

强烈推荐-A (维持)

一汽富维 600742.SH

当前股价: 12.6 元

目标价: 22.7 元

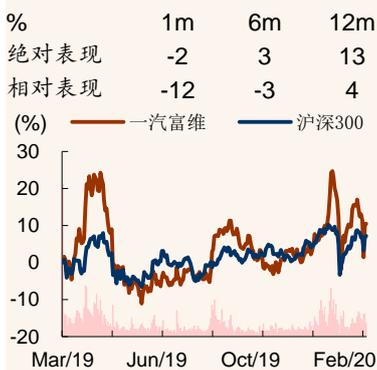
2020年03月04日

MEB核心龙头, 智能化迎来估值提升

基础数据

上证综指	2993
总股本(万股)	50766
已上市流通股(万股)	50766
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	9.7
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	40.3%
主要股东	中国第一汽车集团有
主要股东持股比例	20.14%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽富维(600742)——混改更进一步, 期待效率提升》2019-12-02
- 2、《一汽富维(600742)——扣除分红同比+65%, 天津工厂爬坡超预期》2019-10-24
- 3、《一汽富维(600742)——中报业绩超预期, 车灯业务快速上量(更新)》2019-08-22

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

公司是一汽大众核心零部件供应商, 单车配套 10000 元以上。为配套一汽大众的燃油车 MQB+电动车 MEB 扩张计划, 17H2-18 年底, 公司进行密集的产能投建, 2019 年以来, 在建工程已有巅峰期 5.5 亿降至常态化 1.5-2 亿。伴随下游 MQB 平台 SUV 继续补齐产品线、MEB2020Q4 开始投向市场, 公司业绩、估值迎来双升阶段。预估 19-21 年 eps 分别为 1.00 元/1.27 元/1.53 元, 对应 20 年 9.9 X PE, 维持公司“强烈推荐-A”评级。

- 公司是大众 MEB 投产周期、MQB 上量周期核心受益标的, 预计 MEB 单车配套 14000-15000 元。公司是一汽大众内外饰总成件核心供应商, 70% 收入来源于一汽大众。MEB 部分, 一汽大众第一款 MEB 新能源车型预计于 2020Q4 上市, 基于公司配套产品, 预计单车价值 14000-16000 元, 显著受益未来 MEB 平台在中国市场的放量。MQB 部分, 一汽大众为补足 SUV 产品线, 2018 年 10 月至 2020 年累计投放 8 款 MQBSUV 车型, 造就整车最强周期。2019 全年一汽大众受益新车上量跑赢乘用车行业 13.3%, 预计 2020 年继续领跑行业+15%以上。
- 车灯+座舱域+轻量化构建三大增量主业。车灯业务维持 40% 以上复合增速。公司 15 年投建 80 万套前大灯成都工厂目前仍处于爬坡期, 预计 19 年 70% 产能利用率、20 年满产; 新投产 70 万套大灯的长春工厂于 2020Q1 投入使用, 带来未来三年的高速成长。座舱业务剥离亏损资产, 打造座舱域控制平台, 19Q4, 富维安道拓实现并表。同时, 公司同腾讯联合开发座舱域控制平台、独立开发全数字组合仪表, 结合原有优势产品座椅、仪表、扶手、内护板, 打造座舱总成。轻量化部分, 热成型钢是当下性价比最突出的轻量化车身结构件材料, 公司 18 年成立热成型钢公司, 一期投产两条产线, 预计 2021 年满产, 未来视下游客户情况继续投资。
- 股权激励设立 10% 复合增速业绩底, 配置价值凸显。公司 19 年实施股权激励, 设定 19-21 年 5.3 亿/5.8 亿/6.5 亿业绩考核基准。同时, 实施股权变革, 力促公司中性化平台战略转型, 除一汽系客户外, 进入奔驰、宝马、沃尔沃、长城、蔚来等客户, 治理层面实现较大优化。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	12733	13608	16670	25838	30230
同比增长	6%	7%	23%	55%	17%
营业利润(百万元)	607	689	796	1252	1497
同比增长	9%	14%	15%	57%	20%
净利润(百万元)	468	495	509	646	778
同比增长	9%	6%	3%	27%	20%
每股收益(元)	1.11	0.97	1.00	1.27	1.53
PE	11.6	13.1	12.8	10.0	8.3
PB	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 MEB 投产在即，公司是核心受益者.....	4
1. 2022 年产能 400 万辆，MEB 成全球最大电动车平台	4
2. 公司投建富维佛山产业园，全面配套大众 MEB 工厂	6
二、 MQB 依然是最强王者，预计领跑行业 15%+	8
三、 车灯、座舱、轻量化三大增量业务超越客户成长	10
1. 车灯业务：最优内外饰细分行业，复合增速+40%.....	10
2. 座舱业务：安道拓+伟世通，打造座舱域总成供应.....	11
3. 轻量化业务：投产热成型钢车身件，快速成长	14
四、双百改革落地，内部股权激励释放活力.....	15

