

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

2010年3月19日

一汽轿车(000800.SZ)/22.31元

2009年产品布局, 2010年收获业绩

工业·汽车

目标估值区间: 28-35元

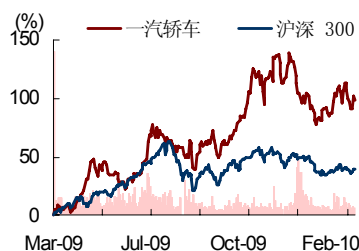
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3046
总股本(万股)	162750
已上市流通股(万股)	141175
总市值(亿元)	363
流通市值(亿元)	315
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	7	24	100
相对表现	6	25	59



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

公司 2009 年实现营业收入 27.7 亿元, 同比增长 37%, 实现归属于上市公司股东净利润 16.3 亿元, 同比增长 49.8%, 对应 EPS 为 1 元; 我们预计 2010 年公司业绩仍将实现高增长, 同时公司有可能作为一汽集团资产整合平台, 我们继续维持公司“强烈推荐-A”投资评级, 维持目标估值区间 28-35 元。

□ 09 年四季度公司实现 EPS0.45 元, 业绩超越我们预期, 原因在于:

- 1) 四季度销量达到 6.15 万辆, 环比增长 18%, 实现销售收入 86.3 亿元, 环比增长 15%, 原材料成本较低以及产能利用率的不断提高使公司四季度毛利率上升至 23.4%;
- 2) 营业费率有所下降。09 年四季度公司的营业费率仅有 5.5%, 较二、三季度有大幅下降, 主要原因在于二、三季度为公司产品密集投放期, 营销费用投入较多, 四季度产品逐渐上量后规模效应进一步突出。

□ 我们预计公司 2010 年实现 EPS1.41 元, 同比增长 41%:

- 1) 2009 年为布局年, 2010 年为收获年。2009 年 B50 和睿翼上市完善了公司的产品体系, 形成了差价在 2-3 万元合理产品系列, 布局基本完成; 2010 年公司将推出小排量产品 B30, 同时盈利能力较强的中大排量产品将逐渐上量, 盈利增速将超越收入增速;
- 2) 产能利用率处于高位。目前公司月产量在 2.2 万辆, 现有生产线已经接近极限, 产能利用率一直维持高位, 预计新增 10 万产能将在年中达产, 从全年来看产能利用率也在高位;
- 3) 费率水平有望降低。2010 年公司新产品投放费用将大幅下降, 现有产品逐渐被市场接受, 销量逐渐上量将使得费率水平不断下降。

□ 维持“强烈推荐-A”投资评级。我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 1.41 和 1.64 元, 同时考虑公司有可能成为一汽集团整体上市的整合平台, 按 2010 年 EPS1.41 元的 20-25 倍 PE 估值相对合理, 目标估值区间 28-35 元, 继续维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ 风险提示: 汽车行业销量受宏观经济波动影响低于预期; 一汽集团整体上市在时间和方案选择上不确定性较大。

财务数据与估值

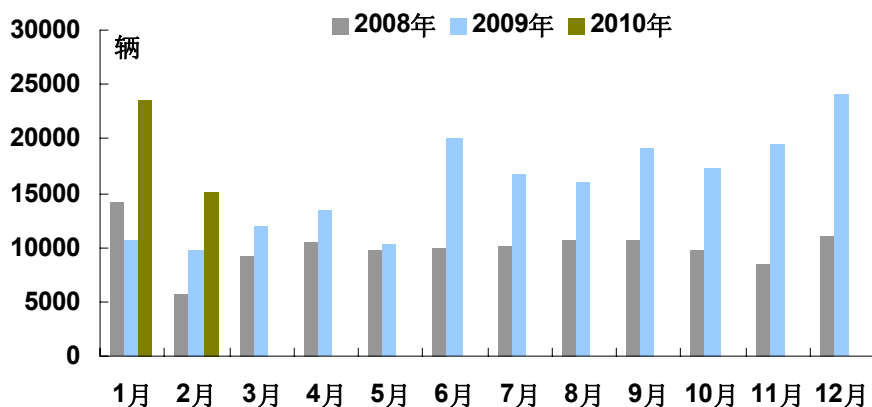
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	20245	27745	34531	41735	49457
同比增长	49%	37%	24%	21%	19%
营业利润(百万元)	1291	1906	2675	3105	3551
同比增长	84%	48%	40%	16%	14%
净利润(百万元)	1088	1629	2291	2661	3046
同比增长	97%	50%	41%	16%	14%
每股收益(元)	0.67	1.00	1.41	1.64	1.87
PE	33.4	22.3	15.9	13.6	11.9
PB	5.5	4.8	4.0	3.5	3.1

