

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn

2009年2月6日

一汽轿车 (000800.SZ)/10.15元

接近短期目标价位，长期投资价值较高

工业·汽车

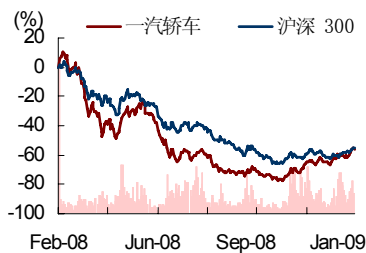
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2098
总股本(万股)	162750
已上市流通股(万股)	76448
总市值(亿元)	153
流通市值(亿元)	72
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	13.9
资产负债率	44.3%
主要股东	中国第一汽车集团公司
主要股东持股比例	53.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	13	-55
相对表现	16	33	1



相关报告

- 1、《000800-自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22
- 2、《000800-技术资金积累雄厚，业绩快速稳定增》2007/3/2
- 3、《000800-2006 年业绩快报点评》2007/3/16
- 4、《从产业发展现状 寻找综合实力较强企业》2007/3/22
- 5、《000800-自主品牌销量增长 整体上市价值不菲》2007/8/29
- 6、《000800-业绩超出普遍预期 整体上市提升价值》2007/10/29
- 7、《000800-自主品牌快速增长 整体上市预期提高》2008/1/17
- 8、《000800-双品牌健康良好》22008/3/28

一汽轿车近期股价涨幅较高，股价 10.15 元基本接近我们《汽车行业 2009 年投资策略》中给出目标价格 10.4 元。2009 年 1Q 预计销量略低于去年同期，考虑降价及可能的开办费用，预计 1 季度 EPS0.08 元，利润同比下降 60%。

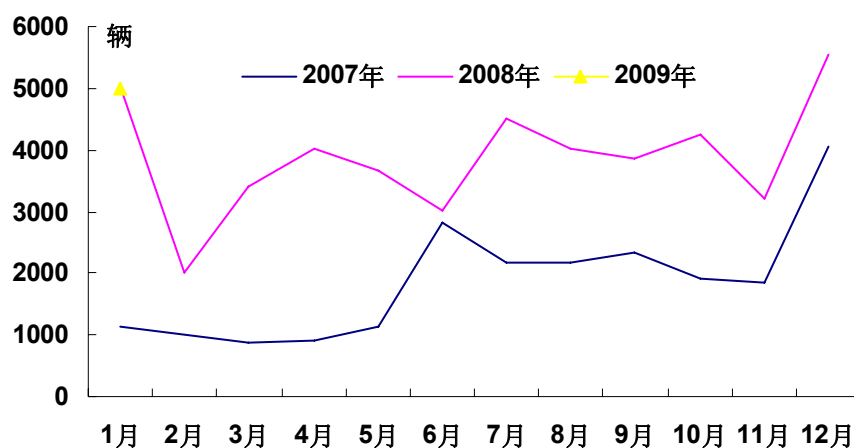
- **2008 年业绩符合预期，维持 09 年盈利预测。**公司 1 月 23 日发布业绩公告 08 年净利润 10.5-12 亿元，同比增长 90%-120%，规模效应是利润增长主因。在对一汽轿车的销量与盈利预测上，我们一直非常精确而且没有随意变动，主要在于我们对公司的切实认识之上，预计 2008 年 EPS0.67 元。
- **目前股价基本接近我们 09 年策略目标价位，维持投资评级不变。**一汽轿车目前最高股价 10.18 元，与我们 09 年投资策略报告设定目标价位 10.4 元基本接近（按 2009 年 EPS12 倍 PE 估值）；考虑到公司产品结构的逐渐丰富以及整体上市预期，维持“强烈推荐-A”投资评级不变。
- **一季度公司汽车销量同比、环比可能出现负增长。**公司目前产品仍以马自达及奔腾品牌产品为主，公司春节放假至 2 月 10 日。08 年 1 季度“奔腾+马六”总销量 2.87 万辆，4 季度销量 3.13 万辆。预计 09 年一季度两品牌产品销量总计为 2.82 万辆，同比、环比均出现负增长。
- **一季度业绩较低，整体上市无启动迹象。**考虑产品降价因素以及新品开办费用，预计 2009 年 1Q 每股盈利为 0.08 元，同比下降 58%（2008 年 1Q 实现净利润 3.12 亿元，每股盈利 0.19 元）。整体上市目前无实质性动作，预计需要推至 2009 年下半年。
- **预估每股收益 09 年 0.87 元、10 年 1.11 元。**同比分别增长 30%和 28%。
- **维持“强烈推荐”投资评级，但需注意一季度业绩风险。**我们认为随着公司产品结构在 4 月份的逐渐完善，公司销量与业绩增长仍然可见，按照目前汽车行业的估值水平合理价格接近 10.4 元以上，但需要注意一季度上市公司汽车销量、业绩均难出现较大增长，特别是业绩上，可能出现接近 60%的负增长，敬请注意季度经营风险。

