

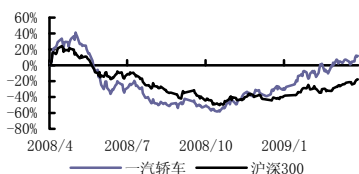
消费品及服务 - 汽车及配件

Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 4 月 21 日

市场数据	2009 年 4 月 20 日
当前价格 (元)	13.49
52 周价格区间 (元)	4.90-16.60
总市值 (百万)	21954.98
流通市值 (百万)	10312.70
总股本 (百万股)	1627.50
流通股 (百万股)	764.47
日均成交额 (百万)	145.17
近一月换手 (%)	39.94%
第一大股东	中国第一汽车集团公司
公司网址	http://www.faw.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
一汽轿车	13.65%	61.36%	19.80%
沪深 300	13.78%	33.70%	-17.26%

冉飞

+86 755 83199599ext8267
ranfei@csc.com.cn

分析师申明

本人, 冉飞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

奔腾得意, 马六蹄疾

——一汽轿车 (000800) 2008 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	20245.46	26724.00	32870.52	38458.51
净利润 (百万元)	1098.96	1198.09	1503.65	1759.21
每股收益 (元)	0.67	0.73	0.91	1.07
净利润增长率 (%)	89.65%	9%	25.5%	17%
市盈率	20.19	18.52	14.76	12.61
EV/EBITDA	12.10	10.36	7.97	6.63

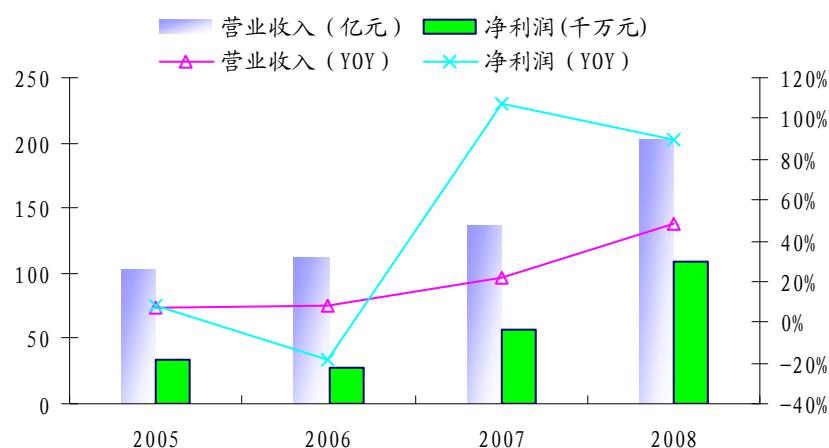
资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

- 2008 年公司实现营业收入 202.45 亿元, 同比增长 48.67%; 归属于母公司的净利润 10.87 亿元, 同比增长 89.65%; 实现每股收益 0.67 元, 略高于我们预期。
- 公司产品在经历耐心的终端培育后终获市场认可, 品牌形象得到很大提升。两款主打车型同时实现热销。尤其在下半年行业增速快速回落的情况下依然表现了较强的竞争力。
- 2008 年公司毛利率为 22.22%, 同比去年下降了 1.16 个百分点。基于产品的结构调整 (加权排量下移) 以及中高级车 (需求持续低迷) 的降价压力, 我们预计 2009 年公司毛利率继续温和回落近 1 个百分点。
- 期间费用率 10.98%, 同比小幅增长 0.62 个百分点。其中营业费用同比增长了 77.25%。2009 年两款新车型的推出将使销售费用保持在高位, 同时高额资本性投入对应的研发支出也将会有一定增长。我们预计 2009 年公司期间费用率同比小幅增长 0.5 个百分点。
- 公司业绩在连续两年跳跃增长后, 2009 年增速将良性放缓。结合公司排产计划以及行业运行情况, 预计全年将呈前低后高走势。
- 我们预测公司 2009 年~2011 年每股 EPS 分别为 0.73、0.91、1.07 元, 对应当前 PE 分别为 19、15、13 倍。基于公司在年内已实现近一倍的涨幅, 短期估值提升空间收窄, 我们下调评级为“增持”。

厚积薄发，业绩逆势增长

一汽轿车公布了一份靓丽的年报。2008 年公司实现营业收入 202.45 亿元，同比增长 48.67%；归属于母公司的净利润 10.87 亿元，同比增长 89.65%；实现每股收益 0.67 元，略高于我们预期。

