

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
范玉琢
0755-83734407
fanyz@cmschina.com.cn

2009年8月17日

一汽轿车 (000800.SZ)/17.61元

中报符合预期，增长相对确定

工业·汽车

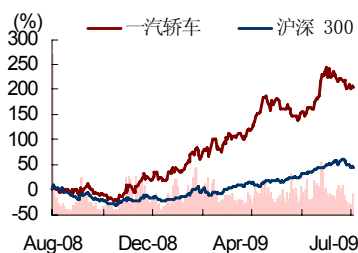
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3047
总股本(万股)	162750
已上市流通股(万股)	141175
总市值(亿元)	287
流通市值(亿元)	249
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	17.1
资产负债率	50.8%
主要股东	一汽集团公司
主要股东持股比例	53.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	66	158
相对表现	-4	26	121



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》2008/3/28

公司上半年业绩符合我们预期，下半年看点在于新产品销售逐渐上量。目前奔腾 B50 面临产能瓶颈，处于供不应求状况，睿翼处于温和上量阶段，我们看好公司新产品未来销售前景。考虑公司自身业务的增长以及整体上市预期，维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **上半年业绩符合我们预期。**上半年公司实现营业收入 116.3 亿元，同比增长 11.5%，实现归属母公司所有者净利润为 5.35 亿元，同比增长 5.8%，对应 EPS 为 0.33 元，其中一季度 0.15 元、二季度 0.18 元，符合我们预期。（在 4 月 30 日的点评报告《一汽轿车-期待下半年销量与业绩齐飞》中，我们预计“二季度业绩与一季度基本持平”）。
- **二季度毛利率 23%，恢复情况较好。**二季度公司产能利用率有所提高，产品销售结构与一季度类似，价格在车市回暖情况下基本保持稳定（同比下滑程度较大）、原材料成本相对较低，实现单季度综合毛利率 23%，较一季度毛利率 19% 有所恢复，预计全年综合毛利率 21.8%。
- **三季度盈利能力将有所提高，四季度盈利将更上层楼。**二季度后期公司新产品睿翼和奔腾 B50 上市，上市初期的销售费用投入较大，同时摊销费用也有所增加，单季度营业费率和管理费率较高，三季度销售费用等支出仍然较高，但随着新产品销量提升，规模效应不断增强，三季度业绩将大幅好于二季度，四季度公司业绩将更上一层楼。
- **预计 2009 年 EPS 为 0.81 元。**公司上半年 EPS 为 0.33 元，我们预计下半年随着新产品的逐渐上量，公司将实现销量和业绩同步增长，我们预计 09 年 EPS 为 0.81 元（较前次预计 0.85 元有所下调）。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**新产品睿翼和 B50 上市虽然会导致公司短期费用增加，但也使得公司产品线得到延伸，产品结构的完善将使公司盈利稳定性进一步提高，长期投资价值得到提升。目前估值水平相对合理，在考虑公司销量基数依然相对较低，增长可预期以及未来集团整体上市的可能性，我们认为一汽轿车未来表现将依然超过大盘，继续维持“强烈推荐”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	13618	20245	30799	40991	49410
同比增长	22%	49%	52%	33%	21%
营业利润(百万元)	701	1291	1570	1851	2056
同比增长	75%	84%	22%	18%	11%
净利润(百万元)	553	1088	1326	1566	1740
同比增长	100%	97%	22%	18%	11%
每股收益(元)	0.34	0.67	0.81	0.96	1.07
PE	51.8	26.4	21.6	18.3	16.5
PB	5.0	4.4	3.9	3.4	3.1

资料来源：招商证券

一、上半年公司经营与业绩回顾

1、二季度盈利符合我们预期

产品销量和收入增长稳定。09 年二季度实现营业收入 65.7 亿元，环比增长 29.6%，同比增长 19.8%，二季度产品仍主要以老产品为主，集中于 2.0L 和 2.3L 两个排量结构，销量增速表现基本稳定。

毛利率恢复情况较好。公司一季度和二季度综合毛利率分别为 19.0%和 23.0%，由于高价库存在一季度基本消耗完毕，而二季度产能利用率提高，产品价格保持稳定，同时原材料价格较低，综合因素使得公司二季度毛利率恢复较快。

新产品上市使当期营业费用和管理费用支出较高。09 年二季度新产品睿翼和奔腾 B50 上市，广告费用投入较大，摊销费用增加，二季度营业费用和管理费用分别比一季度增加 2.52 亿元和 1.32 亿元，我们预计随着新产品逐渐上量，相应费率将下降到正常水平。

