

机械、汽车

报告原因：年报点评

2009 年 05 月 4 日

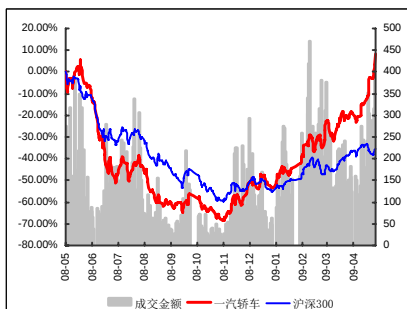
市场数据：2009 年 04 月 30 日

收盘价（元）	16.7
一年内最高/最低（元）	17.3/4.8
市净率	4.0
市盈率	25
流通 A 股市值（百万元）	1279

基础数据：2008 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	4.0
资产负债率%	34.7
总股本/流通 A 股（百万）	162.8/76.5
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年股价走势



执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

一汽轿车 (000800)

新车型将继续推动公司业绩增长

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

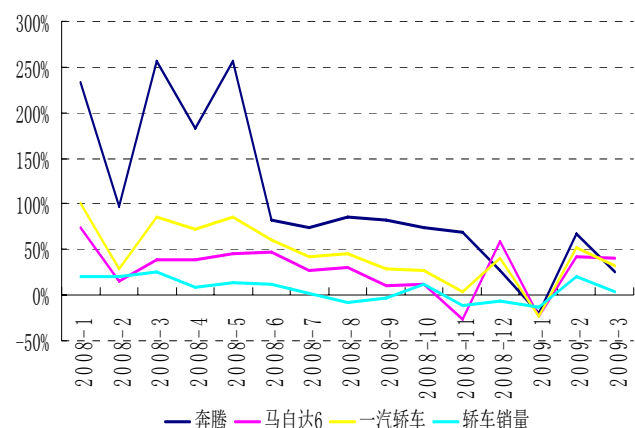
单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2007A	13618	22%	23.4%	566	97.8%	0.34	49
2008A	20245	49%	22.2%	1099	94.0%	0.67	25
2009E	24295	20%	22.7%	1226	11.6%	0.75	22
2010E	29153	20%	23.2%	1408	14.9%	0.86	19

投资要点：

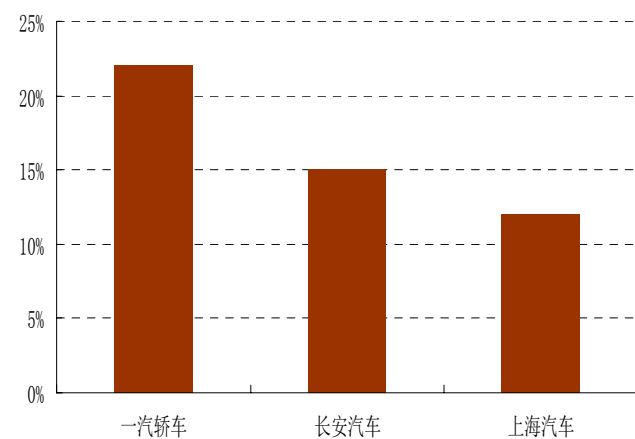
- ◆ **08 年公司业绩亮丽，大幅度超越行业水平；09 年一季度公司业绩增速有所放缓，但二季度新车型的上市将助推公司继续增长。**公司年报显示，08 年公司营业收入同比增长 49%，净利润同比增长 94%，归属母公司利润同比增长 97%，延续 07 年的高速发展势头的时候大幅度超越行业平均水平（同期汽协统计的行业内重点企业主营业务收入增长 10%，利润下降 7%），是行业中业绩表现最为优秀的企业。公司 09 年一季报显示主营业务收入仅同比增长 2%，而净利润则同比下降 21%。产品价格下降（09 年一季度 16 万，08 年 17 万）和毛利下滑（09 年一季度 19%，08 年则为 22%）成为 09 年一季度公司利润下滑的主要原因。09 年四月份开始，公司将有新马自达 6 和奔腾 B50 两款车型上市，我们认为新车上市有望一定程度拉高公司毛利水平，因此公司 09 年二季度业绩增速有望得到一定程度的恢复。
- ◆ **主力车型定位高端，较高的毛利水平使得公司盈利能力突出。**与行业其他竞争对手（上海汽车、长安汽车）相比，公司主攻中高级轿车市场，即使是 A 型车奔腾也是同级别中的高端车型，因此公司毛利相对较高。我们认为由于公司 09 年新推出的车型仍然延续了相对其他公司的高端产品路线，因此公司的高毛利水平将继续维持。
- ◆ **公司经营管理水平良好，资产质量不断上升。**08 年公司净资产收益率达到 17.6%，较 07 年大幅增加了 8 个百分点。杜邦分析的结果显示，公司 08 年在保持权益乘数平稳的同时，销售净利率由 07 年的 4.1% 上升到 5.4%，而资产周转率从 1.5% 上升到 2.0%。盈利能力和资产管理水平的提高得益于公司较高的管理水平。更加值得注意的是，公司负债水平十分低（08 年、07 年年报显示公司没有任何长期和短期负债），这为公司今后增加财务杠杆进而推动企业发展留下了余地。公司 08 年报披露公司 09 年资本支出为 20 亿元，我们认为公司有可能增加一定得负债，从而一定程度上增加公司的财务费用。
- ◆ **盈利预测及投资评级。**我们预测公司 09、10 年收入分别增长 5%、10%，未来两年 EPS 分别为 0.75、0.86 元，公司目前股价对应的 09、10 年动态 PE 为 22、19 倍，我们给予公司“增持”评级。

