

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年10月24日

市场数据

目前股价	11.52
总市值（亿元）	58.48
流通市值（亿元）	58.48
总股本（万股）	50,766
流通股本（万股）	50,766
12个月最高/最低	14.99/8.12

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040

☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

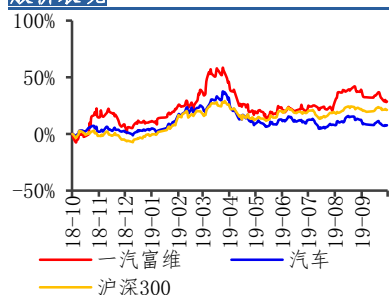
✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<被第三大股东两次举牌，且还有进一步增持的计划>> 2019-09-05

<<业绩超预期强于行业，低估值高分红稳增长>> 2019-08-23

<<一季度小幅负增长，优于行业平均水平，混改加速推进>> 2019-04-27

第三季度利润增速超预期，低估值高分红有增长潜力

——一汽富维（600742）2019年三季度报点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12733	13608	13661	15478	16899
(+/-%)	6.2%	6.9%	0.4%	13.3%	9.2%
净利润	468	495	537	617	673
(+/-%)	9.5%	5.8%	8.6%	14.9%	9.0%
摊薄 EPS	0.92	0.97	1.06	1.22	1.33
PE	12.5	11.8	10.9	9.5	8.7

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件：

■ 公司发布 2019 年三季度报：2019 年前三季度公司实现营业收入 96.21 亿元，同比减少 2.79%；归母净利润 3.56 亿元，同比减少 8.13%；扣非后归母净利润 3.53 亿元，同比减少 6.25%。其中 Q3 单季度实现营业收入 32.03 亿元，同比减少 5.46%，环比减少 7.43%，实现归母净利润 1.11 亿元，同比减少 14.62%，环比减少 20.14%。

■ 点评如下：

■ 如果不考虑一汽财务公司分红，公司第三季营业利润增速大超预期，高达 57.06%。公司第三季度投资收益大幅减少，只有 1.02 亿元，而 18 年同期投资收益有 1.56 亿元，主要原因是富维参股的一汽财务公司在 19 年第三季度尚未宣告股利分配导致，而 18 年第三季度富维收到一汽财务公司分红大约 6100 万元。如果将这一分红扣除，那么 18Q3 公司的投资收益为 0.95 亿元，营业利润为 0.95 亿元，而 19Q3 公司的营业利润为 1.5 亿元，对应同比增速为 57.06%。主要原因为 19Q3 的管理费用比 18 年同期降低 4600 万元。

■ 公司 2019 年前三季度业绩小幅下滑，但下滑幅度小于国内汽车销量跌幅。2019 年 1-9 月，国内汽车销量 1837.1 万辆，同比减少 10.3%，其中乘用车销量 1524.9 万辆，同比减少 11.7%。公司受行业下行拖累，前三季度营业收入同比略微下滑 2.79%，归母净利润同比下滑 8.13%，但下滑幅度小于国内汽车销量跌幅。

■ 公司毛利率最高的车灯业务在手订单及 2020 年新增订单充沛，车灯二期工厂年底建成并于 2020 年开始投产，车灯业务有望保持快速增长：公司毛利率最高的车灯业务 2018 年毛利率 25.37%（同比+0.37pct），远高于公司 2018 年平均毛利率 7.29%。公司控股子公司富维海拉车灯 2019 年上半年净利润大幅增长 135.2%（大幅增长主要原因为大众给富维海拉的一次

性补贴导致，实际利润增速为 20-30%)。

目前主要配套一汽大众探岳、迈腾、速腾、高尔夫、捷达 VS5 及一汽奥迪 A3 的前大灯,其中公司独家供货前大灯的探岳车型 9 月份销量突破 2.1 万辆成为国内 B 级 SUV 月度销量冠军。此外,公司将于 2020 年开始配套一汽奥迪 A6L、一汽大众 T-Cross、B-SMV 前大灯,于 2021 年开始配套一汽奥迪 Q5L 前大灯,车灯业务订单充沛。同时富维海拉车灯长春二期工厂将于 2019 年底完成冷封闭建设,2020 年开始投产,规划产能与目前的富维海拉成都工厂同等规模,满产后公司车灯业务营收规模将实现翻倍。

- **公司显著受益于一汽大众新车周期,一汽大众销量增速强于行业,并于 Q3 逆势转正。**公司 2018 年全年营业收入占比 70% 源自一汽大众,而一汽大众于 2018 年开启新车周期,2018-2020 年密集投放 16 款全新及换代车型(含 8 款全新 SUV),并推出全新“捷达”子品牌(1 款轿车+2 款 SUV)切入中低端市场。2019 年 1-9 月一汽大众销量增速强于行业整体水平,一汽大众旗下销量增速为 -5.6%,而国内乘用车同期销量增速为 -11.7%,且一汽大众 2019Q3 销量增速逆势转正,同比增长 5.0%,国内乘用车 2019Q3 销量同比减少 6.0%。受益于探岳和捷达 VS5 的良好表现,一汽大众 2019 年 9 月份销量同比增长 14.0%,同期国内乘用车销量同比减少 6.3%。
- **投资建议:公司毛利率最高的车灯业务在手及 2020 年新增订单充沛,车灯二期工厂年底建成并于 2020 年开始投产,车灯业务有望得到进一步提升,同时显著受益于一汽大众新车周期,后续国企改革措施持续实施。**保守估计一汽富维 2019-2021 年总营收依次为 136.61、154.78、168.99 亿元,增速依次为 0.4%、13.3%、9.2%,归母净利润依次为 5.37、6.17、6.73 亿元,增速依次为 8.6%、14.9%、9.0%,当前市值 58.5 亿元,对应 PE 依次为 10.9、9.5、8.7 倍,如果分红率为 60%,对应 19 年的股息率高达 5.5%,维持“推荐”评级。
- **风险提示:**①原材料价格大幅上涨风险;②一汽大众产能不及预期;③国内汽车市场低迷。

