

一汽轿车 (000800)

评级: 增持

股价: 8.17 元

目标价位: 9.03 元

深度报告

2009 年 1 月 8 日 星期四

销售利润稳步增长，政策受益可期

赵世光 李涛

021-50586660-8637

021-50586660-8936

zsg@longone.com.cn

lt@longone.com.cn

汽车行业

联系人: 白雅莹

021-50586660-8967

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	9.03
升值潜力 (%)	10.53
目标价确定日期:	2009.1.8

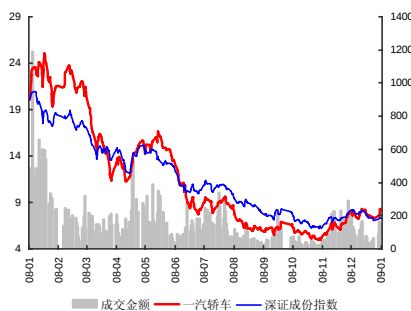
重要数据

总股本(亿股)	16.28
流通股本(亿股)	7.64
总市值(亿元)	133.01
流通市值(亿元)	62.42

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	7.50	15.10
3 个月	25.11	31.46
6 个月	-7.15	24.92

个股相对深证成份指数走势图



投资要点

- 乘用车短期趋势与 GDP 相关性不大，相比之下，行业政策对乘用车的影响较大。国家未来刺激消费政策中包含乘用车消费。我们认为，国内乘用车行业不会出现类似美国消费大幅下降的局面，相反，受益于国家政策激励，国内乘用车销售还会有较大的发展空间。
- 公司在乘用车行业中，享有以下优势：属于乘用车行业龙头，充分享受国家激励汽车行业政策；能充分利用一汽集团的资源优势降低成本；拥有稳定认知度的乘用车品牌和后继多排量范围的新车型推出；拥有成熟的销售渠道和管理团队；公司的财务策略稳健，能为抵抗行业周期风险起到支撑作用。
- 2008 年以来，公司主力车型仍保持稳中有升的格局，并未随乘用车行业出现销售下滑趋势。未来此类车型也会保持较强的“抗跌性”。从公司销售渠道看，公司依托一汽集团强大的销售渠道。未来更会受益于汽车金融等相关政策，不存在任何销售瓶颈。公司主力车型销售稳定，月度环比波动小于其它车型，甚至乘用车固有的销售淡季和旺季波动现象也不十分明显。说明此类车型消费群体较分散，且消费需求较稳定。
- 公司主打车型马自达 6 和奔腾低排量即 2.0 排量车销量占比逐渐增加，预计未来这一趋势还会继续，公司销售正在向小排量倾斜。从未来的新车型推出计划看，公司将通过小奔腾 B50 占领 1.6 升和 1.8 升排量，通过新马 6 睿智往 2.4 升排量发展。这样消费者将有更多选择，公司也可避免产品过于单一的风险。
- 2009 年一汽集团资产注入的可能性较高，其中整车资产注入一汽轿车的可能性最大。我们认为上市公司股价、注入资产金额、注入资产质量对集团资产注入后上市公司业绩增厚影响较大。股价越高则业绩增厚越多，但边际效益递减。注入资产金额增加也将增厚业绩，且在同样的资产注入量时，股价越高业绩增厚越多。在股价一定的条件下，注入资产净资产收益率和原上市公司净资产收益率的相对差异比率与注入后每股收益增长率成线性关系。

- 公司 08 年前三季度每股收益分别为 0.19 元、0.12 元和 0.21 元，前三季共

实现每股收益 0.52 元。预计 08 年销售马 6 约 6.9 万辆，销售奔腾约 4.8 万辆，红旗 HQ3 预计能清理库存 1500 辆左右。08 年有望实现销售乘用车 11.85 万辆。预计 08 年销售收入同比增长 55% 以上。随着 2009，2010 年新马 6 睿智、奔腾 B50、马自达 MPV 和奔腾 B30 上市，公司乘用车销售仍分别有 35% 和 25% 以上的增长。预计公司 2008、2009、2010 年每股收益分别为 0.65 元、0.73 元和 1.21 元。

主要财务指标					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（千元）	10,031.12	13,617.51	21,179.32	29,301.59	36,796.93
营业收入增长率（%）	-3.12%	35.75%	55.53%	38.35%	25.58%
营业利润（千元）	403.65	700.52	1,453.84	1,646.98	2,693.32
营业利润增长率（%）	4.46%	73.55%	107.54%	13.28%	63.53%
净利润（千元）	284.53	552.87	1,062.12	1,196.13	1,970.89
净利润增长率（%）	9.70%	94.31%	92.11%	12.62%	64.77%
营业利润率（%）	4.02%	5.14%	6.86%	5.62%	7.32%
每股收益（元）	0.17	0.34	0.65	0.73	1.21
每股净资产（元）	3.33	3.56	4.03	4.57	5.44
PE (X)	46.73	24.05	12.52	11.12	6.75
PB (X)	2.46	2.29	2.03	1.79	1.50
EV/EBITDA (X)	18.88	11.76	8.28	7.44	4.75

目录

1.	乘用车受益于行业政策，09 年受经济下行和成本影响较轻 ..	3
1.1	GDP 变化对乘用车短期趋势影响不大	3
1.2	消费税调整促进小排量乘用车销售	4
1.3	成本压力未来将有所趋缓	7
1.4	国家汽车行业振兴政策乘用车受益最多	8
2.	公司业绩增长仍将延续	9
2.1	公司主推车型增长平稳	9
2.2	公司销售正在向小排量倾斜，新车型上市拓宽排量范围	10
2.3	公司产能扩充稳健，成本压力较轻	11
3.	集团资产注入对公司业绩增厚效果显著	11
3.1	一汽集团资产结构	12
3.2	影响业绩增厚三要素 - 公司股价、注入资产金额、注入资产质量	13
3.3	集团资产注入业绩增厚估算	15
4.	公司盈利预测与估值	16
4.1	盈利与估值	16
4.2	风险提示	16

图目录

图 1.	GDP 季度同比变化（单位：%）	3
图 2.	轿车销售年度同比增长（单位：%）	4
图 3.	乘用车月度销售变化	5
图 4.	排量<1 升乘用车月度销售变化	6
图 5.	排量>3 升乘用车月度销售变化	6
图 6.	2.5 升<排量<3 升乘用车月度销售变化	7
图 7.	不同排量乘用车销售占比	7
图 8.	国内 1.0MM 冷轧钢价格变动（单位：元/吨）	8
图 9.	马自达 6 和奔腾月度销售同比（单位：%）	9
图 10.	马自达 6 和奔腾月度销售（单位：辆）	10
图 11.	马自达 6 和奔腾不同排量车型销售变化（单位：%）	11
图 12.	一汽集团资产注入分析模型	14
图 13.	上市公司股价对业绩增厚影响（横轴坐标：股价、纵轴坐标：每股收益增长率）	14
图 14.	注入资产金额对业绩增厚影响（横轴坐标：注入资产、纵轴坐标：每股收益增长率）	15
图 15.	资产质量差异对业绩增厚影响（横轴坐标：注入资产收益率的差异率、纵轴坐标：每股收益增长率）	15

