

强烈推荐-A (维持)

一汽富维 600742.SH

当前股价: 10.07 元
2018 年 11 月 15 日

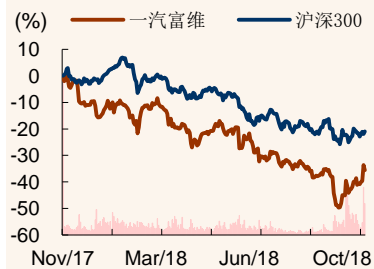
激励、放权、市场化, 新阶段一汽系的第一步

基础数据

上证综指	2668
总股本 (万股)	50766
已上市流通股 (万股)	50766
总市值 (亿元)	51
流通市值 (亿元)	51
每股净资产 (MRQ)	9.3
ROE (TTM)	9.6
资产负债率	40.6%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	-16	-36
相对表现	18	2	-14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽富维 (600742.SH): 三季度符合预期, 双百改革如期推进》2018-10-25
- 2、《一汽富维 (600742.SH): 中报业绩现拐点, 期待下半年环比改善》2018-08-24
- 3、《一汽富维: 大众进入新周期, 公司布局正当时》2018-05-29

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

事件:

公司 18 年 11 月 15 日董事会通过了“双百行动”工作方案, 就股权多元化混合所有制改革、健全激励机制等制定了具体的时间表。我们认为, 激励不足是市场长期担心公司的问题, 此次双百一次性解决混改、激励、引入战投, 是自上而下理顺机制的重要举措, 利好公司中长期发展。预计 18-20 年公司 eps 分别为 1.19/1.62/2.04 元, 对应 18 年 8.5x, 维持“强烈推荐-A”评级。

评论:

1、“双百”落地速度超预期, 新阶段一汽系的第一步

公司双百改革从计划到落地仅历时 3 个月, 超出我们此前的预期。回溯双百进程时间表如下:

8 月 18 日公司公告成为“双百”改革汽车行业唯一的央企上市公司;

9 月 27 日更改公司章程将董事会席位由 9 位改成 7 位, 缩减的 2 位为大股东一汽集团的席位, 管理层话语权增强;

11 月 15 日发布具体“双百行动”详细时间表, 就混改、股权激励制定了清晰的时间表。

2、“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

举措一: 18 年 12 月前建立市场化薪酬体系, 20 年 12 月前完成上市公司股权激励计划。

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。

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。

举措三：市场化引入战投，公司业务开拓打开新空间。

公司承诺于 18 年 12 月底前引入各类战略投资者实现股权多元化，实现混合所有制。我们认为此举是一汽集团混改的试点平台。引入战略投资者完成混改，为公司完全市场化打开空间。公司目前 95%以上收入来源于一汽体系，比对其他车系的零部件平台平均 60%：40%的内外供比例以及全球成长于主机厂体系的零部件巨头，均具有较大空间。未来公司可依托青岛、天津、成都、佛山四大汽车产业集群基地，实现外部供货的更好拓展。同时，公司目前核心产品以保险杠、车灯、座椅为主，未来有望积极布局汽车电子、新能源零部件相关核心资产。

表 1：公司董事会决议公告

年度	改革领域	重点任务举措	计划完成时间
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 2 月

资料来源：公司公告，招商证券

□ 基本面逻辑支撑：公司以德日系客户配套为主，从配套量、配套单价、毛利率改善三角度受益于德系强周期。

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。18H2-19 年，一汽大众进入密集新车换代周期。公司从三方面受益于新周期：第一，T-ROC、A 级 SUV、DY、中大型 SUV 四款 SUV 带来“量”升；第二，车灯等新业务提升单车配套价值；第三，新车盈利丰厚，公司盈利水平迎来修复。

逻辑一：下游新车型带来配套量增加。

一汽大众计划于 18、19 年推出 6 款全新 SUV 车型，保守预计贡献 100 万增量，同时进入换代周期带来销量提振，公司在大众体系份额稳定，配套量增长较大。同时，公司亦努力转型中性平台，已批量供货沃尔沃、宝马、比亚迪等厂商，配套量步入新阶段。