财务数据与估值（2009年2月6日）

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	11188	13618	19167	26648	35023
同比增长	8%	22%	41%	39%	31%
营业利润(百万元)	401	701	1460	1954	2486
同比增长	11%	75%	108%	34%	27%
净利润(百万元)	277	553	1090	1415	1806
同比增长	19%	100%	97%	30%	28%
每股收益(元)	0.17	0.34	0.67	0.87	1.11
PE	59.7	29.9	15.1	11.7	9.1
PB	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1

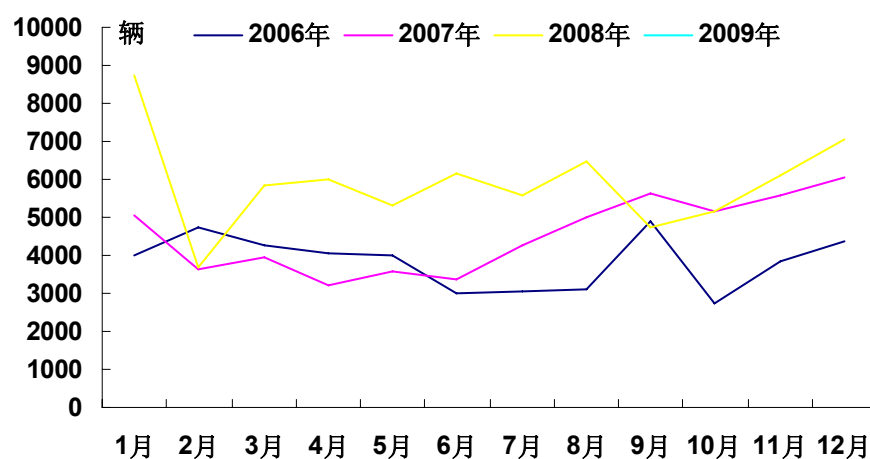
资料来源：招商证券

图 1 一汽轿车奔腾品牌销量统计



资料来源：公司资料

图 2 一汽轿车马自达品牌销量统计



资料来源：公司资料

附：《汽车行业 2009 年投资策略》重点公司介绍一汽轿车-强烈推荐（A）

（3）09 年重点公司介绍

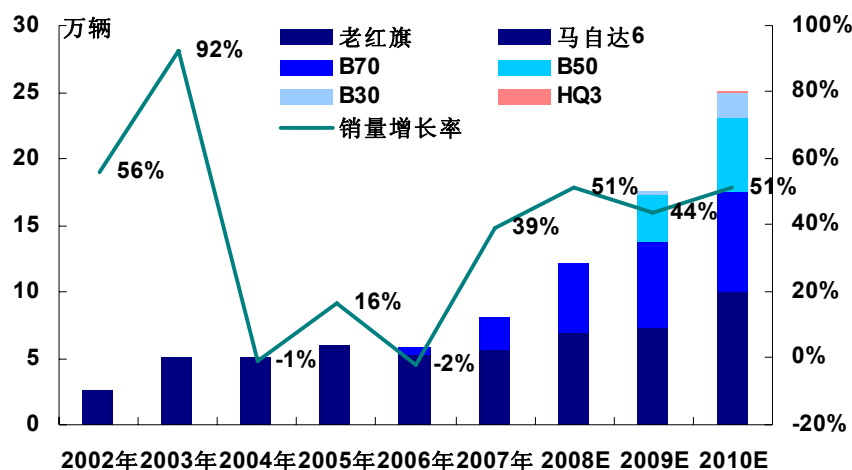
一汽集团旗下上市公司投资机会（整体上市投资价值将在后续报告中讨论，敬请关注）

一汽轿车（000800）-- 强烈推荐-A（维持）

投资要点：

- 1) 公司现金流充沛，财务状况良好，无长期负债，资产质量较高；
- 2) 具有良好的分红记录（股改承诺 05-09 年 50% 利润实现分配）；
- 3) 未来同平台产品销量高速增长依然可以确定，规模效应会更加明显；
- 4) 集团整体上市一汽轿车是必须的平台。

图表 3： 一汽轿车销量增速统计与预测



资料来源：招商证券

盈利预测与投资评级：

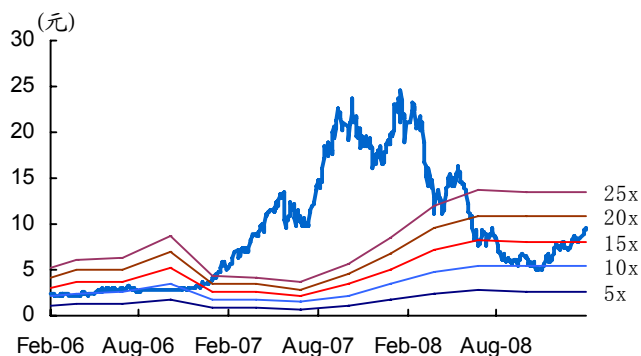
图表 4： 一汽轿车盈利预测与估值水平（2008 年 12 月 3 日）

会计年度	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	11188	13618	19167	26648	35023