表目录

表 1.	消费税率调整	5
表 2.	一汽集团全资子公司	12

表 3.	一汽集团控股子公司	12
表 4.	一汽集团持有上市公司资产	13
表 5.	集团资产注入业绩增厚估算	16

1. 乘用车受益于行业政策，09 年受经济下行和成本影响较轻

公司主营产品为乘用车，受乘用车行业运行变化影响较大。乘用车属于高端可选消费，短期受经济下滑影响。但我们分析认为，乘用车受经济下行和成本影响相比商用车和汽配行业较轻，而且由于公司在乘用车行业中，享有以下优势，

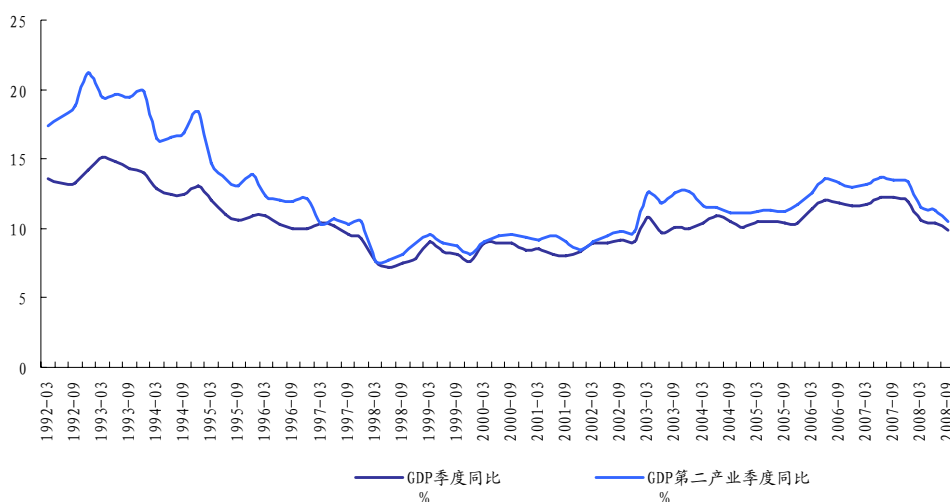
- 属于乘用车行业龙头，充分享受国家激励汽车行业政策
- 能充分利用一汽集团的资源优势降低成本
- 拥有稳定认知度的乘用车品牌和后继多排量范围的新车型推出
- 拥有成熟的销售渠道和管理团队
- 公司的财务策略稳健，能为抵抗行业周期风险起到支撑作用。

1.1 GDP 变化对乘用车短期趋势影响不大

2008 年前三季度 GDP 为 201,631 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.9%，比上年同期回落 2.3 个百分点。这也是 2003 年以来中国经济首次以低于两位数的水平增长。前三季度，第一产业增加值 21,800 亿元，增长 4.5%，加快 0.2 个百分点；第二产业增加值 101,117 亿元，增长 10.5%，回落 3.0 个百分点；第三产业增加值 78,714 亿元，增长 10.3%，回落 2.4 个百分点。工业增长放缓给 GDP 增长带来了巨大的下行压力。前三季度，规模以上工业增加值同比增长 15.2%，比上年同期回落 3.3 个百分点。其中 9 月的增加值只有 11.4%。

GDP 增长放缓，构成 GDP 的消费、投资、政府购买和出口都受到影响，进而影响与消费需求相关度较高的乘用车行业。不过通过比较 1992 年以后的 GDP 季度同比变化，可以看到国内 GDP 增速基本在 10% 上下波动。如果这一规律能够成立，则 GDP 增速将在今后几年内在 10% 以下小幅波动。

图1. GDP 季度同比变化（单位：%）

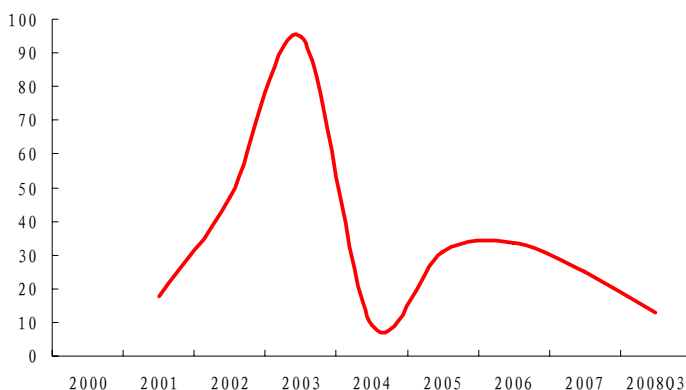


资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

不过 GDP 与乘用车的变化相关性并不高，通过图 2 对比轿车行业近 8 年的销售同

比变动,可以看到在 2003 年 GDP 同比增长超过 10% 以后,轿车增长还出现大幅滑落。之后又于 2005 年回到 30%。可见在同一个 GDP 变动趋势里,乘用车销售还会出现较大的波动。因此有理由认为 GDP 变化对乘用车短期趋势影响不大。

图2. 轿车销售年度同比增长 (单位: %)



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

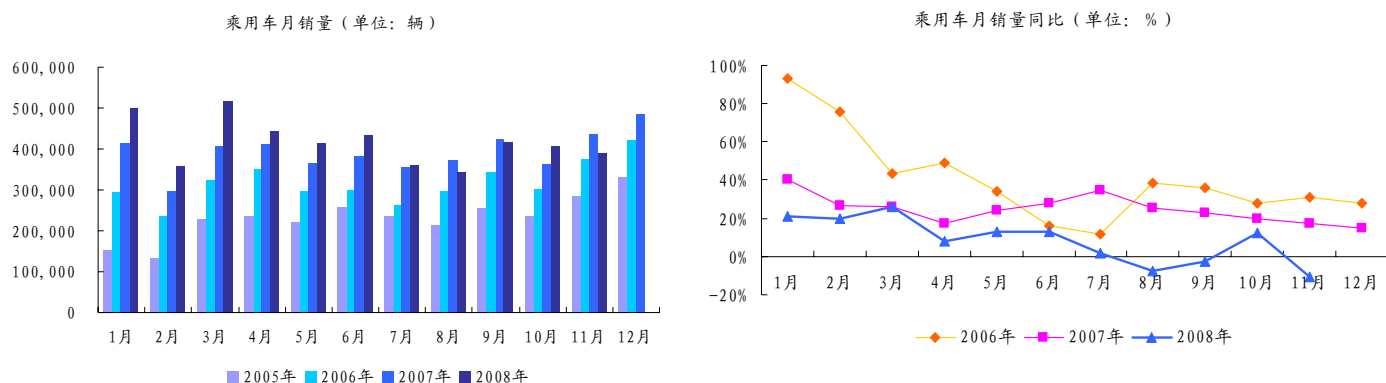
相比之下,行业政策对乘用车的影响较大。例如,2004 年消费者因等待《新汽车产业政策》和 2005 年进口配额取消,同比增速出现大幅回落。同样,06 年和 08 年消费税调整,对乘用车细分子行业也造成影响。

国家未来刺激消费政策中也包含了乘用车消费。同时,国内汽车金融所占比例不高,约为 10% 左右,远低于美国 75% 的汽车金融比例。该比例一方面使得国内汽车消费不会受银行放贷收紧等不利因素影响,一方面也为国家出台鼓励政策留下了较大空间。因此,我们认为,国内乘用车行业不会出现类似美国消费大幅下降的局面,相反,受益于国家政策鼓励,国内乘用车销售还会有较大的发展空间。

