

一汽轿车 (000800)

两翼齐飞，增长确定，估值合理

——一汽轿车跟踪报告

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

● 奔腾品牌得到市场认可，自主品牌发展空间大

继奔腾 B70 月销量逐渐稳定在 4000-5000 辆后，新上市的 B50 销量迅速达到了 6000 辆/月，凭借较高的性价比和公司出色的宣传推广，奔腾品牌逐渐得到市场认可，两年内还将推出家用轿车 B30，自主品牌产品线进一步延伸，发展空间广阔。

● 10 年两翼齐飞，销量继续突飞猛进

凭借 B50 销量上升到 6000 辆/月的数量级，明年奔腾总销量可达 12.6 万辆，增长 42%；

随着睿翼 2.0L 的上市，马自达 6 系列产品线进一步拓宽，预计明年睿翼销量可达到 3 万辆，马自达系列合计销量 11.7 万辆，同比增长 23%；

● 产能利用率仍将维持高位，车价保持稳定，业绩增长确定

一工厂双班产能 20 万辆，二工厂明年 10 月份才能投产，年底达到单班 10 万辆的产能，在 23-24 万辆产量的情况下，产能利用率仍将维持高位；对于车价，我们认为明年乘用车行业仍可增长 10% 左右，行业整体产能利用率仍将处于高位，车市不会出现大规模价格战，车价可保持稳定；

销量高增长、高产能利用率及相对稳定的车价将保障公司业绩高增长，预计 09-11 年公司每股收益分别为 0.8、1.1、1.19 元。

● 估值合理，维持中性评级

公司作为轿车行业龙头，可以享受 2010 年 20 倍 PE 的估值水平，考虑到一汽集团整体上市给公司带来业绩提升，给予公司 20-30% 的估值溢价，对应 10 年 24-26 倍 PE，每股合理价值 26.4-28.6 元，公司目前股价对应 10 年 23 倍 PE，接近合理区间下限，并接近 DCF 模型的每股价值 27.08 元，考虑到一汽集团上市没有明确的时间表，公司当前估值相对合理，维持中性评级。

评级: 中性

上次评级: 中性

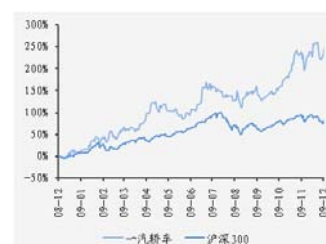
目标价: ¥

上次预测: ¥

当前价格: ¥25.65

2009.12.24

最近 52 周股价走势图



公司简介

一汽轿车是一汽集团的控股子公司，是一汽集团发展自主品牌乘用车的核心企业，目前的主要产品是奔腾、Mazda6 等轿车系列。

相关报告

《自主品牌持续发力，投资价值凸显——一汽轿车 2008 年三季报点评》

《增长确定，维持买入评级——一汽轿车预增公告点评》

《下半年销售及盈利都将好于上半年——一汽轿车 2009 年半年报点评》

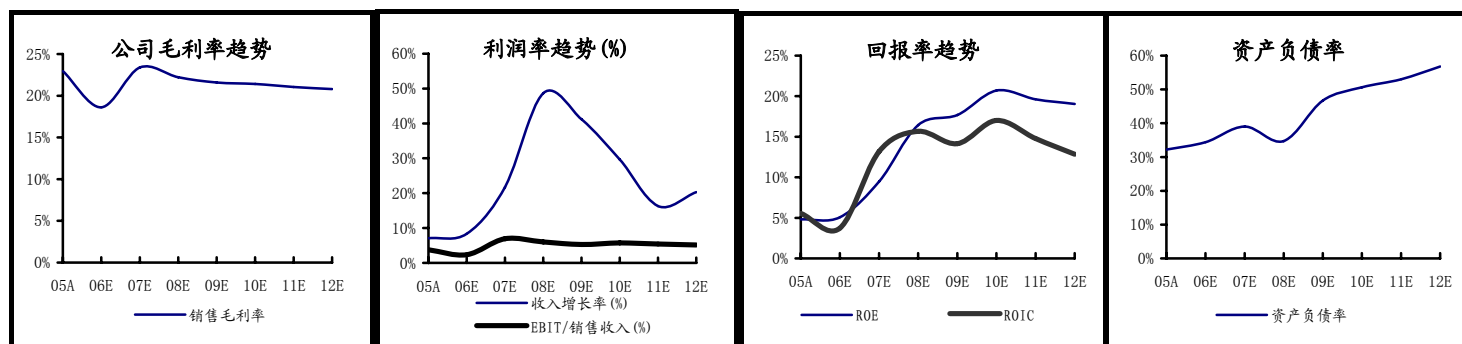
财务摘要 (万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	13,618	20,245	28,593	37,075	43,119
(+/-)%	22%	49%	41%	30%	16%
经营利润 (EBIT)	942	1214	1510	2121	2328
(+/-)%	257%	29%	24%	40%	10%
净利润	553	1087	1302	1790	1943
(+/-)%	100%	97%	20%	37%	9%
每股净收益 (元)	0.34	0.67	0.80	1.10	1.19
每股股利 (元)	0.10	0.20	0.35	0.32	0.44
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	23.38%	22.22%	21.58%	21.42%	21.05%
ROE (%)	9.47%	16.43%	17.68%	20.69%	19.62%
ROIC (%)	13.19%	15.67%	14.15%	17.01%	14.78%
PE	75.51	38.39	32.06	23.32	21.49
PB	7.15	6.31	5.67	4.82	4.22
EV/EBITDA	28.15	25.05	22.04	15.86	14.35

