

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

2010年3月5日

一汽轿车 (000800.SZ)/22.07元

2009年业绩超预期，2010年持续高增长

工业·汽车

目标区间：28-35元

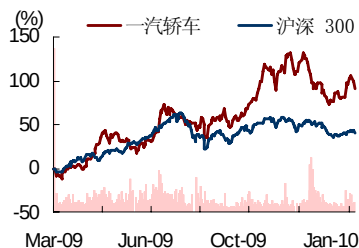
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3023
总股本(万股)	162750
已上市流通股(万股)	141175
总市值(亿元)	359
流通市值(亿元)	312
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	16.5
资产负债率	52.5%
主要股东	第一汽车集团公司
主要股东持股比例	53.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	30	99
相对表现	2	24	57



相关报告

- 1、《一汽轿车-自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22
- 2、《一汽轿车-技术资金积累雄厚，业绩快速稳定增》2007/3/2
- 3、《一汽轿车-2006 年业绩快报点评》2007/3/16
- 4、《一汽轿车-从产业发展现状 寻找综合实力较强企业》2007/3/22
- 5、《一汽轿车-自主品牌销量增长 整体上市价值不菲》2007/8/29
- 6、《一汽轿车-业绩超出普遍预期 整体上市提升价值》2007/10/29
- 7、《一汽轿车-自主品牌快速增长 整体上市预期提高》2008/1/17
- 8、《一汽轿车-双品牌健康良好》2008/3/28

一汽轿车发布业绩快报，2009 年营业收入 27.7 亿元，环比增长 37%；归属于上市公司股东净利润 16.3 亿元，环比增长 49.8%。我们判断 4Q 销量上升及费用率下降是导致其超预期主因；上调 2010 年预估 EPS 至 1.41 元，并考虑集团整体上市预期，按 2010 年 EPS20-25 倍 PE 估值相对合理，目标价格区间 28-35 元。

□ 09 年业绩超预期出现在四季度，引起业绩超预期因素主要包括：

- 1) 四季度销量持续增加，达到 6.15 万辆，较三季度 5.2 万辆增长 18%。销量的增加意味着销售收入的增长，同时产能利用率提高也会提升毛利率；
- 2) 费用率应有所下降。2009 年 2、3 季度为公司产品密集投放期，自然会引起营销费用大幅增加，1 到 3Q 公司营业费率分别为 6.6%、9%、8.4%，4Q 由于产品旺销以及销售收入的增长，营销费率下降在情理之中。

□ 2010 年公司业绩高增长仍可持续。

- 1) 从产品上来看，09 年基本完成布局。随着 B50 及睿翼 09 年在市场的陆续投放，公司已经形成了包括睿翼 2.5L、睿翼 2.0L、M62.0L、B70、B50 等在内各车型间差价在 2-3 万元合理产品系列，布局基本完成。
- 2) 产能利用率处于高位，费用率将有所下降。目前公司月产量在 2.2 万辆，产能利用率维持高位，新增 10 万产能预计年中达产，从全年来看产能利用率也在高位；期间新品投放较少，同时随着现有产品逐渐被市场接受，可以判断在开办开发费及营销费率上将会有一定程度下降。
- 3) 销量持续高增长，预计 2010 年增长 38%。综合公司各车型销售前景，我们判断 2010 年公司销量将达到 26 万辆，较 2009 年增长 38%。
- 4) 预计 2010 年 1Q 销量 6.8 万辆，超出 09 年 4Q 销量 6.18 万辆，保守预计 1QEPS 将达到 0.45 元，在业绩上至少与 09 年 4Q 持平。

- 维持“强烈推荐-A”投资评级。2009 年 EPS1 元、预估 2010、2011 年 EPS 分别为 1.41 和 1.64 元。首先，公司近年高增长是我们看好的主要理由，同时考虑公司可能成为一汽集团整体上市的平台价值，继续维持公司“强烈推荐-A”投资评级，并认为按照 2010 年 EPS1.41 元按 20-25 倍 PE 给予估值相对合理，目标价格区间 28-35 元。