1.2 消费税调整促进小排量乘用车销售

2008 年下半年汽车销售出现同比滑落。乘用车从 8 月份起出现同比负增长,8 月份、9 月份、11 月份分别同比滑落 7.42%、2.34%、10.94%,但 10 月份同比增长 12.33%,说明乘用车仍有较强的消费需求,如图 3 所示。11 月份下滑主要是由于消费者等待燃油税政策明朗持币待购,推迟了原先的购车计划。这种现象也会在近期酝酿的购置税改革措施明确之前出现,但预计 08 年 12 月和 09 年初乘用车销售不会出现较大下滑。相比乘用车,商用载货车和商用载客车却从 7 月份以来连续出现 5 个月同比下滑,同时下滑幅度出现放大趋势,商用载客车将首次出现年度累计同比下滑。由于 08 年上半年商用车销售增长过快,09 年上半年销售同比增长也难有起色。这些说明乘用车的运行趋势 09 年上半年将好于商用车,对周期性下滑的抵御能力也强于商用车。预计乘用车全年销售累计增长能达到 9% 左右,09 年能继续维持年度累计增长,预计全年增长 5% 左右。

图3. 乘用车月度销售变化



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

乘用车按排量可分为1升以下、1升到1.6升、1.6升到2升、2升到2.5升、2.5升到3升、3升以上。由于历次消费税调整按排量区分有所差别。因此,不同排量的乘用车销售受政策影响走势有别。表1所示为2006年4月1日和2008年9月1日起实施的两次消费税率调整值。2006年4月主要加大了2.0升以上车型的消费税并减少了1至1.5升车型的消费税,08年9月则继续加大了3升以上车型的消费税并减少了1升以下车型的消费税。虽然消费税是价内税,又由乘用车生产企业交纳,但消费税征收的多少最终还是会在汽车销售价格上体现出来,并指导消费需求倾向。

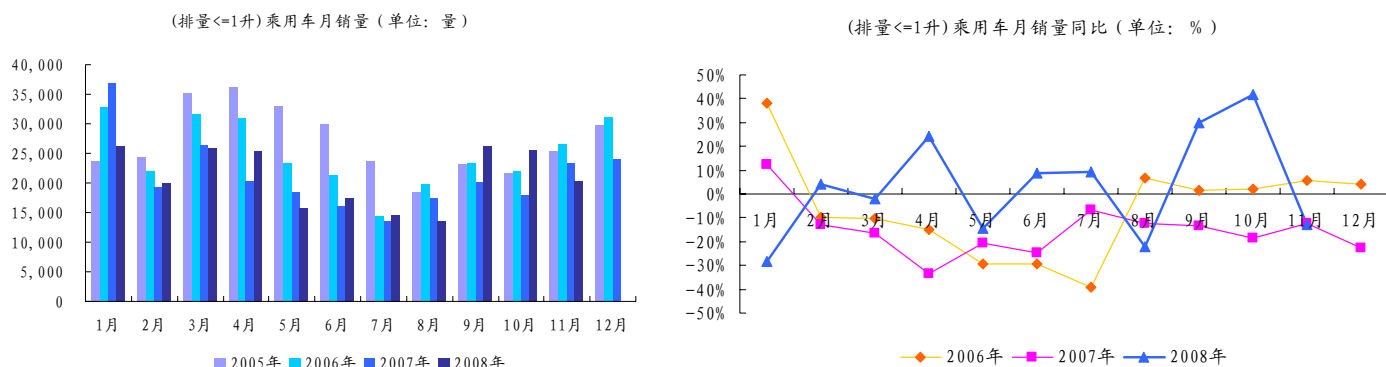
表1. 消费税率调整

车型	排量	06年4月1日之	06年4月1日至	08年9月1
		前	08年9月1日	日之后
乘用车(含越野)	1.0L(含)以下	3%	3%	1%
	1.0L-1.5L(含)	5%	3%	3%
	1.5L-2.0L(含)	5%	5%	5%
	2.0L-2.5L(含)	8%	9%	9%
	2.5L-3.0L(含)	8%	12%	12%
	3.0L-4.0L(含)	8%	15%	25%
	4.0L(含)	8%	20%	40%

资料来源: 东海证券研究所

相关排量乘用车对于消费税调整的反映规律是,如果该排量消费税提高,则在消费税实施前几个月销售上升,消费税实施后销量下降。如果该排量消费税降低,则出现相反的规律。但如果从半年以上更长的期限来看,消费税变化所造成的影响将逐步减弱。图4为排量<1升乘用车2005年以来月度销售情况,从月度销售变化情况可以发现,08年9月1日消费税的调整,明显刺激了1升以下排量乘用车的销售。9、10月份的同比增速都在30%以上。

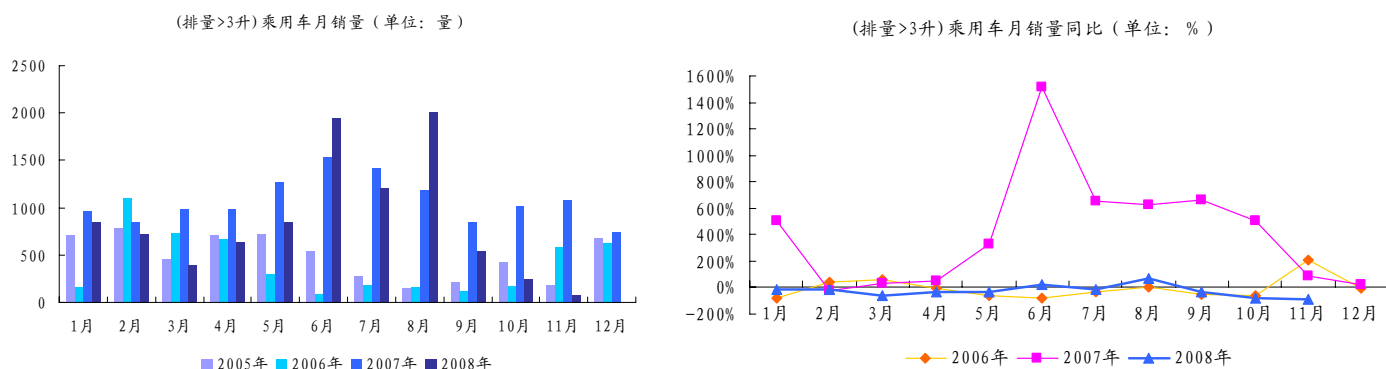
图4. 排量<1升乘用车月度销售变化



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

图5为排量>3升的乘用车2005年以来月度销售情况,2006年4月消费税的调整,抑制了排量大于3升的乘用车销售。但该趋势只持续到2006年底。同样08年9月1日进一步增加的消费税使大排量车销售大幅下滑,预计这一趋势短期内仍能维持。

