

业绩见底，长期增长有支撑

增持维持

投资要点:

- 📖 3季度亏损，业绩见底，4季度盈利状况预计有好转;
- 📖 公司未来将直接受益于国家及集团对自主品牌发展的重视;
- 📖 维持对一汽轿车的增持评级。

报告摘要:

- **3季度业绩自2007年以来首次亏损。**一汽轿车2011年3季度共实现归属于上市公司股东的净利润-4985.88万元，实现基本每股收益-0.03元，自2007年以来，公司季度业绩首次出现亏损;
- **公司产品老化，新产品推广不力。**前3季度，奔腾B50和老马6出现了正增长，新车马自达8和马自达睿翼并没有得到市场广泛的认同，前3季度奔腾B50共销售67093辆，同比增长13.68%，老马6销售69023辆，同比增长4.22%，主要车型3季度销量同比都出现了较大幅度的下滑，其中奔腾B50下滑15.85%，B70下滑幅度高达51.61%，老马6和睿翼下滑幅度都接近30%;
- **业绩见底，4季度盈利状况将改善。**3季度毛利率水平相对2季度下滑了2.80个百分点，而期间费用率上升的更快，3季度上升了4.96个百分点，其中销售费用率上升的最快，从市场基本面和盈利状况看，业绩已见底，公司4季度销量预计将会有所改善，3季度的低毛利率和高期间费用率的状况不会持续到4季度，4季度盈利状况将改善;
- **受益于国家和集团对自主品牌的鼓励政策，公司长远增长有支撑。**一汽集团总经理已经上任，具备相当的自主品牌管理经验，预计将会加大集团对公司的支持力度，公司长远增长有充分的保证;
- **我们维持对一汽轿车的增持评级。**依靠一汽集团对自主品牌投入的增加和重视，公司长远增长具备强有力的支撑，我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.61、0.89和1.13元，维持原有的增持评

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	27745	37296	38042	43748	50310
同比增速	37.04%	34.43%	2.00%	15.00%	15.00%
净利润(百万元)	1629	1860	993	1448	1837
同比增速	49.80%	14.18%	-46.64%	45.93%	26.83%
基本每股收益(元)	1.00	1.14	0.61	0.89	1.13

资料来源: 宏源证券、Wind 资讯

宏源汽车组

分析师:

祖广平 (S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

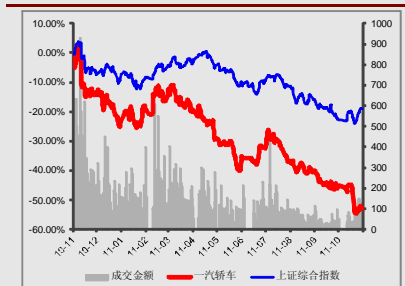
联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

1《宏源证券*中报简评*一汽轿车: 盈利下滑,整体上市渐近*000800*汽车行业*于军华》2011.8

2《宏源证券*中期策略报告*汽车行业: 三季度乘用车登场,四季度商用车压轴**汽车行业*于军华》,2011.6

3《宏源证券*年报简评*一汽轿车: 产能释放,后续增长有力*000800*汽车行业*于军华》,2011.5

4《宏源证券*季报简评*一汽轿车: 净利润下滑,预计4季度将反弹*000800*汽车行业*于军华、陈盛军》,2010.11

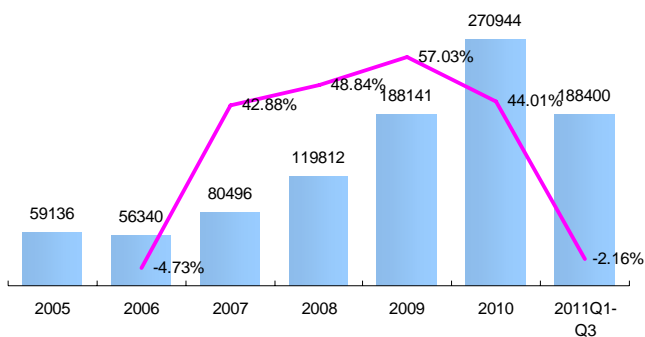
一、销量和收入均低于预期

(一) 销量和收入同比大幅下滑

一汽轿车完成全年 30 万辆销售任务难度很大。一汽轿车 2011 年前 3 季度共实现汽车销售 18.84 万辆，同比下滑 2.16%，总体增速落后于汽车市场平均水平，年初制定任务为 30 万辆，全年完成销售 30 万辆任务目标的难度很大。

