

一汽轿车 (000800.SZ) 轿车行业

评级: 持有 下调评级

业绩点评

市价(人民币): 15.41 元

销量增长仍较快, 但利润增速已下滑

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,411.75
总市值(百万元)	25,079.78
年内股价最高最低(元)	22.40/14.46
沪深 300 指数	3209.50
深证成指	12358.88



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.001	1.143	1.330	1.514	1.752
每股净资产(元)	4.69	5.31	6.49	7.86	9.46
每股经营性现金流(元)	1.32	1.44	1.81	1.87	2.11
市盈率(倍)	26.00	14.04	12.12	10.64	9.20
行业优化市盈率(倍)	43.89	43.89	43.89	43.89	43.89
净利润增长率(%)	49.80%	14.18%	16.36%	13.88%	15.70%
净资产收益率(%)	21.35%	21.52%	20.49%	19.28%	18.53%
总股本(百万股)	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 一汽轿车 2010 年实现销售收入 373 亿元, 同比增长 34%; 实现归属母公司净利润 18.6 亿元, 同比增长 14%; 2010 年 EPS 为 1.14 元, 低于市场预期。
- 2011 年一季度实现销售收入 95.9 亿元, 同比增长 14%; 实现归属母公司净利润 3.9 亿元, 同比减少 44%; 一季度 EPS 为 0.24 元, 低于市场预期。

经营分析

- 公司销量增速稍高于行业平均水平。2010 年, 公司共销售汽车 27 万辆, 同比增长 43%, 高于乘用车行业 33% 的增速; 2011 年一季度销售汽车 7 万辆。同比增长 14%, 高于乘用车行业 9% 的增速。
- 产品结构下移导致收入增速低于销量增速。从单季度情况来看, 公司 2010 年各季度收入同比增速分别为 66%、44%、19% 和 21%, 明显低于销量增速的 93%、57%、21% 和 27%; 原因主要是公司产品结构和价格体系的下移: 1、公司奔腾 B50 车型 2010 年共销售 8.3 万辆, 同比增长 128%, 而奔腾系列中价格更高的 B70 产品, 销量则出现 5% 的下滑, 使公司整体产品结构下移; 2、公司最主要的产品老款马自达 6 轿车自 2010 年 2 季度起大幅降价销售, 使公司产品价格体系下降。
- 毛利率下降影响公司业绩水平。2010 年公司毛利率为 20.7%, 比 2009 年下降 1.4 个百分点; 从单季度情况来看, 毛利率呈快速下降态势, 10 年各单季和 11 年一季度毛利率分别为 25%、23%、19%、16% 和 19%。毛利率下降的主要原因是 10 年原材料价格的上升、公司车型结构的下移和汽车的降价销售的影响。此外, 公司二工厂投产产能还没有完全释放, 马自达 8 于 12 月上市, 相关费用对毛利率也有较明显的影响。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: s0630511010003
(8621)61038231
wuww@gjzq.com.cn

- **新车型是公司 2011 年销量增长的刺激因素。**公司新 MPV 车型马自达 8 于 2010 年 12 月，奔腾 B50、B70 也都已推出改款车型，对销量有一定的刺激作用。从一季度汽车销售情况来看，公司销量增速为 16%，快于轿车行业的 9%。我们预计公司今年汽车销量有望同比增长 12%到 15%。
- **2011 年业绩仍有望较快增长。**综合来看，公司汽车销量平稳上升，毛利率也已在 2010 年 4 季度触底，二工厂、马自达 8 上市对盈利能力的影响不会长期持续，公司 2011 年业绩有望实现 15%到 20%的较快增长。

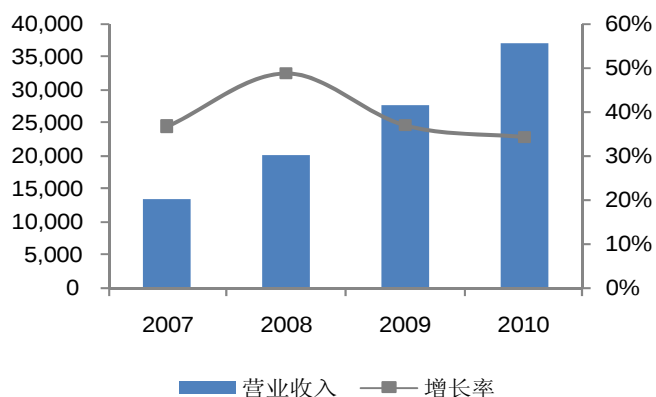
盈利预测

- 我们预计 2011 至 2013 年公司实现归属母公司净利润 21.64 亿元、24.65 亿元和 28.52 亿元，同比增长 18.8%、15.6%和 14.6%。2011 至 2013 年 EPS 分别为 1.33 元、1.51 元和 1.75 元。