表 1：09 年中期业绩回顾

单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	08H1	09H1
一、营业总收入	4950	5482	5357	4457	5066	6567	10432	11633
二、营业总成本	4568	5226	4931	4329	4786	6259	9793	11045
其中：营业成本	3698	4306	4120	3622	4101	5055	8005	9156
营业税金及附加	267	274	254	191	234	341	541	575
营业费用	385	511	403	357	336	589	896	925
管理费用	132	174	169	168	127	259	306	386
财务费用	-9	-38	-15	-12	-12	16	-48	4
资产减值损失	95	-1	0	3	0	-1	93	-1
三、其他经营收益	21	34	44	0	16	14	55	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	21	34	44	0	16	14	55	31
四、营业利润	403	291	470	128	296	323	694	619
加：营业外收入	0	0	1	7	1	2	0	2
减：营业外支出	3	3	4	13	3	6	7	9
五、利润总额	400	288	466	122	294	319	688	613
减：所得税	84	93	115	-114	44	52	177	95
六、净利润	316	195	352	236	250	267	511	517
减：少数股东损益	4	1	7	-1	1	-19	5	-18
七、归属母公司所有者净利润	312	194	344	237	249	287	506	535
EPS (元)	0.19	0.12	0.21	0.15	0.15	0.18	0.31	0.33
主要比率								
毛利率	25.3%	21.5%	23.1%	18.7%	19.0%	23.0%	23.3%	21.3%
营业利润率	8.1%	5.3%	8.8%	2.9%	5.8%	4.9%	6.7%	5.3%
净利率	6.4%	3.6%	6.6%	5.3%	4.9%	4.1%	4.9%	4.4%
营业费率	7.8%	9.3%	7.5%	8.0%	6.6%	9.0%	8.6%	8.0%
管理费费率	2.7%	3.2%	3.1%	3.8%	2.5%	3.9%	2.9%	3.3%
实际税率	20.9%	32.3%	24.6%	-93.6%	14.9%	16.2%	25.7%	15.6%
YOY								
收入增长率	71.1%	81.0%	43.0%	12.8%	2.4%	19.8%	76.2%	11.5%
归属母公司所有者净利润	261.1%	145.8%	-3.9%	710.4%	-20.2%	47.7%	206.0%	5.8%

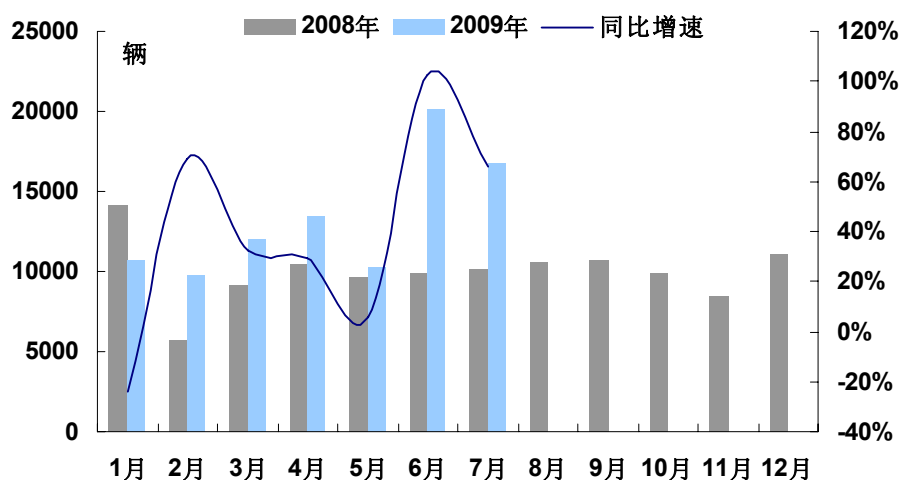
资料来源：公司报表，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

2、销量增长基本符合预期

上半年销量增速低于行业，但预计全年销量与行业相当。2009年1-7月，轿车行业累计销量384.6万辆，同比增长66.7%，同期公司轿车产品累计销量为9.72万辆，同比增长34.7%，低于行业平均增速，主要原因在于公司产品主要以中大排量为主，同时上半年公司新产品推出时间略晚。随着新产品睿翼和B50的推出，公司6月和7月的单月销量同比增速分别为102.8%和66.1%，增速已经超过行业水平，我们预计公司全年销量增速将达到54.7%，与全年行业销量增速基本相当。