图表目录

图 1 大众电动化全球化布局	4
图 2 大众投资计划.....	5
图 3 大众产能计划.....	5
图 4：大众集团全球销量突破 1000 万辆	8
图 5：大众中国区销量维持在 41%以上.....	8
图 6：SUV 占比在 2019 年提升至 24.5%.....	8
图 7：轿车市占率 10.3%，SUV 仅 3.7%	8
图 8：探歌销量 19 年起逐步走高，稳定至 1.2-1.4 万	9
图 9：探岳 19 年 6 月后逐步爬坡至 2.2 万以上.....	9
图 10：富维海拉配套 SUV 探岳产品	10
图 11：富维海拉配套 SUV 探影产品	10
图 12：富维海拉厚壁 LED 大灯产品	10
图 13：富维海拉光导+LED 结合的转向产品	10
图 14：富维海拉盈利情况一览	11
图 15：富维安道拓座椅产品	12
图 16：富维安道拓副板产品	12
图 17：富维安道拓仪表盘产品	12
图 18：富维安道空气悬浮座椅和骨架	12
图 19：公司配套红旗仪表盘总成.....	13

图 20: 公司配套红旗车身控制模块	13
图 21: 富维伟世通开发 Smartcore 座舱域产品	13
图 22: 富维伟世通开发虚拟仪表产品	13
图 23: 一汽富维历史 PE Band.....	18
图 24: 一汽富维历史 PB Band.....	18
表 1: 17-20 年大众中国将国产 10 款 SUV	5
表 2: 公司五大生产基地一览	6
表 3: 一汽大众新车型上市一览及销量预测	9
表 4: 公司董事会决议公告	15
表 5: 股权激励具体方案.....	15
附: 财务预测表	19

一、MEB 投产在即，公司是核心受益者

1. 2022 年产能 400 万辆，MEB 成全球最大电动车平台

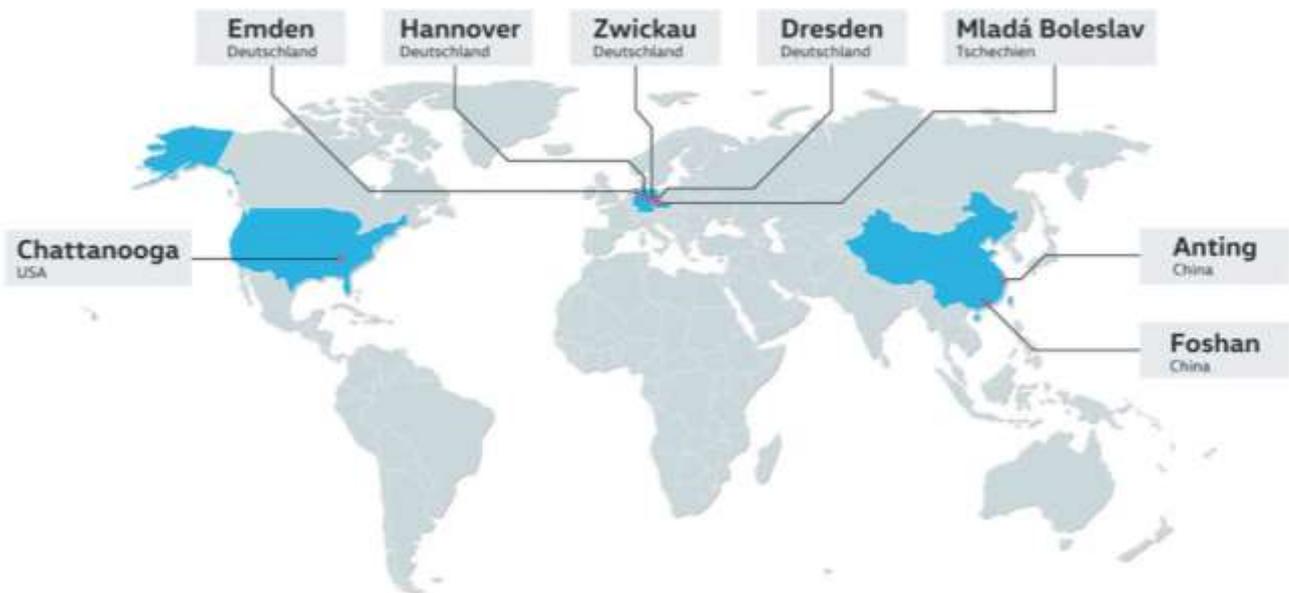
大众电动化布局高歌猛进，总投资 330 亿欧元，2022 年前投产全球八大工厂。

大众集团到 2022 年将形成三大洲八个 MEB 生产点布局，意在建立全球化电动汽车生产网络。其中亚洲 MEB 工厂在中国上海安亭和佛山（未计算江淮汽车工厂），欧洲 MEB 工厂在 Emden、Hannover、Zwickau、Dresden 和 Mlada Boleslav，美洲 MEB 工厂在美国 Chattanooga。

2019 年底，大众集团表示将再次加快电动化步伐。未来 5 年公司计划在混合动力、电动汽车和数字化上花费 600 亿欧元，房地产、厂房设备投资将占 40% 以上的成本，与之前的计划相比投资增长了 10 个百分点。其中电动车项目投资将达 330 亿欧元。政策制定迅速、投资数目巨大、项目落地顺利，足以体现大众要在电动化浪潮中分一杯羹的决心和充足准备。

图 1 大众电动化全球化布局

MEB AN 8 STANDORTEN AUF 3 KONTINENTEN BIS 2022



资料来源：公开资料，招商证券

MEB 平台将成为全球最大电动平台，第一阶段八大工厂累计产能 400 万辆，中国区 60 万辆。

根据公司电动车项目计划，2020 年产能将达到 50 万辆；2030 年前推出 75 纯电动汽车和 60 种混合动力汽车，届时共生产 2600 万辆电动汽车，其中 2000 万辆基于 MEB 平台打造，另 600 万辆基于更高性能 PPE 平台打造。8 个 MEB 工厂全部投入生产后，MEB 平台年计划产能为 400 万辆，**中国地区计划产能 60 万辆，安亭和佛山各占半壁。**