资料来源: 招商证券

表 1：一汽轿车单季度业绩回顾

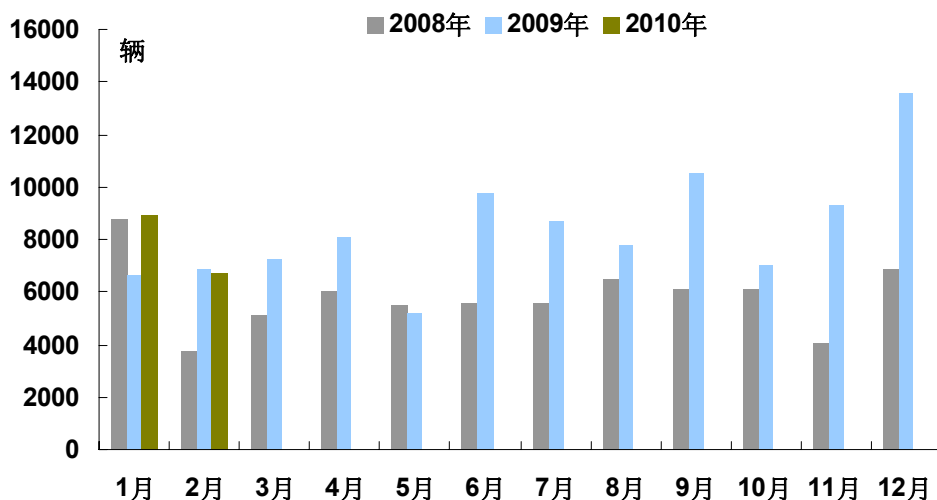
单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2008	2009
一、营业总收入	4950	5482	5357	4457	5066	6567	7487	8625	20245	27744
二、营业总成本	4568	5226	4931	4329	4786	6259	7068	7807	19053	25920
其中：营业成本	3698	4306	4120	3622	4101	5055	5847	6609	15747	21613
营业税金及附加	267	274	254	191	234	341	374	425	986	1375
营业费用	385	511	403	357	336	589	628	471	1656	2025
管理费用	132	174	169	168	127	259	230	305	642	921
财务费用	-9	-38	-15	-12	-12	16	-12	-18	-75	-26
资产减值损失	95	-1	0	3	0	-1	0	14	96	14
三、其他经营收益	21	34	44	0	16	14	23	27	99	81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	21	34	44	0	16	14	23	27	99	81
四、营业利润	403	291	470	128	296	323	442	845	1291	1906
加：营业外收入	0	0	1	7	1	2	3	1	9	7
减：营业外支出	3	3	4	13	3	6	9	-1	24	17
五、利润总额	400	288	466	122	294	319	436	847	1276	1895
减：所得税	84	93	115	-114	44	52	59	96	177	250
六、净利润	316	195	352	236	250	267	377	751	1099	1645
减：少数股东损益	4	1	7	-1	1	-19	13	21	11	16
七、归属母公司所有者净利润	312	194	344	237	249	287	364	730	1087	1629
EPS（元）	0.19	0.12	0.21	0.15	0.15	0.18	0.22	0.45	0.67	1.00
主要比率										
毛利率	25.3%	21.5%	23.1%	18.7%	19.0%	23.0%	21.9%	23.4%	22.2%	22.1%
营业利润率	8.1%	5.3%	8.8%	2.9%	5.8%	4.9%	5.9%	9.8%	6.4%	6.9%
净利率	6.4%	3.6%	6.6%	5.3%	4.9%	4.1%	5.0%	8.7%	5.4%	5.9%
营业费率	7.8%	9.3%	7.5%	8.0%	6.6%	9.0%	8.4%	5.5%	8.2%	7.3%
管理费率	2.7%	3.2%	3.1%	3.8%	2.5%	3.9%	3.1%	3.5%	3.2%	3.3%
实际税率	20.9%	32.3%	24.6%	-93.6%	14.9%	16.2%	13.5%	11.3%	13.9%	13.2%
YOY										
收入增长率	71.1%	81.0%	43.0%	12.8%	2.4%	19.8%	39.8%	93.5%	48.7%	37.0%
归属母公司所有者净利润	261%	146%	-3.9%	710%	-20%	47.7%	5.7%	208%	96.7%	49.8%