投资建议

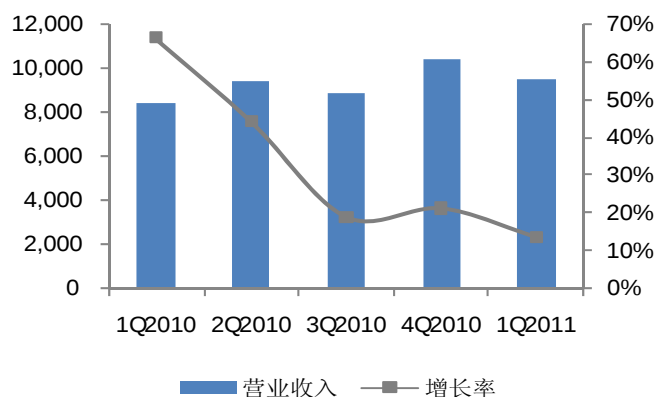
- 目前股价对应公司 11 至 13 年 EPS 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍，估值处于较低水平，但考虑到公司一季度业绩低于预期和日本地震有可能对马自达的后续生产造成一定影响，我们将公司投资评级下调为“持有”。

图表1：公司年度收入情况（百万元）

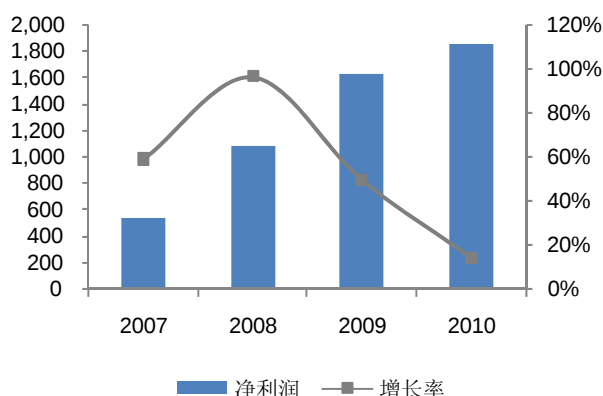


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司单季度收入情况（百万元）

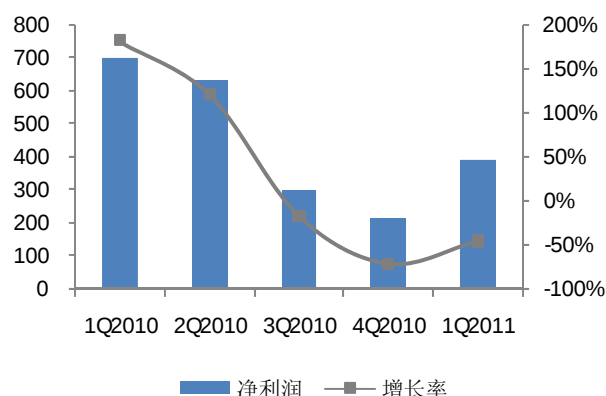


图表3：公司年度净利润情况（百万元）

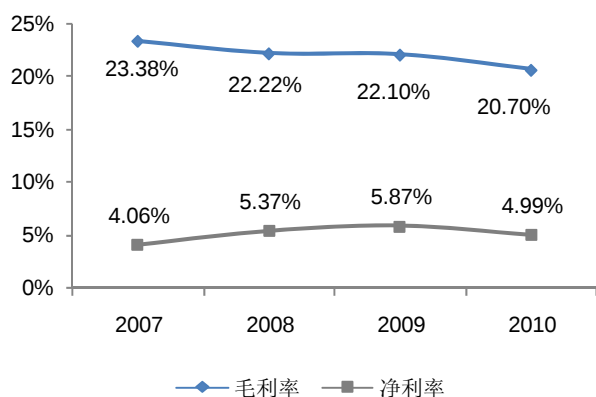


来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司单季度净利润情况（百万元）

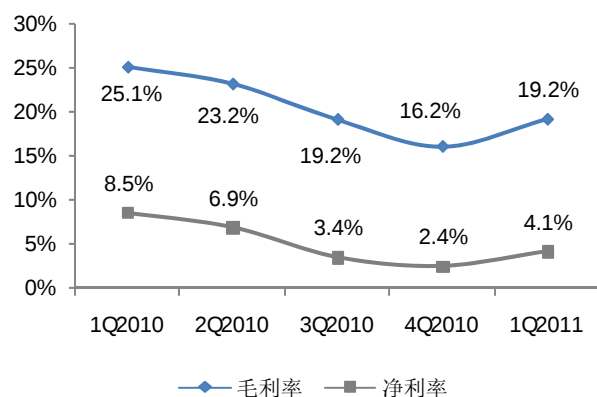


图表5：公司毛利率、净利率情况（年度）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司毛利率、净利率情况（季度）



图表7：公司各车型销量情况

	1Q10	同比增速	2Q10	同比增速	3Q10	同比增速	4Q10	同比增速	2010	同比增速	1Q11	同比增速
一汽轿车	60,693	93%	68,968	57%	62,903	21%	77,292	27%	269,856	43%	70,622	16%
红旗	71	-70%	44	-88%	72	4%	6	-94%	193	-75%	-	-100%
奔腾	35,021	189%	35,076	73%	29,238	15%	34,627	0%	133,962	45%	37,489	7%
睿翼/ 马自达6	25,601	34%	33,848	46%	33,593	27%	42,659	63%	135,701	43%	31,431	23%
马自达8	-	-	-	-	-	-	1,088	-	1,088	-	1,702	-

来源：中汽协，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室