图 2 大众投资计划



资料来源：公开资料，招商证券

图 3 大众产能计划



资料来源：公开资料，招商证券

MEB 平台作为大众针对新能源浪潮的主要战略武器，不同于之前的 MQB 平台，拥有独特的优势。

在 MEB 诞生之前大众新能源汽车一直由 MQB 生产，MQB 是成熟平台，但它是为传统燃油汽车设计的平台，并不是最适合电动汽车生产的平台。MEB 开发的初衷是要围绕“三电”核心部件设计车型，解决电动汽车重要零件布局，如电机、电池位置等问题，并通过轴距、重量比等改善提高产品性能，确保电动汽车的最优配置

与 MQB 相比，MEB 优势主要为更适合电动车生产、且能提高科技感和舒适度，具体表现在：

- 1) 适应多种车型：紧凑型、SUV、MPV 均可生产。
- 2) 三种电池包规格，用户可根据需求选择不同电池包从而选择不同续航里程。
- 3) 提升车内空间：前部无需内燃机，更长轴距，更短前后悬挂，扁平电池嵌入车底中央，实现接近 50:50 的重量均匀分配负载分配同时释放汽车内部空间。例如大众对 ID.3 的宣传是：高尔夫的长度、帕萨特的空间。
- 4) 面向制造，有助于实现快速高效生产可节约成本。
- 5) 更多电子辅助功能：辅助驾驶系统、娱乐系统，控制显示系统等。仪表盘设计更加紧凑，中控台位置可以改变。

表 1: 17-20 年大众中国将国产 10 款 SUV

平台类型	定位	名称	特点	品牌	定位	定位
传统燃油车平台	MQB	横置发动机模块化平台	前轮驱动 优点：节约成本、有效利用空间 缺点：动力不稳	大众、奥迪、斯柯达、西雅特	A00、A0、A 到 B 四个级别，大众高尔夫 MK7、大众新途观、蔚揽旅行轿车 GTE、奥迪新 A3、奥迪 TT、斯柯达明锐	放量平台

平台类型	定位	名称	特点	品牌	定位	定位
	MLB	纵置发动机模块化平台	后轮驱动 优点: 动力稳定 缺点: 空间小舒适感差、质量大	奥迪、大众、保时捷、宾利	B、C、D 级别轿车、SUV 等车型, 奥迪 Q7、Q8, 保时捷卡宴, 大众途锐, 大众辉昂、宾利添越	豪华车平台
新能源汽车平台	MEB	模块化电动平台(对标 MQ B)	后驱或全驱、长轴距、低质心、大空间、高坐姿	大众、斯柯达、西雅特、奥迪、保时捷	多级别轿车、SUV、厢货, ID.3、ID.4 等 ID 系列、斯柯达 VISION iV 量产版、奥迪 Q4 e-tron	放量平台
	PPE	高端电动平台(对标 MLB)	多连杆式前悬架、空气悬架、簧下轻量化设计、支持扭矩分配以及后轮转向	奥迪、保时捷、宾利	高端轿车、SUV、跑车(预计 2021 年开始投入生产)	豪华车平台

资料来源: 公开资料, 招商证券整理

2. 投建富维佛山产业园, 全面配套大众 MEB 工厂

公司围绕一汽大众五大基地就近建立园区, 全面配套内外饰及底盘系统核心部件。

作为一汽大众核心零部件厂商和内外饰大多不易运输的特点, 公司就近一汽大众五大生产基地投建富维产业园, 全面配套座椅、车灯、仪表板、车身结构件、车轮、保险杠及汽车电子相关部件。

表 2: 公司五大生产基地一览

基地	生产车型	产能设计
佛山	MEB 工厂; 高尔夫、奥迪 A3、Q2、 Q4	60 万 (30 万 MEB)
长春	奥迪 A4L、A6L、Q3、Q5、 大众迈腾、宝来、CC、蔚领、 探影	100 万
成都	捷达品牌 、速腾	60 万
青岛	宝来、探歌	30 万
天津	探岳 、 对标途昂 SUV	30 万

资料来源：Marklines，招商证券

MEB 单车配套价值 14000-15000 元，第一款车型 2020Q4 上市，满产收入端弹性+33%。

公司配套一汽大众平均单车价值超过 10000 元，根据 MEB 平台特点，供应商模块化供应特征明显，同时定位高于一汽大众平均水平，预计单车配套价值在 14000-15000 元左右。**弹性部分，假设 30 万辆产能实现满产，为公司贡献 45 亿收入，相当于 2018 年全年收入的 33%。**

二、MQB 依然是最强王者，预计领跑行业 15%+

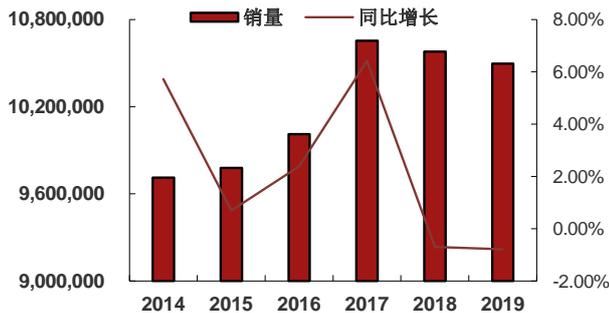
中国市场重中之重，2019-2020 是调整产品线、SUV 集中上市的战略窗口期。