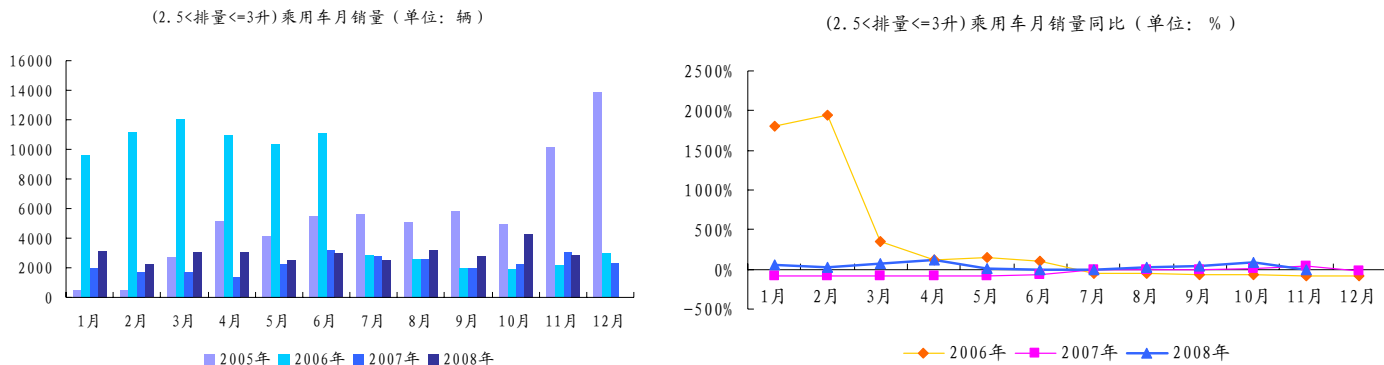
图5. 排量>3升乘用车月度销售变化



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

图6为排量>2.5升且≤3升的乘用车2005年以来月度销售情况,2006年4月1日消费税变化并没有对2.5<排量<3升排量区间乘用车销售立即产生影响。主要是因为该排量消费税增长较少,只增长了12.5%,但随着提前消费的透支,2006年下半年和2007年,该排量范围车型销售一直在低位盘横。但该排量车型2008年以来的表现却好于其它排量车型。由于9月消费税调整并未涉及该排量车型,而该排量车型中含几款最近销路较好的主流SUV车型。预计该排量乘用车今后的销售仍将稳中有升。

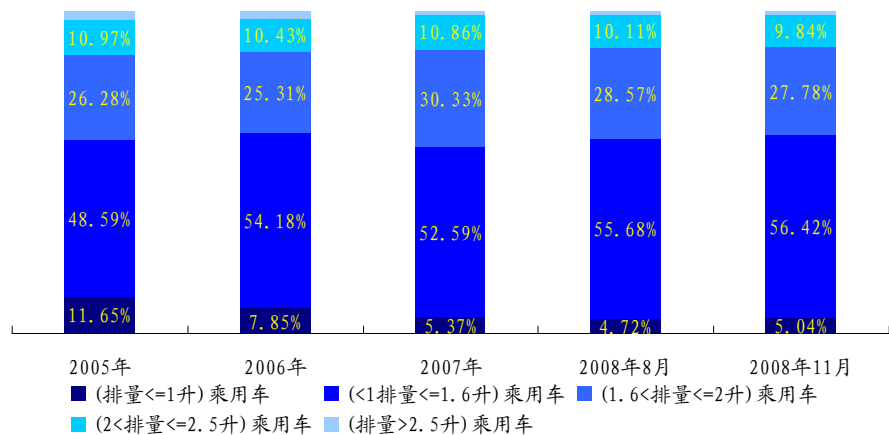
图6. 2.5升<排量<3升乘用车月度销售变化



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

2008年9月1日实施的新的消费税将会在今后提振1升以下排量乘用车的销售。但乘用车目前的主要销售排量区间还是位于1升至2.5升之间。从图7可以看到, 2005年以来1升至2升之间的乘用车占比逐步扩大, 按08年9月销售数据统计已接近85%的份额。2升至2.5升乘用车销售基本保持10%的比例。但考虑2升至2.5升乘用车比例在2006年消费税提高之后还能保持不下降, 可见该排量区域有足够的消费群体。1升至1.6升乘用车销售在有消费税下调的政策鼓励下逐步走高, 不过此排放区间中1.6升车并未受消费税优惠, 由于获取数据的差异, 我们无法单独区分出1.6升车的销售变化。但由于1升至1.6升区间中1.6升车型占有很高比例而且销售业绩优异, 因此1.6升车为此区间乘用车销售起主要贡献。

图7. 不同排量乘用车销售占比



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

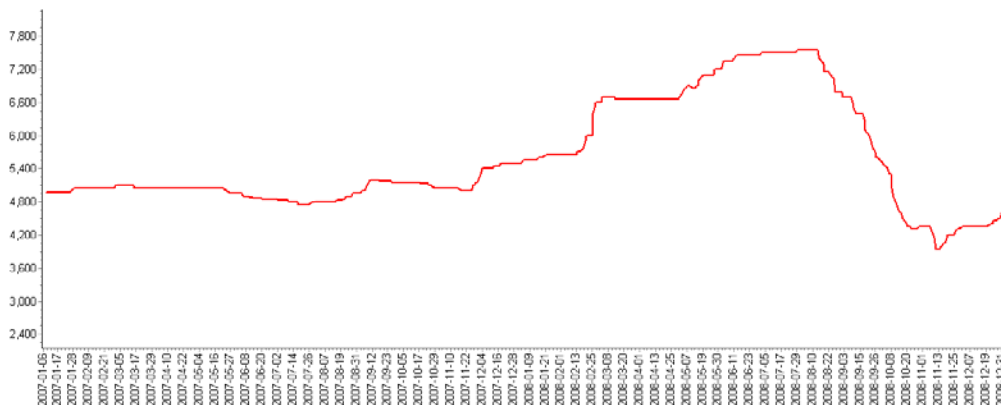
2008年9月以前1升以下排量乘用车由于没有减税政策扶植, 销量逐年萎缩, 8月底已下降为4.72%。在9月1日新消费税实施后, 其累计销量在11月已增加0.32个百分点, 达到5.04%, 预计未来此比例还会继续上升。我们发现1.6升乘用车仍然保持了增长趋势, 说明在此“黄金排量”区域需求较为刚性。

1.3 成本压力未来将有所趋缓

2008年6月份以来, 钢材价格出现了较大幅度的回落。如图8所示国内1.0MM厚冷轧钢已从7500元/吨回落到12月底的4600元/吨。按平均每辆乘用车用钢量0.6

吨计算,预计 08 年下半年钢材价格回落将能提高乘用车行业毛利率 1 个百分点。不过,由于目前钢材价格已处于低位,例如冷轧钢价格已回落到 2005 年以来最低水平附近,预计未来钢材价格继续大幅下跌的可能性不大,但 08 年上半年由于钢材上涨造成汽车行业成本压力较重的现象已经得到很大的缓解。

图8. 国内 1.0MM 冷轧钢价格变动 (单位: 元/吨)



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

乘用车整车用钢量虽然比商用车少,但钢价的回落给上游内燃机和汽配行业足够的盈利空间,也增加了乘用车整车的议价空间。

1.4 国家汽车行业振兴政策乘用车受益最多

从已经出台的汽车行业振兴政策看,乘用车目前处于直接受益阶段。我们认为刺激汽车消费是国家提升经济的重要举措,如按乘用车每年的消费规模 5000 亿计算,提高 10% 则能带来 500 亿的增量消费规模。

08 年 12 月,成品油税费改革方案终于出台,并于 09 年 1 月 1 日起实施。这次税费改革是一个多赢的选择,具体表现在:

