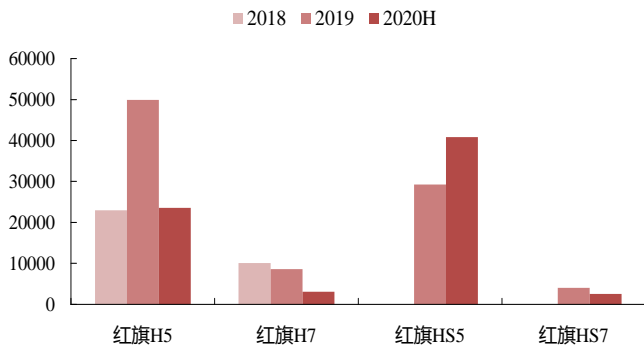


资料来源：乘联会，浙商证券研究所

**重卡景气再继续，公司有望持续受益。**2020 年以来重卡销量持续超预期，7 月同比大增 9 成。工程重卡方面，由于基建投资对其影响较大，根据我们之前对 2020 年新增专项债及“两新一重”测算基建投资对固定资产投资的影响测算，预计将增加固定资产投资额约 1 万亿元，全年同比增长 6%，对应销量增加 4 万辆，相对 2019 年工程重卡销量弹性增量 10%。物流重卡方面，全年有望维持目前景气态势，预计销量增长约 13%-18%，对应销量增长 10.8-15.5 万辆。综合来看，在政策推动和行业高度景气双重利好下，预计 2020 年全年重卡销量增长 14.8-19.5 万辆，对应 2019 年弹性增量 12.6%-16.6%，总销量预计在 135 万辆左右。公司有望持续受益重卡龙头+行业高景气。

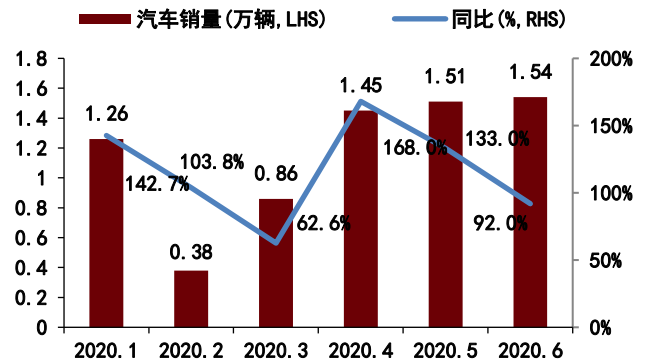
**一汽红旗：自主高端化的标杆，销量增长显著。**一汽红旗对于高端化的布局有目共睹，2018年前劳斯莱斯设计师加盟，2019年推出HS7、HS5两款SUV，H7改款、E-HS3纯电动车，带动销量直线上升，2020年红旗6月销量突破15400台，同比增长92%。一汽红旗1-6月累计销量突破70000台，同比增长111%，是增长最快的汽车品牌。

图 15：一汽红旗分车型销量



资料来源：一汽红旗官网，浙商证券研究所

图 16：2020.1-6 月一汽红旗销量



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

**新车继续加码，后续增长可期。**分车型来看，红旗 H5 为公司主要销量贡献车型之一，2020 年上半年 H5 销量为 2.4 万辆，2018-2020 年公司接连推出改款车型，2020 款相对于 2019 款主要针对动力性及油耗进行了提升，进一步提高了 H5 车型的竞争力。HS5 自 2019 年 5 月推出以来销量增长迅猛，2020H1 达到 4.1 万辆，6 月销量达 9239 辆，同比+281%，新车周期下销量有望持续增长。

表 5：H5 新款与老款参数改进对比

性能参数	H5 2020 自动智联旗韵版	H5 2019 智联灵动版
最大扭矩 (N*m)	320	250
动力	汽油+轻混	汽油
百公里加速 (s)	8	9.7
综合油耗 (L/100km)	6.4	7.1
自动驻车	●	
巡航系统	定速巡航	全速自适应
手机无线充电	●	
驾驶模式	3	1