2019 年 SUV 在乘用车行业结构占比 43.7%，较 2018 略有下降，但已占据行业半壁江山。反观一汽大众，作为国内 TOP2 车企，18 年以前，除却奥迪品牌，大众品牌销量结构严重倾斜轿车，2018 年以前轿车占比接近 100%（轿旅车蔚领销量较小），2018 年伴随探岳上市，SUV 占比略微提升至 0.9%，2019 年伴随探歌爬坡、探岳上市，SUV 占比提升至 24.5%，但较行业总体趋势而言，依旧偏低。

从产能投放看，新增 126 万产能，总产能达 316 万。

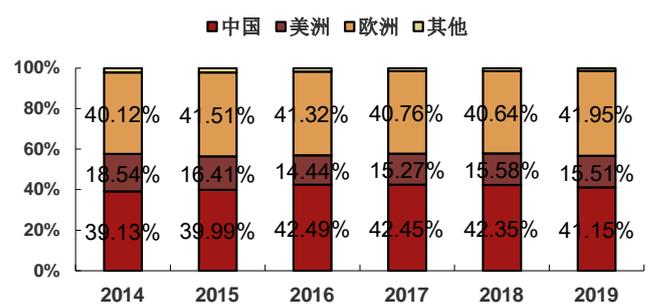
18 年以前，一汽大众拥有长春、成都、佛山三个生产基地，总产能达 190 万，产能接近满负荷运转。18-19 年一汽大众将新增佛山二期、青岛、天津、成都二期四个生产基地，总产能将达到 316 万，登顶车企 NO.1。这 126 万产能中佛山二期 30 万产能用于 MEB 平台新能源车型；青岛、天津工厂将于 18 年投产，用于生产 A 级 SUV 和宝来衍生车型；成都二期工厂将于 19 年投产，用于生产 A0 级小型 SUV。

图 4：大众集团全球销量突破 1000 万辆



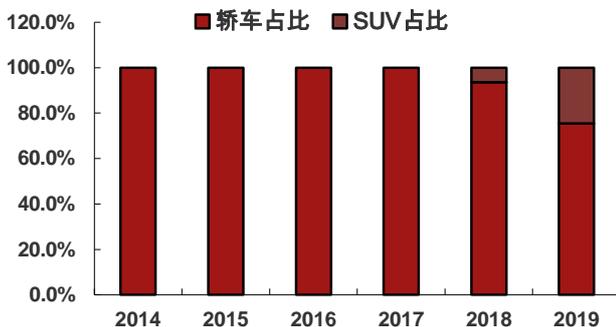
资料来源：Marklines，招商证券

图 5：大众中国区销量维持在 41% 以上



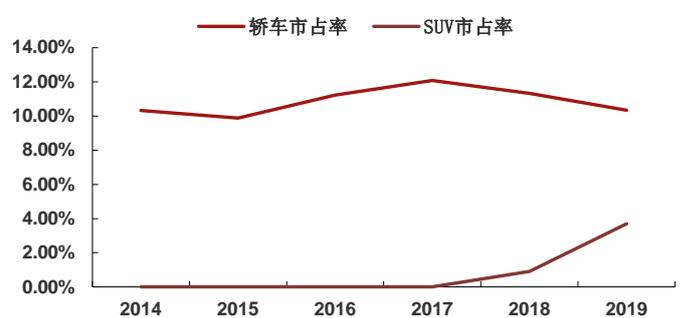
资料来源：Marklines，招商证券

图 6：SUV 占比在 2019 年提升至 24.5%



资料来源：Marklines，招商证券

图 7：轿车市占率 10.3%，SUV 仅 3.7%



资料来源：Marklines，招商证券

SUV 产品上市半年后开始热销，2019 一汽大众领跑行业 13% 增速。

探歌、探岳上市初期恰逢车市寒冬，并未有太强表现。但依托大众的品牌影响力、渠道深度、产品口碑和成熟度，19Q2 以来迅速上量，成为 2019 年细分市场最畅销的车型之一。虽然迟到，但不会缺席，探歌、探岳热销是 2019 年一汽大众领先行业 13% 以上

增速的核心因素。

图 8：探歌销量 19 年起逐步走高，稳定至 1.2-1.4 万



资料来源：Marklines，招商证券

图 9：探岳销量 19 年 6 月后逐步爬坡至 2.2 万以上



资料来源：Marklines，招商证券

展望 2020，预计一汽大众依旧领跑行业 15%增速以上。

2020 年，优势车型探歌、探岳继续爬坡上量，同时，一汽大众上市探影、大型 SUV 两款新车补齐产品线；同时，捷达品牌发力，捷达品牌在 VS5 后退出 VS7 车型，凭借 VS5+VS7+VA3 三款车型继续捷达品牌的荣耀。预计一汽大众依旧领跑行业 15%增速以上。