图1：一汽轿车月度销量统计

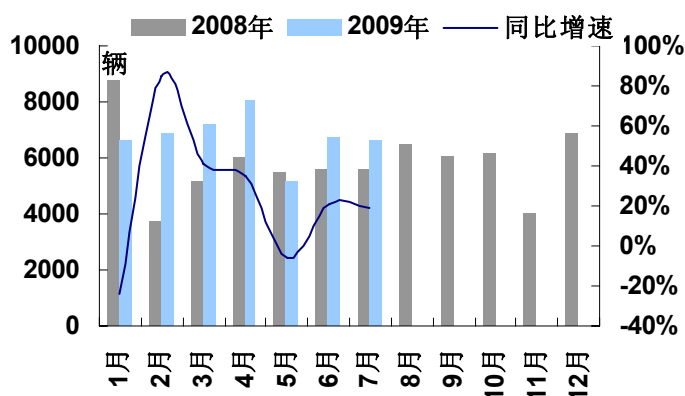


数据来源：CAAM，招商证券

老马自达6销量将继续保持稳定。09年1-7月，公司老马自达6产品累计销量为4.73万辆，同比增长17.7%，表现基本稳定，我们认为老马自达6产品定位准确，特点突出，品牌口碑良好，预计未来销售情况仍将保持稳定。

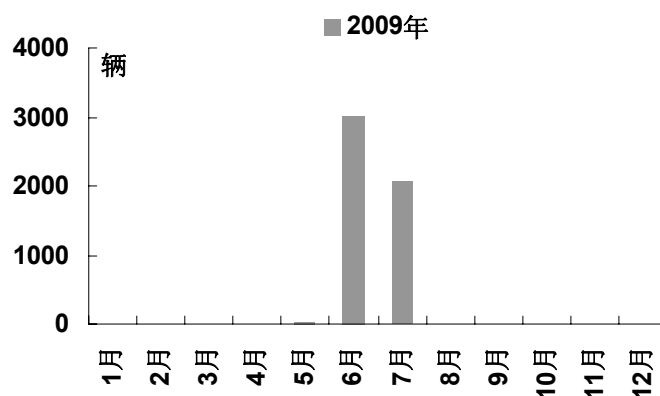
睿翼将温和放量。根据中汽协统计，公司睿翼产品6月和7月销量分别为3001辆和2063辆，但真实的销售数据远没有统计数据乐观，实际销售表现一般，主要原因在于中高端轿车销量整体市场复苏尚需时日，同时细分中高端运动轿车市场竞争越来越激烈，我们预计睿翼产品放量仍然需要一定的时间。