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

**对标 BBAC 级车，红旗 H9 7 月已上市。**H9 车身的设计较为简洁大气，提升了车辆年轻运动的气质，档次感十足。动力方面，红旗 H9 将搭载一台 3.0TV6 机械增压发动机，具体参数大概率与红旗 HS7 相同，匹配的则是 8AT 自动变速箱，并采用纵置后驱布局，还将搭载 CDC 自适应空气悬架、L2.5 级自动驾驶技术、全自动泊车等，是很标准的豪华车配置，首创的 smile 1.0 智能网联技术也将树立中国品牌豪华车的新标准。整体来看，无论是其车身尺寸、造型设计还是车辆配置等方面，都足以与同为中大型轿车的奔驰 E 级、宝马 5 系以及奥迪 A6L 一战，甚至面对更高级别的车型也不会有明显劣势。

此外,年底还将推出红旗 S9 超级跑车,售价或超千万,S9 的推出将为红旗立好高端化旗帜。得益于红旗在国人心中的品牌形象及产品本身实力,其高端化已成为自主的标杆,后续增长潜力巨大。

图 17: 红旗 H9



资料来源: 一汽红旗官网, 浙商证券研究所

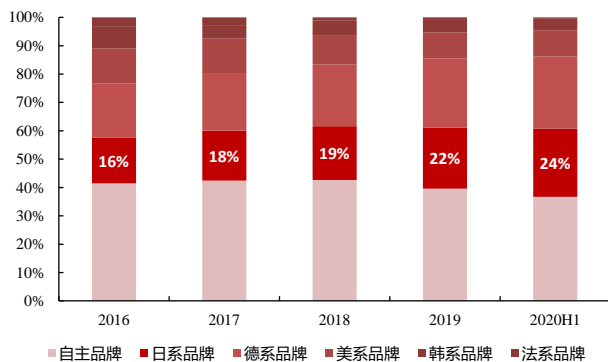
图 18: 红旗 H9 座舱内饰



资料来源: 一汽红旗官网, 浙商证券研究所

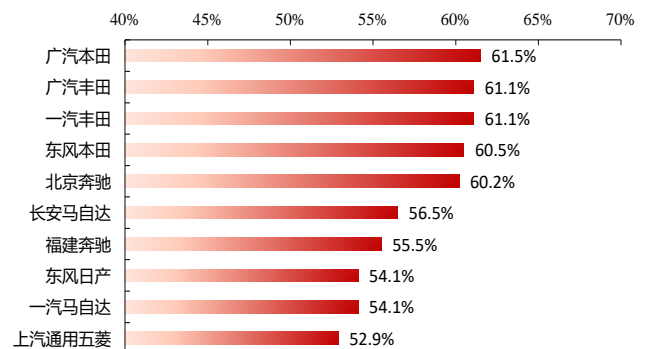
**一汽丰田: 日系延续强势, “三驾马车” 助销量逆市增长。** 日系近年来凭借其经济性及强大的产品率持续走强, 2016 年-2020 年 H1 市占率稳步提升, 2020 年 H1 日系的市占率达到 24%, 较 2016 年已提升 8 个百分点, 从保值率来看, 根据 J.D Power 发布的《中国汽车保值率研究报告》分厂商数据, 一汽丰田位列并列第二, 仅次于广汽本田, 证明其强大的产品实力。我们认为在车市下行压力下, 日系凭借其强大的产品力, 抵御车市下行风险压力的能力更强, 销量有望继续保持稳健增长。

图 19: 分系别市占率



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

图 20: 保值率对比分厂商

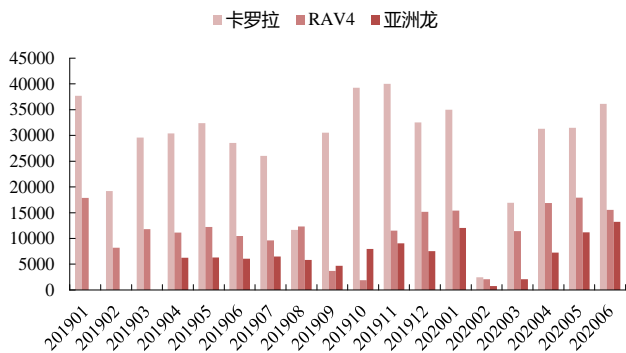


资料来源: J.D Power, 浙商证券研究所

2020 年 1-7 月, 一汽丰田累计销量达 42.98 万辆, 完成全年销量目标的 56%, 逆市同比上涨 0.8%, 7 月销量 7.9 万, 同比大增 40%。细分车型来看, 卡罗拉一款车型占比即达到 43.14%, 另两大销售主力 RAV4 荣放和亚洲龙 AVALON 分别占比 22.91%和 13.8%, 合力贡献销量的 79.87%, 公司“三驾马车”均在 2019 年发布换代或改款, 仍处在新车周期当中, 考虑到日系车热度的不断升温, 未来增长空间犹存。

