

日期: 2008 年 4 月 22 日
行业: 汽车和汽车零部件



汽车行业研究小组 杨胜
021-53519888-1970
Yangsheng97@gmail.com

稳健增长的典范

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	13.70
12mth A 股价格区间 (元)	4.8/30.15
总股本 (百万股)	1,627.50
无限售 A 股/总股本	46.97%
流通市值 (百万元)	10473.23
每股净资产 (元)	4.04
PBR (X)	3.40
DPS (Y08, 元)	10 派 3.5

主要股东 (Y08)

中国第一汽车集团公司	53.03%
------------	--------

收入结构 (08H)

汽车制造业	95.15%
-------	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YS09-CT06

相关报告:

- 一汽轿车动态点评-全年业绩将再次超出预期
- 20081224-超强大市
- 一汽轿车三季报点评-三季度业绩超出预期
- 20081027-超强大市
- 一汽轿车深度报告-公司进入跨越式增长期
- 20080907-超强大市
- 一汽轿车调研-销量稳定增长, 经营谨慎踏实
- 20080825-超强大市-调升

■ 报告目的

一汽轿车 (000800) 公布 08 年度报告, 公司 08 年共实现营业收入 202.5 亿元, 同比增长 48.7%; 实现归属于母公司所有者净利润 10.9 亿元, 同比增长 89.7%。每股收益 0.67 元, 与我们此前预期 0.68 元基本符合。公司计划每 10 股派发红利 3.5 元。

■ 主要观点

08 年公司业务表现出色

公司收入增速虽然在 08 年下半年开始下降, 毛利率下滑, 但仍大幅好于行业平均水平。09 年随着行业需求的回暖、新车型引入以及原材料价格的下降, 公司收入增速将重回上升通道, 毛利率将触底反弹。公司 08 年下半年投资和融资现金流均大幅下降, 主要是因为公司新车型投入带来的投资增加。目前公司现金流仍较为充足, 能满足后续发展需求。

新车型上市将带来业绩持续高增长

我们一直强调的公司三年内车型呈现二款、四款和六款的跨越式增长格局即将拉开帷幕。公司在 4 月和 5 月将分别推出马自达 6 睿翼和奔腾 B50, 10 年将推出马自达 MPV 和奔腾 B30。综合行业统计数据, 公司历史业绩表现以及公司即将推出新产品的性能, 我们判断公司新车型陆续上市带来业绩高增长的确定性较高, 公司业绩将持续高增长态势。

■ 投资建议

未来 6 个月内, 维持评级为“超强大市”:

在 08 年 8 月份我们首次给予公司“超强大市”评级并一直重点推荐, 8 个月内公司股价跑赢沪深 300 指数 113%。考虑到公司业绩快速增长的确定性和相对较低的估值水平, 我们继续维持六个月内“超强大市”评级, 提升目标价为 17.5-18.5 元。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	13,617.51	20,245.46	24,655.80	33,909.12
增长率	21.72%	48.67%	21.78%	37.53%
归属于母公司所有者的净利润	552.87	1,087.49	1,426.71	2,001.31
增长率	99.93%	96.70%	31.19%	40.27%
每股收益 (元)	0.34	0.67	0.88	1.23

每股收益按最新股本 1627.5 百万股摊薄计

一、08 年公司业务表现出色

从财务报表来看，公司 08 年业务表现出色。我们对其中的重点内容进行了逐一分析。

表 1 一汽轿车季度财务简表（单位：百万元人民币）

指标名称	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2007	2008
营业总收入	2893	3029	3746	3950	4950	5482	5357	4457	13618	20245
同比增速 <u>注 1</u>					71.1%	81.0%	43.0%	12.8%		48.7%
归属母公司股东的净利润	86	79	358	50	312	194	344	237	573	1087
同比增速					261%	146%	-3.9%	376%		89.6%
毛利率 <u>注 2</u>	21.2%	21.8%	26.9%	22.8%	25.3%	21.5%	23.1%	18.7%	23.4%	22.2%
销售费用率	9.2%	9.1%	7.5%	3.6%	7.8%	9.3%	7.5%	8.0%	7.1%	8.2%
管理费用率	3.8%	2.9%	2.8%	4.3%	2.7%	3.2%	3.1%	3.8%	3.5%	3.2%
财务费用率	-0.5%	1.3%	-0.9%	-0.5%	-0.2%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.4%
投资净收益比率	0.9%	1.0%	0.6%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	0.0%	0.6%	0.5%
营业外收支比率	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
销售净利润率	2.7%	2.8%	9.5%	1.2%	6.4%	3.6%	6.6%	5.3%	4.2%	5.4%
经营活动产生的现金流量净额	271	-157	128	-277	874	-190	141	344	-35	1169
投资活动产生的现金流量净额 <u>注 3</u>	-52	-19	-40	-100	-217	-205	-288	-531	-211	-1241
筹资活动产生的现金流量净额 <u>注 4</u>	-3	-203	-156	-7	0	705	-764	-473	-368	-532
现金及现金等价物的净增加额	225	-422	-42	-387	659	281	-911	-658	-625	-629