图表 1：一汽轿车销量与行业对比



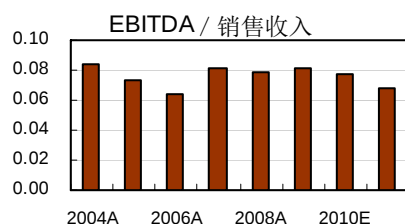
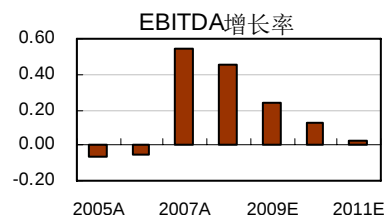
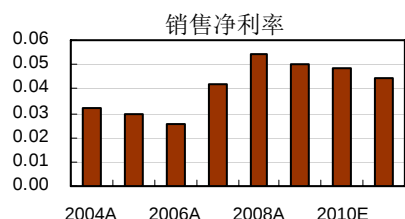
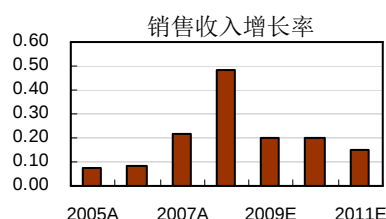
资料来源：汽车工业信息网 山西证券

图表 2：一汽轿车与行业主要对手毛利对比

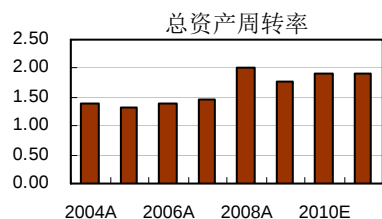
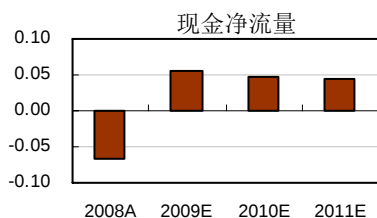
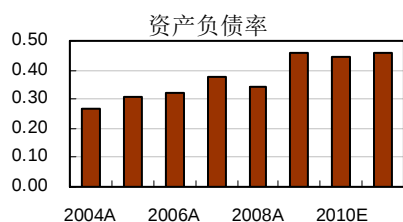