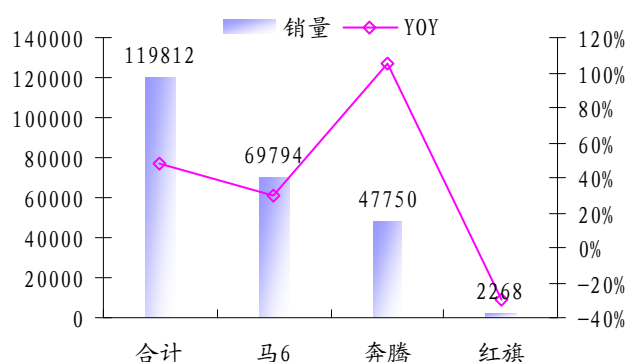
Figure1 近四年公司营业收入及归属于母公司净利润增速



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

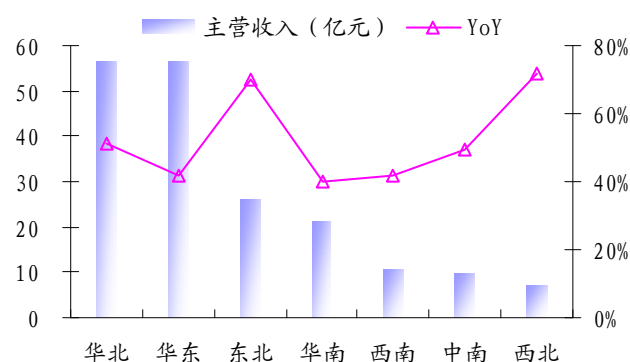
销量增长提升经营业绩。根据中汽协的统计数据，2008 年公司共销售整车 119812 辆，同比增长达 48.84%，远高于轿车行业（6.78%）水平。业绩逆势大幅增长，在汽车类上市公司中表现一枝独秀。

Figure2 2008 年公司整车销量及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure3 按地区划分主营收入及增速

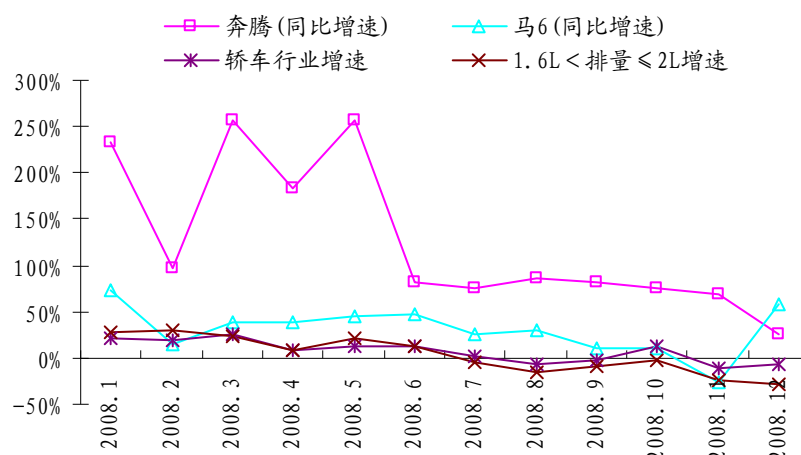


数据来源：公司年报、世纪证券研究所

公司轿车业务在经历近年耐心的培育后终于开花结果。马 6 作为马自达公司在中国导入的最成功车型，领衔于运动型中高级轿车市场，品牌形象已深入人心；奔腾作为公司继红旗后推出的另一款自主品牌，凭借优异的性价比和精准的市场定位，也跻身为中高级细分市场主流车型。同时公司营销得当，两款主力车型在全年持续热销，尤其在下半年

