

审慎推荐-A (维持)

一汽轿车 000800.SZ

当前股价: 13.55 元

2011 年 6 月 2 日

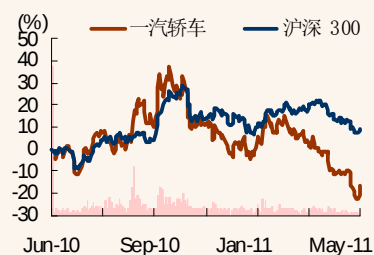
短期经营缺乏亮点、整体上市是关键

基础数据

上证综指	2744
总股本(万股)	162750
已上市流通股(万股)	141175
总市值(亿元)	221
流通市值(亿元)	191
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	17.2
资产负债率	46.2%
主要股东	中国第一汽车集团
主要股东持股比例	53.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-25	-17
相对表现	-2	-21	-26



相关报告

1、《一汽轿车—短期业绩增长有限，关注集团资产股份化》2011/4/27

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

我们近期对一汽轿车进行实地调研，截止目前为止公司销量表现平平，6 月份行业也很难见到强劲恢复，下调 2011 年 EPS 至 0.92 元，对应股价接近 15 倍 PE，高于行业 10 倍平均水平，考虑到整体上市预期，维持“审慎推荐-A”投资评级。

□ 销量增速有限，盈利能力有所下降。

- 1) 1-5 月份公司销量预计为 10.7 万辆，6 月份预期与去年同期持平或略有下滑，二季度行业数据将表现平平。从一汽轿车平淡的销售收据，尤其是受地震影响较小的马自达产品销量表现一般，可以折射出行业销量增速的低迷；
- 2) 5 月份公司在销售方面采取一定力度的促销，在一、二季度销量持平情况下，营销费用率将有所增加，二季度盈利能力将相对减少，可以看出在销量增速有限情况下，车企面临竞争加剧

□ 未来两年资本性开支较大，新产品投放相对较少。

- 1) 根据上市公司公告，2011 年资本性开支将达到 30 亿元，预计 2012 年也将仍维持在大致水平，固定资产折旧摊销将逐步增加；符合我们去年年初预期，即一汽轿车进入新一轮扩张期，业绩较难爆发的判断。
- 2) 2011 年新车型仅仅为 B70 年型车，其余产品，包括 B90、B30、发动机等在内产品投放时间都将在 2011 年之后，去年年底上市 M8 目前销量平平。

□ 整体上市有一定预兆。从央视目前汽车广告上可以看到，解放、一汽轿车、一汽夏利广告集中投放，同时未来新推出产品将同时使用鹰标，预示着在产品的规划、企业文化的推广上，一汽集团均开始集体作战。集团股份有限公司虽未挂牌，但去年一汽轿车、一汽夏利已经出具集团成立股份公司公告。从集团股份公司成立的情况来看，IPO 的可能性较大，我们早年预期资产注入一汽轿车，吸收合并一汽夏利可能性在减少。

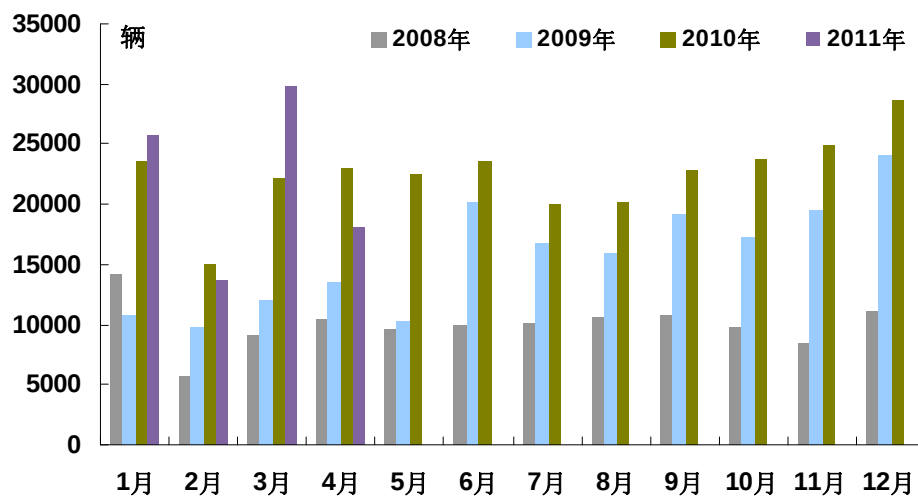
□ 投资建议与风险提示。下调 2011 年公司 EPS 至 0.91 元、2012EPS1.15 元。股价对应 PE 分别为 14.7、11.8 倍，高于行业平均水平(上汽动态 PE10 倍)，考虑到集团整体上市的可能性，维持“审慎推荐-A”投资评级。主要风险在于目前公司估值较行业比较相对较高，从目前来看汽车行业销量短期内很难看到强劲增长迹象；集团股份公司仍未挂牌，具体方案与时间仍然无法确定。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	27745	37296	41750	47671	54345
同比增长	37%	34%	12%	14%	14%
营业利润(百万元)	1906	2256	1745	2181	2716
同比增长	48%	18%	-23%	25%	25%
净利润(百万元)	1629	1860	1499	1874	2335
同比增长	50%	14%	-19%	25%	25%
每股收益(元)	1.00	1.14	0.92	1.15	1.43
PE	13.5	11.9	14.7	11.8	9.4
PB	2.9	2.6	2.2	1.9	1.7

