

强烈推荐-A (维持)

一汽富维 600742.SH

当前股价: 11.76 元

2020年10月31日

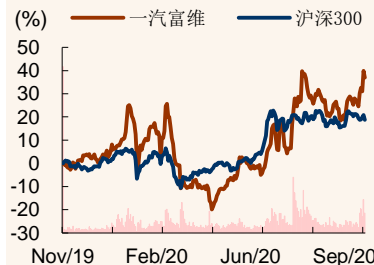
Q3盈利同比大增+72%，双升周期持续验证

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	66912
已上市流通股(万股)	66912
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	79
每股净资产(MRQ)	9.1
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	56.9%
主要股东	吉林省亚东国有资本
主要股东持股比例	16.32%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	69	34
相对表现	11	49	13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽富维(600742)—Q2 单季同比大增+92%，进入双升周期》2020-08-02
- 2、《一汽富维(600742)—MEB 核心龙头，智能化迎来估值提升》2020-03-04
- 3、《一汽富维(600742)—混改更进一步，期待效率提升》2019-12-02

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

事件:公司晚间发布2020年三季报,其中前三季度实现营收135.8亿(+41.1%)、净利润4.1亿(14.4%);其中2020Q3单季实现营收55.2亿(+72.2%)、净利润1.9亿(+71.6%)、扣非净利润1.8亿(+66.1%),单季盈利继Q2之后再次超预期,双升周期持续验证。预计公司20-22年eps分别为0.94/1.16/1.37,对应21年10.1XPE,当前估值在零部件中处于较低水平,业绩、业务确定性强,维持“强烈推荐-A”投资评级。

评论:

1、受益行业景气度回升、公司座椅业务并表后效率提升、车灯业务高增长、财务公司会计政策变更四因素，Q3业绩超预期

我们认为,2020Q2开始,公司度过疫情冲击期、资本开支投入期,进入产出周期,受益行业景气度回升和公司自身成长逻辑,进入业绩、估值双升周期。这一判断在2020Q3得到持续验证。行业景气度回升、公司座椅业务并表后效率提升、车灯业务高增长、财务公司会计政策变更四因素,是公司Q3业绩超预期的主因。

因素1:下游客户一汽大众、红旗维持高景气度,20Q4MEB投产、2021年进入丰田体系值得期待。

公司目前盈利70%以上来自一汽大众,但非大众客户(红旗、21年后的丰田及体系外客户小鹏、威马等新势力)亦快速上量。2020Q3,一汽大众生产端实现产量56.4万辆(+12.5%),打造景气基本盘,公司核心配套的大众系新车型取得超越整体的产量增速;全系配套的红旗自主月销连续破万,亦贡献较多增量。展望后续,20Q4一汽大众MEB在佛山工厂投产,公司权限配套全部内外饰,单车价值1.5w+;2021全面进入丰田配套体系(多款走量核心车型);同时,积极把握新势力机会,小鹏、威马等第三方新能源,宝马沃尔沃等客户亦持续上量,创造客户端高景气度。

因素2:业务结构:座椅业务、车灯业务持续高增长。

座椅业务:一汽富维安道拓是公司座舱业务核心主体,2019年并表后效率不断提升,2020H1实现盈利1.62亿,单季度贡献较大增量,整体上半年在大众产量下滑、行业承压情况下实现双位数正增长+15%。三季度座椅业务持续高景气度。**车灯业务:**公司车灯产品在20Q2完成新老车型更换之后,三季度重回高增长,预计后续在一汽大众份额持续提升,2021年后进入丰田体系,同时,配套下游客户的ADB量产在即,毛利率提升空间加大。

因素 3：财务公司会计政策调整，利润波动减少，费用控制加强

一汽财务主营一汽集团旗下品牌汽车金融业务，主机厂汽车金融伴随贷款购车消费理念提升渗透率快速提升。公司持股 6.43%，此前公司将财务公司作为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产进行核算，通过分红实现投资收益。但由于年度分红差异，对公司的盈利造成大幅波动。为了避免此情况，2020Q2 开始，公司将核算方法变更为权益法，此后由于财务公司对季度盈利带来的波动性大大减弱，在季度间更为平滑。**扣除会计政策变更影响，预计二季度盈利同比增长约 35-40%。**

2. 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。

大众 MEB 于 20Q4 投产，于年底上市，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%，预计未来继续领跑行业+10-15%以上。2021 全面进入丰田配套体系（多款走量核心车型）；同时，积极把握新势力机会，小鹏、威马等第三方新能源，宝马沃尔沃等客户亦持续上量，创造客户端高景气度。

3. 座舱域+车灯+轻量化构建三大增量主业。

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。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。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。

4. 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 亿/5.9 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。

表 1：股权激励具体方案

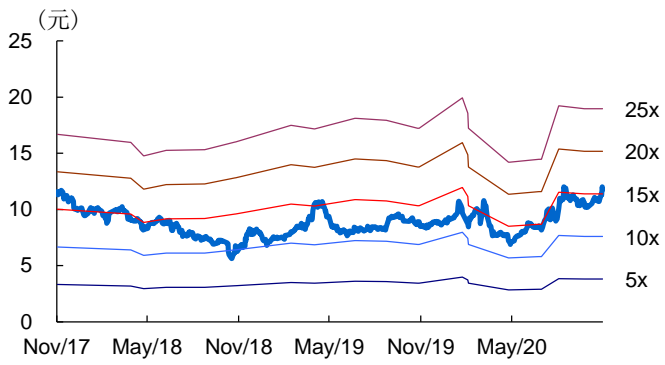
行权期	业绩考核目标	量化指标
首次授予的股 票期权 第一个行权期	2019 年营业收入不低于 145.15 亿元；2019 年基本每股收益不 低于 1.05 元<按照 50765.616 万股计算>，2019 年存货周转率 不低于 13。	19 年营收+6.7%，净利润+7.8%， 对应 5.3 亿净利润
首次授予的股 票期权 第二个行权期	2020 年营业收入不低于 159.15 亿元；2020 年基本每股收益不 低于 1.15 元<按照 50765.616 万股计算>，2020 年存货周转率 不低于 13。	20 年营收/净利润+9.5%，对应 5.9 亿净利润
首次授予的股 票期权 第三个行权期	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