资料来源：公司报表，招商证券

图1：一汽轿车月度销量统计


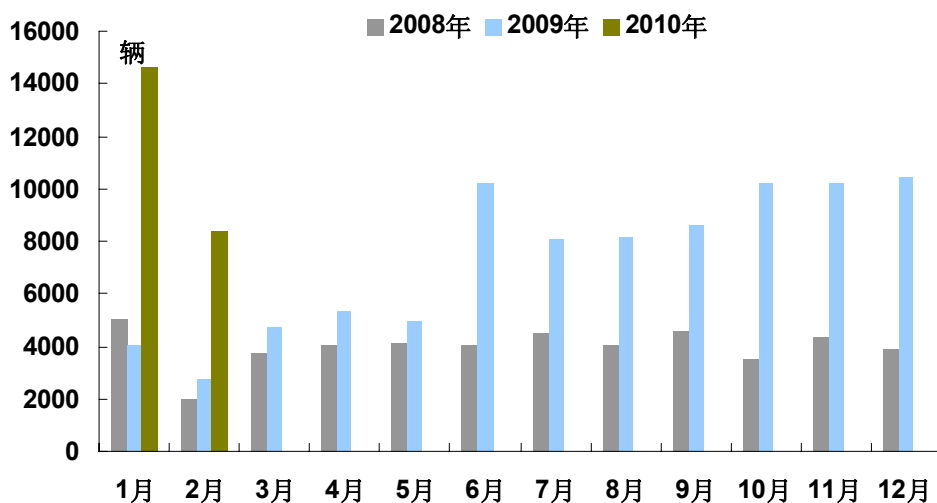
资料来源：公司资料，招商证券

图2: 马自达品牌月度销量统计



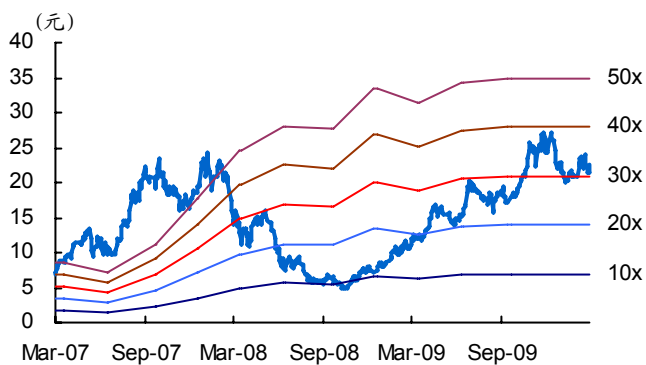
资料来源: 公司资料, 招商证券

图3: 奔腾品牌月度销量统计



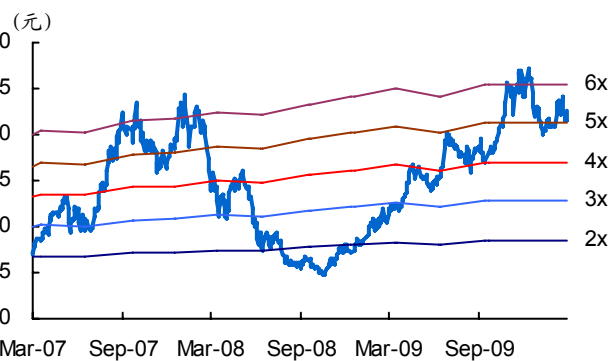
资料来源: 公司资料, 招商证券

图 4: 一汽轿车历史 PE Band



资料来源: 招商证券

图 5: 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
- 14、《一汽轿车-2009 年业绩超预期,2010 年持续高增长》2010/3/5