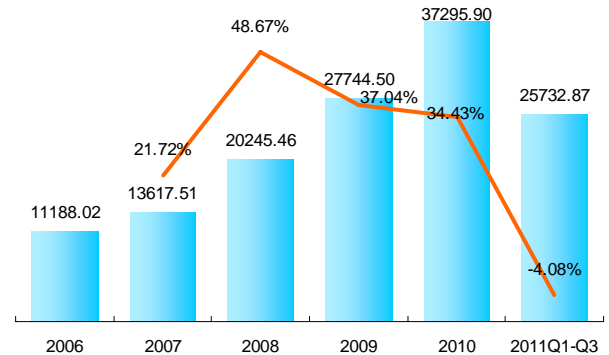
一汽轿车收入增速也有大的回落。前 3 季度公司共实现销售收入 257.33 亿元，同比下滑 4.08%，远远低于 2010 年同期水平。

图 1: 一汽轿车分年度销量 (辆) 和同比增速



资料来源: 宏源证券, CAAM

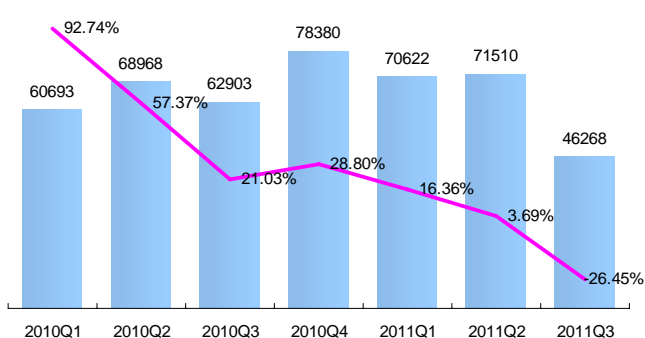
图 2: 一汽轿车分年度收入 (百万元) 及同比增速



资料来源: 宏源证券, 一汽轿车

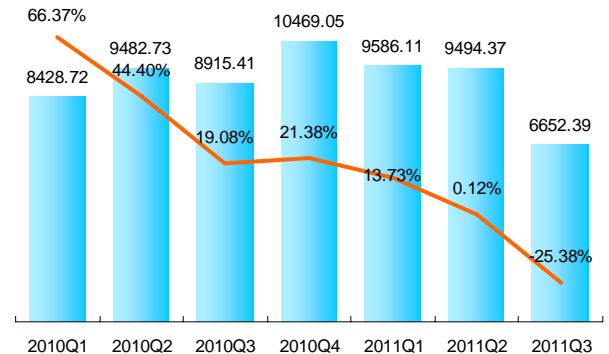
公司季度销量和收入增速下滑更快。3 季度公司共销售整车 4.63 万辆，同比下滑 26.45%，实现销售收入 66.52 亿元，同比下滑 25.38%。

图 3: 一汽轿车分季度销量 (辆) 及同比增速



资料来源: 宏源证券, CAAM

图 4: 一汽轿车分季度收入 (百万元) 及同比增速



资料来源: 宏源证券, 一汽轿车

(二) 产品老化, 新产品推广不力

前 3 季度, 奔腾 B50 和老马 6 出现了正增长, 新车马自达 8 和马自达睿翼并没有得到市场广泛的认同。前 3 季度奔腾 B50 共销售 67093 辆, 同比增长 13.68%, 老马 6 销售