表 3：一汽大众新车型上市一览及销量预测

	上市时间	2017	2018	2019	2020
新车销量					
探歌	2018 年 7 月		4.3	13.1	15
探岳	2018 年 10 月		0.9	16.9	24
VS5	2019 年 9 月			4.3	14.4
VA3	2019 年 9 月			3	9.6
VS7	2020 年 H1				8
Q2	2018 年 10 月		2	5	6
Q4	2020 年				4
探影	2019 年 12 月				16
中大型 SUV	2020 年 H2				3
MEB 平台	2020 年 H2				2
新车型销量			7.2	42.3	102
传统车销量		196	198	171	150
传统车增速		4.5%	0.9%	-13.7%	-12.0%
总量		196	205	213	252
复合增速			4.6%	3.9%	18.4%

资料来源：中汽协，招商证券预测

三、车灯、座舱、轻量化三大增量业务超越客户成长

1. 车灯业务：最优内外饰细分行业，复合增速+40%

LED 大灯业务导入换代及新车型，公司单车价值量提升 20%。

公司传统优势主业包括以座椅、座椅骨架为核心的内饰业务及以保险杠、车镜为主的外饰业务，单车配套价值约 10,000 元（平均水平）。面对德系车灯巨头海拉独资公司的经营问题，公司把握时机 12 年切入车灯制造行业，14 年试生产，16 年三季度实现扭亏。未来大众新车型及换代车型中，公司以中高配 LED 前大灯为主，单车价值量提升 2000-3000 元。

图 10：富维海拉配套 SUV 探岳产品



资料来源：一汽大众官网，招商证券

图 11：富维海拉配套 SUV 探影产品



资料来源：一汽大众官网，招商证券

图 12：富维海拉厚壁 LED 大灯产品



资料来源：公司官网，招商证券

图 13：富维海拉光导+LED 结合的转向产品



资料来源：公司官网，招商证券

看空间：一汽大众份额有望继续提升，一丰、第三方客户是未来空间。

预计 2019 年公司在 一汽大众体系份额在 20%-25% 左右，未来伴随 一汽大众强势周期领跑行业销量及公司的订单能力增强，体系内份额有提升空间；同时，公司工厂就近 一汽丰田、宝马、沃尔沃等主机厂，预计后续满足体系内订单需求后，第三方开拓亦创造较大空间。

看成长：成都工厂爬坡，长春工厂 2020H1 投产，合计 150 万套前大灯产能

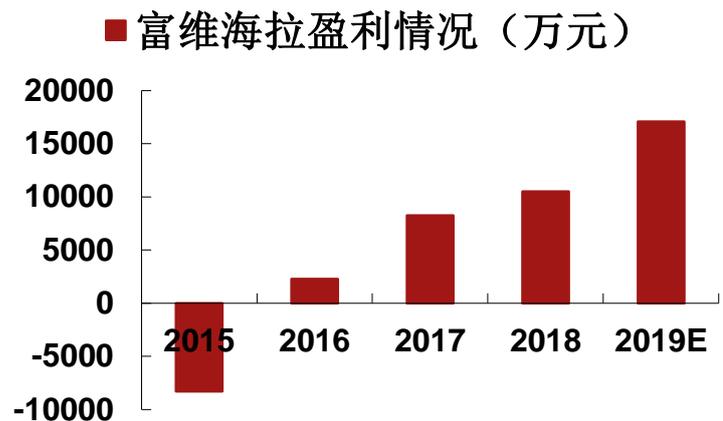
伴随每一个周期，公司逐步完善产品布局，实现对内外饰行业的核心把控。成都工厂 14 年试生产，在经历本土研发、产业链配套成熟、响应度提升、产品良率不断提升的反复过程，17 年后逐步步入正轨，成都工厂产能 80 万套左右，预计 19 年底产能利用率 60% 左右，核心配套一汽大众探岳、高尔夫、速腾（少数配置）、捷达品牌车型。同时，为配套后续订单，公司投建长春工厂，预计 2020Q1 投产，辐射长春、天津青岛工厂后续的车辆配套。

看产业链配套：本土化能力提升，成本逐步下降

公司前期的研发设计仍由外发主导，由于高居的成本，因此仅配套奥迪 A6、迈腾等车型的高配产品，因此配套量和产能利用率维持相对低位。17 年以来，公司逐步实现供应链的本土化落地，磨具等核心部件掌握核心研发能力，成本端实现有利下降。

看盈利弹性：预计成都、长春工厂满产后贡献盈利 4-5 亿

富维海拉 15 年全年亏损约 8000 万，16 年全年盈利 2300 万，17 年全年盈利 8300 万逐步迈入正轨。由于公司配套以前大灯产品为主，整体毛利率、净利率显著高于其他内外饰产品，未来伴随车灯业务收入占比逐步提升，各项财务指标都有较好的提升。

图 14：富维海拉盈利情况一览

资料来源：公司公告，招商证券

2. 座舱业务：安道拓+伟世通，打造座舱域总成供应

富维安道拓贡献利润占比 40%，是公司净利润的主要来源。

富维安道拓是公司与安道拓（前身江森自控）于 2001 年共同投资设立，将美国江森成熟的 BOS 运作系统应用于产品的开发，经营产品包括汽车座椅、车身电子、仪表板、门里板等，配套客户包括一汽大众、一汽丰田等。以 2018 年为基期，富维安道拓实现盈利 4.2 亿，贡献净利润 42%。

