

2010-08-25

汽车制造

一汽轿车 000800.SZ

产品图谱日趋完善 新车型有望接连上市

◇ 事件：公司公布半年报

公司上半年实现营业收入 179.1 亿元，同比增长 54.0%；营业利润 16.1 亿元，同比增长 160.0%；利润总额 16.0 亿元，同比增长 161.2%；归属于上市公司股东的净利润 13.4 亿元，同比增长 149.7%；基本每股收益 0.82 元，上年同期为 0.33 元。

◆ 奔腾 B50、睿翼发力 公司汽车销量大幅增长

根据中国汽车工业协会数据，公司上半年销售汽车 12.97 万辆，同比增长 72%；其中 B50 销售 4.2 万辆，同比增长 765.3%；B70 销售 2.8 万辆，同比增长 2.1%；马自达 6 销售 4.1 万辆，同比增长 6.7%；睿翼销售 1.8 万辆，同比增长 447.2%。奔腾 B50、睿翼为公司 2009 年 4 月和 5 月上市车型，为今年上半年的增长贡献主要力量，B50 贡献上半年增量的 68%，睿翼贡献 27%。

◆ 降价导致毛利率下滑 费用率存压缩空间

公司上半年产品综合毛利率为 24.1%，同比上升 2.8 个百分点，但从单季度来看，第一季度毛利率为 25.1%，第二季度为 23.2%，出现较大幅度的下滑，我们认为这主要是公司产品降价促销所致，在淡季的第三季度毛利率可能还将有所下滑。

上半年三项费用率合计为 10.50%，同比下降 0.8 个百分点，其中第一季度为 10.57%，第二季度为 10.44%，季度环比下降 0.13 个百分点。而公司 2009 年三项费用率为 10.50%，随着产销规模的扩大，我们认为费用率有压缩的空间。

◆ 产品图谱日趋完善 新车型有望接连上市

自主品牌奔腾系列车型中，B50、B70 正在销售，明年 B30 有望上市销售，日前公司公布了 6 万台 C303 (B90) 产能投资计划，至此奔腾 A0、A、B、C 级平台车型全部亮相；马自达品牌目前在售有马自达 6、睿翼，今年底有望推出马自达 8MPV；红旗品牌目前销量较小，发展基本处于停滞状态，但公司并没有放弃该品牌的发展，今天公司公布 C131(红旗中高端车型)的投资计划，有望重新启动红旗品牌汽车发展。我们预计未来 5 年，公司每年至少有一款新车型上市。

◆ 盈利预测与投资评级

近期公司股价走势较弱，主要是受一汽集团整体上市可能采取 IPO 方式的影响。但我们认为即使一汽集团 IPO，也难免吸收合并公司，应该给予公司一定溢价。目前，我们给予公司“买入”评级，目标价 23.4 元，对应 2010 年 15 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	20,245	27,745	38,588	46,391	54,386
营业收入增长率	48.67%	37.04%	39.08%	20.22%	17.23%
净利润(百万元)	1,087	1,629	2,546	3,063	3,511
净利润增长率	96.70%	49.80%	56.27%	20.32%	14.63%
EPS(元)	0.67	1.00	1.56	1.88	2.16
ROE(归属母公司) (摊薄)	16.56%	21.35%	26.85%	26.59%	25.45%
P/E	24	16	10	9	8
P/B	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	21	12	8	7	6

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	16.18 元
目标价格	23.4 元
目标期限	6 个月

分析师：

于特(执业证书编号：S0930210060004)

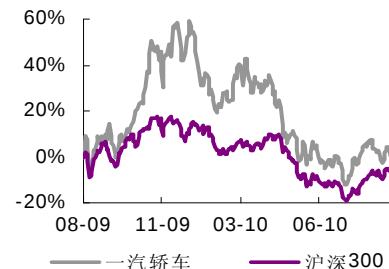
021-22169158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,628
总市值(百万元)	26,333
流通比例(%)	86.74%
12 个月最高/最低(元)	27.55/14.16
近 3 月日均成交量(百万股)	13.36
主要股东	中国第一汽车集团公司

