

2009 年 08 月 17 日

市场数据(人民币)

市价(元)	17.35
已上市流通A股(百万股)	1,411.75
总市值(百万元)	28,237.13
年内股价最高最低(元)	19.91/4.84
沪深 300 指数	3397.40
深证成指	12591.66
2007 年股息率	1.81%



一汽轿车 (000800.SZ)

——2010 年值得期待, 估值具备吸引力

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.213	0.340	0.668	0.793	1.042	1.147
净利润增长率	2.89%	59.14%	96.70%	18.63%	31.45%	10.04%
先前预期每股收益(元)				0.793	1.042	1.147
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.815	0.972	1.090
市盈率(倍)	18.88	56.23	10.75	22.22	16.90	15.36
行业优化市盈率(倍)	34.00	45.65	13.07	13.07	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	6.52	0.95	0.11	1.19	0.54	1.53
已上市流通A股(百万股)	726.18	764.52	764.52	764.52	764.52	764.52
总股本(百万股)	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 09 年中期公司实现销售收入 11,633 百万元, 同比增长 11.5%, 实现净利润 535.3 百万元, 同比增长 5.8%, 对应 EPS 为 0.329 元, 符合我们预期 (预测值为 0.32 元);
- ◆ 公司 2 季度单季的毛利率已升至 23%, 与历史正常水平接近, 但由于期间费用的上升, 公司单车净利润指标并没有得到明显改变。2 季度单季, 公司销售费用同比增长 15%, 环比增长 75%, 中报披露公司三包费用、运输费用和广告费用较去年同期都有较大幅度增长; 管理费用同比增长 49%, 环比增长 104%, 研发费用 and 无形资产摊销的增加是主要原因;
- ◆ 由于销量大幅增长, 公司各项财务指标均得到有效改善: 经营性现金流量同比增长 223%、帐面现金较年初大幅增长 96.0%, 现金流指标的增幅都超过净利润的增幅。同时, 应收帐款周转天数仅为 4 天, 存货周转天数仅为 26.6 天, 同时应付帐款周转天数上升为 84.3 天, 公司营运资金管理效率良好;
- 一汽轿车目前拥有单厂 20 万辆的生产能力 (同时在建第二条 20 万辆的生产线), 该生产线同时生产 4 款车型, 是目前国内混线生产程度最高的工厂。这种生产模式最大限度的降低新产品的资本性投入, 从而优化产品的成本结构, 并实现更高水平的盈利能力;
- 我们预计公司新上市的奔腾 B50 在下半月均销量超过 5,000 辆时, 即将开始贡献盈利, 这为公司 2010 年的业绩带来极大的弹性。此外, 由于一汽集团整体上市的预期仍然存在, 公司股票还具有隐含期权价值;
- 我们维持公司 09-11 年 EPS 0.793、1.042 和 1.147 元预测, 目前公司 09、10 年动态 PE 分别为 22.2 和 16.9 倍, 低于行业平均估值水平。我们维持公

李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

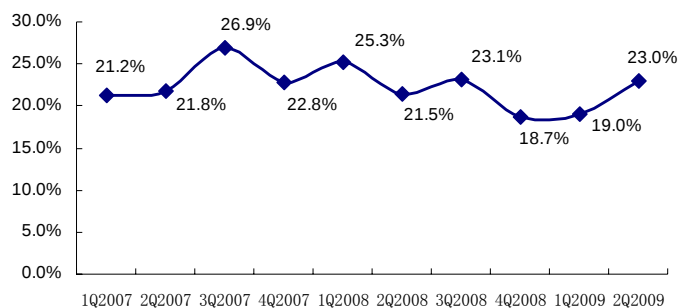
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