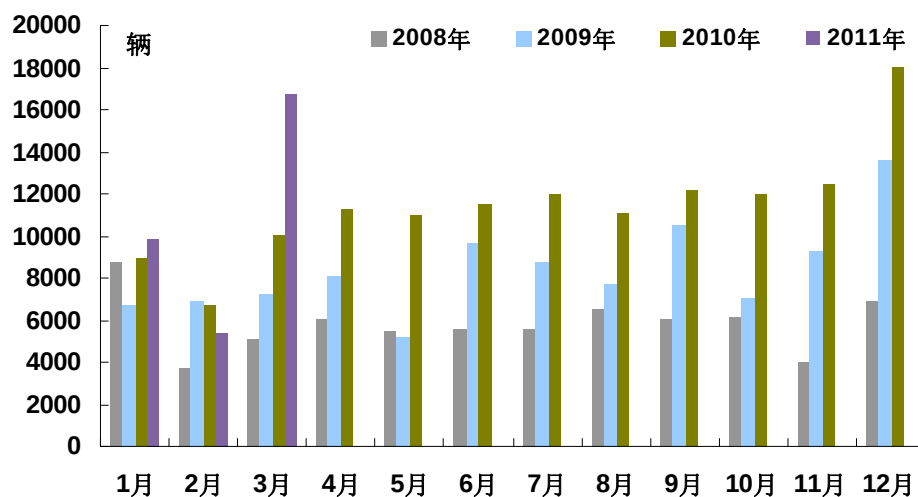
资料来源：招商证券

图 1 一汽轿车月度销量数据统计



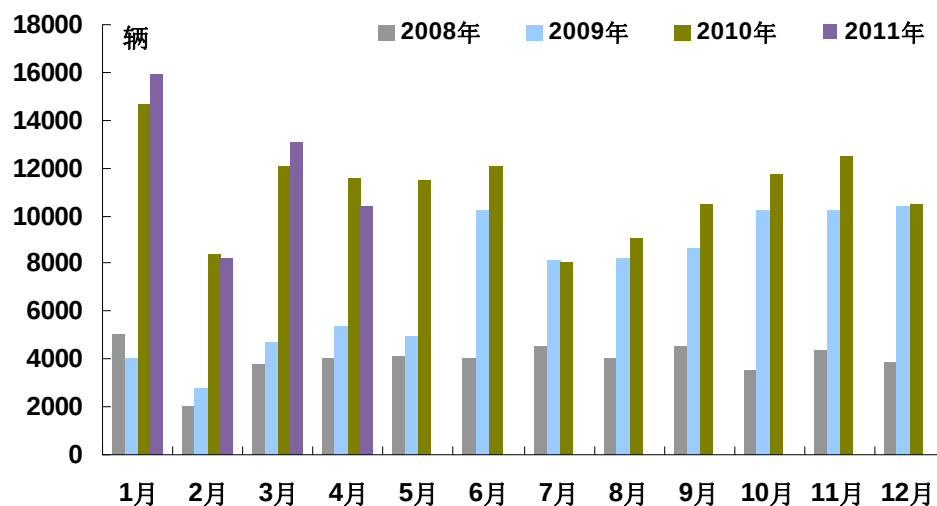
资料来源：招商证券，CAAM

图 2 马自达品牌月度销量数据统计



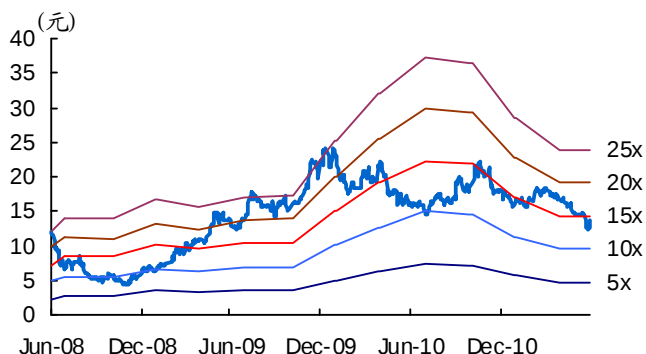
资料来源：招商证券，CAAM

图 3 奔腾品牌月度销量数据统计



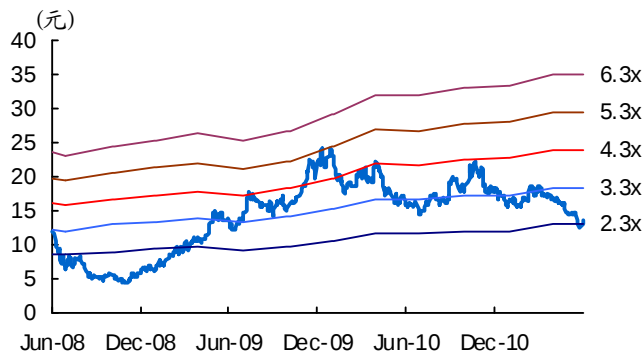
资料来源：招商证券，CAAM

图 4: 一汽轿车历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 5: 一汽轿车历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

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;
- 15、《一汽轿车-2009 年产品布局, 2010 年收获业绩》2010/3/19;
- 16、《一汽轿车-一季度业绩符合预期, 维持 2010 年盈利预测》2010/4/29;

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10227	12653	15456	17221	17940
现金	2794	3628	3000	3000	3000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5548	6920	8350	9534	9782
应收款项	74	86	292	334	190
其它应收款	86	18	401	456	517
存货	1500	1939	3204	3659	4179
其他	226	62	209	238	272
非流动资产	4192	5021	5324	5759	6112
长期股权投资	699	748	700	700	700
固定资产	2089	2864	3323	3799	4188
无形资产	332	403	363	327	294
其他	1071	1005	938	934	930
资产总计	14419	17675	20780	22980	24052
流动负债	6625	8432	10740	11422	10602
短期借款	0	0	2898	2514	478
应付账款	4664	5788	6007	6860	7835
预收账款	777	1049	1335	1525	1741
其他	1183	1594	500	523	548
长期负债	50	467	50	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
其他	50	467	50	50	50
负债合计	6675	8898	10790	11472	10652
股本	1628	1628	1628	1628	1628
资本公积金	2488	2485	2485	2485	2485
留存收益	3515	4532	5731	7230	9098
少数股东权益	113	132	147	166	190
母公司所有者权益	7631	8644	9843	11342	13210
负债及权益合计	14419	17675	20780	22980	24052

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2144	2343	(1828)	1899	3541
净利润		1860	1499	1874	2335
折旧摊销		0	670	760	843
财务费用		0	72	60	(42)
投资收益		0	(120)	(120)	(120)
营运资金变动		0	(4454)	(795)	742
其它		483	506	120	(217)
投资活动现金流	(797)	(964)	(1026)	(1200)	(1200)
资本支出		0	(1100)	(1200)	(1200)
其他投资		(964)	74	0	0
