

强烈推荐-A (维持)

一汽轿车 000800.SZ

当前股价：11.99 元

2017 年 03 月 10 日

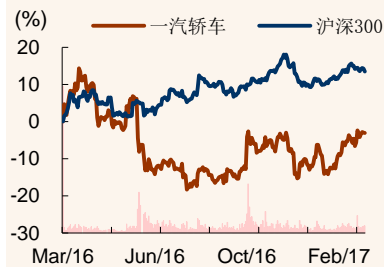
重磅车型 X40 终端调研，订单火爆看好车型上量

基础数据

上证综指	3217
总股本 (万股)	162750
已上市流通股 (万股)	141175
总市值 (亿元)	195
流通市值 (亿元)	169
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	-8.6
资产负债率	57.6%
主要股东	中国第一汽车股份有
主要股东持股比例	53.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	14	-9
相对表现	5	10	-21



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽轿车 (000800) —底部区间已现，17 年轻装上阵》2017-02-14
- 2、《一汽轿车 (000800) —最差时期即将过去，17 轻装上阵》2017-01-26
- 3、《一汽轿车 (000800) —盈利表现弱于行业平均水平》2015-09-08

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠

S1090511080002

彭琪

S1090514080003

研究助理

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn

事件：

3 月 9 日，奔腾品牌进军 A0 级 SUV 市场的全新重量级车型 X40 上市，我们对其进行终端调研。从铺货情况来看，北方货源较为充沛；价格以官方指导价为准，浮动不大；提货周期在 1-3 个月不等。我们认为 X40 凭借定位精准、售价惠民、首款智能互联 SUV 等优点，未来有望与对标车型哈弗 H2、长安 CS35 等争锋，我们看好上半年公司受益销量提升带来的投资机会。预计公司 16-18 年 EPS 分别为-0.61、0.63、0.83 元。给予“强烈推荐-A”评级。

评论：

1、奔腾 X40：首款 A0 级互联网 SUV，定位年轻用户群

奔腾 X40 是奔腾旗下第二款城市 SUV，定位小型 SUV，主打追求个性的年轻用户群。X40 拥有家族化外观设计、强劲动力和良好性能。其中，最具个性化的是 X40 搭载了 D-Life 全语音智能互联系统，D-Life 可灵活定制各类在线应用，如：导航、音乐、电台、新闻、天气、社交等，使用者之间可以根据自己的兴趣喜好构建不同的社交圈，这也使得 X40 成为 A0 级 SUV 细分市场中第一款拥有社交功能的智能互联 SUV，宣告一汽奔腾向“互联网+”领域进军。

图 1：奔腾 X40 动感上市



资料来源：公司官网、招商证券

2、对标哈弗 H2、长安 CS35，性价比突出

对标热销车型哈弗 H2、长安 CS35，奔腾 X40 在外观设计、价格、配置等方面性价比突出。价格选择区间大、同价位最长轴距、互联网 D-Life 系统等更是给予了不同需求的消费者更个性化、多样化的选择，也带给奔腾 X40 极强的竞争优势。

□ **风险提示：公司销量不及预期；国企改革推进不及预期。**

表 1: X40 与对标车型对比

车型	奔腾 X40	哈弗 H2	江淮 S3	瑞虎 3	长安 CS35
指导价 (万元)	6.68-10.18	8.68-11.88	6.58-9.58	6.89-9.29	7.89-9.89
轴距 (毫米)	2600	2560	2560	2510	2560
发动机排量	1.6L	1.5T	1.6L	1.6L	1.6L

资料来源: 招商证券

表 2: X40 提供多款车型选择

车型	价格区间 (万元)	颜色
1.6L MT 技术	6.68	
1.6L MT 舒适	7.08	
1.6L MT 豪华	7.48	北极白
1.6L MT 尊享	7.98	烈焰红
1.6L MT 尊贵	8.78	炫动蓝
1.6L AT 豪华	8.48	热力橙
1.6L AT 尊享	8.98	伯爵棕
1.6L AT 尊贵	9.68	
1.6L AT 尊贵致酷型	10.18	

资料来源: 招商证券

3、北方二线城市销售火爆，未来销量可期

奔腾 X40 上线首日我们对其销售情况进行了终端调研。X40 上线第一天表现亮眼，后续发力值得期待，未来在小型 SUV 市场有望占得一席之地，成为一汽轿车增长新动力。

