

强烈推荐-A (维持)

一汽轿车 000800.SZ

当前股价: 10.8 元

2017 年 05 月 01 日

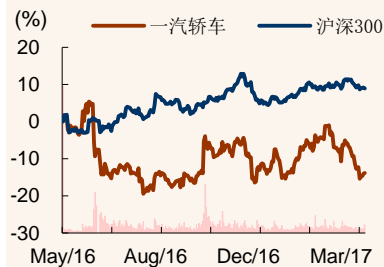
业绩略超预期, 毛利率创历史新高

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	162750
已上市流通股 (万股)	141175
总市值 (亿元)	176
流通市值 (亿元)	152
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	-4.7
资产负债率	54.6%
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	-7	-7	-14
相对表现	-6	-10	-22



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《一汽轿车 (000800.SZ): 十年争朝夕, Q1 扭亏为盈》2017-04-11
- 2、《一汽轿车 (000800) ——1Q 马自达贡献盈利, 全年业绩反转无忧》2017-04-07
- 3、《一汽轿车 (000800) ——16 筑底, 17 轻装上阵》2017-04-04

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:

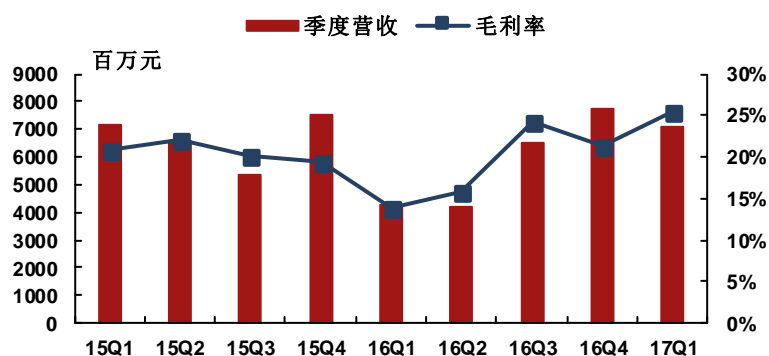
公司公布一季报, 实现营收 70.7 亿, 同比增加 65.7%; 归母净利润 1.62 亿, 去年同期亏损 4.23 亿, 印证此前反转逻辑。毛利率为 25.5%, 较同期提升 11.7pp, 主要系销量火爆带来产能爬坡以及废旧生产线清理完毕折旧减少所致; 三费率较同期下降 3.7pp。Q2、Q3 伴随 X40 上量, 产能利用率提升, 业绩仍有向上弹性。我们看好公司基本面反转带来的持续增长, 预计公司 17-19 年实现净利润 10.27 亿、13.16 亿、15.55 亿, 对应 17 年 17.1 倍 PE, 维持“强烈推荐-A”评级。

评论:

1、Q1 销量火爆带来毛利率提升, 严控成本三费率显著降低

公司 Q1 实现营收 70.7 亿 (+65.7%), 归母净利润 1.62 亿, 去年同期亏损 4.23 亿, 其中毛利率为 25.5%, 相比去年同期大幅提升 11.7pp, 主要系 Q1 整车销售 5.7 万辆 (+33.2%) 带来的产能爬坡以及废旧生产线清理完毕折旧大幅减少所致。其中, 马自达凭借 16H2 两款新车型上量销量实现 3.2 万辆, 单车盈利超 8000 元显著提升公司整体盈利水平。同时严格控制成本, 三费率有所下降, 管理费用率 7.0% (-1.1pp), 销售费用率 8.3% (-3.4pp), 营业税金率 6.6% (+0.8pp)。

图 1: 公司季度销量以及毛利率一览



资料来源: 公司公告, 招商证券

2、全年销量目标 30 万辆, 马自达贡献盈利、X40 提升产能利用率

全年销量目标 30 万辆大概率实现, 马自达支撑业绩, X40 上量带来产能爬坡。17 年公司制定了“双跨越、再出发”的经营方针, 将全年销量目标定为 30 万辆。我们认为在 Q1 开局良好的情况下, 全年 30 万辆销量目标大概率实现。其中预计马自达全年销售 15 万辆, 贡献主要盈利; 奔腾车系则受益于全新 A0 级 SUV X40 的投放, 产能迅速爬坡, 保守预计全年销量 15 万辆。目前 X40 日订单维持在 200-300 台的水准, 预计 3 个月后月销量破万, 公司产能利用率将进一步提升。