司的“买入”建议，给予公司未来 6-12 个月 23 元目标价位，对应 09-10 年动态 PE 分别为 29、22 和 20 倍；

毛利率恢复正常，但期间费用降低单车盈利能力

- 公司 2 季度销售汽车 4.4 万辆，同比增长 46%，环比增长 39%，随着销量的增加，公司 2 季度单季的毛利率上升至 23.0%，这一水平与公司历史平均水平已经基本相近；
- 2 季度公司销量创下历史最高纪录，与 07 年 1 季度相比已经增长一倍以上，但公司的毛利率却没有出现明显的改变，这也证明了规模并非影响汽车企业盈利能力的关键因素，产品的结构、成本和价格更为重要；

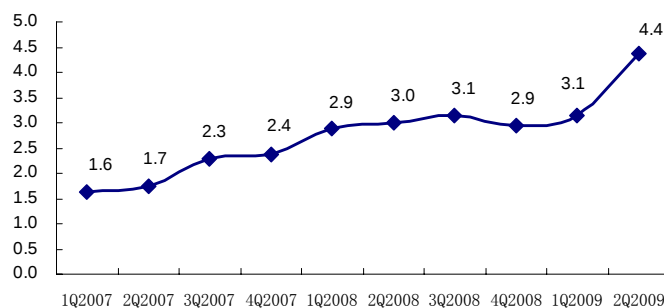
图表1：一汽轿车分季度毛利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

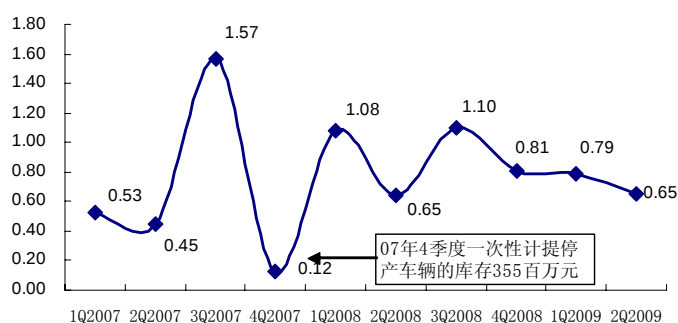
图表2：一汽轿车分季度销量

单位：万辆



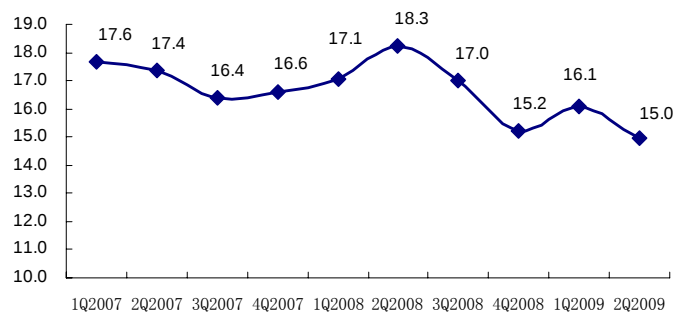
- 尽管毛利率恢复至正常水平，但公司单车净利润反而出现环比下滑的状况，其主要原因在于公司 2 季度期间费用的大幅上升；

图表3：一汽轿车分季度单车净利润 单位：万元/辆



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：一汽轿车分季度单车销售均价 单位：万元/辆



- ◆ 2 季度公司销售费用同比增长 15%，环比增长 75%，中报披露公司三包费用、运输费用和广告费用较去年同期都有较大幅度增长；
- ◆ 2 季度公司管理费用同比增长 49%，环比增长 104%，研发费用 and 无形资产摊销的增加是主要原因；

高混合度生产线摊低新产品成本

- 一汽轿车目前拥有单厂 20 万辆的生产能力（同时在建第二条 20 万辆的生产线），该工厂的最大特点就是混线生产：
 - ◆ 该生产线目前同时生产老马自达 6、新马自达 6-睿翼、奔腾 B70、奔腾 B50 等 4 款车型，并且年底有可能再引进一款新车型，届时一条生产线将同时生产 5 款车型，是目前国内混合程度最高的工厂；