同比增长	8%	22%	41%	39%	31%
营业利润(百万元)	401	701	1441	1954	2486
同比增长	11%	75%	106%	36%	27%
净利润(百万元)	277	553	1076	1414	1806
同比增长	19%	100%	95%	31%	28%
每股收益(元)	0.17	0.34	0.66	0.87	1.11
P/E(倍)	43.0	21.5	11.0	8.4	6.6
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：招商证券

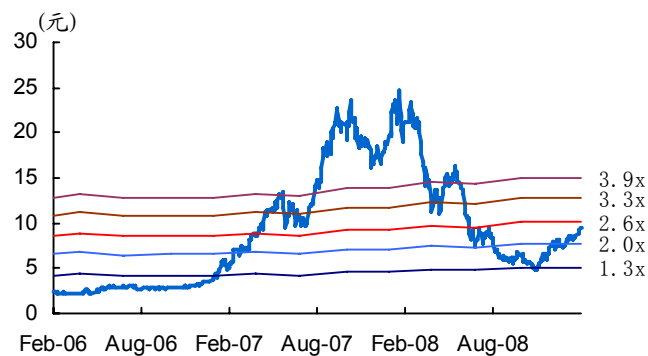
维持对一汽轿车强烈推荐-A 的投资评级，目前 PE 估值接近 08 年 EPS10 倍，公司未来两年高成长基本确定，按照 2009 年 12 倍 PE 给予估值（略微超出行业平均水平），目标价格 10.4 元。

图 1：一汽轿车历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：一汽轿车历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《000800-自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22 价值低估；
- 2、《000800-技术资金积累雄厚，业绩快速稳定增长》2007/3/2 深度报告，详细分析整体上市的可能性与价值；
- 3、《从产业发展现状 寻找综合实力较强企业》2007/3/22 行业策略报告，重点推荐上海汽车以及一汽轿车；
- 4、《2007 年中期汽车行业投资策略报告》2007/6/25 调高一汽轿车目标价格；
- 5、《2007 年四季度汽车行业投资策略报告》2007/10/12 深度挖掘整体上市价值；
- 6、《000800-自主品牌快速增长 整体上市预期提高》根据公司业务增长状况，大幅调高公司 2008 年盈利预测；
- 7、《000800-莫为浮云遮望眼》2008/4/2 说明一汽轿车业绩增长的原因以及未来的增长空间。
- 8、《000800-业绩增长符合预期，产能扩张布局未来》2008/10/27