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
单位:百万元											
营业收入	12732.78	13607.58	13661.33	15478.29	16899.19	成长能力					
营业成本	11886.24	12615.63	12541.10	14193.59	15496.56	营业收入增长	6.2%	6.9%	0.4%	13.3%	9.2%
营业费用	68.02	81.78	109.29	123.83	135.19	营业成本增长	6.0%	6.1%	-0.6%	13.2%	9.2%
管理费用	527.03	497.69	382.52	433.39	473.18	营业利润增长	9.4%	13.6%	19.2%	14.9%	9.0%
研发费用	0.00	111.90	109.29	123.83	135.19	利润总额增长	10.0%	10.0%	20.0%	14.9%	9.0%
财务费用	2.93	-4.49	0.00	0.00	0.00	净利润增长	9.5%	5.8%	8.6%	14.9%	9.0%
其他收益	2.71	12.42	12.00	12.00	12.00	获利能力					
投资净收益	421.00	433.09	350.00	396.55	432.95	毛利率(%)	6.6%	7.3%	8.2%	8.3%	8.3%
营业利润	606.81	689.24	821.50	943.85	1028.84	销售净利率(%)	4.6%	4.5%	5.4%	5.5%	5.5%
营业外收支	16.01	-3.89	1.00	1.00	1.00	ROE(%)	11.2%	11.0%	12.4%	12.9%	12.8%
利润总额	622.82	685.36	822.50	944.85	1029.84	ROIC(%)	36.0%	32.6%	52.2%	69.5%	103.3%
所得税	41.99	76.80	86.36	99.21	108.13	营运效率					
少数股东损益	113.12	113.86	198.76	228.32	248.86	销售费用/营业收入	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
净利润	467.71	494.69	537.38	617.32	672.85	管理费用/营业收入	4.1%	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
						财务费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						投资收益/营业利润	69.4%	62.8%	42.6%	42.0%	42.1%
						所得税/利润总额	6.7%	11.2%	10.5%	10.5%	10.5%
						应收账款周转率	8.82	7.44	0.00	0.00	0.00
						存货周转率	11.37	14.41	14.41	14.41	14.41
						流动资产周转率	2.69	2.86	2.97	2.88	2.88
						总资产周转率	1.48	1.50	1.49	1.52	1.54
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.5%	41.0%	38.4%	40.7%	38.2%
						流动比率	1.40	1.32	1.36	1.43	1.38
						速动比率	0.99	0.99	0.92	1.08	0.95
						每股指标(元)					
						EPS	0.92	0.97	1.06	1.22	1.33
						每股净资产	8.98	9.55	10.01	10.70	11.50
						每股经营现金流	0.78	0.75	1.25	1.35	1.51
						每股经营现金/EPS	0.85	0.77	1.18	1.11	1.14
						估值比率					
						P/E	12.50	11.82	10.88	9.47	8.69
						PEG	-8.84	1.17	0.91	0.71	0.59
						P/B	1.28	1.21	1.15	1.08	1.00
						EV/EBITDA	6.51	6.10	5.16	4.68	4.22
						EV/SALES	0.42	0.41	0.39	0.35	0.32
						EV/IC	1.08	1.10	1.01	0.97	0.89
						ROIC/WACC	3.46	3.13	5.01	6.65	9.88
						REP	0.31	0.35	0.20	0.15	0.09

资产负债表					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
单位:百万元					
流动资产	4745.97	4782.98	4427.55	6324.25	5397.62
货币资金	1507.07	1163.77	1587.17	1682.04	2015.97
应收票据及应收账款合计	1588.73	2069.23	1138.00	2694.28	1366.57
其他应收款	261.63	335.60	263.99	415.35	326.35
存货	997.25	753.70	986.90	983.05	1167.74
非流动资产	4093.41	4572.85	4553.64	4994.07	5300.10
固定资产	1409.38	2000.40	1801.67	1823.51	1758.64
资产总计	8839.38	9355.83	8981.19	11318.32	10697.72
流动负债	3387.47	3619.43	3257.96	4419.58	3914.64
短期借款	65.80	0.00	32.90	16.45	24.68
应付账款	2538.98	2644.73	2508.35	3323.73	3043.74
非流动负债	282.85	215.48	193.63	183.61	169.87
长期借款	151.60	53.48	31.63	21.61	7.87
负债合计	3670.32	3834.91	3451.59	4603.19	4084.51
股东权益	5169.05	5520.92	5952.47	6531.58	7183.60
股本	423.05	507.66	507.66	507.66	507.66
留存收益	3656.65	3855.21	4149.67	4487.92	4856.61
少数股东权益	611.32	671.62	870.38	1098.70	1347.56
负债和股东权益	8839.38	9355.83	8981.19	11318.32	10697.72

现金流量表					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
单位:百万元					
经营活动现金流	416.14	297.76	632.80	686.93	766.85
其中营运资本减少	48.30	-39.44	4.43	-17.51	-6.54
投资活动现金流	-284.02	-152.84	126.98	-299.24	-157.71
资本支出	662.91	463.94	-234.36	23.96	-69.46
筹资活动现金流	-317.38	-487.81	-336.38	-292.82	-275.21
现金净增加额	-185.48	-343.30	423.40	94.87	333.93

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>