风险提示: 马自达销量不及预期; 公司产品投放不及预期。

表 1: 预计公司 17 年销量将达到 30 万辆

车型	16 年销量	17 年销量预计	同比增速
CX-4	37780	90000	+138.22%
全新阿特兹	44919	60000	+33.57%
奔腾 X40	/	75000	/
奔腾其他车型	105437	75000	-28.87%

资料来源: 公司调研, 招商证券

3、16 年清理废旧车型产生 3.2 亿费用, 17 年全新产品布局费用无压

16 年清理废旧车型产生 3.2 亿费用, 17 年全新产品布局重新启航。公司 16 年集中清理废旧车型精简产品线, 总计产生 3.2 亿费用导致业绩承压, 其中存货跌价损失 2.25 亿计入资产减值损失, 存货损失 9272 万计入管理费用。我们认为公司于 16 年一次性处理废旧车型撇清费用, 由此确立业绩底部区间; 17 年公司轻装上阵, 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, 全新启航费用无压。

图 2: 17 年公司全新产品布局重新启航



资料来源: 公司公告, 招商证券

4、新车型投放节奏加快, 延伸产品链条助力品牌突破

公司产品投放提速, 未来两年还将投放 X60、全新改款 X80、MPV 车型延伸产品链条。公司过去业绩受过慢的产品投放节奏所拖累, 16 年起公司产品投放明显加速。除已上市的全新 B50、中期改款 X80、X40 外, 未来两年内公司还将投投放奔腾 X60、A 级 MPV 以及全新改款奔腾 X80 三款全新车型, 进一步完善公司在 SUV/MPV 领域的产品布局, 助力公司完成品牌突破。

表 2: 公司“十三五”期间将投放多款新车

车型	上市时间	所属细分市场	改款/新品
全新奔腾 B50	2016 年 7 月 15 日	紧凑型三厢轿车	改款
中期改款奔腾 X80	2016 年 9 月 23 日	紧凑型 SUV	改款
奔腾 X40	2017 年 3 月 9 日	A0 级 SUV	新品
奔腾 X60	2018 年底	跨界 SUV	新品
MPV	2018/2019 年	A 级 MPV	新品
全新改款奔腾 X80	2019 年	紧凑型 SUV	改款

资料来源：公司调研，招商证券

图 3：奔腾 X60 北京车展示意图

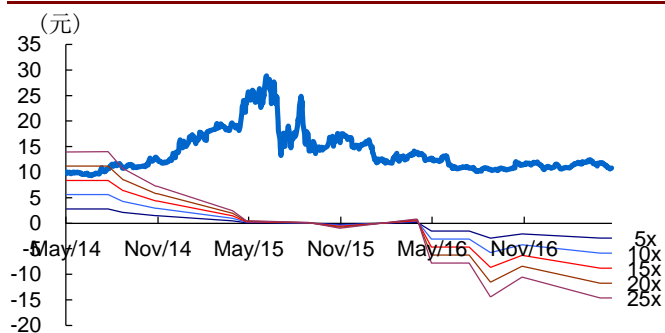


资料来源：汽车之家，招商证券

盈利预测与评级

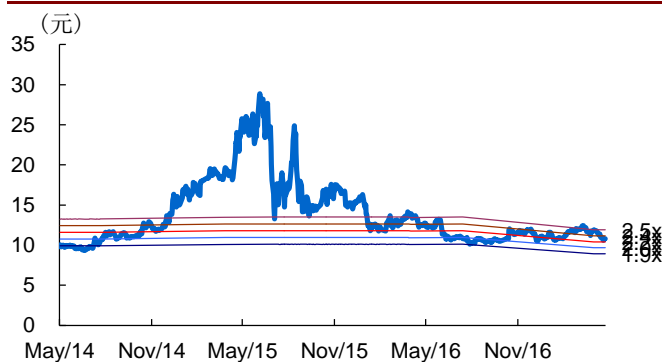
公司 Q1 毛利率为 25.5%，较同期提升 11.7pp，主要系销量火爆带来产能爬坡以及废旧生产线清理完毕折旧减少所致；三费率较同期下降 3.7pp。Q2、Q3 伴随 X40 上量，产能利用率提升，业绩仍有向上弹性。未来 2 年公司产品投放提速，X60、MPV 等全新车型值得期待。我们看好公司基本面反转带来的持续增长，预计公司 17-19 年实现净利润 10.27 亿、13.16 亿、15.55 亿，对应 EPS 为 0.63、0.81、0.96 元，维持“强烈推荐-A”评级。