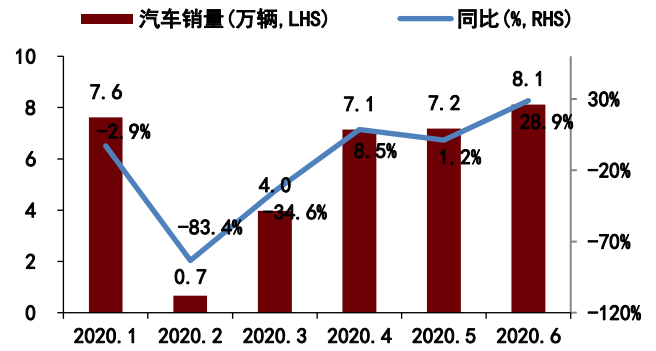


图 21：一汽丰田分车型销量



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图 22：2020 年 1-6 月一汽丰田销量



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

**新车计划+产能扩建，中长期销量可期。**新车计划方面，按照计划一汽丰田将至少推出 10 款新车型，产品种类均涵盖轿车、SUV、MPV 等等，其中 SUV 车型居多，覆盖细分各个市场，预计这些新产品会在 2021 年下半年开始陆续推出。产能方面，丰田与一汽集团于 2019 年 9 月签订电动化及智能网联领域战略合作框架协议，一汽丰田已着手在天津筹建一座年产能 20 万辆的新能源汽车工厂，一期规划 10 万产能，新工厂将涵盖包括电池等在内的完整生产工艺，预计总投资近 85 亿元，预计 2022 年 6 月建成。除此之外，一汽丰田四川工厂将进行扩建改造，取消现有 45000 台普拉多的年产能，新增 10 万台亚洲龙的产能。

综合来看，一汽系整体占一汽富维营收约 95%。公司作为一汽系产业链核心受益标的，受客户销量增长拉动，未来业绩增长确定性较高。

### 3. 车灯迎来新产能投放，新品转型成效有望超预期

#### 3.1. 富维海拉：产能加速投放，LED 渗透带动单车价值提升

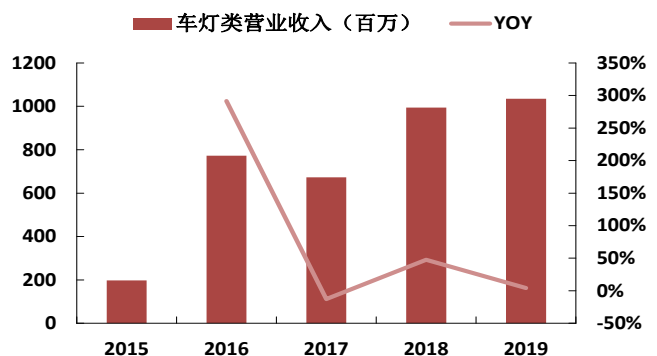
**车灯业务高速增长，量利齐升。**一汽富维海拉车灯有限公司是公司车灯业务核心主体，成立于 2012 年 3 月，一汽富维与德国海拉公司分别持股 51%和 49%。近两年来公司业务迎来爆发式增长，2018、2019 年销售量同比提升 163%和 48%。销售量增长同时，毛利率由 2018 年的 25.37%增长至 2019 年的 31.29%，提升 5.92 个 pct，迎来量利齐升的强劲周期。