图表5：主流轿车企业生产线的布局情况

工厂名称	共线产品数量	共线产品名称
一汽轿车	4	马自达6/马自达6-睿翼/奔腾B70/奔腾B50
一汽大众2厂	3	速腾/迈腾/新宝来
上海大众3厂	3	帕萨特-领驭/途安/斯柯达明锐
长安福特马自达重庆1厂	3	福克斯/马自达3/沃尔沃S40
一汽丰田2厂	2	皇冠/锐志
广州丰田1厂	2	凯美瑞/雅力士
上海通用烟台	3	景程/乐风/乐骋

来源：国金证券研究所

- 混线生产的优点在于最大限度的降低新产品的资本性投入，从而优化产品的成本结构，并实现更高水平的盈利能力：
 - ◆ 冲压-焊接-涂装-总装是汽车厂四大制造工艺，混线生产的产品在焊接、涂装和总装阶段都可以共用一条生产线，需要重新投入的主要是冲压环节所需的模具。如果是刚性生产线，则上述几大工艺环节都需要重新建设，这就增加了新产品的固定成本；
 - ◆ 我们对比了目前国内所有整车类上市公司的资本回报率和单车折旧，一汽轿车的资本回报率位居第三，其单车 2,600 元的折旧相对其 20 万元的产品售价而言，占比也是偏小的；

图表6：08 年整车类上市公司 ROIC 与单车折旧费用比较 单位：千元/辆

	ROIC (%)	单车折旧 (千元/辆)	折旧 (百万元)	销量 (辆)
宇通客车	22.7%	0.42	116	27,556
吉利汽车	18.8%	0.06	141	221,823
一汽轿车	15.8%	0.26	316	119,812
江铃汽车	14.4%	0.24	231	95,171
比亚迪	9.4%	0.26	450	170,882
中国重汽	9.1%	0.16	126	79,218
福田汽车	8.8%	0.06	247	409,563
长城汽车	7.9%	0.19	231	120,446
江淮汽车	7.1%	0.27	472	177,099
长丰汽车	6.9%	0.77	207	26,816
海马股份	-0.3%	0.16	158	95,943
长安汽车	-1.8%	0.12	472	402,409
上海汽车	-3.4%	0.27	2,050	765,515
金龙汽车	-4.3%	0.24	110	45,755
一汽夏利	-36.0%	0.12	207	176,638

来源：公司公告，国金证券研究所；注：1）按照并表范围内的折旧/销量计算。2）比亚迪 ROIC 包含电池业务；

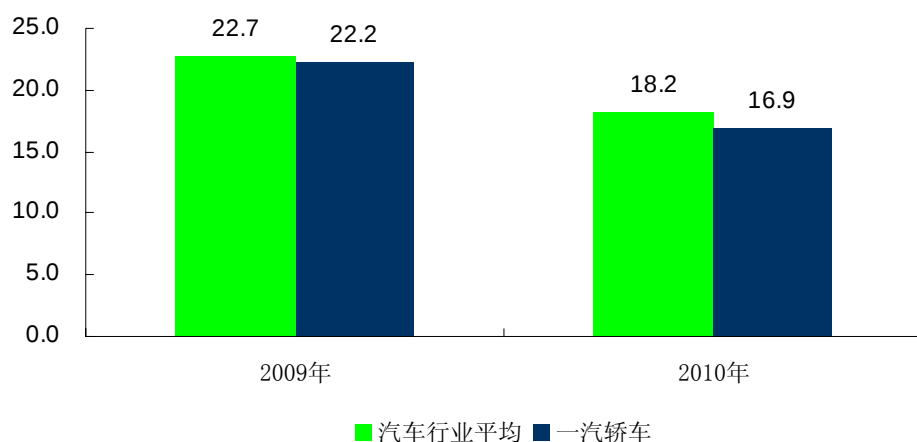
- 进行以上阐述的目的在于：我们认为公司新上市的奔腾 B50 为一汽轿车 2010 年的业绩带来了极大的弹性；