69023 辆，同比增长 4.22%。

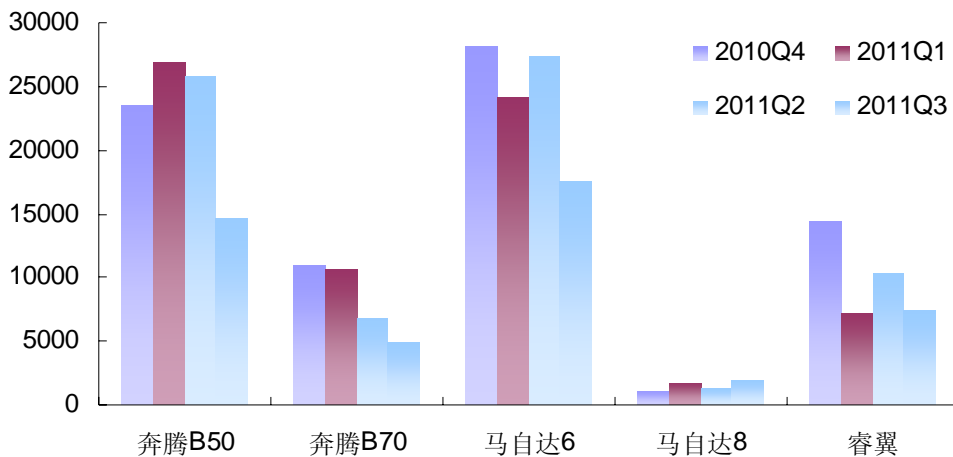
表 1: 一汽轿车分年度分品牌^①销量 (辆) 及 2011Q1-Q3 同比增速

品牌	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q1-Q3	同比增速
奔腾 B50					36138	82576	67093	13.68%
奔腾 B70		4230	23279	47750	52222	49636	22426	-41.85%
红旗	9036	6085	3223	2268	776	193	2	-98.93%
马自达 6	50100	46025	53994	69794	81648	94369	69023	4.22%
马自达 8						1088	4839	-
睿翼					17357	43082	25017	-12.42%
总计	59136	56340	80496	119812	188141	270944	188400	-2.16%

资料来源: 宏源证券, CAAM

除了马自达 8 以外，其他主要车型 3 季度销量环比都出现了一定幅度的下滑。

图 5: 一汽轿车分季度主要产品销量

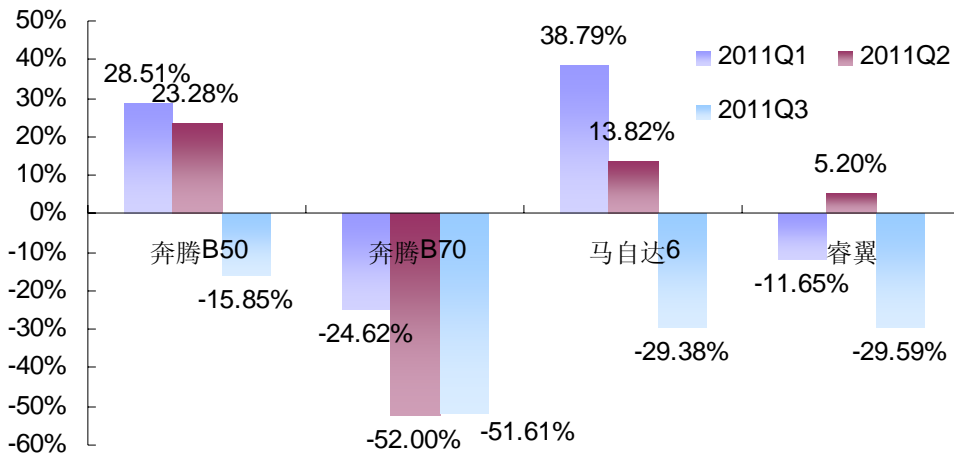


资料来源: 宏源证券, CAAM

主要车型 3 季度销量同比都出现了较大幅度的下滑，其中奔腾 B50 下滑 15.85%，B70 下滑幅度高达 51.61%，老马 6 和睿翼下滑幅度都接近 30%。