图 1：大众中国 2020 战略规划



资料来源：大众官网，招商证券

表 2：18-20 年一汽大众 6 款全新 SUV

车型	定位	上市时间
一汽大众 T-ROC	小型 SUV	2018 年 7 月
一汽大众探岳	中型 SUV	2018 年 10 月
一汽奥迪 Q2	小型 SUV	2018 年 10 月
一汽奥迪 Q4	中型 SUV	2019 年
一汽大众 A0 级 SUV DY	小型 SUV	2019 年 6 月
一汽大众中大型 SUV	中型 SUV	2019 年下半年

资料来源：汽车之家，招商证券

逻辑二：伴随新车及换代，单车价值量由 10000 提升至 12000 元。

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。

表 2：公司主要控股或参股公司及其配套产品

公司名称	主要产品	直接持股比例	2017 年净利润/万元
长春富维-安道拓汽车饰件系统有限公司	座椅总成	51%	46055
长春一汽富维海拉车灯有限公司	车灯总成	51%	8251
长春一汽富维东阳汽车塑料零部件有限公司	保险杠总成	51%	9683
成都一汽富维延锋彼欧汽车外饰有限公司	保险杠总成	51%	8508

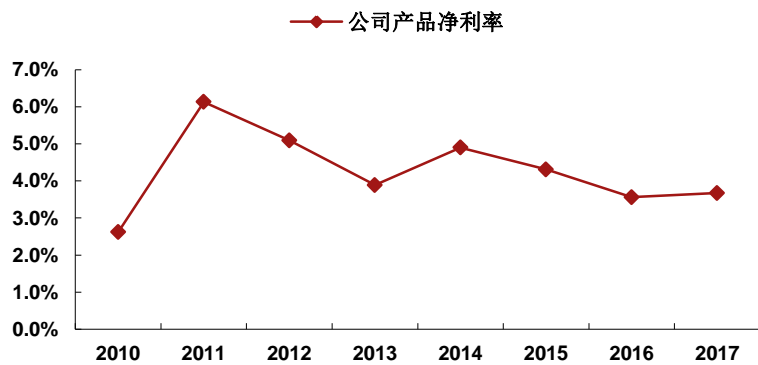
公司名称	主要产品	直接持股比例	2017年 净利润/万元
长春一汽富维高新汽车饰件有限公司	电镀条	49%	8110
长春富维伟世通汽车电子有限公司	内饰汽车电子	50%	2178
长春一汽富维江森自控汽车金属零部件有限公司	座椅骨架	50%	6768
天津英泰汽车饰件有限公司	内饰件总成	25%	6,951
一汽财务有限公司	汽车金融	6.42%	169004
长春曼胡默尔富维滤清器有限公司	商用车滤清器	40%	7179
长春富维梅克朗汽车镜有限公司	汽车车镜	40%	6031

资料来源：公司公告，招商证券

逻辑三：公司显著受益新车弹性，盈利修复空间大。

公司因旗下合资公司众多，且收入占比较大的车轮装配业务并表原因，17年净利率 4.6%，较上一轮一汽大众换代周期 7%净利率有大幅修正空间。据了解，大众体系内外饰件年降以 5-6 年车型存续期为周期，降幅约每年 3-5%。新车上市及换代后将提速公司盈利水平。