2010 年值得期待，估值具备继续买入的吸引力

- 公司自主品牌新车奔腾 B50 上市以来，7 月份销量已升至 4,475 辆，由于共用生产线降低了单车成本，我们预计该产品月均销量超过 5,000 辆以后即将开始盈利，为公司下半年乃至 2010 年业绩增长带来保障；
- 我们预测公司 09-10 年 EPS 分别为 0.793、1.042 和 1.147 元，分别增长 18.6%、31.5%和 10.0%，目前股价对应动态 PE 分别为 22.2、16.9 和 15.4 倍，低于行业平均估值水平；
- 同时一汽集团整体上市的预期仍然存在，如果将该预期视为期权的话，目前股价中并没有体现出相应的溢价；
- 我们维持公司的“买入”建议，给予未来 6-12 个月 23 月目标价位，对应 09-10 年动态 PE 分别为 29、22 和 20 倍；

图表7：09、10 年公司与行业平均 PE 的估值比较

单位：倍



来源：国金证券研究所

图表8：一汽轿车 09-10 年销量预测

单位：辆

销量	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年 E	2010年 E	2011年 E
红旗	15,057	9,036	6,085	3,223	2,268	1,548	1,548	1,548
马自达6	35,741	50,100	46,025	53,994	69,794	64,000	40,000	30,000
马自达6-睿翼						6,000	30,000	36,000
奔腾B70			4,230	23,279	47,750	57,391	63,130	66,287
奔腾B50						29,500	60,000	70,000
合计	50,798	59,136	56,340	80,496	119,812	158,439	194,678	203,835
产能				100,000	120,000	200,000	240,000	300,000
产能利用率				80.50%	99.84%	79.22%	81.12%	67.94%

来源：汽协，国金证券研究所

图表9：一汽轿车 09 年 1H 分产品销量

单位：辆

	1-6月销量	累计同比	市场份额	占公司销量比重	同期产品结构
一汽轿车	75,315	28%	2.3%	100.0%	100.0%
一汽 红旗	612	-59%	0.0%	0.8%	2.5%
一汽 奔腾	32,597	42%	1.0%	43.3%	38.8%
马自达 马自达6	42,106	22%	1.3%	55.9%	58.7%