图 23：富维海拉车灯系列产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 24：车灯类营业收入

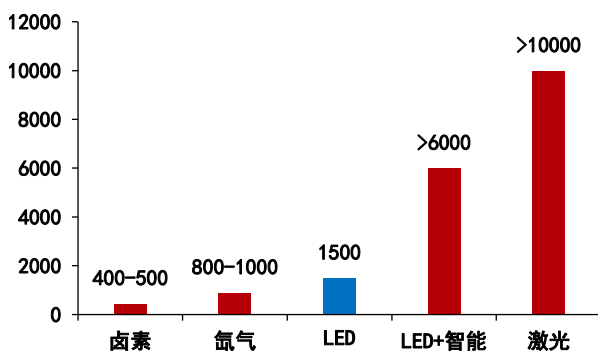


资料来源：wind，浙商证券研究所

**产能加速投放，增长动能不减。**现阶段公司主要生产基地为富维海拉成都工厂，设计产能 137 万套，2019 年产能利用率 84%。长春工厂在建，设计产能 30 万套，预计 2020 年 10 月投产，投产后总产能近 170 万套，提升 22%。受益产能新增，预计未来两年公司业务仍会保持高速增长。

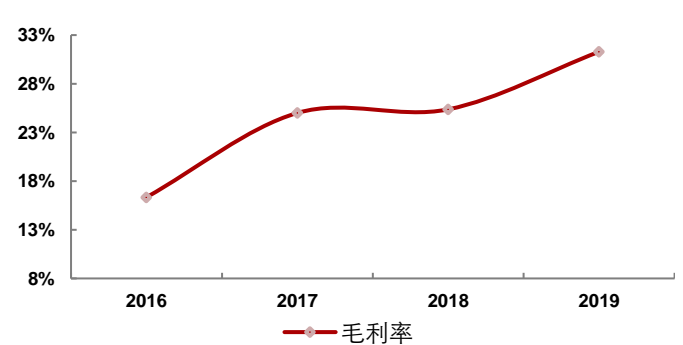
**LED 车灯逐渐渗透，带动单车价值量提升。**从公司主要配套客户汽车大灯光源类型来看，LED 成为趋势。2019 年 8 月份上市的奔腾 T33 车型虽定位小型 SUV，厂商指导价仅 7-10 万元，但已全系标配 LED 大灯。相比于卤素和氙气光源，LED 车灯单车价值量显著提升，大概在 1500 元左右。从 2019 年公司销售数据来看，车灯平均销售单价仅为 800 元，部分说明公司车灯产品仍以卤素或氙气大灯为主，伴随 LED 车灯逐渐渗透，公司营收有望迎来进一步增长。

图 25：不同类型车灯单车价值（元）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 26：公司车灯类毛利率（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

### 3.2. 富维安道拓：业务结构优化，盈利能力企稳回升

一汽富维安道拓成立于 2001 年，由一汽富维与美国江森自控（安道拓前身）合资成立，经营范围包括汽车座椅、仪表板、副仪表板、门板等饰件产品，为一汽大众、一汽丰田、一汽红旗、一汽解放等多家客户提供配套服务。2019 年 9 月，通过公司章程变更，一汽富维取得富维安道拓控制权，成功实现并表。

图 27：富维安道拓系列产品

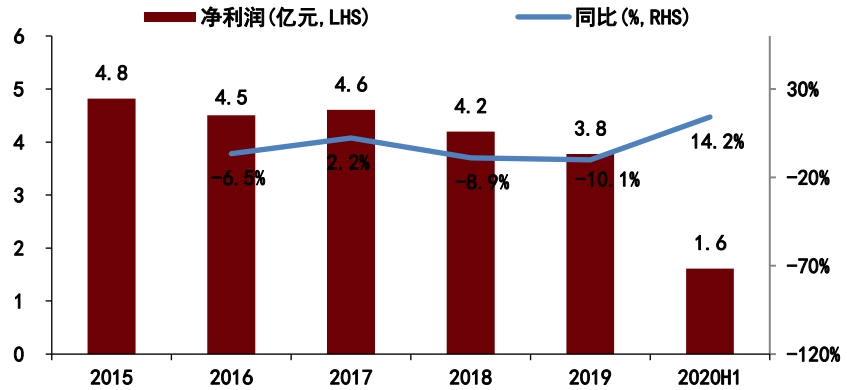


资料来源：公司官网，浙商证券研究所



**剥离亏损业务，盈利能力企稳回升。**近年来由于公司内部产品结构调整，净利率有所下滑，同时在并表前，为优化业务结构，公司主动剥离配套一汽夏利亏损业务，计提相应的资产减值。随着核心客户一汽大众强势复苏、一汽红旗持续增长，2020H1 富维安道拓实现净利润 1.62 亿元，同比增长 14.2%。从产能来看，富维安道拓现有产能 262 万套，2019 年产能利用率 98%，几乎达到饱和，短期来看业绩表现有企稳回升趋势。

