

强烈推荐-A (维持)

一汽轿车 000800.SZ

当前股价：11.76 元  
2017 年 04 月 04 日

16筑底，17轻装上阵

基础数据

上证综指	3223
总股本 (万股)	162750
已上市流通股 (万股)	141175
总市值 (亿元)	191
流通市值 (亿元)	166
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	-12.4
资产负债率	59.7%
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	2	12	-17
相对表现	2	6	-24



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽轿车 (000800) —重磅车型 X40 终端调研, 订单火爆看好车型上量》2017-03-10
- 2、《一汽轿车 (000800) —底部区间已现, 17 年轻装上阵》2017-02-14
- 3、《一汽轿车 (000800) —最差时期即将过去, 17 轻装上阵》2017-01-26

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:

公司公布 16 年年报, 全年实现营收 227.1 亿, 同比减少 14.8%; 亏损达 9.54 亿。其中 Q4 亏损 2.39 亿, 主要系计提存货跌价准备 2.25 亿所致。公司 16 年业绩整体承压, 但基本面有两点积极变化: 清理废旧车型完成产品更新换代; 剥离红旗资产盈利压力骤减。17 年以来轻装上阵效果初显, 一汽马自达销量连创新高, 新车型奔腾 X40 销量火爆, 维持“强烈推荐-A”评级。

评论:

1、Q4 亏损系计提存货跌价, 17 年确立业绩拐点

公司 16 年各款车型生命周期见底, 竞争力趋弱, 全年实现销量 19.4 万辆 (-17.97%); 实现营收 227.1 亿 (-14.83%), 亏损 9.54 亿, 产能利用率不足 50%, 导致整车毛利率下滑 1.36 个百分点。三项费率中销售费用同比上升 150ppt、系马自达新车上市产生的营销广告费用, 管理费用率同比提升 180ppt、系清理废旧车型产生的费用性支出。其中 Q4 在 Q3 实现盈利后亏损 2.3 亿, 主要是当期处理废旧车型产生的资产减值损失 2.75 亿, 扣除处理车型影响, 我们认为 Q4 营业利润在 1 个亿以上。

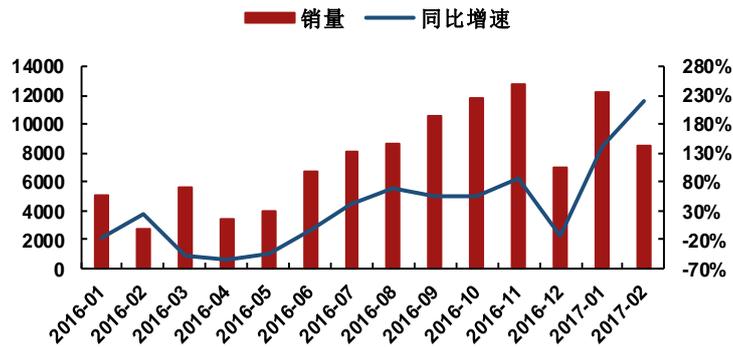
下半年公司基本面有两点积极变化: 1) 16H1 集中清理废旧车型, 目前形成奔腾双 A、双 B、双 SUV+马自达 CX-4、全新阿特兹的产品布局, 其中积压的废旧车型于 Q4 一次性计提存货跌价准备 2.75 亿; 2) Q4 完成红旗资产的整体剥离, 盈利压力骤减, 同时会计处理上产生 5341 万元的营业外收入, 小幅对冲存货跌价准备。

图 1: 完成废旧车型清理后公司产品布局明晰



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：一汽马自达销量以及同比增速一览



资料来源：Marklines，招商证券

### 2、产品线精简效果初显，一汽马自达开年销量连创新高

凭借两款战略车型 CX-4 与全新阿特兹的持续发力以及对产品线的重新梳理，一汽马自达 17 年前 2 月累计销售 2.07 万辆，同比增长 167%，连创历史新高。CX-4 与全新阿特兹外观设计运动时尚，上市仅 9 个月处于生命周期的起点阶段，销量增长后劲十足。

### 3、奔腾 X40 定价务实渠道扩张，订单充足看好车型爆款

3 月 9 日公司在乌镇上市首款 A0 级互联网 SUV 奔腾 X40，搭载全新 D-Life 全语音智能互联系统；上市首日订单即累计突破 5000 辆，销售情况火爆。我们看好奔腾 X40 成为明星爆款车型，带动奔腾全年销量高增长，原因有三：

- 1) 定价务实，起步价为 6.68 万，性价比突出；同时共有 9 款细分车型可供选择，满足消费者个性化、多元化需求；
- 2) 营销渠道扩张且下沉，一汽奔腾 17 年提出“60+60”的扩张计划，即新建 60 家 4S 店和 60 家星火店。X40 上市前已着手在三到六线 128 个城市先行布局 60 家新店，为 X40 的上市发力提供有力的渠道保障；
- 3) 订单充足，上市首日各 4S 店普遍卖出 20 辆以上；同时公司已提前两月铺货三千余辆，但部分车型仍售罄，提货周期在 1-3 个月不等。