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	5427	6778	7029	8988	11377
现金	2932	2306	1191	802	612
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	865	2292	2875	3997	5254
应收款项	82	71	90	125	165
其它应收款	40	42	77	446	588
存货	1402	1860	2513	3484	4584
其他	107	208	284	133	175
非流动资产	2868	2793	3702	4038	4355
长期股权投资	394	478	621	700	720
固定资产	1880	1704	2884	3172	3495
无形资产	82	89	80	72	65
其他	512	522	118	94	75
资产总计	8295	9571	10731	13026	15732
流动负债	2820	3680	4320	5871	7628
短期借款	200	0	0	0	0
应付账款	2113	2577	2939	4074	5361
预收账款	162	785	1029	1426	1876
其他	346	318	352	371	391
长期负债	35	53	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	35	53	0	0	0
负债合计	2855	3733	4320	5871	7628
股本	1628	1628	1628	1628	1628
资本公积金	2489	2485	2485	2485	2485
留存收益	1283	1670	2215	2923	3826
少数股东权益	42	55	83	119	166
母公司所有者权益	5399	5783	6328	7035	7939
负债及权益合计	8295	9571	10731	13026	15732

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	374	(35)	873	1199	1616
净利润			1090	1415	1806
折旧摊销			501	643	700
财务费用			(17)	(10)	(7)
投资收益			(77)	(92)	(111)
营运资金变动			(520)	(849)	(883)
其它			(104)	93	110
投资活动现金流	(346)	(211)	(1503)	(982)	(1020)
资本支出			(1521)	(903)	(1000)
其他投资			18	(79)	(20)
筹资活动现金流	(75)	(368)	(486)	(605)	(786)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(545)	(707)	(903)
其他			59	102	118
现金净增加额	(47)	(615)	(1116)	(388)	(190)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	11188	13618	19167	26648	35023
营业成本	9105	10434	14696	20372	26806
营业税金及附加	631	805	1016	1412	1856
营业费用	697	964	1399	2052	2732
管理费用	490	472	690	959	1261
财务费用	(85)	(26)	(17)	(10)	(7)
资产减值损失	(1)	355	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	50	87	77	92	111
营业利润	401	701	1460	1954	2486
营业外收入	3	4	4	5	5
营业外支出	45	18	21	25	21
利润总额	359	687	1443	1934	2470
所得税	72	120	325	484	618
净利润	286	566	1118	1451	1853
少数股东损益	10	14	28	36	46
母公司所有者净利润	277	553	1090	1415	1806
EPS (元)	0.17	0.34	0.67	0.87	1.11

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	8%	22%	41%	39%	31%
营业利润	11%	75%	108%	34%	27%
净利润	19%	100%	97%	30%	28%
获利能力					
毛利率	18.6%	23.4%	23.3%	23.6%	23.5%
净利率	2.5%	4.1%	5.7%	5.3%	5.2%
ROE	5.1%	9.6%	17.2%	20.1%	22.8%
ROIC	4.5%	9.5%	17.4%	20.4%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	39.0%	40.3%	45.1%	48.5%
净负债比率	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.4	1.3	1.0	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.3	1.4	1.8	2.0	2.2
存货周转率	9.3	8.4	8.8	8.9	8.7
应收帐款周转率	54.0	178.9	238.4	247.5	241.7
应付帐款周转率	4.3	4.5	5.3	5.8	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.17	0.34	0.67	0.87	1.11
每股经营现金	0.23	-0.02	0.54	0.74	0.99
每股净资产	3.32	3.55	3.89	4.32	4.88
每股股利	0.18	0.14	0.33	0.43	0.55
估值比率					
PE	59.7	29.9	15.1	11.7	9.1
PB	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	33.5	21.3	11.3	8.5	6.9

分析师简介

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3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。

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。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。