图 28：富维安道拓净利润



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3.3. 富维伟世通：座舱域控制器加速应用，潜在空间广阔

一汽富维伟世通成立于 2010 年，一汽富维和美国伟世通全球电子有限公司分别持股 49% 和 51%，主营业务覆盖汽车内饰电子和车身电子产品及相关零部件。

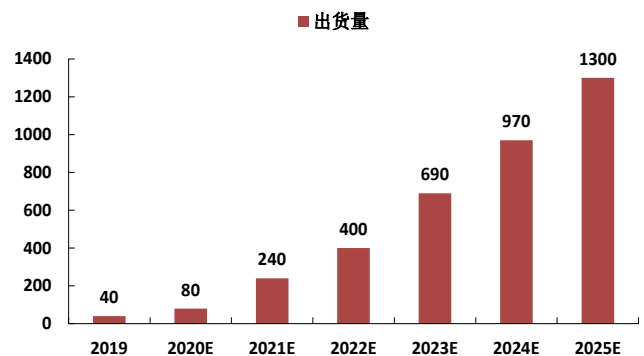
**座舱域控制器不断渗透，潜在增长空间巨大。**随着车载座舱搭载越来越丰富的信息娱乐和驾驶员辅助功能，车机系统变得越来越复杂，在此背景下，座舱域控制平台应运而生，通过将智能座舱内的多个 ECU 集成于一个控制器，带来安全、体积、功耗、重量以及成本上的优势。作为座舱域控制器行业领跑者，伟世通拥有业内首个量产域控制器产品 SmartCore，现已同国内多家主流车企，如广汽、吉利、东风签订供货协议。根据伟世通数据，2019 年全球座舱域控制器出货量约为 40 万套，2025 年出货量有望超过 1300 万套，成为重要的汽车增量部件。作为一汽集团与伟世通合资公司，随着座舱域控制器产品的不断渗透，潜在增长空间巨大。

图 29：伟世通座舱域



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 30：座舱域控制器出货量预测（万）



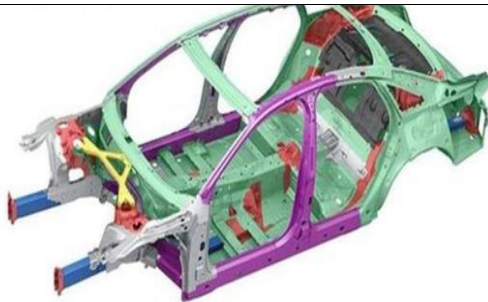
资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

### 3.4. 富维本特勒：轻量化+安全性加持，下半年有望扭亏为盈

相比其他合资企业，一汽富维本特勒成立时间较晚，2018年6月才宣告成立，一汽富维持股75%，主营汽车冲压结构件、铝成型结构件及底盘业务。

**热成型钢加速应用，助力公司扭亏为盈。**从早期披露的资料来看，公司2018年成立热成型钢公司，一期投产两条产线，开始涉足热成型钢领域。热成型钢是指将常温下抗拉强度级别500-600MPa的钢板，经过加热到950℃左右高温一次成型后迅速冷却所获得的特殊高强度钢材。其屈服强度大于950MPa，抗拉强度大于1300MPa，由于材料本身强度大，可减少车身上加强板、加强筋的使用，从而达到整车轻量化的目的。但相比于冷冲压件，其制造工艺较为复杂、固有废品率较高，因而具有极高的技术和投资门槛。随着汽车轻量化节能减排和安全标准要求的逐年提高，热成型钢在车身结构中占比逐渐提升，具有广阔市场前景。2019年，公司成功获得沃尔沃S60L车型、长城CH037项目订单，外部市场开拓效果显著。2020年上半年，富维本特勒实现营收3.03亿元，相比去年同期增长252.2%，亏损由1442.9万元收窄至188.3万元，受热成型钢业务拉动，下半年有望扭亏为盈。