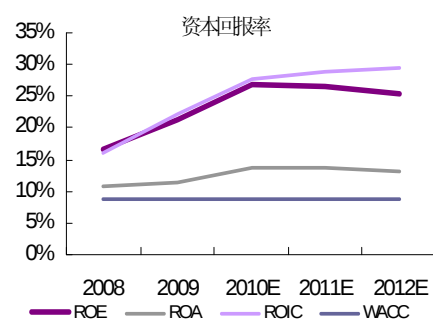
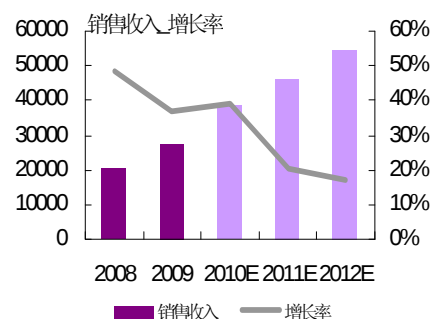
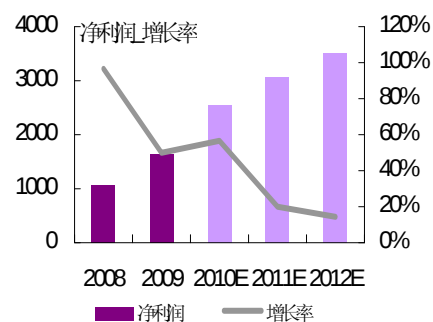
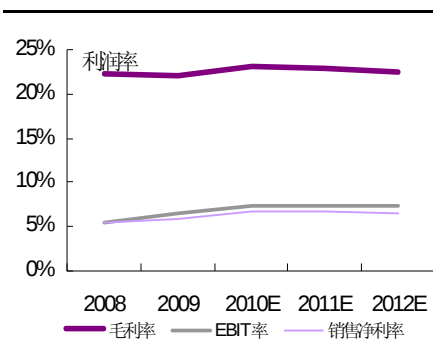
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.91	-6.32	9.08
绝对收益	-6.12	-7.38	-2.89

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,245	27,745	38,588	46,391	54,386
营业成本	15,747	21,613	29,636	35,814	42,204
折旧和摊销	119	411	327	360	392
营业税费	986	1,375	1,910	2,296	2,692
销售费用	1,656	2,025	2,894	3,340	3,834
管理费用	642	921	1,312	1,508	1,713
财务费用	-75	-26	-43	-41	-44
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	99	81	90	90	90
营业利润	1,291	1,906	2,970	3,564	4,077
利润总额	1,276	1,895	2,958	3,552	4,065
少数股东损益	11	16	22	20	17
归属母公司净利润	1,087.49	1,629.03	2,545.62	3,062.90	3,510.95

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	10,130	14,419	18,684	22,573	26,755
流动资产	6,292	10,227	14,186	17,726	21,592
货币资金	1,926	2,794	3,911	5,353	7,069
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	198	74	104	125	147
应收票据	2,728	5,548	7,718	9,278	10,877
其他应收款	70	86	66	74	76
存货	1,295	1,500	2,075	2,520	2,980
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	712	699	708	717	726
固定资产	1,737	2,089	2,536	2,926	3,266
无形资产	373	332	316	300	285
总负债	3,512	6,675	9,067	10,900	12,787
无息负债	3,512	6,675	9,067	10,900	12,787
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	6,618	7,744	9,617	11,673	13,968
股本	1,628	1,628	1,628	1,628	1,628
公积金	3,180	3,329	3,715	4,177	4,706
未分配利润	1,759	2,674	4,140	5,713	7,461
少数股东权益	51	113	135	156	173

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,169	2,144	2,402	3,136	3,614
净利润	1,087	1,629	2,546	3,063	3,511
折旧摊销	119	411	327	360	392
净营运资金增加	778	651	1,533	1,046	1,062
其他	-816	-547	-2,004	-1,334	-1,350
投资活动产生现金流	-1,241	-797	-633	-709	-709
净资本支出	-418	-412	700	700	700
长期投资变化	712	699	-9	-9	-9
其他资产变化	-1,536	-1,084	-1,324	-1,400	-1,400
融资活动现金流	-532	-546	-651	-986	-1,189
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-221	3,163	2,392	1,833	1,887
净现金流	-604	801	1,117	1,441	1,716