1. 国家收入并没有明显减少。如 2007 年全国养路费总额 1300 亿元。国内汽油总销量是 6000 万吨,柴油大约 1.3 亿吨。总计折算成升数是 2400 亿升,此次成品油消费税提升约 1700 亿元。因此成品油消费税提升额完全能抵消全国养路费减少的收入。即使加上相关人员分流初始安置费 240 亿元也不会让国家增加过多负担
2. 养路费等费用直接减少了乘用车的使用费用。如上海养路费收取标准乘用车是 250 元/月,按乘用车百公里耗油 10 升计算,则乘用车取消养路费和汽油消费税增加的盈亏平衡点为 3225 公里。对于大多数以家庭消费为主的乘用车使用者来说此公里数已绰绰有余

同时,12 月份汽油价格约下调 15%,柴油价格约下调 17%。原油价格大幅下跌促进了油价下调政策的尽快实施,由于此次油价下调前的价格约相当于原油每桶 80 美元的价格,因此除去成品油消费税,未来国内油价还有约 15% 左右的下调空间。09 年汽车行业仍将会有多项利好政策出台,主要集中在:

1. 鼓励汽车企业重组和并购
2. 扩大汽车内需。调整购置税和发展汽车金融,加大零部件企业和经销商的贷款支持

3. 扩大海外市场。提高汽车、摩托车零部件退税率。支持有能力的企业并购国外企业，建设海外生产基地
 4. 进一步完善成品油税费改革
 5. 加快出台促进二手车市场建设和鼓励汽车回收利用、加快汽车更新
 6. 对节能减排和新能源汽车政策支持
- 这些利好政策，都将显著提高汽车，尤其是乘用车的购买需求。

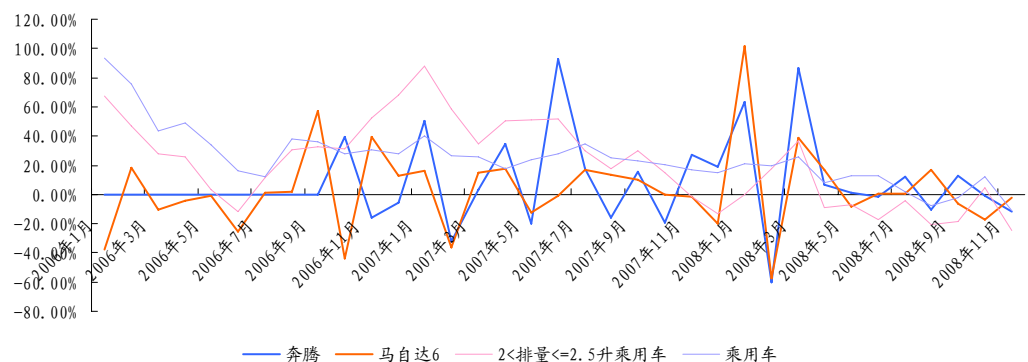
2. 公司业绩增长仍将延续

2.1 公司主推车型增长平稳

公司目前销售主力车型是马自达 6 和奔腾两款车型，排量范围从 2.0 升到 2.3 升。另外公司还负责红旗轿车的销售，但自 2003 年以后，随着红旗轿车销售的萎缩，公司只保留了红旗高端 HQ3 品牌，但该品牌的销售目前只处于清理库存阶段，对公司利润贡献不大。马自达 6 销售比较稳定，图 9 所示为 2006 年以来这两款月度销售同比，同时参照了乘用车和 2 升至 2.5 升乘用车销售同比。从图中可以看到，马自达 6 的销售基本处于振荡攀升状态，除个别月份外，每月销量波动相比较小。而奔腾从 06 年 10 月上市以来也维持此走势，这两款车在 08 年以前，均未能“跑赢”乘用车整体销售走势，但 08 年以后，在乘用车销售出现振荡下滑趋势后，这两款车却仍保持波澜不惊的销售走势。分析其原因，主要有以下几方面：

1. 马自达 6 具有良好的操控性、油耗低、外形有运动感但又比较稳重，因此该款车有稳定的需求群体。
2. 奔腾是公司利用三年多时间，自主研发的中档车型。该款车基于马 6 平台开发并且与马 6 共线生产，产品性能稳定，动力与操控性与马 6 不相上下。公司对奔腾的定位比马 6 稍低，主要消费群体为家庭和注重性价比的公司用车，目前在东北和华北有很好的市场
3. 公司产能扩张较为谨慎。公司在 06 年、07 年国内乘用车销售一片大好形势下并没有大力扩张产能，这保证了在汽车销售处于低迷时未出现大量产能浪费，08 年产能利用率仍能保持 95% 左右。

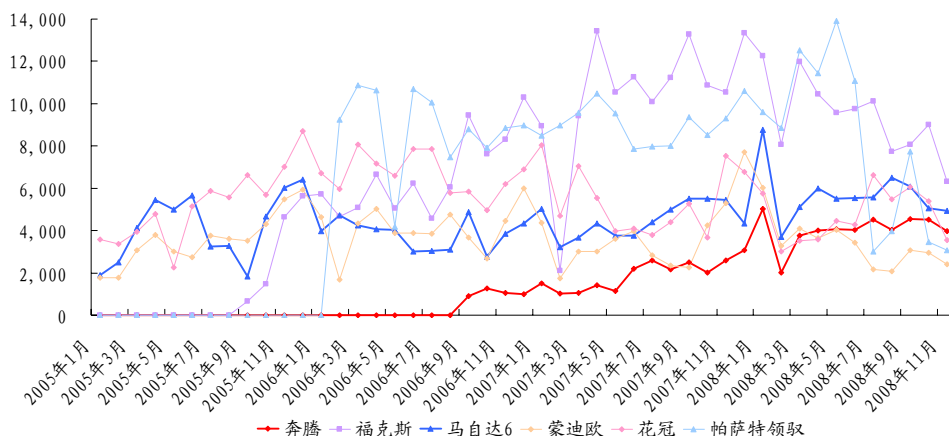
图9. 马自达 6 和奔腾月度销售同比（单位：%）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

图 10 为马自达 6 和奔腾与同类型几款车型的月度销售比较。

图10. 马自达6和奔腾月度销售（单位：辆）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

可以看到这两款车的销售除个别月份外，并未出现大幅波动。而 08 年在其它同类型车都出现销售下滑时，这两款车也能保持稳定的销售。我们认为即使在经济下滑导致乘用车销售不畅的大前提下，少数优秀的车型也会因其较高的性价比而保持稳定的销售。

通过分析，我们可以得到以下结论：

1. 公司主力车型销售稳定，月度环比波动小于其它车型，甚至乘用车固有的销售淡季和旺季波动现象也不十分明显。说明此类车型消费群体较分散，且消费需求较稳定
2. 2008 年以来，公司主力车型仍保持稳中有升的格局，并未随乘用车子行业出现销售下滑趋势。未来此类车型也会保持较强的“抗跌性”
3. 从公司销售渠道看，公司依托一汽集团强大的销售渠道。未来更会受益于汽车金融等相关政策，不存在任何销售瓶颈
4. 公司有较强技术积累，汽车质量有保证，所以能得到逐步增强的认知度