图 15: 富维安道拓座椅产品



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 16: 富维安道拓副板产品



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 17: 富维安道拓仪表板产品



资料来源: 一汽集团官网, 招商证券

图 18: 富维安道拓空气悬浮座椅和骨架



资料来源: 公司官网, 招商证券

富维安道拓: 2019Q4 实现并表, 自此核心业务全部并表。

公司 2016 年获得江森自控赠予的富维江森 (富维安道拓前身) 1% 的股权, 持股比例达到 51%。2019 年伴随安道拓全球业务战略调整, 公司董事会席位发生变更, 于 2019Q4 正式并表。以 2018 年财报为基准, 富维安道拓实现收入 102 亿, 而公司合并报表口径收入 136 亿, 预计 2019 年并表会为单季度带来 70%+ 以上增长, 为 2020 全年带来 +50% 以上增长。至此, 公司所有核心业务实现全并表, 合并报表的所有盈利、营运、现金流指标均可以真实反应公司经营情况。

富维安道拓: 剥离亏损业务, 夯实经营资产。

公司在并表前, 有效剥离此前配套一汽夏利的业务, 出于谨慎会计原则, 对公司所属资产进行减值计提, 夯实经营资产。并表后, 一方面, 公司剥离亏损业务带来盈利增厚; 另一方面, 公司运营效率不断提升, 伴随一汽大众的新品周期, 毛利率、净利率得到提升。2018 年, 富维安道拓实现净利率 4%, 同上一轮大众周期高点的 8% 相比, 仍有较大提升空间。

富维安道拓未来发展：具备独立自主研发能力，业务向座舱域开拓

富维安道拓：经过近 20 年合资合作，中方已具备独立自主研发能力，有望分享市场与技术双重红利。未来产品升级方面，公司主业包括驾驶座舱的所有部件，座椅、仪表板、门板、车身电子相关，目前公司正在开发座舱电子集成化产品，为未来总成化供货、单车价值量提升打开空间。

图 19：公司配套红旗仪表盘总成



资料来源：公司官网，招商证券

图 20：公司配套红旗车身控制模块



资料来源：公司官网，招商证券

富维伟世通：定位智能互联，推出 smartcore 座舱域控制平台和数字仪表产品

Smartcore 座舱域产品：富维伟世通作为汽车座舱电子领跑者，拥有业内首个量产域控制器项目，以及多个客户订单。公司座舱域控制器可智能识别驾驶场景，支持人性化的人机交互体验高效节省系统成本的同时，保证行驶安全和信息安全。同时，公司座舱域产品与腾讯结为合作伙伴，向中国市场推广“腾讯车联 TAI”。

数字仪表产品：Einstein 平台全数字组合仪表为全液晶显示方式，其增加了独立的图像处理微控制器，使得 3D 渲染成为可能。在刷新率为 60 帧/秒且分辨率 1920*720 的 12.3 英寸 TFT 显示屏上，用户可以得到更绚丽的视觉体验。

图 21：富维伟世通开发 Smartcore 座舱域产品



图 22：富维伟世通开发虚拟仪表产品



全数字组合仪表

资料来源：公司官网，招商证券

资料来源：公司官网，招商证券

3. 轻量化业务：投产热成型钢车身件，快速成长

18年成立持股75%富维本特勒轻量化公司，涉足热成型钢材料生产。

热成型钢是传统笨重的冷轧钢和高成本的铝镁材料之间的居中方案，我们认为，热成型钢是可以大规模量产的用于解决车身结构件轻量化的有效方案。热成型钢的立柱、防撞梁等产品在德系今年运用较广，且有逐步渗透趋势。

热成型钢强度高，用于A/B/C柱、防撞梁等关键部位。

热成型钢是高强钢的一种，其屈服强度和抗拉强度都比普通钢板强度更高。一般的高强度钢板的抗拉强度在400-450MPa左右，热成型钢是通过加热成形的，通过一系列处理后抗拉强度可提高至1300-1600 MPa，为普通钢材的3-4倍。热成型钢运用于包括A、B、C柱，车门防撞梁等关键部位，减重效果明显。

目前公司已投产轻量化业务部分，2021年实现4亿收入。公司子公司富维本特勒立足热成型钢车身件新业务，第一期投产两条热成型钢产销，预计2021年满产，未来视下游客户情况继续投资。

四、双百改革落地，内部股权激励释放活力

2018年8月18日，公司进入“双百改革”名单，通过2019年的治理完善，双百改革各项举措已实施落地。“双百”改革的核心在于激励优化、管理层放权 and 市场化，长期看，打开公司的估值空间。

表 4：公司董事会决议公告

年度	改革领域	重点任务举措	完成时间
2018	股权多元化和混合所有制改革	引入战投	2018年12月
	健全法人治理结构	修订公司章程，董事会9人变为7人；薪酬市场化	2018年11月
	健全激励约束机制	实施股权激励，短中长期激励机制相结合	2018年10月
2019	完善市场化经营机制	推动董事长外企业负责人实任任期制和契约化管理	2019年2月
2020	健全激励约束机制	实施上市公司股权激励计划	2019年4月

资料来源：公司公告，招商证券

举措一：18年12月前建立市场化薪酬体系，19年发布股权激励具体方案

2019年4月27日，公司向激励对象授予2,492.00万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司股本总额50,765.616万股4.91%。覆盖人数达到162人，基本覆盖核心管理层。公司股权激励行权价格为12.44元/股，当前价格基本持平。同时，我们认为公司作为一汽集团下属公司，股权激励行权指标相对保守，预期伴随基本面的持续改善、业绩增长高于股权激励行权目标。