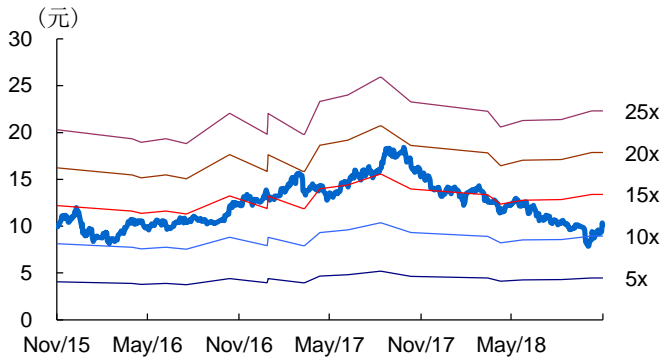
图 2 公司盈利水平受换代周期影响较大



资料来源：公司公告，招商证券

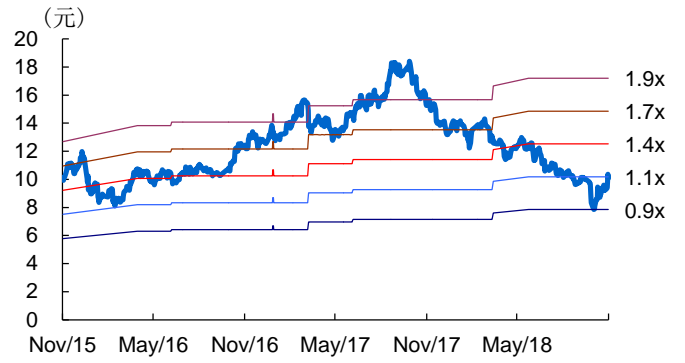
风险提示：改革推进不及预期；汽车行业加速下滑

图 3：一汽富维历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：一汽富维历史 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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4724	4746	5366	6630	8465
现金	1693	1507	1591	2023	2837
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	966	526	618	757	928
应收款项	334	1063	1226	1502	1840
其它应收款	32	0	0	0	0
存货	1094	997	1163	1411	1718
其他	605	653	768	936	1143
非流动资产	3636	4093	4192	4345	4343
长期股权投资	1278	1543	1543	1543	1543
固定资产	1621	1406	1526	1699	1715
无形资产	209	202	182	164	147
其他	529	942	941	940	938
资产总计	8360	8839	9558	10975	12808
流动负债	3079	3387	3683	4335	5140
短期借款	99	66	0	0	0
应付账款	2006	2106	2477	3005	3657
预收账款	83	12	14	16	20
其他	890	1204	1192	1313	1463
长期负债	381	283	283	283	283
长期借款	277	152	152	152	152
其他	104	131	131	131	131
负债合计	3460	3670	3965	4617	5423
股本	423	423	423	423	423
资本公积金	444	445	445	445	445
留存收益	3423	3690	3980	4516	5174
少数股东权益	610	611	745	974	1344
归属于母公司所有者权益	4290	4558	4848	5384	6042
负债及权益合计	8360	8839	9558	10975	12808

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	881	416	405	450	628
净利润	427	468	502	687	864
折旧摊销	238	235	292	236	224
财务费用	2	(2)	8	11	18
投资收益	(351)	(421)	(452)	(535)	(631)
营运资金变动	477	62	(83)	(186)	(225)
其它	87	74	139	238	379
投资活动现金流	80	(284)	(392)	(391)	(222)
资本支出	(348)	(663)	(392)	(391)	(222)
其他投资	428	379	0	0	0
筹资活动现金流	(180)	(317)	70	374	407
借款变动	(552)	(568)	(162)	0	0
普通股增加	212	0	0	0	0
资本公积增加	(106)	1	0	0	0
股利分配	(106)	(212)	(212)	(150)	(206)
其他	372	461	444	524	613
现金净增加额	781	(185)	84	433	814

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11992	12733	14966	18333	22459
营业成本	11209	11886	13978	16958	20640
营业税金及附加	43	44	52	64	78
营业费用	70	68	80	98	120
管理费用	459	527	629	733	853
财务费用	4	3	8	11	18
资产减值损失	4	34	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	16	16	16
投资收益	351	421	436	519	615
营业利润	555	607	671	1004	1381
营业外收入	13	17	17	17	17
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	566	623	687	1020	1397
所得税	41	42	52	104	163
净利润	525	581	635	916	1234
少数股东损益	98	113	133	229	370
归属于母公司净利润	427	468	502	687	864
EPS (元)	1.01	1.11	1.19	1.62	2.04

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	22%	6%	18%	23%	23%
营业利润	15%	9%	11%	50%	38%
净利润	1%	9%	7%	37%	26%
获利能力					
毛利率	6.5%	6.6%	6.6%	7.5%	8.1%
净利率	3.6%	3.7%	3.4%	3.7%	3.8%
ROE	10.0%	10.3%	10.3%	12.8%	14.3%
ROIC	8.6%	8.8%	9.4%	12.3%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	41.5%	41.5%	42.1%	42.3%
净负债比率	4.6%	3.6%	1.6%	1.4%	1.2%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.8
存货周转率	10.9	11.4	12.9	13.2	13.2
应收帐款周转率	22.5	18.2	13.1	13.4	13.4
应付帐款周转率	6.3	5.8	6.1	6.2	6.2
每股资料 (元)					
每股收益	1.01	1.11	1.19	1.62	2.04
每股经营现金	2.08	0.98	0.96	1.06	1.49
每股净资产	10.14	10.77	11.46	12.73	14.28
每股股利	0.50	0.50	0.36	0.49	0.61
估值比率					
PE	10.0	9.1	8.5	6.2	4.9
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	23.8	22.5	19.2	14.9	11.5

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年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

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。