^① 该数据来自于中国汽车工业协会，其中奔腾 1.6L 即为奔腾 B50，奔腾 2.0/2.3L 车型划归奔腾 B70，红旗名仕，世纪星以及红旗其他划为红旗大品牌系列；

图 6: 一汽轿车分产品分季度销量同比增速



资料来源: 宏源证券, CAAM

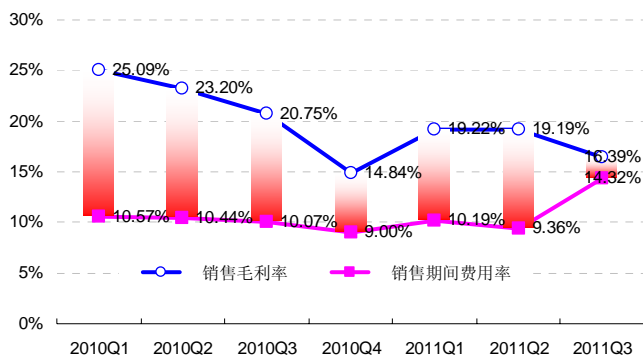
二、公司盈利能力继续下滑, 4 季度预计将好转

(一) 毛利率下降, 期间费用率上升的更快

3 季度毛利率水平下降很快。一汽轿车上半年毛利率水平稳定, 季度水平大概维持在 19% 左右, 3 季度下降很快, 毛利率水平为 16.39%, 相对 2 季度下滑了 2.80 个百分点。

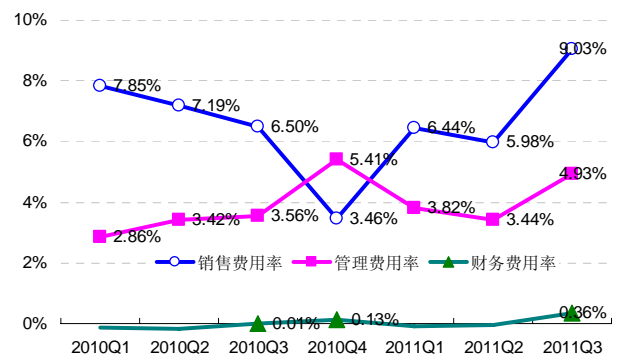
公司期间费用率上升的更快, 3 季度期间费用率为 14.32%, 相对 2 季度上升了 4.96 个百分点, 其中销售费用率上升的最快, 3 季度为 9.03%, 相对 2 季度上升了 3.05 个百分点。

图 7: 一汽轿车分季度销售毛利率和期间费用率



资料来源: 宏源证券, CAAM

图 8: 一汽轿车分季度费用率



资料来源: 宏源证券, 一汽轿车

(二) 4 季度预计盈利状况将好转

公司 4 季度销量预计将会有所改善。3 季度是公司 2010 年以来分季度销量的最低点, 从基本面看, 公司产品质量和接受度并没有出现根本的改变, 虽然市场大环境并没有改观,

但是4季度公司销量实现正增长的概率很大。

从盈利能力看，公司3季度的低毛利率和高期间费用率的状况不会持续到4季度，公司已经在3季度大幅计提销售费用，同时钢材以及大宗商品价格的走稳也降低了公司的成本，公司的毛利率水平预计将有所回升。

三、一汽集团对自主品牌的重视将是公司增长的长远动力

（一）国家对一汽集团未来的任务是发展自主品牌

国务院2011年10月10日已经决定，任命许宪平为中国第一汽车集团公司总经理，试用期一年。许宪平曾任一汽夏利总经理，任命前在集团内排行第九，能够得到任命的主要原因是具备自主品牌的工作经验，国家对一汽集团未来主要的任务方向将是发展自主品牌。