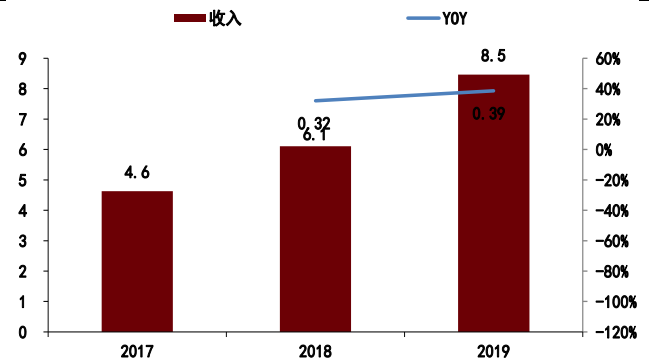
图 31：热成型钢在车身上的应用



紫色部分为热成型钢

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 32：冲压件业务收入（亿）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

分业务来看，车灯、内饰、车身结构件各板块争相发力，转型成效凸显，叠加客户销量增长，下半年整体表现向好的趋势较为明显。

## 4. 盈利预测与投资建议

公司是一汽系核心供应商，新业务+核心客户齐发力打开未来成长空间。1) 客户端：深度绑定一汽系，核心客户一汽大众、一汽红旗、一汽丰田均呈现高增长。2) 产品端：在传统内外饰及车轮基础上，公司通过外部合作积极拓展新业务，轻量化+车灯+座舱域控制器市场空间广阔。

表 6：主要财务指标

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17770.58	20380.98	23435.08	25821.95
同比	30.59%	14.69%	14.99%	10.19%
归属母公司净利润	535.81	708.12	918.32	1001.56
同比	8.31%	32.16%	29.68%	9.06%

毛利率	8.33%	9.09%	9.65%	9.59%
ROE	8.68%	9.70%	10.96%	10.38%
每股收益(元)	1.06	1.39	1.81	1.97
P/E	10.29	7.79	6.00	5.50
P/B	1.00	0.89	0.77	0.68

资料来源: wind, 浙商证券研究所

预计公司 2020-2022 年净利润分别为 7.1/9.2/10 亿元, 同比增长 32.2%/29.7%/9.1%, 对应 PE 7.8/6/5.5 倍。公司成长空间逐步打开, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

一汽富维合理估值可以参考华域汽车、富奥股份等业务相近的零部件企业, 以及中鼎股份、星宇股份等内饰、车灯公司估值水平, 具有较大提升空间。

**表 7: 可比公司估值**

	市值 (亿)	19EPS	20EPS (E)	21EPS (E)	22EPS (E)	19PE	20PE	21PE	22PE	PB	ROE
一汽富维	72.0	1.1	1.4	1.8	2.0	10.3	7.8	6.0	5.5	1.2	9.74%
华域汽车	724.2	2.1	1.8	2.1	2.3	12.7	12.5	10.7	9.9	1.5	13.08%
富奥股份	141.5	0.5	0.5	0.6	0.7	9.7	15.5	13.2	11.6	2.1	13.38%
中鼎股份	130.4	0.5	0.4	0.6	0.8	18.4	24.4	17.0	14.2	1.5	6.77%
星宇股份	395.2	2.9	3.3	4.2	5.2	33.2	42.8	34.0	27.7	7.8	16.17%