具体反馈如下：

从厂家铺货情况来看，华北、东北地区的主要城市 4S 店的车型、颜色都较为全面；

从价格上来看，各地基本采用官方指导价格为基准，上下浮动不大，店铺优惠大部分仅限于预售期内，最迟不超过发售后三天；

销售情况来看，4S 店除部分备货充足的店面外，很多车型、颜色都处于售罄状态，后续补货的速度不一，从一个周到 3 个月不等，由于销售火爆，奔腾 X40 后续补货的压力较大。

表 3: X40 分地区 4S 店终端调研情况汇总

城市	存货及订单情况	提货周期	优惠活动 (预售期)
济南	车型、颜色齐备迅速补货，3.9 日当天销售 20 单+	1 周	7700 境外双人游+2000 元礼包
石家庄	销售火爆	<1 个月	定金翻倍，500 代 1000
郑州	销售火爆	<1 个月	送装饰大礼包
广州	销量可观		
青岛	部分车型售罄全部售罄，3.9 日当天销售 10 单+	<1 个月	7700 境外双人游+2000 元礼包
上海	大部分车型售罄，仅余自动低配	1.5 个月	1314 礼包+2 张保养券
北京	部分车型售罄	1~2 个月	
沈阳	部分车型售罄，3.9 日当天销售 34 单	1~2 个月	无息贷款 2 年，终身免费 4 倍流量
天津	部分车型售罄	1~2 个月	
深圳	部分车型售罄	1.5~3 个月	2000 元礼包
哈尔滨	部分车型售罄，3.9 日当天销售 20 单+	2~3 个月	
杭州	部分车型售罄		7700 境外双人游+2000 元礼包
长春	部分车型售罄		7700 境外双人游+2000 元礼包

资料来源: 招商证券

盈利预测与评级

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为：-0.61 元、0.63 元、0.83 元，对应的 PE 分别为：-19 倍、19 倍、14 倍。我们看好上半年公司受益销量提升带来的业绩反转带来的投资机会。给予“强烈推荐-A”评级。

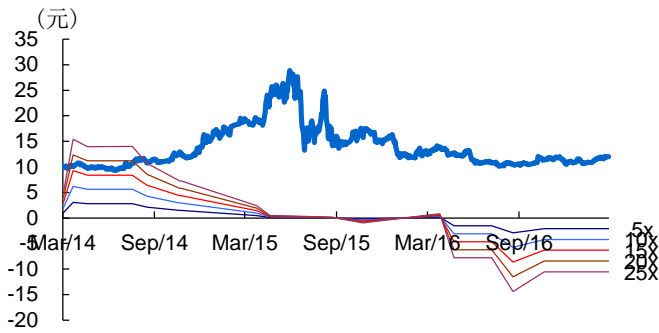
风险提示：汽车行业下滑，新车型销量不及预期。

表 4：简式盈利预测模型

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	33857	26664	22369	35573	41937
同比增长	14%	-21%	-16%	59%	18%
营业利润(百万元)	70	76	-805	1143	1503
同比增长	-94%	9%	-1162%	-242%	32%
净利润(百万元)	150	53	-989	1027	1355
同比增长	-85%	-65%	-1968%	-204%	32%
每股收益(元)	0.09	0.03	-0.61	0.63	0.83
P/E(倍)	129.9	368.5	-19.2	18.5	14.0
P/B(倍)	2.3	2.2	2.7	2.5	2.2