图 3：首款大尺寸互联 SUV 奔腾 X40 动感上市



资料来源：公司官网，招商证券

表 1: 奔腾 X40 上市首日多地调研情况汇总

城市	存货及订单情况	提货周期
济南	车型、颜色齐备迅速补货, 当日销售 20 单+	1 周
石家庄	销售火爆	<1 个月
郑州	销售火爆	<1 个月
广州	销量可观	
青岛	部分车型售罄, 当天销售 10 单+	<1 个月
上海	大部分车型售罄, 仅余自动低配	1.5 个月
北京	部分车型售罄	1-2 个月
沈阳	部分车型售罄, 当日销售 34 单	1-2 个月
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
哈尔滨	部分车型售罄, 当日销售 20 单+	2-3 个月
杭州	部分车型售罄	
长春	部分车型售罄	

资料来源: 招商证券

### 盈利预测与评级

受多款车型生命见底销量下滑影响, 公司 16 年业绩整体承压, 但基本上有两点积极变化: 清理废旧车型完成产品更新换代; 剥离红旗资产盈利压力骤减。17 年以来轻装上阵效果初显, 一马销量连创新高, 新车型奔腾 X40 销量火爆, 维持全年业绩反转判断不变, 预计 17-19 年实现净利润 10.27 亿、13.16 亿、15.55 亿, 对应 EPS 为 0.63、0.81、0.96 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

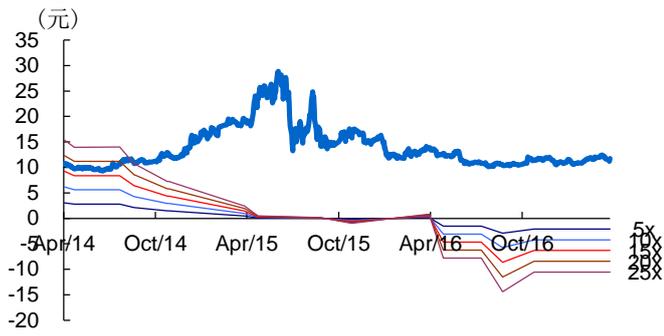
风险提示: 汽车行业整体下滑, 公司销量不及预期。

表 2: 简式盈利预测模型

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	26664	22710	36091	39316	41607
同比增长	-21%	-15%	59%	9%	6%
营业利润(百万元)	76	-1162	1155	1474	1709
同比增长	9%	-1634%	-199%	28%	16%
净利润(百万元)	53	-954	1027	1316	1555
同比增长	-65%	-1902%	-208%	28%	18%
每股收益(元)	0.03	-0.59	0.63	0.81	0.96
P/E(倍)	361.5	-20.1	18.6	14.5	12.3
P/B(倍)	2.2	2.5	2.6	2.3	2.0

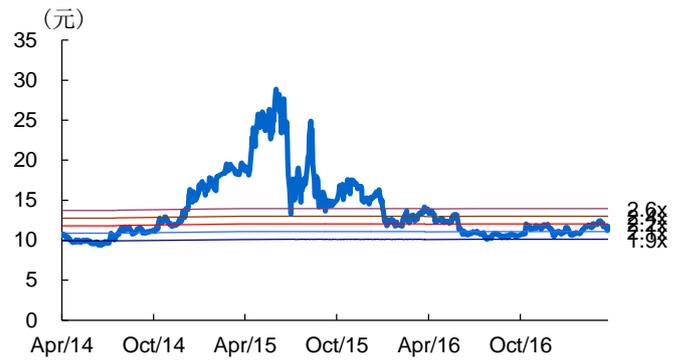
资料来源: 招商证券

图 4：一汽轿车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：一汽轿车历史 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	2016	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>20915</b>	<b>18038</b>	<b>15946</b>	<b>19460</b>	<b>21401</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	516	443	443	443	443
长期借款	0	0	0	0	0
其他	516	443	443	443	443
<b>负债合计</b>	<b>12217</b>	<b>9293</b>	<b>9000</b>	<b>11786</b>	<b>12663</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>20915</b>	<b>18038</b>	<b>15946</b>	<b>19460</b>	<b>21401</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(737)	(840)	(439)	(659)	(1067)
资本支出	(848)	(648)	(439)	(659)	(1067)
其他投资	111	(191)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(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
<b>现金净增加额</b>	<b>(539)</b>	<b>(111)</b>	<b>118</b>	<b>50</b>	<b>0</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	69	86	(1140)	1170	1544
所得税	(50)	25	(40)	117	154
<b>净利润</b>	119	61	(1099)	1053	1389
少数股东损益	(31)	8	(110)	26	35
<b>归属于母公司净利润</b>	150	53	(989)	1027	1355
<b>EPS (元)</b>	0.09	0.03	(0.61)	0.63	0.83

主要财务比率

	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	126.5	359.0	-19.2	18.5	14.0
PB	2.2	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年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

**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。