2.2 公司销售正在向小排量倾斜，新车型上市拓宽排量范围

公司主打车型马自达 6 和奔腾保持了稳定攀升的销售量，通过进一步按排量分析，我们发现随着油价和消费税的影响，这两款车的销售也正在向低排量转变。图 11 所示为马 6 和奔腾不同排量车型销售比例变化。08 年以来，这两款车型中低排量即 2.0 排量车销量占比逐渐增加，预计未来这一趋势还会继续。

同车型 2.0 排量比 2.3 排量除了省油之外，消费税也较少，这让车企有更大的让利空间。这种变化趋势说明经济不景气时消费者更愿意选择同类车型中更经济的低排量车，但这对公司的整体销售不会造成影响，

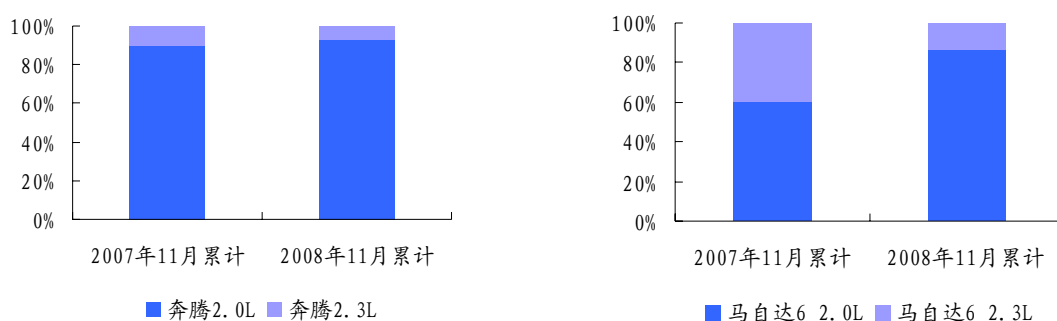
公司 2009 年和 2010 年预计新车上市计划为：

1. 2009 年 3 月新马 6 睿智上市。
2. 2009 年 6 月奔腾 B50 上市
3. 2010 年马自达 MPV 和更小排量的奔腾 B30 上市

从未来的新车型推出计划看，公司将通过小奔腾 B50 占领 1.6 升和 1.8 升排量，通过新马 6 睿智往 2.4 升排量发展。这样消费者将有更多的选择，公司也可避免产品

过于单一的风险。

图11. 马自达6和奔腾不同排量车型销售变化 (单位: %)



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

2.3 公司产能扩充稳健, 成本压力较轻

公司目前有两条生产线共线生产马6和奔腾, 产能为12万辆。另外公司正在进行生产线扩建, 09年产能将扩为18万辆。公司前11个月已销售接近11万辆, 按照现在销售趋势, 预计全年产销将达11.85万辆, 产能利用十分充足。2009年将推出小奔腾和新马6车型, 由于这两款车并不是现有车型的改型升级, 推出后将主攻不同的排量, 消费领域与现有车型并不冲突。因此公司将会在现有销售基础上, 出现跨越式增长。

从公司产能扩建的进度看, 公司作风比较稳健。新车型与老车型仍采用共线生产, 对产能的增加也只是在原有生产线上进行扩建。这种稳健的方式将有利于抵御经济下滑所带来的不确定性, 增加公司的抗风险能力。公司以销定产, 此举将能保证最低的库存积压量。

公司2008年毛利率与去年基本持平。我们认为08年, 尤其是上半年在原材料上涨, 汽车整体行业毛利率下滑的背景下, 公司仍能保证毛利率稳定, 主要有以下原因:

1. 公司原材料采购价格由一汽集团统一制定, 因此充分享受了集团购买的优越性
2. 公司08年销售规模大。产能利用率高, 规模效应明显。因此部分抵消了钢材, 塑料等原材料价格的上涨
3. 销售的车型中2.0升排量占比逐渐增大, 因此上缴消费税较少
4. 销售渠道顺畅, 期间费用保持稳定

预计公司今后毛利率将维持在23%左右, 三季度营业税金已降为5.03%, 预计未来营业税金将在5% - 6%之间。考虑营业税金后, 预计公司今后毛利率将维持在18%左右。

3. 集团资产注入对公司业绩增厚效果显著

实现整体上市, 是一汽集团的必然选择。目前国内外的环境, 迫使集团必须实现整体上市, 整合优质资产进入上市公司, 成为市场关注的蓝筹公司, 解决融资问题, 为未来发展奠定必要的基础。除一汽集团外, 上汽集团和东风集团已于2005年和2006年实现整体上市。目前集团公司控股的上市公司有一汽轿车、一汽夏利、一汽四环和启明信息, 如实现整体上市, 集团整车资产注入一汽轿车的可能性最大。应该说, 一汽轿车目前的股价已不是影响集团整体上市的主要因素。不过由于一汽集团股权结构复杂, 历史遗留问题较多, 需要较长的时间来梳理。随着国家对央企整体上市的政策

鼓励, 预计 09 年集团资产注入极有可能部分启动。

3.1 一汽集团资产结构

一汽集团主要包含 21 家全资子公司和 14 家控股子公司, 如下表所示, 产品领域涵盖乘用车、客车、各型卡车和汽车配件。

表2. 一汽集团全资子公司

企业名称	主营业务/主要产品
中国第一汽车集团公司技术中心	整车和零部件以及工艺、材料的研发、试制、试验
一汽解放汽车有限公司	解放品牌中、重型卡车和发动机、车桥、变速箱三大总成等
一汽客车有限公司	客车底盘和远征牌、太湖牌、华西牌大客车
一汽专用汽车有限公司	解放品牌中、重型卡车专用车、改装车
长春一汽轻型车厂	3 吨载重卡车和 1 吨载重卡车底盘
机械工业第九设计研究院	工厂工程设计、承包、监理和资质认证
一汽铸造有限公司	铸件生产及铸造工艺设计、工装设计制造
一汽模具制造有限公司	整车复盖件模具设计与制造
中国第一汽车集团进出口公司	进出口贸易、外事联络、国际招标和国际物流
长春一汽工艺装备有限公司	非标准工艺装备制造
长春一汽装备技术开发制造有限公司	数控加工中心、天车制造
长春一汽蓝迪自动化工程有限公司	机器人技术开发、涂料与工业炉技术开发
长春一汽嘉信热处理电镀科技有限公司	热处理和电镀设备制造、零件加工
长春一汽综合利用有限公司	铸钢丸、铝合金锭、铸造回炉料、中水洁净水
中国第一汽车集团哈尔滨轻型车厂	轻型卡车、皮卡车
中国第一汽车集团哈尔滨变速箱厂	重、轻型车变速箱
一汽吉林汽车有限公司	微型客车、卡车
一汽华利(天津)汽车有限公司	一汽佳星·幸福使者紧凑实用型多功能轿车和达路·特锐多功能运动车
一汽山东汽车改装厂	解放品牌中、重型卡车专用车、改装车
中国第一汽车集团柳州特种汽车厂	解放品牌中、重型卡车、专用车、特种车
海南汽车试验研究所	湿热带各类汽车试验、技术服务

资料来源: 东海证券研究所, 一汽集团年报

表3. 一汽集团控股子公司

企业名称	主营业务/主要产品
一汽轿车股份有限公司	红旗品牌系列轿车、奔腾轿车和马自达 6 轿车
一汽-大众汽车有限公司	大众品牌捷达、宝来、高尔夫、开迪轿车和奥迪品牌 A4、A6 轿车