筹资活动现金流	(546)	(492)	2226	(699)	(2341)
借款变动		0	2898	(384)	(2036)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(300)	(375)	(467)
其他		(492)	(372)	60	162
现金净增加额	801	887	(628)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1254	1844	2365	3109	3600
营业成本	714	1163	1414	1846	2129
营业税金及附加	1	3	5	6	7
营业费用	47	53	71	93	108
管理费用	212	273	355	466	540
财务费用	30	23	12	7	4
资产减值损失	0	10	0	0	0
公允价值变动收益	6	(0)	0	0	0
投资收益	6	(0)	0	0	0
营业利润	255	319	509	690	812
营业外收入	1	7	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	254	325	509	690	812
所得税	39	45	76	104	122
净利润	216	280	433	587	690
少数股东损益	4	4	5	7	8
母公司所有者净利润	211	276	428	580	682
EPS (元)	0.43	0.51	0.79	1.07	1.26

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	37%	34%	12%	14%	14%
营业利润	48%	18%	-23%	25%	25%
净利润	50%	14%	-19%	25%	25%
获利能力					
毛利率	22.1%	20.7%	20.1%	20.0%	19.9%
净利率	5.9%	5.0%	3.6%	3.9%	4.3%
ROE	21.3%	21.5%	15.2%	16.5%	17.7%
ROIC	21.1%	21.9%	12.3%	13.9%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	50.3%	51.9%	49.9%	44.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	13.9%	10.9%	2.0%
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.9	2.1	2.0	2.1	2.3
存货周转率	19.9	21.7	16.2	13.9	13.9
应收帐款周转率	203.9	466.0	220.5	152.3	207.5
应付帐款周转率	5.9	5.7	5.7	5.9	5.9
每股资料(元)					
每股收益	1.00	1.14	0.92	1.15	1.43
每股经营现金	1.32	1.44	-1.12	1.17	2.18
每股净资产	4.69	5.31	6.05	6.97	8.12
每股股利	0.00	0.00	0.18	0.23	0.29
估值比率					
PE	13.5	11.9	14.7	11.8	9.4
PB	2.9	2.6	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.2	7.5	8.4	6.9	5.9

分析师承诺

负责本研究报告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。

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。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

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。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。