图2：老马6月度销量统计



资料来源：招商证券

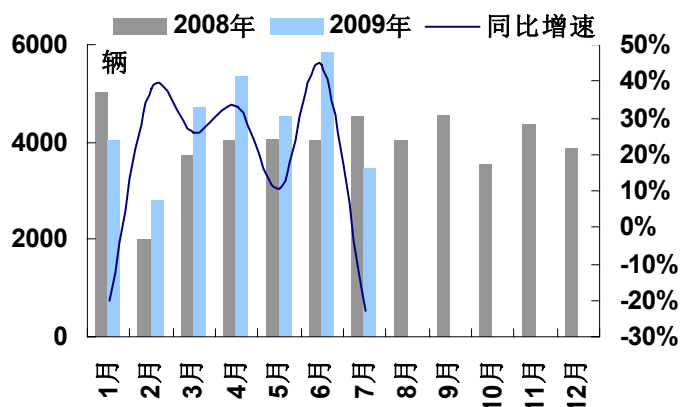
图3：睿翼月度销量统计



资料来源：招商证券

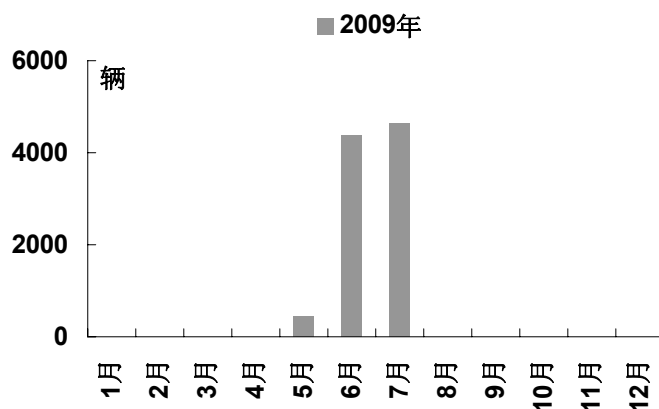
奔腾 B70 竞争优势依然存在，B50 销售超出预期。09 年 1-7 月奔腾 B70 累计销量为 3.06 万辆，同比增长 11.8%，表现稳定；奔腾 B50 目前受产能限制，处于供不应求状态，6 月和 7 月销量分别为 4390 和 4634 辆，市场表现超出预期。

图4：奔腾B70月度销量统计



资料来源：招商证券

图5：奔腾B50月度销量统计



资料来源：招商证券

二、盈利预测与投资评级

下半年新产品睿翼和奔腾 B50 销量增长值得期待。上半年睿翼和奔腾 B50 的上市时间迟于市场普遍预期，但我们预计凭借过硬的产品品质和品牌美誉度，睿翼和奔腾 B50 下半年销量情况将持续好转。

预计 09 年公司整车销量和销售收入同比分别增长 54.7%和 48.6%。随着新产品的逐渐上量，同时老产品稳定增长，我们预计 09 年销量和收入增速分别为 54.7%和 48.6%。

表2：整车销量与收入预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
汽车销量 (辆)						
老红旗	6428	3223	719	0	0	0
马自达 6	46023	53994	69794	83000	97940	115569
睿翼	0	0	0	12000	24000	31000
B70	5300	23279	47750	55000	64900	76582
B50	0	0	0	34000	51000	61200
B30	0	0	0	0	15000	22500
HQ3	40	50	1548	1300	1400	1500
销量合计	57791	80546	119811	185300	254240	308351
销售收入 (百万元)						
老红旗	514	258	58	0	0	0
马自达 6	7893	9179	11376	13612	16062	18953
睿翼	0	0	0	2580	5136	6603
B70	848	3608	6685	7700	9086	10721
B50	0	0	0	3332	4998	5998
B30	0	0	0	0	1050	1575
HQ3	0	0	464	390	420	450
收入合计	9255	13045	18583	27614	36752	44300

资料来源：招商证券

预计全年毛利率水平仍将保持稳定。公司一季度和二季度综合毛利率分别为 19.0%和 23.0%，上半年综合毛利率为 21.3%，我们认为随着公司产量的提高，产能利用率上升，规模效应突出，毛利率将略高于上半年，预计 09 年全年毛利率为 21.8%。

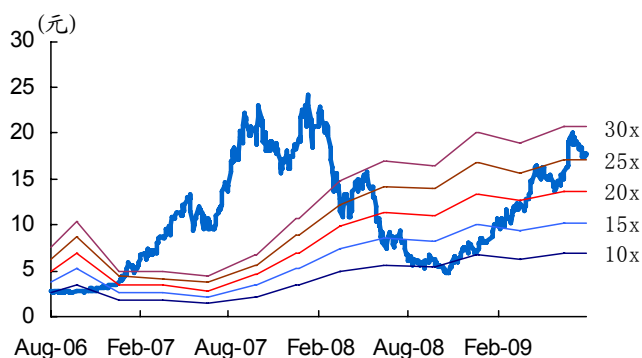
表 3：分产品收入与毛利率预测

单位：百万元	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
整车销售收入	9219	11681	18152	27614	36752	44300
整车成本	7278	8753	13959	21539	28850	34909
整车毛利率	21.1%	25.1%	23.1%	22.0%	21.5%	21.2%
备品销售收入	738	952	1111	1444	1878	2441
备品成本	670	830	918	1192	1559	2026
备品毛利率	9.3%	12.8%	17.4%	17.5%	17.0%	17.0%
主营业务收入	9957	12632	19263	29058	38630	46742
主营业务成本	7948	9583	14876	22731	30409	36935
综合毛利率	20.2%	24.1%	22.8%	21.8%	21.3%	21.0%

资料来源：招商证券

继续维持“强烈推荐-A”投资评级。预计公司 09 年和 10 年 EPS 分别为 0.81 元和 0.96 元，目前股价对应市盈率分别为 21.6 和 18.3 倍，估值水平相对较低，我们认为公司作为国内乘用车行业龙头企业，且未来业绩增长趋势确定，估值水平应该略高于行业平均值，另外公司可能成为一汽集团整体上市的资产整合平台，我们继续维持公司“强烈推荐-A”投资评级。