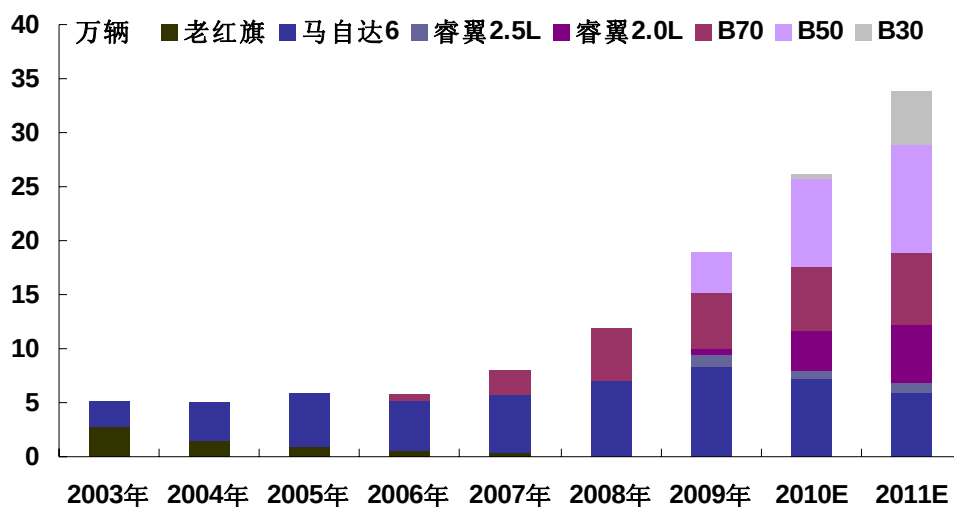
财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	13618	20245	27736	36528	44272
同比增长	22%	49%	37%	32%	21%
营业利润(百万元)	701	1291	1906	2686	3129
同比增长	75%	84%	48%	41%	16%
净利润(百万元)	553	1088	1625	2296	2677
同比增长	100%	97%	49%	41%	17%
每股收益(元)	0.34	0.67	1.00	1.41	1.64
PE	65.0	33.0	22.1	15.6	13.4
PB	6.2	5.5	4.7	4.0	3.5

资料来源：招商证券

预计公司 2010 年汽车销量达到 26 万辆，较 09 年增长 38%

图 1 一汽轿车销量统计与预测



资料来源：公司资料，招商证券

- 1、B50 产品于 2009 年 5 月份投放市场，经过一段时间的爬坡生产以及市场持续推广，目前以及国内达到月销量 8 千辆水平，09 年 B50 销量 3.6 万辆，预计 2010 年将达到 8.1 万辆水平，是 2010 年公司销量增长的最大贡献者
- 2、睿翼 2.0L 投放市场时间较短，目前销量在 2000-3000 辆水平之间，我们认为月销量 3000 辆可实现，预计 2010 年全年销量达到 3.6 万辆水平，是公司产品销量的另一个增长点。目前我们对公司盈利预测建立在其月均销售 3000 辆水平基础上，我们认为，如果睿翼销量超过 3000 辆，公司 2010 年将超出我们的盈利预期，我们认为这种可能性比较大。
- 3、从目前各产品实际销售数据来看，老马自达 6 产品并没有受到睿翼产品的冲击，原因在于两款产品不同的市场定位，对于此问题我们在前篇报告中已经做出了详细的讨论，请参照调研报告《一汽轿车-2009 年新车投入，2010 年贡献利润》（2009 年 11 月 16 日）。

风险提示：

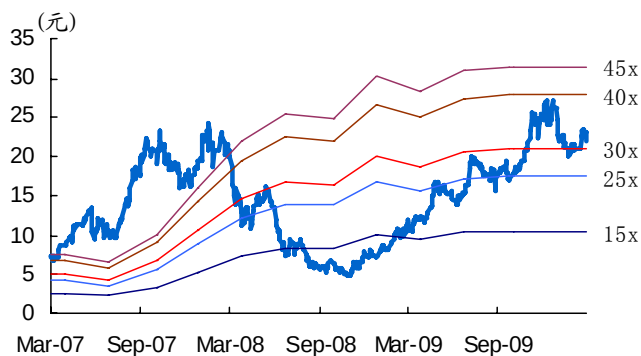
- 1、行业风险：我们目前假设公司销量增长 38% 基于行业增长 10-15% 的基础上，国内确定的经济发展将可导致行业增长达不到预期从而影响公司销量增长。
- 2、集团整体上市具有其方案选择不同对一汽轿车影响不同的风险；
- 3、集团整体上市在时间表上具有较大的不确定性。

表 1: 09 年前三季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	4950	5482	5357	4457	5066	6567	7487	15789	19120
二、营业总成本	4568	5226	4931	4329	4786	6259	7068	14724	18113
其中: 营业成本	3698	4306	4120	3622	4101	5055	5847	12125	15003
营业税金及附加	267	274	254	191	234	341	374	795	949
营业费用	385	511	403	357	336	589	628	1299	1554
管理费用	132	174	169	168	127	259	230	474	616
财务费用	-9	-38	-15	-12	-12	16	-12	-62	-8
资产减值损失	95	-1	0	3	0	-1	0	93	-1
三、其他经营收益	21	34	44	0	16	14	23	99	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	21	34	44	0	16	14	23	99	54
四、营业利润	403	291	470	128	296	323	442	1164	1061
加: 营业外收入	0	0	1	7	1	2	3	1	6
减: 营业外支出	3	3	4	13	3	6	9	11	18
五、利润总额	400	288	466	122	294	319	436	1154	1049
减: 所得税	84	93	115	-114	44	52	59	291	154
六、净利润	316	195	352	236	250	267	377	863	894
减: 少数股东损益	4	1	7	-1	1	-19	13	13	-5
七、归属母公司所有者净利润	312	194	344	237	249	287	364	850	899
EPS (元)	0.19	0.12	0.21	0.15	0.15	0.18	0.22	0.52	0.55
主要比率									
毛利率	25.3%	21.5%	23.1%	18.7%	19.0%	23.0%	21.9%	23.2%	21.5%
营业利润率	8.1%	5.3%	8.8%	2.9%	5.8%	4.9%	5.9%	7.4%	5.5%
净利率	6.4%	3.6%	6.6%	5.3%	4.9%	4.1%	5.0%	5.5%	4.7%
营业费率	7.8%	9.3%	7.5%	8.0%	6.6%	9.0%	8.4%	8.2%	8.1%
管理费费率	2.7%	3.2%	3.1%	3.8%	2.5%	3.9%	3.1%	3.0%	3.2%
实际税率	20.9%	32.3%	24.6%	-93.6%	14.9%	16.2%	13.5%	25.2%	14.7%
YOY									
收入增长率	71.1%	81.0%	43.0%	12.8%	2.4%	19.8%	39.8%	63.3%	21.1%
归属母公司所有者净利润	261.1%	145.8%	-3.9%	710%	-20.2%	47.7%	5.7%	62.4%	5.8%