长春一汽四环汽车股份有限公司	中、重型卡车变型车、改装车和车箱、车轮总成
长春一汽启明信息技术股份有限公司	启明星 ERP（企业资源计划系统）系列软件
一汽丰田(长春)发动机有限公司	V6 系列高技术环保发动机
天津一汽夏利汽车股份有限公司	夏利系列和 NBC 系列经济型轿车
天津一汽丰田汽车有限公司	丰田品牌威驰、花冠、皇冠、锐志轿车
一汽丰田汽车销售有限公司	营销在中国生产的丰田品牌轿车、多功能运动车
深圳一汽汽车有限公司	汽车营销和售后服务
四川一汽丰田汽车有限公司	丰田品牌陆地巡洋舰普拉多多功能运动车、柯斯达豪华客车
一汽海马汽车有限公司	马自达品牌普力马、福美来轿车
天津一汽丰田发动机有限公司	A 系列发动机、ZZ 和 SZ 发动机等
一汽财务有限公司	为集团成员单位提供结算、信贷服务和保险经纪业务等
一汽陆捷物流有限公司	整车和零部件物流及包装、配送服务

资料来源：东海证券研究所，一汽集团年报

集团公布的 2007 年净资产为 195.28 亿元。2007 年共实现营业收入 1876 亿元，实现利润 117 亿元。由于集团净资产中包含了按股权折算的已上市公司资产，我们需对应下表将该部分扣除。

表4. 一汽集团持有上市公司资产

上市公司名称	2007 年净资产(亿元)	集团持股比例	2007 年集团拥有资产(亿元)
一汽轿车	57.83	53%	30.65
一汽夏利	33.8	47.73%	16.13
一汽四环	11.39	20.14%	2.29
启明信息	1.63	50.76%	0.83
总计			49.9

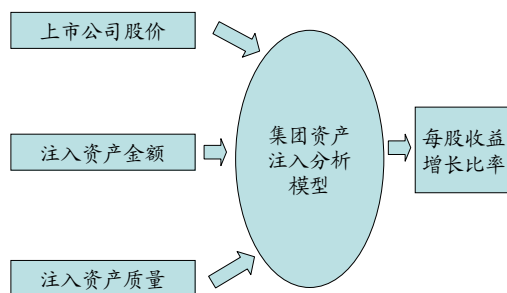
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

扣除持有的上市公司资产后，集团还拥有约 150 亿资产可供注入，不过我们认为集团目前清理出整车资产注入上市公司比较可行。因此实际注入资产应不会有以上规模。

3.2 影响业绩增厚三要素－公司股价、注入资产金额、注入资产质量

我们认为上市公司股价、注入资产金额、注入资产质量对集团资产注入后上市公司业绩增厚影响较大。为了更好地分析集团资产注入后一汽轿车业绩的变化，我们设计了集团资产注入分析模型，以便更好的对该三要素进行情景分析。该模型如图 12 所示将上市公司股价、注入资产金额、注入资产与上市公司资产质量差异作为自变量（输入），以资产注入后每股收益增长比率为应变量（输出）。导入试算数据并且分析不同参数变化对资产注入增厚业绩的影响。

图12. 一汽集团资产注入分析模型

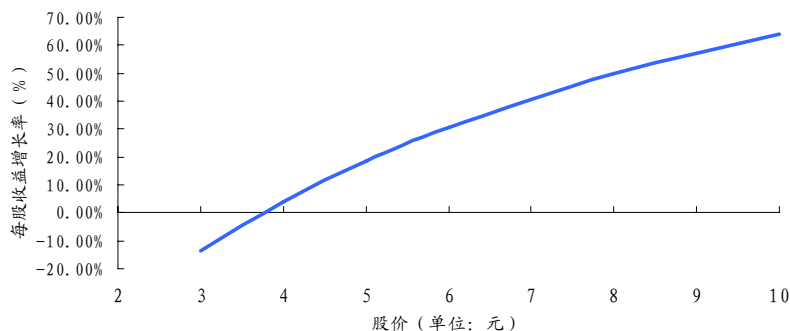


资料来源：东海证券研究所

我们采用注入资产的净资产收益率相对于上市公司净资产收益率的差异率来分析注入资产的质量对业绩增厚的影响。该差异率为相对比率而不是绝对差额，这样能得到较为直观的情景分析结果。每股收益增长比率为集团资产注入后按新股本计算的每股收益与原每股收益之比。

图 13 为运用该模型得出的一汽轿车股价对集团资产注入后业绩增厚的影响曲线。只要资产注入时，公司股价高于注入前每股净资产，则注入资产将增厚业绩。股价越高则业绩增厚越多，但边际效益递减。

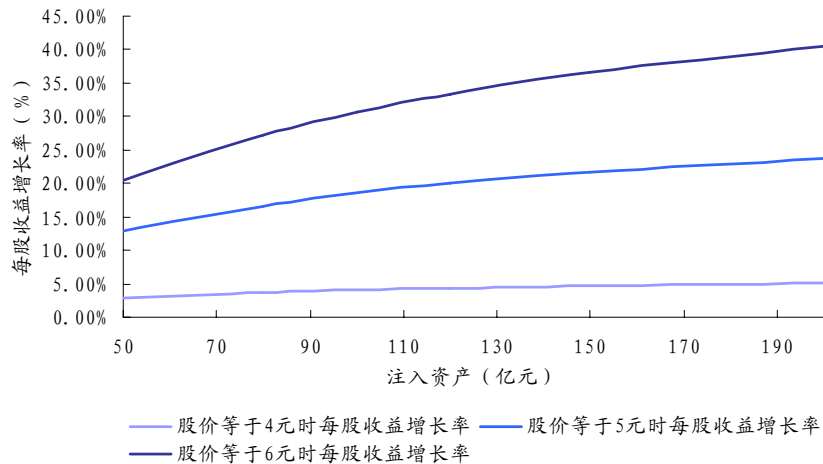
图13. 上市公司股价对业绩增厚影响（横轴坐标：股价、纵轴坐标：每股收益增长率）



资料来源：东海证券研究所

在此基础上进一步看注入资产金额对业绩增厚的贡献，因为对于不同股价，业绩增厚效果不同，经过情景试算，可以看到不同股价下，每股收益增加比率处于不同的趋势曲线上，如图 14 所示。当公司股价小于等于每股净资产时，注入资产金额无论多少都不会对公司业绩造成影响。当公司股价高出每股净资产越多时，注入资产金额变化对业绩增厚的影响越明显，且同样的资产注入量时，股价越高业绩增厚越多。

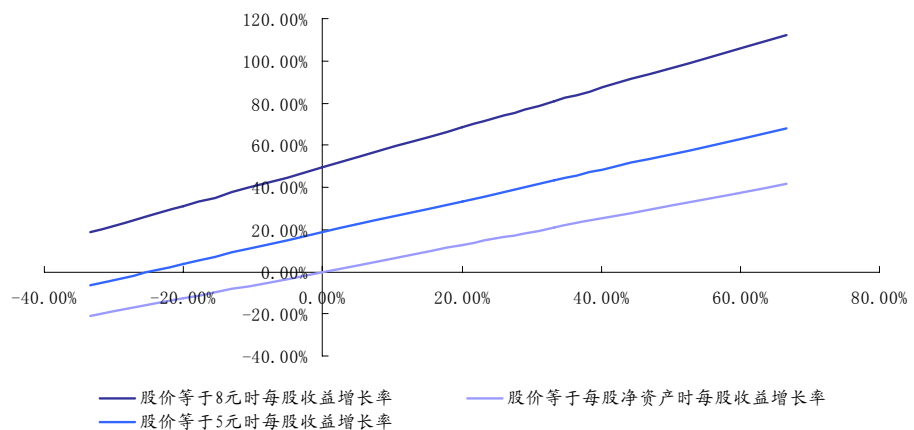
图14. 注入资产金额对业绩增厚影响（横轴坐标：注入资产、纵轴坐标：每股收益增长率）