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

注 1：08 年下半年，受宏观经济下滑影响，同时新车型 B70 带来增长的边际效应递减，公司销售收入增速呈现递减的格局，但仍大幅好于行业销量同比下降近 10% 的水平。公司 09 年一季度销量增速为 8.6%，虽然高于行业平均水平，但差距正在缩小。随着公司新车马自达 6 睿翼和奔腾 B50（1.6 升）分别在 4 月份和 5 月份上市，公司销售收入将再次呈现逐季增长的格局。

注 2：因为 08 年四季度销售基数下降，规模效应下降，同时原材料价格因为传导时滞仍处于高位，导致公司去年四季度毛利率下降较多。今年一季度开始，公司销量环比和同比均开始提升，而原材料价格已经下降并保持低位，公司毛利率将逐步提升，回复至 08 年的平均水平。

注 3：公司在 08 年投资活动净现金流减少较多，主要为公司 09 年及 10 年共四款新车型上市的研发和生产线投资所致。10 年公司

仍将有 2 款新车上市，且公司计划建设新生产线扩充产能，09 年公司投资仍将处于较高水平。与大众观点不同，我们注意到公司在新车投入方面与业内公司相比较为谨慎，新车投入产出比更高，长期来看将带来更大的股东回报。

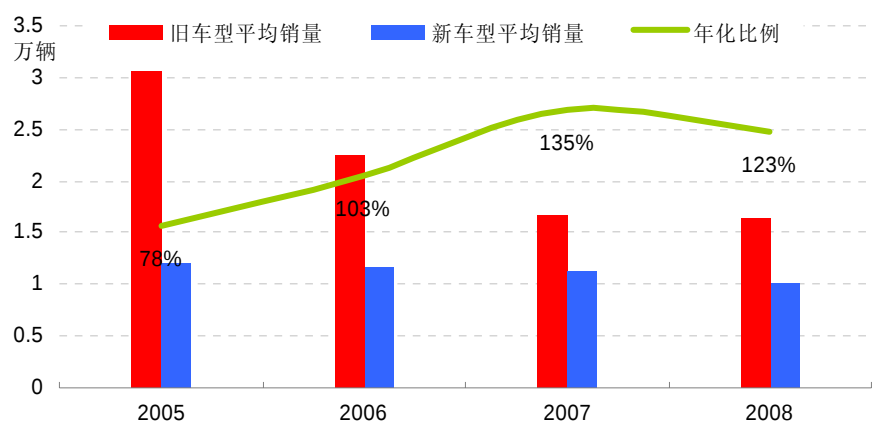
注 4：公司在 08 年下半年筹资活动净现金流减少较多，主要是三、四季度分别偿还债务 7.6 亿元和 2.1 亿元，我们判断其中大部分为偿还二季度为规避汇率风险而借入的日元贷款。目前公司日元贷款应基本归还完毕，09 年筹资活动净现金流应基本平衡。尽管公司投资活动和筹资活动现金流大幅降低，但公司目前仍拥有现金接近 20 亿元，可以满足未来新车投入的资本开支。

二、新车型上市将带来业绩持续高增长

1、统计数据表明新车型投入带来高成长

从统计数据来看，新车型市场销售表现一般更好。我们对国内市场 05 到 08 年新车型销量与旧车型销量进行了对比，发现新车型上市首年销量与旧车型销量的年化比例即高达 110%，也就是说按照年化数据来看，新车型首年上市销量即已经超过旧车型。因此从统计意义上说，新车型的陆续推出将带给企业更高的收入增速和市场份额。