此前市场对于公司的担心在于长期逻辑通顺与短期业绩释放不确定性之间的矛盾，此次理顺激励机制，有利于保证管理层同上市公司股东之间核心诉求的一致性。未来能够看到更顺应周期和趋势的业绩表现。我们认为参考同在“双百”改革名单的广汽集团，股票期权激励是可行的方案之一，覆盖目标有望涉及核心管理层及骨干员工。广汽集团14年7月公告股票期权激励方案、实施市场化薪酬之后公司收入层、业绩层、市值表现均有较好的突破。

表 5：股权激励具体方案

行权期	业绩考核目标	量化指标
首次授予的股票期权第一个行权期	2019年营业收入不低于145.15亿元；2019年基本每股收益不低于1.05元<按照50765.616万股计算>，2019年存货周转率不低于13。	19年营收+6.7%，净利润+7.8%，对应5.3亿净利润
首次授予的股票期权第二个行权期	2020年营业收入不低于159.15亿元；2020年基本每股收益不低于1.15元<按照50765.616万股计算>，2020年存货周转率不低于13。	20年营收/净利润+9.5%，对应5.9亿净利润

行权期	业绩考核目标	量化指标
首次授予的股票期权第三个行权期	2021 年营业收入不低于 175.71 亿元；2021 年基本每股收益不低于 1.27 元<按照 50765.616 万股计算>，2021 年存货周转率不低于 13。	21 年营收/净利+10.5%，对应 6.5 亿净利润

资料来源：招商证券

举措二：管理层能动性提高，公司效率有望实现提升。

公司第九届董事会成员人数为由 9 人调整为 7 人，其中一汽集团提名的董事 2 名，任一单一股东无法占有多数席位。管理层自主决策权大幅提升。以 17 年全口径收入利润计算，我们预计公司净利率水平在 3-4%水平，同行业平均水平相比有较大差距。同时，公司自 16 年-17 年底，逐步剥离亏损业务，夯实净资产。整体资产盈利能力提升有较大的潜力。

五、盈利预测和风险提示

1. 盈利预测

重要的盈利预测参数：我们预估 19-21 年公司收入分别实现 166.7/258.4/302.3 亿，eps 分别实现 1.00 元/1.27 元/1.53 元，主要基于以下假设条件：

条件 1：收入增速基础：预计一汽大众销量同比+18.3%。

目前公司 70% 主业来自于一汽大众，假设 2020 年乘用车行业增长+3%，一汽大众由于新品周期领先于行业表现+15%，下游客户一汽大众 2020 年预计实现+18%左右增长。

表 6：公司下游核心客户一汽大众分车型销量增速预测

	上市时间	2017	2018	2019	2020
新车销量					
探歌	2018 年 7 月		4.3	13.1	15
探岳	2018 年 10 月		0.9	16.9	24
VS5	2019 年 9 月			4.3	14.4
VA3	2019 年 9 月			3	9.6
VS7	2020 年 H1				8
Q2	2018 年 10 月		2	5	6
Q4	2020 年				4
探影	2019 年 12 月				16
中大型 SUV	2020 年 H2				3
MEB 平台	2020 年 H2				2
新车型销量			7.2	42.3	102
传统车销量		196	198	171	150
传统车增速		4.5%	0.9%	-13.7%	-12.0%
总量		196	205	213	252
复合增速			4.6%	3.9%	18.4%

资料来源：中汽协，招商证券预测

条件 2：收入增速基础 2：公司核心子公司富维安道拓 2019Q4 并表。

公司盈利占比 40% 子公司安道拓于 2019Q4 实现并表，以 2018 年财报为基准，富维安道拓实现收入 102 亿，而公司合并报表口径收入 136 亿，考虑已实现 Q4 单季度并表，结合公司非安道拓业务的增长，预计 2020 年公司收入端实现在 130 亿左右。

条件 3：盈利层快于备考收入增长的因素：参股公司一汽财务 2019 年由于业务发展快、注册资本金不足未实现分红，2018 年此项投资收益约 6100 万，预计 2020 年增资过程顺利开展后分红趋势持续，考虑一汽财务的盈利增长情况，预计 2020 年一汽财务分红有望超过 2018 年水平。

给予公司目标价 22.7 元。eps 分别实现 1.00 元/1.27 元/1.53 元，当前股价对应 20 年 9.9Xpe、1.3Xpb（四季度子公司安道拓实现全口径并表后 pb 估值更低，预计在 1.1X 左右）。给予公司 2020 年 18Xpe，目标价 22.7 元/股目标价。

理由 1：公司历史估值水平和发生的变化。公司历史估值水平 14-15X 之间，考虑到公司作为 MEB 电动平台核心龙头的地位、旗下富维伟世通对于座舱域、虚拟仪表的智能化布局，给予高于历史均值的估值水平。

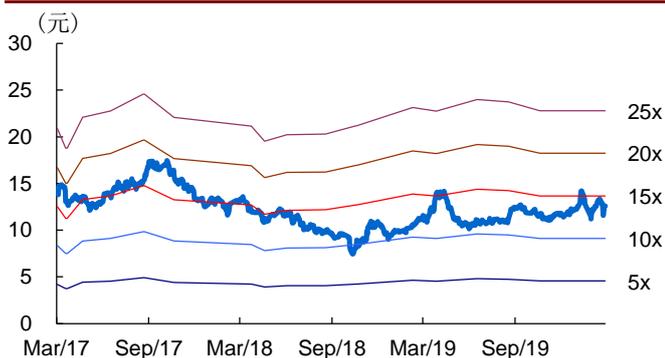
理由 2：较好的现金流、不断提升的分红比率和客观的股息率水平。公司现金流情况较好、分红比率一直维持高位（2017 年 45%、2018 年 62%）。