资料来源: wind (未覆盖公司以 wind 一致预期为准), 浙商证券研究所

## 5. 风险提示

下游客户增长不及预期; 新产能爬坡不及预期; 混改及新业务落地进程缓慢。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9343.3	7905.0	9997.3	12204.6
现金	1727.4	1690.8	2468.8	3394.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	5471.1	3905.8	4967.8	5942.1
其它应收款	344.9	193.3	281.8	352.2
预付账款	595.3	561.3	661.2	763.1
存货	969.8	1254.8	1319.8	1475.3
其他	234.8	299.1	297.9	277.2
<b>非流动资产</b>	6781.8	6999.0	7718.2	8554.0
金额资产类	0.0	226.2	222.9	149.7
长期投资	1264.0	1456.1	1427.1	1382.4
固定资产	3284.1	3714.9	4337.9	4986.5
无形资产	431.6	495.9	586.5	710.5
在建工程	406.1	408.8	337.7	370.5
其他	1395.9	697.2	806.1	954.4
<b>资产总计</b>	16125.1	14904.0	17715.5	20758.6
<b>流动负债</b>	8793.7	6790.0	8353.7	10038.7
短期借款	0.0	21.9	7.3	9.7
应付款项	7130.5	5317.2	6594.2	8062.7
预收账款	31.7	28.0	35.8	40.3
其他	1631.5	1422.9	1716.4	1926.0
<b>非流动负债</b>	500.1	344.4	375.5	406.7
长期借款	120.0	120.0	120.0	120.0
其他	380.1	224.4	255.5	286.7
<b>负债合计</b>	9293.8	7134.5	8729.2	10445.4
少数股东权益	1330.6	1560.6	1859.0	2184.4
归属母公司股东权益	5500.8	6208.9	7127.2	8128.8
<b>负债和股东权益</b>	16125.1	14904.0	17715.5	20758.6
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1273.8	983.1	1131.8	1312.8
净利润	709.9	938.2	1216.7	1327.0
折旧摊销	360.5	249.6	298.8	358.4
财务费用	(2.8)	(11.0)	(16.8)	(29.5)
投资损失	(389.4)	(450.0)	(500.0)	(550.0)
营运资金变动	1028.4	(185.2)	222.9	383.2
其它	(432.6)	441.5	(89.7)	(176.3)
<b>投资活动现金流</b>	(399.2)	(923.4)	(370.7)	(452.1)
资本支出	(1543.1)	(660.5)	(823.8)	(1009.1)
长期投资	837.8	(490.7)	47.9	131.7
其他	306.1	227.8	405.2	425.3
<b>筹资活动现金流</b>	(328.9)	(96.2)	16.9	65.2
短期借款	0.0	21.9	(14.6)	2.4
长期借款	66.5	0.0	0.0	0.0
其他	(395.4)	(118.2)	31.5	62.7
<b>现金净增加额</b>	545.8	(36.5)	778.0	925.8

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	17770.6	20381.0	23435.1	25822.0
营业成本	16290.8	18528.0	21173.3	23344.8
营业税金及附加	68.3	82.5	99.1	104.3
营业费用	215.1	142.7	164.0	180.8
管理费用	552.2	815.2	890.5	981.2
研发费用	179.7	206.0	236.9	261.1
财务费用	(2.8)	(11.0)	(16.8)	(29.5)
资产减值损失	121.3	66.6	81.1	116.6
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	389.4	450.0	500.0	550.0
其他经营收益	10.8	11.7	13.2	11.9
<b>营业利润</b>	746.4	1012.7	1320.1	1424.6
营业外收支	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>利润总额</b>	751.7	1018.0	1325.4	1429.9
所得税	41.8	79.8	108.7	102.9
<b>净利润</b>	709.9	938.2	1216.7	1327.0
少数股东损益	174.1	230.1	298.4	325.4
<b>归属母公司净利润</b>	535.8	708.1	918.3	1001.6
<b>EBITDA</b>	1093.4	1252.9	1604.1	1755.1
<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.1	1.4	1.8	2.0
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	30.6%	14.7%	15.0%	10.2%
营业利润增长率	8.3%	35.7%	30.4%	7.9%
归属于母公司净	8.3%	32.2%	29.7%	9.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8.3%	9.1%	9.7%	9.6%
净利率	4.0%	4.6%	5.2%	5.1%
ROE	8.7%	9.7%	11.0%	10.4%
ROIC	12.0%	14.2%	16.2%	15.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.6%	47.9%	49.3%	50.3%
净负债比率	1.9%	2.9%	2.1%	1.8%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.3
应收账款周转率	6.5	6.0	7.2	6.4
应付账款周转率	4.0	3.5	4.2	3.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益 (最新摊	1.1	1.4	1.8	2.0
每股经营现金流	2.5	1.9	2.2	2.6
每股净资产 (最新	10.8	12.2	14.0	16.0
<b>估值比率</b>				
P/E	10.3	7.8	6.0	5.5
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.5	4.5	3.2	2.6

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