图 1 乘用车新车型首年销量表现突出



数据来源：汽车工业协会 上海证券研究所

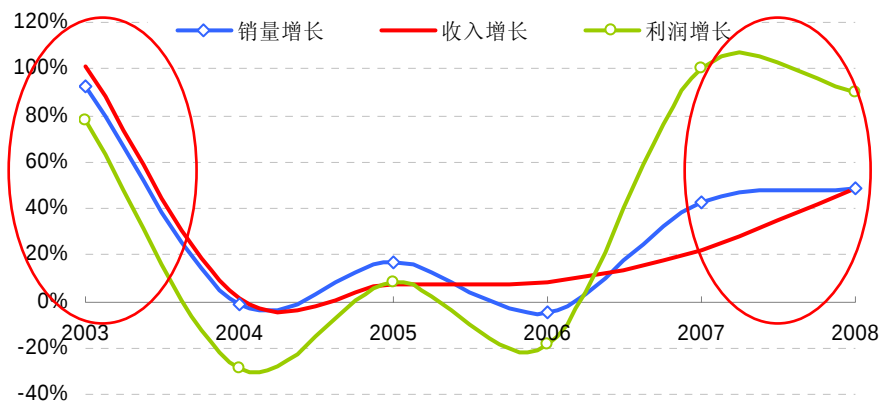
另外，上海通用、奇瑞汽车等主流汽车企业近几年的高速增长也充分证实了新车型投入带来的积极效应。上海通用从 97 年起步到 05 年超越南北大众取得全国销售冠军，奇瑞汽车从 97 年开始到 07 年达到近 40 万辆的销量，成为自主品牌的领军人物，均依靠连续引

入新车型推动收入大幅增长的策略。这也从另一个角度证实新车型的成功推出是推动汽车整车企业，尤其是乘用车企业业绩增长的关键。

2、公司历史业绩高成长均依赖新车型的成功推出获得

从公司本身的经营历史来看，公司上市后业绩两次的快速增长都伴随着新车型的成功上市而来。03年新车型马自达6成功上市，使得公司收入和利润增长均高达80%，06年底奔腾B70的成功上市亦使得07年和08年收入和利润均大幅增长。我们认为虽然新车型的成功引入在单个季度可能带来一定的费用增加，但从年度来看将大幅提升公司业绩。

图 2 公司新车型的成功上市伴随着业绩高增长



数据来源：公司公告 上海证券研究所

3、车型二款、四款和六款的格局即将呈现

公司目前共有马自达6和奔腾两个主力车型，新车型马自达6睿翼和奔腾B50将分别在4月份和5月份上市，马自达MPV和奔腾B30车型将在10年上市。我们一直强调的公司三年内车型呈现二款、四款和六款的跨越式增长格局即将拉开帷幕。

从统计数据和公司历史业绩来看，车型的跨越式增长将给公司带来业绩高增长。而另一个方面，对于即将推出的新马自达6睿翼和奔腾B50车型，从产品本身我们有更充分的理由相信其市场表现。

现有马自达6的成功证实了马自达6平台在中国市场的认可度，也证实了一汽轿车和马自达公司各方面合作的成功。新一代马自达6和福特蒙迪欧致胜属于同一平台产品，在品牌特征等各方面比较类似，均致力于偏运动型的商务市场。福特蒙迪欧致胜07年底上市，08年全年和09年一季度月均销量均超过3000辆。在汽车行业景气度回升的情况下，我们估计新马自达6睿翼09年月均销量达到2500辆的确定性较高。此外，致力于相同细分市场的主要竞争对手新君

威近 6000 辆的月均销量更让我们对马自达 6 睿翼表现充满期待。

而对于 5 月份即将推出的自主品牌奔腾 B50 产品，同样和现有奔腾 B70 产品一样经历了三年开发周期，产品相对更为成熟。其排量为 1.6L，采用较为成熟的大众发动机技术，相对油耗较低，同时价格区间也比现有奔腾更低。在目前奔腾销售网络更加成熟的情况下，同时考虑到政策对 1.6 升排量轿车的推动，我们预测奔腾 B50 09 年月均销量达到 3000 辆的确定性较高。

我们公司各车型销量进行了预测，同时考虑了公司新车型的投入将会对现有车型销量造成一定的冲击，预计公司 09 年销量和 10 年总销量将分别超过 15 万辆和 21 万辆。实际上，我们对公司 09 年的销量预计仍低于公司 09 年整车销售 16 万辆的目标，公司销售很可能超出预期。