来源：汽协，国金证券研究所

图表10：分季度损益表摘要

单位：百万元

会计年度截止日：12/31	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009
营业收入	4,949.70	5,482.40	5,356.55	4,456.81	5,066.18	6,567.01
增长率 (YOY)	71.09%	81.00%	42.99%	12.84%	2.35%	19.78%
营业成本	3,698.48	4,306.23	4,120.41	3,621.95	4,101.19	5,054.87
% 营业收入	74.7%	78.5%	76.9%	81.3%	81.0%	77.0%
增长率 (YOY)	62.33%	81.78%	50.53%	18.78%	10.89%	17.39%
毛利	1,251.22	1,176.17	1,236.14	834.86	964.99	1,512.13
% 营业收入	25.3%	21.5%	23.1%	18.7%	19.0%	23.0%
增长率 (YOY)	103.59%	78.22%	22.55%	-7.27%	-22.88%	28.56%
销售费用	385.34	510.84	402.68	356.87	336.48	588.69
% 营业收入	7.8%	9.3%	7.5%	8.0%	6.6%	9.0%
增长率 (YOY)	45.28%	84.51%	43.56%	152.17%	-12.68%	15.24%
管理费用	131.95	173.73	168.53	167.93	127.03	258.57
% 营业收入	2.7%	3.2%	3.1%	3.8%	2.5%	3.9%
增长率 (YOY)	20.60%	98.26%	58.17%	-0.51%	-3.73%	48.83%
EBIT	467.23	217.17	411.24	118.59	267.72	323.73
% 营业收入	9.4%	4.0%	7.7%	2.7%	5.3%	4.9%
增长率 (YOY)	860.71%	72.11%	6.66%	-68.92%	-42.70%	49.06%
财务费用	-9.45	-38.09	-14.67	-12.33	-12.08	16.27
% 营业收入	-0.2%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.2%
增长率 (YOY)	-28.86%	-196.00%	-54.09%	-41.12%	27.83%	-142.72%
投资收益 (损失以“-”号填列)	20.81	34.41	43.79	-0.16	16.49	14.50
% 税前利润	5.2%	11.9%	9.4%	-0.1%	5.6%	4.5%
增长率 (YOY)	-19.69%	13.24%	105.94%	-101.70%	-20.80%	-57.87%
营业利润 (亏损以“-”号填列)	402.82	291.10	469.69	127.59	296.29	322.76
% 营业收入	8.1%	5.3%	8.8%	2.9%	5.8%	4.9%
增长率 (YOY)	321.34%	157.73%	6.25%	155.64%	-26.45%	10.88%
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	399.63	288.04	466.49	121.97	293.69	318.83
% 营业收入	8.1%	5.3%	8.7%	2.7%	5.8%	4.9%
增长率 (YOY)	321.11%	154.79%	6.62%	197.22%	-26.51%	10.69%
减：所得税费用	83.51	93.17	114.66	-114.17	43.78	51.64
% 税前利润	20.9%	32.3%	24.6%	-93.6%	14.9%	16.2%
增长率 (YOY)	364.28%	219.91%	41.41%	1299.98%	-47.57%	-44.58%
合并报表的净利润	316.12	194.87	351.84	236.13	249.91	267.20
% 营业收入	6.4%	3.6%	6.6%	5.3%	4.9%	4.1%
增长率 (YOY)	311.01%	132.20%	-1.30%	380.04%	-20.94%	37.11%
净利润 (归属于母公司所有者的)	311.76	194.01	344.44	237.28	248.66	286.61
增长率 (YOY)	261.08%	145.76%	-3.87%	709.99%	-20.24%	47.73%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	9,957	13,618	20,245	25,148	30,984	32,452
增长率		36.8%	48.7%	24.2%	23.2%	4.7%
主营业务成本	-7,948	-10,434	-15,747	-19,652	-24,184	-25,333
% 销售收入	79.8%	76.6%	77.8%	78.1%	78.1%	78.1%
毛利	2,009	3,184	4,498	5,496	6,800	7,119
% 销售收入	20.2%	23.4%	22.2%	21.9%	21.9%	21.9%
营业税金及附加	-631	-805	-986	-1,242	-1,531	-1,603
% 销售收入	6.3%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
营业费用	-697	-964	-1,656	-1,911	-2,355	-2,401
% 销售收入	7.0%	7.1%	8.2%	7.6%	7.6%	7.4%
管理费用	-487	-472	-642	-832	-960	-974
% 销售收入	4.9%	3.5%	3.2%	3.3%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	193	942	1,214	1,510	1,954	2,141
% 销售收入	1.9%	6.9%	6.0%	6.0%	6.3%	6.6%
财务费用	86	26	75	-9	-15	-11
% 销售收入	-0.9%	-0.2%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-355	-96	-52	-12	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	50	87	99	65	65	65
% 税前利润	13.9%	12.7%	7.7%	4.3%	3.3%	3.0%
营业利润	330	701	1,291	1,515	1,992	2,192
营业利润率	3.3%	5.1%	6.4%	6.0%	6.4%	6.8%
营业外收支	32	-14	-15	3	3	3
税前利润	362	687	1,276	1,518	1,995	2,195
利润率	3.6%	5.0%	6.3%	6.0%	6.4%	6.8%
所得税	-74	-120	-177	-228	-299	-329
所得税率	20.6%	17.5%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	287	566	1,099	1,290	1,696	1,866
少数股东损益	66	14	11	0	0	0
归属于母公司的净利	222	553	1,087	1,290	1,696	1,866
净利率	2.2%	4.1%	5.4%	5.1%	5.5%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	347	566	1,099	1,290	1,696	1,866
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
非现金支出	398	816	474	392	369	367
非经营收益	-118	-132	-78	-34	-68	-68
营运资金变动	-256	-1,304	-326	-743	-399	-105
经营活动现金净流	374	-53	1,169	906	1,598	2,060
资本开支	-393	-267	-1,164	-790	-106	-707
投资	1	0	-231	-1	0	0
其他	46	56	154	65	65	65
投资活动现金净流	-346	-211	-1,241	-726	-41	-642
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	200	-200	65	-35	0	1
其他	-232	-179	-621	-21	-326	-326
筹资活动现金净流	-32	-379	-557	-56	-326	-325
现金净流量	-4	-643	-629	123	1,231	1,093