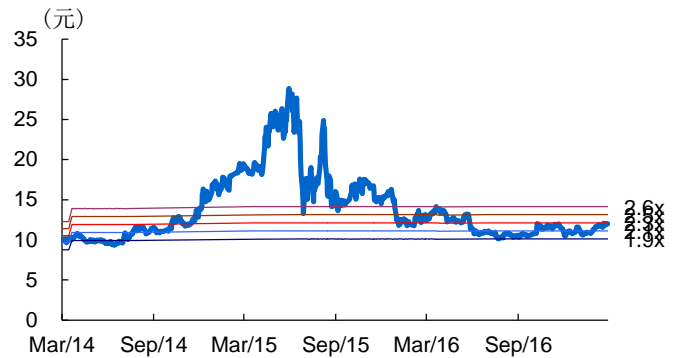
资料来源：招商证券

图 1：一汽轿车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：一汽轿车历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	11289	8855	7295	11044	12782
现金	744	632	750	800	800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6080	4680	3926	6403	7800
应收款项	35	24	11	26	31
其它应收款	18	11	9	15	18
存货	4202	3306	2428	3532	3819
其他	210	202	170	268	314
非流动资产	9626	9183	8651	8416	8619
长期股权投资	1288	1699	1699	1699	1699
固定资产	5940	5480	5058	4921	5212
无形资产	1210	1037	933	840	756
其他	1188	967	961	956	952
资产总计	20915	18038	15946	19460	21401
流动负债	11701	8850	8557	11343	12220
短期借款	2000	2000	2763	3560	3310
应付账款	7132	4472	3579	5059	5941
预收账款	866	806	681	1069	1256
其他	1703	1573	1533	1655	1713
长期负债	516	443	443	443	443
长期借款	0	0	0	0	0
其他	516	443	443	443	443
负债合计	12217	9293	9000	11786	12663
股本	1628	1628	1628	1628	1628
资本公积金	2491	2497	2497	2497	2497
留存收益	4554	4587	2898	3600	4629
少数股东权益	26	33	(77)	(50)	(16)
归属于母公司所有者权益	8672	8712	7023	7724	8753
负债及权益合计	20915	18038	15946	19460	21401

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	291	840	355	(31)	1341
净利润	150	53	(989)	1027	1355
折旧摊销	1095	1103	973	895	863
财务费用	86	94	147	161	178
投资收益	(215)	(213)	(286)	(429)	(480)
营运资金变动	(736)	(193)	634	(1710)	(613)
其它	(89)	(5)	(124)	26	37
投资活动现金流	(737)	(840)	(439)	(659)	(1067)
资本支出	(848)	(648)	(439)	(659)	(1067)
其他投资	111	(191)	0	0	0
筹资活动现金流	(93)	(111)	202	740	(274)
借款变动	105	36	763	797	(250)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	6	0	0	0
股利分配	(293)	(163)	(700)	(326)	(326)
其他	87	10	139	268	302
现金净增加额	(539)	(111)	118	50	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	33857	26664	22369	35573	41937
营业成本	26605	21173	17895	28103	33005
营业税金及附加	1669	1409	1141	1601	1887
营业费用	3908	2512	2796	3379	3942
管理费用	1686	1562	1465	1601	1887
财务费用	107	130	147	161	178
资产减值损失	28	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	215	213	286	429	480
营业利润	70	76	(805)	1143	1503
营业外收入	39	47	75	61	72
营业外支出	40	37	410	33	31
利润总额	69	86	(1140)	1170	1544
所得税	(50)	25	(40)	117	154
净利润	119	61	(1099)	1053	1389
少数股东损益	(31)	8	(110)	26	35
归属于母公司净利润	150	53	(989)	1027	1355
EPS (元)	0.09	0.03	(0.61)	0.63	0.83

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	14%	-21%	-16%	59%	18%
营业利润	-94%	9%	-1162%	-242%	32%
净利润	-85%	-65%	-1968%	-204%	32%
获利能力					
毛利率	21.4%	20.6%	20.0%	21.0%	21.3%
净利率	0.4%	0.2%	-4.4%	2.9%	3.2%
ROE	1.7%	0.6%	-14.1%	13.3%	15.5%
ROIC	1.1%	2.3%	-6.5%	10.4%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	58.4%	51.5%	56.4%	60.6%	59.2%
净负债比率	9.6%	11.1%	17.3%	18.3%	15.5%
流动比率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.8	2.0
存货周转率	7.8	5.6	6.2	9.4	9.0
应收帐款周转率	587.2	894.6	1259.7	1915.2	1484.2
应付帐款周转率	3.6	3.6	4.4	6.5	6.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.03	-0.61	0.63	0.83
每股经营现金	0.18	0.52	0.22	-0.02	0.82
每股净资产	5.33	5.35	4.32	4.75	5.38
每股股利	0.10	0.43	0.20	0.20	0.20
估值比率					
PE	129.9	368.5	-19.2	18.5	14.0
PB	2.3	2.2	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.0	14.7	51.4	7.4	6.4

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10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。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年金牛奖第一名，水晶球公募类第一名，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。