理由 3：行业同类公司的估值参考。参考同类公司，内外饰行业具备稳健增长公司估值在 18-20Xpe，基于谨慎性考虑，给予平均估值左侧位置。

2. 风险提示

1. 公司下游客户销量不及预期。大众 MEB 属于全新的电动车平台，未有 MQB 被市场广泛认知。MEB 平台后续的车型推出、续航配置、定价等尚存不确定性，会造成销量及对应公司业绩弹性的不确定性。
2. 传统车行业加速下滑的风险。受疫情影响，汽车行业一季度面临深度压力，如果未来疫情不能有效控制，汽车产业链较长，有可能继续受此影响。
3. 车灯业务不及预期。目前我们的增长仅基于未来 2 年的订单和资本开支，如果后续出现产品问题、竞争加剧，公司的收入和盈利有可能受到一定影响。
4. 新业务开拓力度不及预期。伟世通相关产品座舱域、虚拟仪表在国内相对较前瞻，产业化大规模应用的进度有可能不及预期。

图 23：一汽富维历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 24：一汽富维历史 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4746	4783	6028	9194	10829
现金	1507	1164	1629	2414	2897
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	526	592	725	1124	1315
应收款项	1063	1477	1786	2768	3239
其它应收款	0	98	120	185	217
存货	997	754	912	1388	1624
其他	653	699	855	1314	1537
非流动资产	4093	4573	4659	4606	4560
长期股权投资	1543	1561	1561	1561	1561
固定资产	1406	1998	2106	2073	2045
无形资产	202	200	180	162	146
其他	942	814	811	810	808
资产总计	8839	9356	10686	13800	15389
流动负债	3387	3619	4525	6869	7540
短期借款	66	0	356	976	793
应付账款	2106	2194	2685	4085	4779
预收账款	12	19	24	36	42
其他	1204	1406	1461	1772	1926
长期负债	283	215	256	256	256
长期借款	152	53	53	53	53
其他	131	162	203	203	203
负债合计	3670	3835	4782	7125	7796
股本	423	508	508	508	508
资本公积金	445	446	446	446	446
留存收益	3690	3855	4110	4604	5188
少数股东权益	611	672	841	1118	1452
归属于母公司所	4558	4849	5063	5557	6141
负债及权益合计	8839	9356	10686	13800	15389

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	416	298	399	377	860
净利润	468	495	509	646	778
折旧摊销	235	264	304	275	269
财务费用	(2)	(5)	11	18	18
投资收益	(421)	(433)	(420)	(180)	(240)
营运资金变动	62	(132)	(181)	(676)	(307)
其它	74	109	176	295	342
投资活动现金流	(284)	(153)	(391)	(222)	(222)
资本支出	(663)	(464)	(391)	(222)	(222)
其他投资	379	311	0	0	0
筹资活动现金流	(317)	(488)	457	630	(155)
借款变动	(568)	(841)	302	620	(184)
普通股增加	0	85	0	0	0
资本公积增加	1	1	0	0	0
股利分配	(212)	(212)	(254)	(153)	(194)
其他	461	479	409	162	222
现金净增加额	(185)	(343)	466	785	483

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12733	13608	16670	25838	30230
营业成本	11886	12616	15436	23487	27479
营业税金及附加	44	65	80	124	145
营业费用	68	82	100	155	182
管理费用	527	386	517	682	829
研发费用		112	150	300	320
财务费用	3	(4)	11	18	18
资产减值损失	34	4	0	0	0
公允价值变动	16	0	0	0	0
投资收益	421	433	420	180	240
营业利润	607	689	796	1252	1497
营业外收入	17	1	1	1	1
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	623	685	792	1248	1493
所得税	42	77	113	325	382
净利润	581	609	678	923	1112
少数股东损益	113	114	170	277	334
归母净利润	468	495	509	646	778

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	6%	7%	23%	55%	17%
营业利润	9%	14%	15%	57%	20%
净利润	9%	6%	3%	27%	20%
获利能力					
毛利率	6.6%	7.3%	7.4%	9.1%	9.1%
净利率	3.7%	3.6%	3.1%	2.5%	2.6%
ROE	10.3%	10.2%	10.0%	11.6%	12.7%
ROIC	8.8%	8.5%	8.9%	11.5%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	41.5%	41.0%	44.7%	51.6%	50.7%
净负债比率	3.6%	1.1%	3.8%	7.5%	5.5%
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.9	2.0
存货周转率	11.4	14.4	18.5	20.4	18.2
应收帐款周转率	18.2	10.7	10.2	11.3	10.1
应付帐款周转率	5.8	5.9	6.3	6.9	6.2
每股资料 (元)					
EPS	1.11	0.97	1.00	1.27	1.53
每股经营现金	0.98	0.59	0.79	0.74	1.69
每股净资产	10.77	9.55	9.97	10.95	12.10
每股股利	0.50	0.50	0.30	0.38	0.46
估值比率					
PE	11.4	12.9	12.6	9.9	8.2
PB	1.2	1.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	22.9	20.3	17.1	12.3	10.6

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年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

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。