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2,932	2,306	1,926	2,049	3,280	4,373
应收款项	987	2,405	2,997	7,786	9,593	10,048
存货	1,402	1,860	1,295	5,923	7,288	7,635
其他流动资产	107	208	74	1,967	2,420	2,535
流动资产	5,427	6,778	6,292	17,725	22,582	24,591
% 总资产	65.9%	70.8%	62.1%	80.7%	85.0%	85.0%
长期投资	392	519	794	795	794	794
固定资产	2,093	1,844	2,445	3,061	2,857	3,239
% 总资产	25.4%	19.3%	24.1%	13.9%	10.8%	11.2%
无形资产	324	356	545	380	337	302
非流动资产	2,809	2,793	3,838	4,238	3,991	4,337
% 总资产	34.1%	29.2%	37.9%	19.3%	15.0%	15.0%
资产总计	8,236	9,571	10,130	21,963	26,573	28,928
短期借款	200	0	0	0	0	0
应付款项	2,367	3,541	3,373	13,705	16,863	17,656
其他流动负债	223	140	86	675	756	777
流动负债	2,790	3,680	3,458	14,381	17,619	18,433
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	35	53	53	0	0	0
负债	2,825	3,733	3,512	14,381	17,619	18,434
普通股股东权益	5,386	5,783	6,567	7,531	8,902	10,442
少数股东权益	26	55	51	51	51	51
负债股东权益合计	8,236	9,571	10,130	21,963	26,573	28,928

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.136	0.340	0.668	0.793	1.042	1.147
每股净资产	3.309	3.553	4.035	4.628	5.470	6.416
每股经营现金净流	0.230	-0.022	0.718	0.556	0.982	1.266
每股股利	0.200	0.100	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	6.45%	9.56%	16.56%	17.13%	19.05%	17.87%
总资产收益率	4.22%	5.78%	10.74%	5.87%	6.38%	6.45%
投入资本收益率	3.78%	13.27%	15.76%	16.93%	18.55%	17.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.58%	36.76%	48.67%	24.22%	23.20%	4.74%
EBIT增长率	-35.46%	252.68%	28.91%	24.38%	29.38%	9.58%
净利润增长率	2.89%	59.14%	96.70%	18.63%	31.45%	10.04%
总资产增长率	3.50%	16.21%	5.84%	116.82%	20.99%	8.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.6	2.0	2.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	55.2	57.0	36.6	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	97.8	82.0	60.6	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	71.2	46.5	31.6	33.0	22.0	23.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.48%	-39.50%	-29.10%	-27.02%	-36.64%	-41.67%
EBIT利息保障倍数	-3.1	-35.6	-16.3	170.5	131.7	197.9
资产负债率	34.30%	39.00%	34.67%	65.48%	66.31%	63.72%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	9	10	27
买入	0	1	6	9	22
持有	0	2	2	2	4
减持	0	1	1	1	1
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.33	1.88	1.80	1.70

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。