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	48.67%	37.04%	39.08%	20.22%	17.23%
净利润增长率	96.70%	49.80%	56.27%	20.32%	14.63%
EBITDA 增长率	40.98%	78.63%	43.22%	19.90%	14.30%
EBIT 增长率	90.39%	60.87%	57.76%	21.02%	14.86%
估值指标					
PE	24	16	10	9	8
PB	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	21	12	8	7	6
EV/EBIT	24	15	9	7	6
EV/NOPLAT	28	17	11	9	7
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	4	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	22.22%	22.10%	23.20%	22.80%	22.40%
EBITDA 率	6.11%	7.96%	8.20%	8.18%	7.97%
EBIT 率	5.52%	6.48%	7.35%	7.40%	7.25%
税前净利润率	6.30%	6.83%	7.67%	7.66%	7.47%
税后净利润率 (归属母公司)	5.37%	5.87%	6.60%	6.60%	6.46%
ROA	10.85%	11.41%	13.74%	13.66%	13.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.56%	21.35%	26.85%	26.59%	25.45%
经营性 ROIC	15.92%	22.31%	27.61%	28.92%	29.32%
偿债能力					
流动比率	1.82	1.54	1.57	1.63	1.70
速动比率	144.50%	131.74%	134.31%	140.15%	146.12%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.67	1.00	1.56	1.88	2.16
每股红利	0.35	0.43	0.63	0.76	0.87
每股经营现金流	0.72	1.32	1.48	1.93	2.22
每股自由现金流(FCFF)	0.40	0.89	0.33	0.97	1.25
每股净资产	4.03	4.69	5.83	7.08	8.48
每股销售收入	12.44	17.05	23.71	28.50	33.42

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

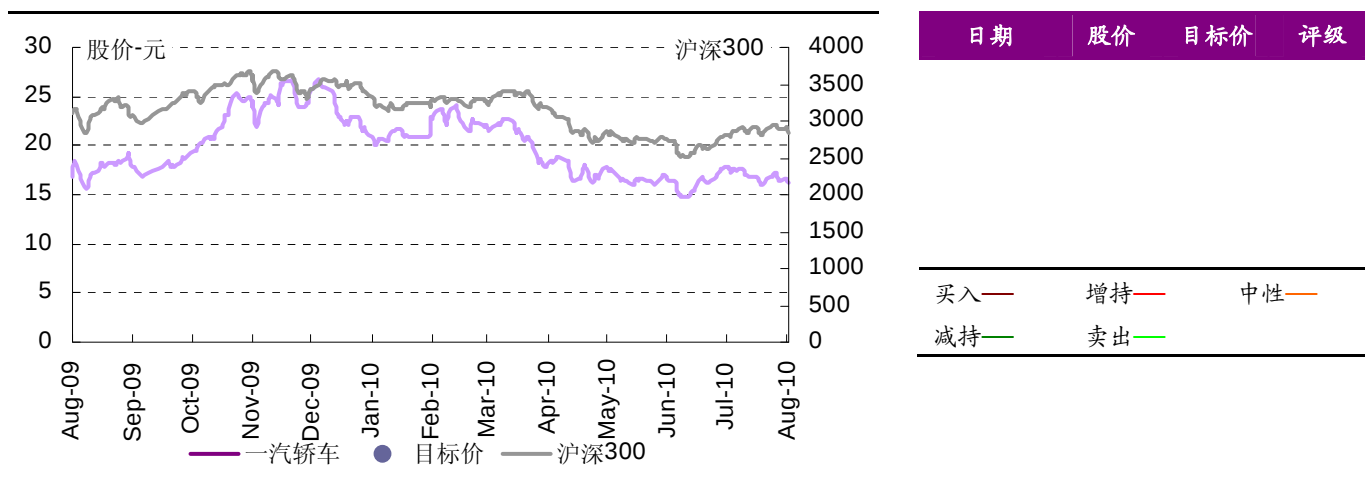
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

一汽轿车（000800）

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写,以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息,但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下,本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议,光大证券股份有限公司及其附属机构(包括研究所)不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员,交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。