一汽轿车是集团发展自主品牌的主要平台。从集团内部看，一汽轿车一直是发展自主品牌的主要平台，也是集团倾注产品和技术的主要方向，集团加大对自主品牌投入，受益最大的就是一汽轿车。

（二）公司将有B30和B90和D003三款新车投产

按照奔腾的产品系列，一汽轿车将在现有的B50和B70的基础上向上下延伸，向下将有B30系列，预计该产品将以捷达为平台，主打A-或者A0级市场，向上则延伸至B90，该车型预计将以马自达睿翼为平台，主打B+级车市场，此外，一汽轿车已经开启了D003项目，预计将投产一款新的A级自主SUV车型，主打CRV、途观、途胜等A级向下延伸的都市型SUV市场。预计上述车型将在2012年及以后陆续投产。

表 2: 一汽轿车预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2516	4030	3631	5838	营业收入	37296	38042	43748	50310
应收和预付款项	7086	4805	8865	6852	营业成本	29577	31080	35436	40500
存货	1939	2432	2552	3145	营业税金及附加	1847	1884	2166	2491
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	2286	2587	2887	3371
长期股权投资	748	892	1053	1238	管理费用	1449	1484	1706	1962
投资性房地产	32	22	12	3	财务费用	-14	-31	-39	-52
固定资产和在建工程	3645	3614	3505	3234	资产减值损失	-1	-1	16	19
无形资产和开发支出	477	415	353	292	投资收益	104	144	161	185
其他非流动资产	29	15	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	16472	16224	19973	20601	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	2256	1184	1736	2205
应付和预收款项	7241	6304	9046	8399	其他非经营损益	-8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	利润总额	2248	1184	1736	2205
其他负债	455	455	455	455	所得税	322	156	236	303
负债合计	7696	6759	9501	8854	净利润	1926	1028	1500	1902
股本	1628	1628	1628	1628	少数股东损益	66	35	51	65
资本公积	2485	2485	2485	2485	归属母公司股东净利润	1860	993	1448	1837
留存收益	4532	5186	6141	7352	EPS (元)®	1.14	0.61	0.89	1.13
归属母公司股东权益	8644	9298	10253	11464	主要财务比率				
少数股东权益	132	167	218	283	成长能力				
股东权益合计	8776	9465	10471	11747	销售收入增长率	34.43%	2.00%	15.00%	15.00%
负债和股东权益合计	16472	16224	19973	20601	净利润增长率	17.04%	-46.64%	45.93%	26.83%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	2381	2378	609	3226	毛利率	20.70%	18.30%	19.00%	19.50%
税后经营利润	1829	884	1339	1717	销售净利率	5.16%	2.70%	3.43%	3.78%
折旧与摊销	648	718	778	823	ROE	21.52%	10.67%	14.13%	16.02%
资产减值损失	-1	-1	16	19	偿债能力				
利息费用	-38	-74	-86	-107	资产负债率	46.72%	41.66%	47.57%	42.98%
存货的减少	-446	-493	-120	-593	流动比率	1.59	1.79	1.66	1.89
经营性应收项目的减少	-1334	2281	-4061	2013	速动比率	1.33	1.40	1.38	1.51
经营性应付项目的增加	1679	-937	2742	-647	营运能力				
投资活动现金流量净额	-964	-600	-600	-500	总资产周转率	2.26	2.34	2.19	2.44
筹资活动现金流量净额	-492	-265	-408	-520	应收账款周转率	5.32	8.69	5.02	7.94
现金流量净额	891	1514	-399	2206	存货周转率	15.25	12.78	13.89	12.88

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

® 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

联系人简介:

于军华: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 中国人民大学经济学硕士, CPA, CFA L3 Candidate, 原国家信息中心汽车行业分析师, 5年汽车咨询行业从业经验。主要研究覆盖公司: 上海汽车、华域汽车、福耀玻璃、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、安凯客车、江淮汽车等。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。