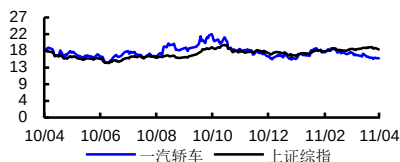


证券研究报告—动态报告
汽车汽配
汽车
一汽轿车(000800)
2010 年年报、2011 年 1 季报点评
谨慎推荐

(下调评级)

2011 年 4 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	1,627.5/1,411.8
总市值(百万元)	26,235.3/22,757.5
沪深 300/深圳成指	2,938.98/12,448.48
12 个月最高/最低(元)	22.40/14.76

相关研究报告:

《一汽轿车-000800-2010 年半年报点评: 二季度盈利略有下滑》——2010-8-25

《一汽轿车 2010 年一季报点评: 一季度业绩靓丽》——2010-4-29

《一汽轿车 09 年年报点评: 4Q09 业绩平稳增长》——2010-3-19

《一汽轿车 09 年三季报点评: 业绩平稳增长》——2009-10-29

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

年报一季报点评

业绩低于预期 短期面临一定压力

●业绩低于预期

2010 年公司实现收入 372.96 亿、净利 18.6 亿, 同比分别增长 34.4%、13.9%, 折合 EPS 1.14 元, 拟每 10 股派发 3 元; 1Q11 实现净利 3.92 亿, 同比下滑 44.2%, 折合 EPS 0.24 元。公司业绩低于预期, 主要原因是 4Q10 以来公司毛利率大幅下滑。

●2010 年销量高速增长, 1Q11 销量增速放缓

2010 年销量高速增长: 2010 年公司销售整车 27.1 万辆 (CAAM 口径), 同比增长 44.3%, 远高于轿车行业 27.3% 的平均增速。细分车型中睿翼 (YoY 148.6%)、奔腾 B50 (YoY 128.5%) 销量增速较高。

1Q11 销量增速放缓: 1Q11 公司销量为 70622 辆, 同比增长 16.4%, 增速有所放缓, 但仍高于行业平均增速, 主要原因是马 6 降价刺激销量增长, 新上市的马 8 也贡献了 1702 辆销量。

●毛利率明显下滑

2010 年公司毛利率同比下降 1.4 个百分点至 20.7%, 并且主要体现在 4Q09, 1Q11 毛利率同比下降 5.9 个百分点至 19.2%, 4Q10 以来毛利率明显下滑。主要原因: 【1】4Q09 以来原材料价格上涨; 【2】在市场低迷的背景下公司对部分车型降价; 【3】产品结构下移。

●公司短期面临一定压力, 未来增长空间广阔

短期面临一定压力: 在行业需求放缓背景下, 预计公司 2011 年销量增速将放缓至 10% 左右, 马 8 短期贡献销量有限, 二工厂投产短期也将增大成本压力;

未来增长空间广阔: 近年公司积极投资发动机、变速箱、整车等重大项目, 产品谱系也将拓展至 MPV、SUV 领域, 为未来增长奠定坚实基础;

●主要风险

乘用车行业需求下滑; 日本地震影响超预期; 新车型市场开拓低于预期。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

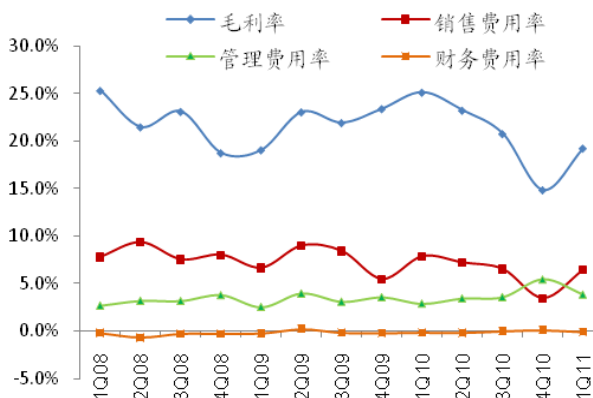
盈利预测和财务指标

	2008	2009	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,245.46	27,744.50	44,569	51,031	57,665
(+/-%)	48.67%	37.04%	19.5%	14.5%	13.0%
净利润(百万元)	1,087.49	1,629.03	2195	2649	3110
(+/-%)	89.65%	49.80%	18.0%	20.7%	17.4%
每股收益(元)	0.67	1.00	1.35	1.63	1.91
EBIT Margin	6.35%		5.7%	6.1%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	16.56%	21.35%	21.6%	22.0%	21.9%
市盈率 (PE)	24.12	16.10	12.0	9.9	8.4
EV/EBITDA	15.77		12.9	10.6	9.1
市净率 (PB)	4.00	3.44	2.58	2.18	1.85