图 6：一汽轿车历史 PE Band



资料来源：招商证券

图 7：一汽轿车历史 PB Band



资料来源：招商证券

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。
- 9、《000800-08 年业绩符合预期，上调目标价格 17 元》2009/4/21。
- 10、《000800-期待下半年销量与业绩齐飞》2009/4/30。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	6778	6292	9506	11957	14163
现金	2306	1926	1894	1800	1900
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2292	2728	4004	5329	6423
应收款项	71	198	185	246	296
其它应收款	42	70	293	392	474
存货	1860	1295	2975	3985	4822
其他	208	74	154	205	247
非流动资产	2793	3838	4072	4533	4955
长期股权投资	478	712	700	720	740
固定资产	1704	1737	2232	2726	3176
无形资产	89	373	336	302	272
其他	522	1016	805	784	768
资产总计	9571	10130	13578	16490	19119
流动负债	3680	3458	6071	8011	9735
短期借款	0	0	200	244	391
应付账款	2577	2651	4337	5808	7028
预收账款	785	519	1205	1613	1952
其他	318	288	330	346	363
长期负债	53	53	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	53	53	0	0	0
负债合计	3733	3512	6071	8011	9735
股本	1628	1628	1628	1628	1628
资本公积金	2485	2482	2482	2482	2482
留存收益	1670	2458	3320	4259	5129
少数股东权益	55	51	78	110	146
母公司所有者权益	5783	6567	7429	8368	9238
负债及权益合计	9571	10130	13578	16490	19119

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(35)	1169	928	1412	1804
净利润			1326	1566	1740
折旧摊销			463	555	643
财务费用			(9)	(6)	1
投资收益			(90)	(90)	(90)
营运资金变动			(889)	(743)	(608)
其它			127	131	118
投资活动现金流	(211)	(1241)	(759)	(1020)	(1070)
资本支出			(903)	(1000)	(1050)
其他投资			144	(20)	(20)
筹资活动现金流	(368)	(532)	(200)	(486)	(634)
借款变动			200	44	147
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(464)	(626)	(870)
其他			64	96	89
现金净增加额	(615)	(604)	(32)	(94)	100

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	13618	20245	30799	40991	49410
营业成本	10434	15747	24092	32268	39044
营业税金及附加	805	986	1694	2255	2718
营业费用	964	1656	2526	3361	4052
管理费用	472	642	1016	1353	1631
财务费用	(26)	(75)	(9)	(6)	1
资产减值损失	355	96	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	87	99	90	90	90
营业利润	701	1291	1570	1851	2056
营业外收入	4	9	5	5	5
营业外支出	18	24	20	20	20
利润总额	687	1276	1555	1836	2041
所得税	120	177	202	239	265
净利润	566	1099	1353	1598	1775
少数股东损益	14	11	27	32	36
母公司所有者净利润	553	1088	1326	1566	1740
EPS (元)	0.34	0.67	0.81	0.96	1.07

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	22%	49%	52%	33%	21%
营业利润	75%	84%	22%	18%	11%
净利润	100%	97%	22%	18%	11%
获利能力					
毛利率	23.4%	22.2%	21.8%	21.3%	21.0%
净利率	4.1%	5.4%	4.3%	3.8%	3.5%
ROE	9.6%	16.6%	17.8%	18.7%	18.8%
ROIC	9.5%	15.8%	17.6%	18.4%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	34.7%	44.7%	48.6%	50.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.5%	1.5%	2.0%
流动比率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	1.4	2.0	2.3	2.5	2.6
存货周转率	8.4	12.8	14.4	11.8	11.2
应收帐款周转率	178.9	150.4	160.7	190.3	182.2
应付帐款周转率	4.5	6.0	6.9	6.4	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.34	0.67	0.81	0.96	1.07
每股经营现金	-0.02	0.72	0.57	0.87	1.11
每股净资产	3.55	4.03	4.56	5.14	5.68
每股股利	0.00	0.00	0.29	0.38	0.53
估值比率					
PE	51.8	26.4	21.6	18.3	16.5
PB	5.0	4.4	3.9	3.4	3.1
EV/EBITDA	31.2	21.0	15.9	13.4	11.9

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4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；并入围新财富最佳分析师评选。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

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。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

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

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

免责声明

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。