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

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8855	10632	12551	14393	16301
现金	632	1068	1720	2693	3941
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4680	6242	6496	7313	7739
应收款项	24	166	211	230	243
其它应收款	11	8	13	14	15
存货	3306	2806	3576	3563	3751
其他	202	341	535	580	611
非流动资产	9183	8417	8148	8326	8469
长期股权投资	1699	1784	1784	1784	1784
固定资产	5480	4834	4661	4924	5141
无形资产	1037	824	741	667	600
其他	967	975	962	951	943
资产总计	18038	19049	20699	22719	24770
流动负债	8850	10896	11481	12187	12675
短期借款	2000	2000	2000	2000	2000
应付账款	4472	5772	5123	5545	5837
预收账款	806	1546	2415	2614	2752
其他	1573	1578	1944	2028	2086
长期负债	443	479	479	479	479
长期借款	0	0	0	0	0
其他	443	479	479	479	479
负债合计	9293	11375	11960	12666	13154
股本	1628	1628	1628	1628	1628
资本公积金	2497	2489	2489	2489	2489
留存收益	4587	3561	4589	5856	7362
少数股东权益	33	(15)	22	70	126
归属于母公司所有者权益	8712	7678	8705	9972	11478
负债及权益合计	18038	19038	20687	22708	24758

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	840	568	1126	1867	2154
净利润	53	(954)	1027	1316	1555
折旧摊销	1103	1123	928	888	924
财务费用	94	97	125	138	149
投资收益	(213)	(238)	(309)	(360)	(360)
营运资金变动	(193)	622	(717)	(168)	(175)
其它	(5)	(82)	72	53	61
投资活动现金流	(840)	(21)	(659)	(1067)	(1067)
资本支出	(648)	(859)	(659)	(1067)	(1067)
其他投资	(191)	839	0	0	0
筹资活动现金流	(111)	(111)	184	173	162
借款变动	(111)	(198)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	(8)	0	0	0
股利分配	(16)	(70)	0	(49)	(49)
其他	10	166	184	222	211
现金净增加额	(111)	436	652	973	1248

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26664	22710	36091	39316	41607
营业成本	21173	18225	28459	30806	32430
营业税金及附加	1409	1331	1624	1769	1872
营业费用	2512	2426	3393	3696	3911
管理费用	1562	1743	1624	1769	1872
财务费用	130	108	125	138	149
资产减值损失	15	276	20	23	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	213	238	309	360	360
营业利润	76	(1162)	1155	1474	1709
营业外收入	47	194	61	72	72
营业外支出	37	24	33	31	31
利润总额	86	(992)	1183	1515	1750
所得税	25	11	118	152	139
净利润	61	(1003)	1065	1364	1611
少数股东损益	8	(48)	37	48	56
归属于母公司净利润	53	(954)	1027	1316	1555
EPS (元)	0.03	(0.59)	0.63	0.81	0.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-21%	-15%	59%	9%	6%
营业利润	9%	-1634%	-199%	28%	16%
净利润	-65%	-1902%	-208%	28%	18%
获利能力					
毛利率	20.6%	19.7%	21.1%	21.6%	22.1%
净利率	0.2%	-4.2%	2.8%	3.3%	3.7%
ROE	0.6%	-12.4%	11.8%	13.2%	13.5%
ROIC	2.3%	-11.0%	10.7%	12.0%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	51.5%	59.7%	57.8%	55.8%	53.1%
净负债比率	11.1%	10.5%	9.7%	8.8%	8.1%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	1.5	1.2	1.7	1.7	1.7
存货周转率	5.6	6.0	8.9	8.6	8.9
应收帐款周转率	894.6	238.6	191.3	178.2	175.8
应付帐款周转率	3.6	3.6	5.2	5.8	5.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	-0.59	0.63	0.81	0.96
每股经营现金	0.52	0.35	0.69	1.15	1.32
每股净资产	5.35	4.72	5.35	6.13	7.05
每股股利	0.04	0.00	0.03	0.03	0.03
估值比率					
PE	332.0	-18.4	17.1	13.4	11.3
PB	2.0	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	19.3	-128.4	9.6	8.5	7.6

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。