资料来源：wind 山西证券

财务报表预测



利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	11188.02	13617.51	20245.46	24294.55	29153.46	33526.48
减：营业成本	9105.28	10433.94	15747.07	18775.01	22384.24	25741.88
营业税金及附加	631.39	805.12	986.29	1183.55	1420.26	1633.30
营业费用	696.95	964.13	1655.74	2035.48	2442.57	2808.96
管理费用	490.28	472.38	642.13	831.30	1143.32	1482.45
财务费用	-85.32	-26.49	-74.53	14.96	94.59	105.73
资产减值损失	-1.20	354.83	96.42	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	50.16	86.92	98.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	400.80	700.52	1291.20	1454.26	1668.47	1754.16
加：其他非经营损益	-42.23	-14.00	-15.06	-11.92	-11.92	-11.92
利润总额	358.57	686.53	1276.14	1442.34	1656.55	1742.24
减：所得税	72.14	120.04	177.17	216.35	248.48	261.34
净利润	286.43	566.49	1098.96	1225.99	1408.07	1480.90
减：少数股东损益	9.91	13.62	11.47	12.80	14.70	15.46
归属母公司股东净利润	276.53	552.87	1087.49	1213.19	1393.37	1465.44
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	2735.37	2229.44	1875.74	2429.45	2915.35	3352.65
应收和预付款项	1087.88	2606.14	3071.49	2909.92	4264.50	3986.08
存货	1401.67	1859.52	1294.61	3406.16	2198.27	4246.82
其他流动资产	0.12	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	394.04	477.51	711.95	711.95	711.95	711.95
投资性房地产	46.18	41.12	82.21	82.21	82.21	82.21
固定资产和在建工程	2047.01	1843.60	2445.02	3515.05	4085.08	4155.12
无形资产和开发支出	82.11	208.70	417.70	672.50	927.29	1152.08



其他非流动资产	241.60	147.17	127.21	63.61	0.00	0.00
资产总计	8035.98	9413.61	10025.95	13790.86	15184.66	17686.92
短期借款	200.00	0.00	0.00	460.68	1379.96	798.41
应付和预收款项	2360.81	3540.54	3372.70	5774.40	5061.85	7339.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	39.67	235.72	0.00
其他负债	34.98	34.98	34.98	34.98	34.98	34.98
负债合计	2595.78	3575.52	3407.68	6309.72	6712.51	8172.49
股本	1627.50	1627.50	1627.50	1627.50	1627.50	1627.50
资本公积	2488.62	2485.16	2481.77	2481.77	2481.77	2481.77
留存收益	1282.55	1670.28	2457.65	3307.71	4284.03	5310.85
归属母公司股东权益	5398.67	5782.94	6566.92	7416.99	8393.30	9420.12
少数股东权益	41.53	55.15	51.35	64.15	78.85	94.31
股东权益合计	5440.20	5838.09	6618.27	7481.14	8472.15	9514.43
负债和股东权益合计	8035.98	9413.61	10025.95	13790.86	15184.66	17686.92

现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	330.92	-19.80	1144.08	2231.60	1142.54	2553.70
投资性现金净流量	-345.83	-210.72	-1241.30	-1810.13	-1310.13	-810.13
筹资性现金净流量	-75.14	-368.44	-531.92	132.25	653.48	-1306.26
现金流量净额	-46.88	-609.83	-653.96	553.72	485.89	437.30

业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	316.38	644.46	1226.29	1447.32	1701.35	1792.60
EBITDA	715.24	1105.66	1603.99	1986.10	2240.13	2297.78
NOPLAT	286.47	542.62	1069.39	1240.36	1456.28	1533.85
净利润	276.53	552.87	1087.49	1213.19	1393.37	1465.44
EPS	0.170	0.340	0.668	0.745	0.856	0.900
BPS	3.317	3.553	4.035	4.557	5.157	5.788
PE	98.46	49.25	25.04	22.44	19.54	18.58
PB	5.04	4.71	4.15	3.67	3.24	2.89
PS	2.43	2.00	1.34	1.12	0.93	0.81
EV/EBIT	81.71	40.99	22.25	19.20	17.00	15.69
EV/EBITDA	36.15	23.89	17.01	13.99	12.91	12.24
EV/NOPLAT	90.25	48.68	25.51	22.41	19.86	18.33



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。