●下调投资评级至“谨慎推荐”

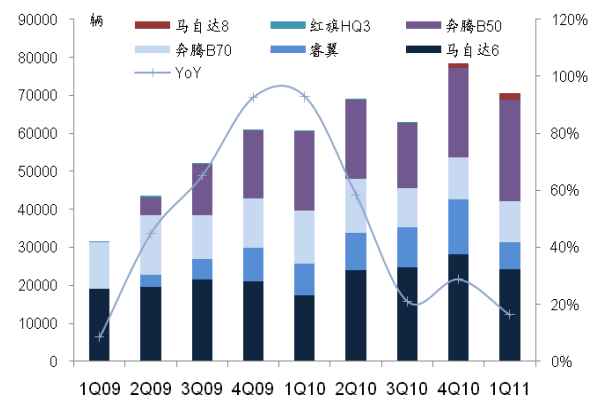
基于公司短期受乘用车行业整体增速放缓、成本上涨侵蚀盈利能力等负面因素影响，短期增长面临一定压力，我们将公司投资评级下调至“谨慎推荐”；小幅下调盈利预测，预计公司2011-2013年EPS分别为1.35（12x）、1.63（10x）、1.91（8x）。

图 1：一汽轿车分季度盈利能力指标（1Q08-1Q11）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：一汽轿车分季度销量及同比增速（1Q09-1Q11）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 1：一汽轿车权益净利分拆（2007-2013E）

	股比	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一汽汽车销售(奔腾品牌)	90%	-13517	368	6429	1713	3600	4500	5400
一汽红旗销售(红旗品牌)	100%	-4996	-4461	-354	0	0	0	0
一汽马自达销售(马自达品牌)	70%-56%	3345	2818	2191	8553	9520	9520	9520
一汽财务	20.70%	7395	9157	6034	8440	8483	8265	7613
大众变速器	20%	1295	738	2474	2266	3000	3400	3400
一汽轿车本部		61765	100129	146129	165036	195300	239751	284802
整车制造业务	100%	90714	108324	147290	164988	195300	239750	284800
资产减值损失	100%	-28948	-8196	-1160	47	0	1	2
净利润合计		55287	108749	162903	186008	219903	265436	310735
总股本		162750	162750	162750	162750	162750	162750	162750
EPS		0.34	0.67	1.00	1.14	1.35	1.63	1.91

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

注：1.2009年日本马自达对一汽马自达销售增资，一汽轿车股比下降至56%；2.2010年公司将一汽红旗销售股权转让给一汽汽车销售；

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3628	3000	3000	3000	营业收入	37296	44569	51031	57665
应收款项	7024	8792	10066	11375	营业成本	29577	35432	40161	45267
存货净额	1939	2349	2657	2992	营业税金及附加	1847	2228	2552	2883
其他流动资产	62	264	302	342	销售费用	2286	2808	3317	3748
流动资产合计	12653	14404	16025	17709	管理费用	1449	1576	1904	2150
固定资产	3645	6056	7504	8434	财务费用	(14)	(22)	18	(6)
无形资产及其他	403	387	371	355	投资收益	104	95	110	121
投资性房地产	225	225	225	225	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	748	748	748	748	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	17675	21821	24874	27471	营业利润	2256	2642	3188	3743
短期借款及交易性金融负债	0	1988	1898	921	营业外净收支	(8)	0	0	0
应付款项	5791	7148	8086	9106	利润总额	2248	2642	3188	3743
其他流动负债	2641	2082	2368	2668	所得税费用	322	370	446	524
流动负债合计	8432	11218	12351	12695	少数股东损益	66	77	93	109
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	1860	2195	2649	3110
其他长期负债	467	467	467	467					
长期负债合计	467	237	237	237					
负债合计	8898	11454	12588	12932					
少数股东权益	132	186	252	328					
股东权益	8644	10180	12034	14211					
负债和股东权益总计	17675	21821	24874	27471					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1860	2195	2649	3110
资产减值准备	(14)	(1)	(0)	(0)
折旧摊销	610	405	568	686
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	(14)	(22)	18	(6)
营运资本变动	675	(1581)	(397)	(363)
其它	55	55	66	77
经营活动现金流	3185	1072	2885	3509
资本开支	(1305)	(2800)	(2000)	(1600)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(1354)	(2800)	(2000)	(1600)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(706)	(658)	(795)	(933)
其它融资现金流	416	1988	(90)	(976)
融资活动现金流	(997)	1099	(885)	(1909)
现金净变动	834	(628)	0	0
货币资金的期初余额	2794	3628	3000	3000
货币资金的期末余额	3628	3000	3000	3000
企业自由现金流	1811	(1805)	834	1833
权益自由现金流	2226	(28)	728	862

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	