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6292	10227	10856	13053	16119
现金	1926	2794	2429	2856	4023
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2728	5548	5180	6260	7419
应收款项	198	74	207	250	297
其它应收款	70	86	319	387	460
存货	1295	1500	2549	3090	3674
其他	74	226	173	209	247
非流动资产	3838	4192	4581	5012	4867
长期股权投资	712	699	700	700	700
固定资产	1737	2089	2604	3076	2967
无形资产	373	332	299	269	242
其他	1016	1071	978	967	958
资产总计	10130	14419	15437	18064	20986
流动负债	3458	6625	6245	7515	8883
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2651	4664	4829	5855	6961
预收账款	519	777	1073	1301	1547
其他	288	1183	343	359	375
长期负债	53	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
其他	53	50	50	50	50
负债合计	3512	6675	6295	7565	8933
股本	1628	1628	1628	1628	1628
资本公积金	2482	2488	2488	2488	2488
留存收益	2458	3515	4890	6220	7743
少数股东权益	51	113	137	163	194
母公司所有者权益	6567	7631	9005	10336	11859
负债及权益合计	10130	14419	15437	18064	20986

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1169	2144	1359	2691	3055
净利润			2291	2661	3046
折旧摊销			520	615	646
财务费用			(26)	(26)	(34)
投资收益			(90)	(90)	(100)
营运资金变动			(1406)	(557)	(594)
其它			70	89	91
投资活动现金流	(1241)	(797)	(924)	(1050)	(500)
资本支出			(1000)	(1050)	(500)
其他投资			76	0	0
筹资活动现金流	(532)	(546)	(800)	(1214)	(1389)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(916)	(1331)	(1523)
其他			116	116	134
现金净增加额	(604)	801	(365)	427	1167

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20245	27745	34531	41735	49457
营业成本	15747	21613	26828	32528	38671
营业税金及附加	986	1375	1727	2087	2473
营业费用	1656	2025	2383	2880	3413
管理费用	642	921	1036	1252	1484
财务费用	(75)	(26)	(26)	(26)	(34)
资产减值损失	96	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	99	81	90	90	100
营业利润	1291	1906	2675	3105	3551
营业外收入	9	7	5	5	5
营业外支出	24	17	20	20	20
利润总额	1276	1895	2660	3090	3536
所得税	177	250	346	402	460
净利润	1099	1645	2314	2688	3077
少数股东损益	11	16	23	27	31
母公司所有者净利润	1088	1629	2291	2661	3046
EPS (元)	0.67	1.00	1.41	1.64	1.87

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	49%	37%	24%	21%	19%
营业利润	84%	48%	40%	16%	14%
净利润	97%	50%	41%	16%	14%
获利能力					
毛利率	22.2%	22.1%	22.3%	22.1%	21.8%
净利率	5.4%	5.9%	6.6%	6.4%	6.2%
ROE	16.6%	21.3%	25.4%	25.7%	25.7%
ROIC	15.8%	21.1%	25.2%	25.5%	25.4%
偿债能力					
资产负债率	34.7%	46.3%	40.8%	41.9%	42.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.5	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	2.0	1.9	2.2	2.3	2.4
存货周转率	12.8	19.9	17.1	14.8	14.6
应收帐款周转率	150.4	203.9	245.9	182.4	180.8
应付帐款周转率	6.0	5.9	5.7	6.1	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.67	1.00	1.41	1.64	1.87
每股经营现金	0.72	1.32	0.83	1.65	1.88
每股净资产	4.03	4.69	5.53	6.35	7.29
每股股利	0.00	0.00	0.56	0.82	0.94
估值比率					
PE	33.4	22.3	15.9	13.6	11.9
PB	5.5	4.8	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	23.4	15.8	11.3	9.7	8.6

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；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。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。