表 2 公司主要车型年销量预测

车型	2007A	2008A	2009E	2010E
奔腾 B70	23279	47750	45000	40000
马自达 6	53994	69794	63000	55000
新马自达 6			20000	40000
奔腾 B50			21000	50000
马自达 MPV				15000
奔腾 B30				15000
红旗盛世	216	1548	1500	2000
合计	77489	119092	150500	217000

数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

综合行业统计数据，公司历史业绩表现以及公司即将推出新产品的性能，我们判断公司新车型陆续上市带来业绩高增长的确定性较高，公司业绩将持续高增长态势。

3、盈利预测与投资评级

按照上述分析，我们对公司 09 年和 10 年各业务销售收入和毛利率进行了预测。其中整车销量中包含了一汽马自达销售子公司销售的其余进口车型。

表 1 一汽轿车各业务销售收入及毛利率预测

指标名称	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
整车销量（万）	58817	56340	81296	131812	164500	235000
单车价格（万元）	16.3	16.7	14.4	13.8	13.6	13.4

整车收入（亿元）	95.7	92.2	116.8	181.5	224.5	315.8
整车毛利率	24.4%	21.1%	25.1%	23.1%	23.1%	23.1%
零部件收入（亿元）	7.6	7.4	9.5	11.1	12.2	13.4
零部件毛利率	5.1%	9.3%	12.8%	17.4%	15.0%	15.0%
其他收入（亿元）	0.00	12.3	9.9	9.8	9.8	9.8
其他毛利率	0.0%	6.0%	13.6%	11.4%	10.0%	10.0%
收入合计（亿元）	103.3	111.9	136.2	202.5	246.6	339.1
毛利率	23.0%	18.6%	23.4%	22.2%	22.2%	22.4%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

我们对公司 09 年和 10 年业绩进行了预测，09 年和 10 年每股收益仍维持 0.88 元和 1.23 元不变。我们在 08 年 8 月底首次给予一汽轿车“超强大市”评级时就已经前瞻的预测到新车型将给公司带来的业绩高成长，给予 09 年每股收益 0.88 元的市场最高预期，业绩预测比当时 Wind 一致预期高出近 40%。随着市场对公司新车型的逐步看好，公司 09 年每股收益 Wind 一致预期提升为 0.85 元，与我们的预期基本一致。与市场观点不同，我们认为公司在 10 年仍将依靠新车型的推出而持续成长，给予公司 10 年每股收益 1.23 元的预期，维持市场最高水平。

按照 4 月 21 日收盘价 13.70 元计算，公司 08、09 和 10 年动态市盈率分别为 20.5 倍、15.6 倍和 11.1 倍，在汽车行业处于相对较低的水平。我们在 08 年 8 月底首次给予公司“超强大市”评级，并作为 09 年度策略首推品种，公司股价在 8 个月内跑赢沪深 300 指数超过 113%。考虑到公司新车型导入带来业绩高增长的确定性较高，是汽车行业中成长最为明确的公司，此外一汽集团潜在的整体上市可能进一步提升其业绩，我们继续维持六个月内“超强大市”评级。

提高六个月目标价至 17.5-18.5 元，此目标价按照相对估值给出，相当于 09 年市盈率 20 倍，10 年市盈率 15 倍，09 年目标市盈率与沪深 300 目标市盈率基本相当。

表 3 一汽轿车盈利简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	11,188.02	13,617.51	20,245.46	24,655.80	33,909.12
营业总成本	10,837.38	13,003.91	19,053.12	23,034.33	31,603.56
营业成本	9,105.28	10,433.94	15,747.07	19,188.03	26,313.73
营业税金及附加	631.39	805.12	986.29	1,208.13	1,661.55
销售费用	696.95	964.13	1,655.74	1,947.81	2,644.91
管理费用	490.28	472.38	642.13	739.67	983.36
财务费用	-85.32	-26.49	-74.53	-73.97	0.00
资产减值损失	-1.20	354.83	96.42	24.66	0.00

投资净收益	50.16	86.92	98.85	98.62	118.68
营业外收入	2.53	3.73	8.60	0.00	0.00
营业外支出	44.76	17.72	23.65	24.66	33.91
利润总额	358.57	686.53	1,276.14	1695.43	2390.34
所得税	72.14	120.04	177.17	254.32	358.55
净利润	286.43	566.49	1,098.96	1441.12	2031.79
归属于母公司所有者的净利润	276.53	552.87	1,087.49	1426.71	2001.31
每股收益（元）	0.17	0.34	0.67	0.88	1.23

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本1627.5百万股摊薄计

分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。