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2306	1926	2859	4449	6468	营业收入	13618	20245	28593	37075	43119
应收票据	2292	2728	3917	5079	5907	营业成本	10434	15747	22423	29133	34043
应收账款	71	198	235	305	354	营业税金及附加	805	986	1430	1854	2156
预付款项	201	74	74	74	74	销售费用	964	1656	2316	2818	3277
其他应收款	42	70	99	129	150	管理费用	472	642	915	1149	1315
存货	1860	1295	2764	3592	4197	财务费用	-26	-75	32	73	110
其他流动资产						资产减值损失					
产	0	0	0	0	0		355	96	0	0	0
长期股权投资						投资收益					
资	478	712	712	712	712		87	99	70	81	93
固定资产	1704	1737	2012	2166	2258	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	139	703	566	468	428	营业利润	701	1291	1548	2129	2310
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-14	-15	0	0	0
无形资产	89	373	344	315	287	税前利润	687	1276	1548	2129	2310
长期待摊费用						减：所得税					
用	147	127	114	102	89		120	177	232	319	347
资产总计	9571	10130	13780	17473	21006	净利润	566	1099	1316	1809	1964
短期借款	0	0	1652	1895	3435	归属于母公司的净利润	553	1087	1302	1790	1943
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	14	11	14	19	21
应付账款	2577	2651	3686	5847	6593	基本每股收益	0.34	0.67	0.80	1.10	1.19
预收款项	785	519	519	519	519	稀释每股收益	0.34	0.67	0.80	1.10	1.19
应付职工薪酬											
酬	73	52	52	52	52	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	66	13	300	300	300	成长性					
其他应付款	178	202	202	202	202	营收增长率	21.7%	48.7%	41.2%	29.7%	16.3%
其他流动负债											
债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	256.6%	28.9%	24.3%	40.5%	9.7%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	99.9%	96.7%	19.7%	37.5%	8.5%
负债合计	3733	3512	6465	8869	11155	盈利性					
股东权益合计											
计	5838	6618	7365	8653	9901	销售毛利率	23.4%	22.2%	21.6%	21.4%	21.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	4.1%	5.4%	4.6%	4.8%	4.5%
净利润	566	1099	1316	1809	1964	ROE	9.5%	16.4%	17.7%	20.7%	19.6%
折旧与摊销											
销	461	378	333	356	377	ROIC	13.19%	15.67%	14.15%	17.01%	14.78%
经营活动现金流											
金流	-35	1169	241	2231	1601	估值倍数					
投资活动现金流											
金流	-211	-1241	-359	-290	-295	PE	75.5	38.4	32.1	23.3	21.5
融资活动现金流											
金流	-368	-532	1051	-351	714	P/S	3.1	2.1	1.5	1.1	1.0
现金净变动	-615	-604	933	1590	2019	P/B	7.15	6.31	5.67	4.82	4.22
期初现金余额											
额	2932	2306	1926	2859	4449	股息收益率	0.4%	0.8%	1.4%	1.2%	1.7%
期末现金余额											
额	2317	1702	2859	4449	6468	EV/EBITDA	28.1	25.0	22.0	15.9	14.4

DCF—WACC 输出

万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	121422.6	150975.1	212106.7	232758.4	266565.9	301868.5	283855.0	290701.0	513360.6	514617.4	515031.4
所得税	13.88%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
NOPLAT	104564.8	128328.8	180290.7	197844.6	226581.0	256588.2	241276.7	247095.8	436356.5	437424.8	437776.7
营运资金净变动	-11556.3	-142250.9	7299.1	-75784.6	-131829.9	-50268.3	7144.3	-38969.3	-48799.1	-20081.5	-24174.4
资本支出	-59701.0	-42889.7	-37074.8	-38806.7	-46686.1	-52616.3	-54363.1	-56822.2	-59365.3	-61834.4	-64409.5
自由现金流	71076.9	-23558.6	186109.9	120989.3	88038.5	196111.4	239041.8	198997.0	378723.2	409005.1	405781.8

WACC	8.44%	Ke	11.3%	估值						
永续增长率	2.00%	Kd	4.9%			1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
终值	195236.2	t	15%	WACC	6.94%	31.87	33.98	36.51	39.61	43.50
企业价值	4571811.5	Rf	3%		7.44%	29.04	30.75	32.77	35.20	38.17
非核心资产价值	357127.1	E(Rm)	0.1		7.94%	26.64	28.04	29.67	31.61	33.94
债务价值	168715.13	Rm - Rf	7%		8.44%	24.57	25.73	27.08	28.64	30.50
股权价值	4403096.4	D/A	3.9%		8.94%	22.78	23.75	24.87	26.15	27.66
股本	162750.00	E/A	96.1%		9.44%	21.21	22.03	22.97	24.04	25.27
每股价值 (元)	27.05	Beta	1.20		9.94%	19.82	20.53	21.32	22.21	23.24



分析师负责的股票研究范围

张立平：汽车行业分析师

重点研究上市公司：上海汽车、江淮汽车、宇通客车、一汽轿车、江铃汽车、中国重汽、福田汽车、一汽夏利、东风汽车、海马股份；潍柴动力、华域汽车、福耀玻璃、中鼎股份、一汽富维、威孚高科

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改；

重要声明 2：本报告 PDF 版由郭靖统一制作。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话 (022) 28451888

传真 (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话 (010) 58362786

传真 (010) 58362776

渤海证券研究所网址: <http://www.ewww.com.cn>