行业快速回落的情况下依然表现了较强的竞争力。

Figure4 2008 年奔腾、马 6 月度销量增速与行业对比



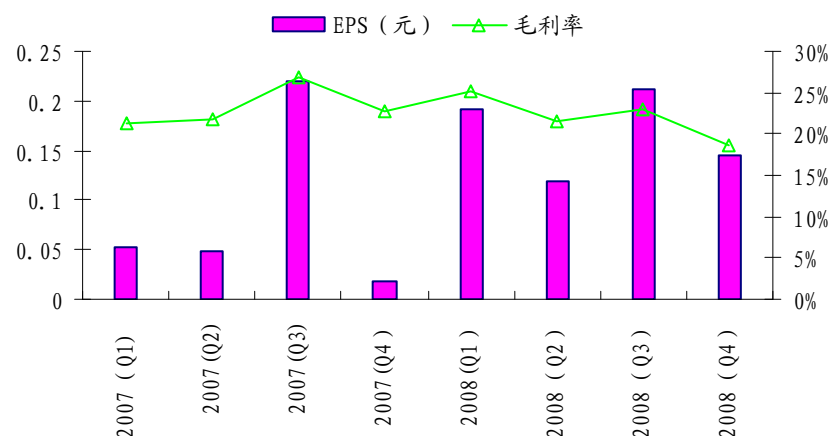
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

毛利率温和回落

2008 年公司毛利率为 22.22%，同比去年下降了 1.16 个百分点。

由于旗下车型处在中高端细分市场，加上较强的上游议价能力，钢价等原材料价格上涨对其影响有限，而需求影响相对较大，4 季度降至 18.7%。

Figure5 公司近两年单季毛利语每股收益



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

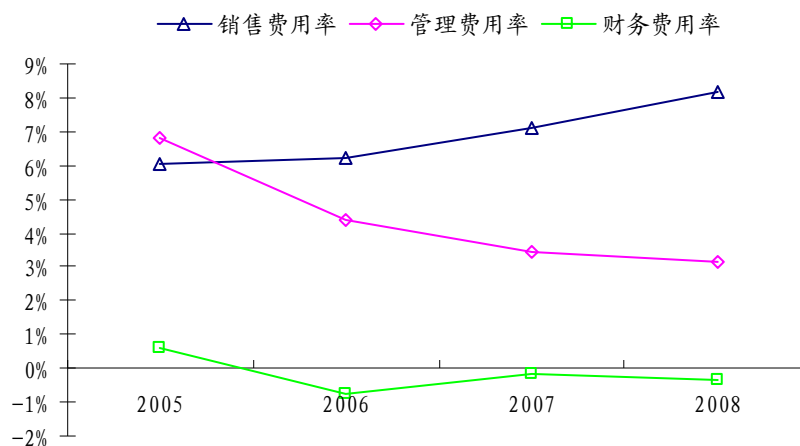
中高端轿车毛利率显著高于行业平均水平，同时奔腾 B70 与马 6 采用平台化的共线生产，进一步降低了单车折旧摊销成本，因此公司毛利率显著高于同类可比上市公司。2009 年新车奔腾 B50、马 6 睿翼与原奔腾 B70 仍然共线生产，但基于产品的结构调整（加权排量下移）以及中高级车（需求持续低迷）的降价压力，我们预计 2009 年公司毛利率继

续温和回落近 1 个百分点。

销量增长对应销售费用提升

三项期间费用率合计为 10.98%，较去年上升了 0.62 个百分点。其中销售费用同比增长 77.25%，主要源于销量提升所对应的三包、广告、运输费用增长。

Figure6 公司近四年期间费用率



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

2009 年公司推出马 6 睿翼和奔腾 B50 两款新车，由于新车型所在细分市场更加激烈，预计将销售费用保持在高位。同时从公司披露信息来看，资本性投入已进入高峰期，相应的研发支出也将会有增长。我们预计 2009 年公司期间费用率同比小幅增长 0.5 个百分点。

2009 年增速良性放缓

随着两款新车型投放市场，“双奔腾+双马 6”组合涵盖了更宽的排量区间，公司产品梯队进一步丰富。2009 年公司提出了 16 万辆的销售目标，我们预计两款新车型年内有望提供 4.5~5 万的增量，实现目标把握较大。

我们认为，公司业绩在连续两年的跳跃增长后，2009 年增速将良性放缓。结合公司排产计划以及行业运行情况，预计全年业绩将呈前低后高走势。不过公司内生增长明确，自主品牌正处在高速发展期，是轿车类上市公司中值得长期投资的优质品种。

盈利预测

我们预测公司 2009 年~2011 年每股 EPS 分别为 0.73、0.91、1.07 元，对应当前 PE 分别为 19、15、13 倍。基于公司在年内已实现近一倍的涨幅，短期估值提升空间收窄，我们暂下调评级为“增持”。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.