风险提示：

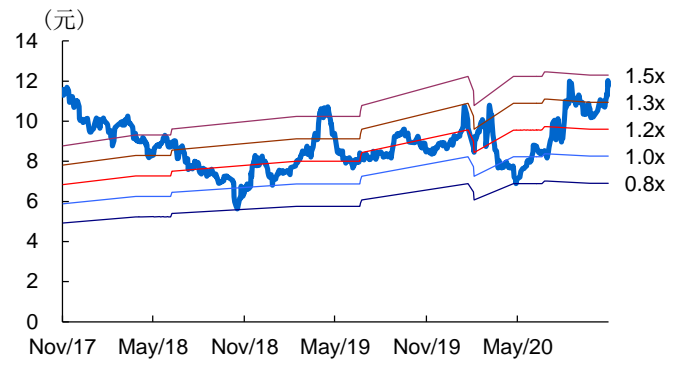
- 1. 公司下游客户销量不及预期。
- 2. 传统车行业加速下滑的风险。
- 3. 车灯业务不及预期。
- 4. 新业务开拓力度不及预期。伟世通相关产品座舱域、虚拟仪表在国内相对较前瞻，产业化大规模应用的进度有可能不及预期。

图 2：一汽富维历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：一汽富维历史 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4783	9343	12334	14328	16525
现金	1164	1727	1727	2140	2884
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	592	1509	2112	2429	2721
应收款项	1477	3962	5519	6347	7109
其它应收款	336	33	46	53	59
存货	754	970	1337	1530	1708
其他	461	1142	1593	1828	2044
非流动资产	4573	6782	7112	7354	7419
长期股权投资	1561	1264	1264	1264	1264
固定资产	1998	3285	3686	3990	4107
无形资产	200	436	392	353	318
其他	814	1797	1769	1747	1730
资产总计	9356	16125	19446	21682	23944
流动负债	3619	8794	11444	12840	14121
短期借款	0	0	2	2	0
应付账款	2645	7130	9909	11346	12665
预收账款	19	32	44	50	56
其他	955	1631	1488	1442	1400
长期负债	215	500	500	500	500
长期借款	53	120	120	120	120
其他	162	380	380	380	380
负债合计	3835	9294	11944	13340	14621
股本	508	508	669	669	669
资本公积金	446	467	467	467	467
留存收益	3896	4526	4832	5419	6103
少数股东权益	672	1331	1534	1786	2084
归属于母公司所有者权益	4849	5501	5968	6555	7238
负债及权益合计	9356	16125	19446	21682	23944

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	298	1274	688	1009	1216
净利润	502	536	627	775	916
折旧摊销	264	360	468	506	535
财务费用	(5)	(7)	(3)	(3)	(3)
投资收益	(433)	(389)	(320)	(340)	(360)
营运资金变动	(139)	606	(300)	(189)	(176)
其它	109	168	217	259	304
投资活动现金流	(153)	(399)	(480)	(410)	(240)
资本支出	(464)	(728)	(800)	(750)	(600)
其他投资	311	328	320	340	360
筹资活动现金流	(488)	(329)	(209)	(185)	(232)
借款变动	(395)	(103)	(52)	0	(2)
普通股增加	85	0	161	0	0
资本公积增加	0	21	0	0	0
股利分配	(212)	(305)	(322)	(188)	(233)
其他	33	57	3	3	3
现金净增加额	(343)	546	(1)	413	744

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13608	17771	24879	28611	32044
营业成本	12616	16291	22640	25921	28936
营业税金及附加	65	68	96	110	123
营业费用	82	215	301	346	388
管理费用	498	552	773	889	996
研发费用	112	180	498	572	641
财务费用	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	4	(121)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	453	400	320	340	360
营业利润	697	746	895	1115	1324
营业外收入	1	8	8	8	8
营业外支出	5	3	3	3	3
利润总额	693	752	900	1120	1329
所得税	77	42	69	93	115
少数股东损益	114	174	204	252	298
归属于母公司净利润	502	536	627	775	916

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	7%	31%	40%	15%	12%
营业利润	3%	7%	20%	25%	19%
净利润	-6%	7%	17%	24%	18%
获利能力					
毛利率	7.3%	8.3%	9.0%	9.4%	9.7%
净利率	3.7%	3.0%	2.5%	2.7%	2.9%
ROE	10.4%	9.7%	10.5%	11.8%	12.7%
ROIC	8.4%	9.4%	10.3%	11.6%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	57.6%	61.4%	61.5%	61.1%
净负债比率	1.1%	1.1%	0.6%	0.6%	0.5%
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	1.5	1.1	1.3	1.3	1.3
存货周转率	14.4	18.9	19.6	18.1	17.9
应收帐款周转率	7.4	4.7	3.8	3.5	3.4
应付帐款周转率	4.9	3.3	2.7	2.4	2.4
每股资料 (元)					
EPS	0.99	1.06	0.94	1.16	1.37
每股经营现金	0.59	2.51	1.03	1.51	1.82
每股净资产	9.55	10.84	8.92	9.80	10.82
每股股利	0.60	0.63	0.28	0.35	0.41
估值比率					
PE	11.9	11.1	12.5	10.1	8.6
PB	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	19.2	17.0	13.3	11.2	9.7

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。