资料来源：东海证券研究所

另外一项影响集团资产注入对业绩增厚的重要因素是注入资产的资产质量。从定性的角度看，注入资产质量越高，将会产生更多的利润，增厚公司业绩，如图 15，在股价一定的条件下，注入资产净资产收益率和原上市公司净资产收益率的相对差异比率与注入后每股收益增长率成线性关系。另外，当股价高于每股净资产时，即使注入资产净资产收益率小于上市公司净资产收益率，仍能适度增厚业绩。

图15. 资产质量差异对业绩增厚影响（横轴坐标：注入资产收益率的差异率、纵轴坐标：每股收益增长率）



资料来源：东海证券研究所

3.3 集团资产注入业绩增厚估算

同时影响业绩增厚作用的还有上市公司净资产和净资产收益率，在做资产增厚分析时，我们将其以短期常量处理，净资产按三季报 63 亿元，净资产收益率按 18% 计算。在股价以 09 年 1 月 6 日收盘价 8.08 元计算，集团注入资产 100 亿时，每股收益增长结果如表 5 所示。

表5. 集团资产注入业绩增厚估算

注入资产净资产收益率	注入净资产收益率相比上市公司变动	每股收益增长
0.1	-44.44%	6.11%
0.12	-33.33%	16.05%
0.15	-16.67%	30.97%
0.18	0.00%	45.89%
0.2	11.11%	55.83%
0.25	38.89%	80.69%

资料来源：东海证券研究所

从该表可以看到，在注入资产的质量（对应于注入资产的净资产收益率）小于上市公司资产质量时，注入资产仍能保证增厚业绩。而且由上述模型可以看到，一汽轿车上市公司股价越高，注入资产对业绩增厚的效果越明显。由于一汽集团首次注入整车资产的可能性较大，对比中国重汽，金龙客车和宇通客车，集团整车资产的净资产收益率应在 15% 以上，因此资产注入预计能增厚公司业绩 30% 以上。

4. 公司盈利预测与估值

4.1 盈利与估值

公司 08 年前三季度每股收益分别为 0.19 元、0.12 元和 0.21 元，前三季共实现每股收益 0.52 元。前 11 个月销售马 6 共计 6.28 万辆，由于 12 月订单饱满，预计 08 年销售约 6.9 万辆。前 11 个月销售奔腾共计 4.45 万辆，预计 08 年销售约 4.8 万辆。另外，红旗 HQ3 预计能清理库存 1500 辆左右。08 年全年有望实现销售乘用车 11.85 万辆。预计 08 年销售收入同比增长 55% 以上。

新马 6 睿智预计 2009 年 3 月上市，奔腾 B50 预计 09 年 6 月上市。相比之下，我们更看好 B50，它主攻的 1.6 升和 1.8 升排量将充分利用一汽的品牌和技术优势占领黄金排量乘用车市场。2009 年公司产能将扩建为 18 万辆，由于公司在产能扩建方面一贯稳健，我们相信公司有实力同比增加销售数量。同时，由于睿智与马 6 市场定位不同，上市后对原来马 6 市场不会有较大的替代作用，预计睿智与马 6 在 2009 年销售 9 万辆以上，奔腾 B50 可能会部分挤占原奔腾的消费市场，预计大小奔腾在 2009 年销售 7 万辆左右。因此，09 年公司产能利用仍然比较充足。2010 年马自达 MPV 和奔腾 B30 上市后主攻目标仍有各自定位。到时一汽轿车将形成多排量的乘用车销售体系。预计 2009、2010 年公司乘用车销售仍分别有 35% 和 25% 以上的增长。

基于上述假设，我们预计公司 2008、2009、2010 年每股收益分别为 0.65 元、0.73 元和 1.21 元。另外，集团资产注入后必将增厚业绩，但由于资产注入时间和影响业绩增厚的三要素值目前无法固定，此次预测的每股收益暂未包含集团资产注入影响。按 2009 年乘用车板块整体动态市盈率 12.38 计算，公司目标价为 9.03 元，公司股价仍有 10% 以上的上涨空间，给予“增持”评级。

4.2 风险提示

- 公司未来乘用车销售增速可能低于预期，公司新产品上市可能短期内不能取得预期效益

- 公司 2009 年产能扩建较大,如果产能利用不充足则会造成较大固定资产摊消
- 库存车资产减值可能会大于预期

损益表预测 (货币单位:百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	10,031.12	13,617.51	21,179.32	29,301.59	36,796.93
减:营业成本	8,579.78	11,239.06	17,292.91	23,983.35	30,007.90
营业费用	696.95	964.13	1,800.24	2,490.63	3,127.74
管理费用	487.32	472.38	635.38	879.05	1,103.91
财务费用	-86.41	-26.49	-49.82	-55.35	-72.66
营业利润	403.65	700.52	1,453.84	1,646.98	2,693.32
净利润	284.53	552.87	1,062.12	1,196.13	1,970.89
EBIT	317.24	674.03	1,404.02	1,591.63	2,620.66

资产负债表预测 (货币单位:百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
现金&现金等价物	2,931.70	2,306.28	4,359.98	3,092.60	6,715.70
应收账款	1,184.01	2,760.05	3,042.50	5,788.11	5,301.37
坏帐准备	190.89	348.76	395.53	752.45	689.18
待摊费用及其它流动资产	101.01	201.39	211.79	293.02	367.97
流动资产合计	5,427.49	6,778.47	10,097.02	12,113.78	16,224.70
其它资产合计	2,808.85	2,751.54	2,542.65	2,300.34	2,105.80
总资产	8,236.33	9,530.01	12,639.67	14,414.13	18,330.50
应付账款	2,112.57	2,576.81	5,003.65	5,509.60	7,644.55
其它流动负债	477.21	1,103.25	986.43	1,367.65	1,711.98
流动负债合计	2,789.78	3,680.05	6,014.43	6,910.95	9,398.84
其它长期债务	34.98	52.99	56.17	59.54	63.12
债务合计	2,824.75	3,733.04	6,076.60	6,982.49	9,479.96
少数股东权益	26.06	55.15	77.76	109.04	148.33
股东权益	5,385.52	5,782.94	6,526.42	7,363.72	8,743.34
债务及股东权益合计	8,236.33	9,571.14	12,680.79	14,455.25	18,371.62

附注:

分析师简介及跟踪范围:

赵世光, 机械行业分析师, 获上海交通大学机械工程学院博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券业从业经验。擅长数量分析, 对相关产业发展有深入理解。

汽车及汽配子行业重点跟踪公司: 威孚高科, 中国重汽, 潍柴动力, 科力远, 一汽轿车, 云内动力

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122