资料来源: 公司报表, 招商证券

图 5: 一汽轿车历史 PE Band



资料来源: 招商证券

图 6: 一汽轿车历史 PB Band



资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《一汽轿车-自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22 价值低估;
- 2、《一汽轿车-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、《一汽轿车-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、《一汽轿车-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、《一汽轿车-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、《一汽轿车-业绩增长符合预期, 产能扩张布局未来》2008/10/27;
- 9、《一汽轿车-08 年业绩符合预期, 上调目标价格 17 元》2009/4/21;
- 10、《一汽轿车-期待下半年销量与业绩齐飞》2009/4/30;
- 11、《一汽轿车-中报符合预期, 增长相对确定》2009/8/17;
- 12、《一汽轿车-季报业绩符合预期, 未来业绩增长确定》2009/10/30
- 13、《一汽轿车-2009 年新车投入, 2010 年贡献利润》2009/11/16

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	9083	11532	13801
现金	2306	1926	2265	2542	2892
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2292	2728	3606	4749	5755
应收款项	71	198	166	219	266
其它应收款	42	70	259	339	412
存货	1860	1295	2648	3500	4254
其他	208	74	139	183	221
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	13156	16065	18756
流动负债	3680	3458	5461	6965	8285
短期借款	0	0	200	100	0
应付账款	2577	2651	3859	5102	6200
预收账款	785	519	1072	1417	1722
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	5461	6965	8285
股本	1628	1628	1628	1628	1628
资本公积金	2485	2482	2482	2482	2482
留存收益	1670	2458	3514	4892	6230
少数股东权益	55	51	71	99	131
母公司所有者权益	5783	6567	7623	9001	10339
负债及权益合计	9571	10130	13156	16065	18756

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(35)	1169	1412	2206	2741
净利润			1625	2296	2677
折旧摊销			463	555	643
财务费用			(11)	(19)	(27)
投资收益			(80)	(90)	(90)
营运资金变动			(676)	(648)	(569)
其它			90	113	108
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)	(313)	(909)	(1321)
借款变动			200	(100)	(100)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(569)	(918)	(1338)
其他			56	109	117
现金净增加额	(615)	(604)	339	277	350

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	27736	36528	44272
营业成本	10434	15747	21442	28344	34443
营业税金及附加	805	986	1512	1991	2435
营业费用	964	1656	2080	2520	3055
管理费用	472	642	888	1096	1328
财务费用	(26)	(75)	(11)	(19)	(27)
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	80	90	90
营业利润	701	1291	1906	2686	3129
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	1891	2671	3114
所得税	120	177	246	347	405
净利润	566	1099	1645	2324	2709
少数股东损益	14	11	20	28	33
母公司所有者净利润	553	1088	1625	2296	2677
EPS (元)	0.34	0.67	1.00	1.41	1.64

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	22%	49%	37%	32%	21%
营业利润	75%	84%	48%	41%	16%
净利润	100%	97%	49%	41%	17%
获利能力					
毛利率	23.4%	22.2%	22.7%	22.4%	22.2%
净利率	4.1%	5.4%	5.9%	6.3%	6.0%
ROE	9.6%	16.6%	21.3%	25.5%	25.9%
ROIC	9.5%	15.8%	20.9%	25.2%	25.8%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	34.7%	41.5%	43.4%	44.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.5%	0.6%	0.0%
流动比率	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	1.4	2.0	2.1	2.3	2.4
存货周转率	8.4	12.8	14.1	11.9	11.4
应收帐款周转率	178.9	150.4	152.0	189.5	182.6
应付帐款周转率	4.5	6.0	6.6	6.3	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.34	0.67	1.00	1.41	1.64
每股经营现金	-0.02	0.72	0.87	1.36	1.68
每股净资产	3.55	4.03	4.68	5.53	6.35
每股股利	0.00	0.00	0.35	0.56	0.82
估值比率					
PE	65.0	33.0	22.1	15.6	13.4
PB	6.2	5.5	4.7	4.0	3.5
EV/EBITDA	38.1	25.7	16.7	12.2	10.5

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。