

2011年6月9日

# 一汽轿车

## 调研简报

A

**持有**  
 000800.SZ - 人民币 13.42  
 目标价格: 人民币 11.73

王玉笙

(8621)2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(16)	(7)	(27)	(18)
相对新华富时A50指数(%)	(15)	(4)	(19)	(24)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	1,62	8
流通股(%)	47	
流通股市值(人民币 百万)	10,2	68
3个月日均交易额(人民币 百万)	139	
净负债比率(%) (2011E)		净现金
主要股东(%)		
一汽集团	53	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*楼佳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

一汽轿车今年前4个月销量累计同比增长6.4%，预计5月销量在公司及经销商的联合促销下有所好转。我们认为日本地震对公司2季度产销影响有限，全年30万台销量仍有望完成。另外，由于未来几年公司资本开支位于高位，预计投入资金陆续转固或计入摊销将加重负担，对业绩产生一定压力。我们将公司2011年和2012年每股收益分别下调至0.90元和0.98元，维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 一汽轿车前4月销量累计同比增长6.4%，主要由于睿翼和奔腾B70销量下滑较大。预计5月销量有所好转。由于进口部件“N+3月”的采购模式，预计2季度受日本地震影响较小。
- 我们认为由于今年二工厂投入资金的逐步转固、改款新车的上市费用以及可能的降价促销，可能导致公司今年毛利率较去年小幅下滑。
- 我们预计公司今年资本开支在30亿元左右，未来2年仍将处于较高水平；预计未来几年这些投资项目的陆续结转将对毛利率、折旧摊销等项目产生负面影响，对业绩增长形成一定压力。

### 影响评级的主要风险

- 销量低于预期；降价促销对毛利率造成负面影响；出于谨慎预提期间费用等导致季度间业绩波动。

### 估值

- 我们将公司2011年和2012年每股收益分别从1.02元和1.14元下调至0.90元和0.98元，维持持有评级。

### 图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	27.7	45	37,296	40,0	78,431
变动(%)	37	34	7	8	10
净利润(人民币 百万)	1.63	3	1,860	1,46	2,160
全面摊薄每股收益(人民币)	1.004	1.143	0.89	0.98	1.064
变动(%)	50.2	13.9	(21.4)	9.6	8.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	-1.02	0.114	0
调整幅度(%)	-	-	(11.8)	(14.0)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	13.4	11.7	14.9	13.6	12.6
每股现金流量(人民币)	1.32	1.44	1.16	1.45	1.62
价格/每股现金流量(倍)	10.2	9.3	11.69	.3	8.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.3	6.6	8.0	6.8	6.0
每股股息(人民币)	0.42	7	0.300	0.35	90.39
股息率(%)	3.2	2.2	2.7	2.9	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 销量

公司4月的合计销量为1.8万台，同比下降20.2%，环比下降39.1%。前4个月来看，公司销量8.9万台，同比增长6.4%，其中马自达6和奔腾B50的累计同比增长分别达到23.8%和25.5%，但睿翼和B70分别同比下滑达28.4%和30.3%。我们预计公司5月的销售数据有所好转，主要由于公司及4S店经销商联合对部分车型进行优惠促销。

公司去年销量27万台左右，今年销量目标30万台左右，其中含有去年底上市的MPV马自达8的预计销量1-1.5万台左右。从今年来看，由于前4个月奔腾B70和睿翼的销量下滑较大，公司总销量累计同比增长仅为6.4%，MPV8前4个月累计销量1,970台，与目标也有一定差距。我们预计公司2011年及2012年上半年将无全新车型推出，5月推出了B70的改款车型，对销量可能有一定的提振作用。车型方面，在中长期计划中，未来将陆续有B90、B30和红旗H平台车型及SUV推出。

我们认为虽然日本地震导致日本在华企业开工率普遍有所降低，但对一汽轿车的产销影响有限。因为虽然公司有发动机变速箱等关键部件自日本采购，但公司采取的是“N+3个月”的订货模式，故预计2季度的部件有足够备货，受到地震影响较小。

图表2.一汽轿车4月销量

(台)	2011年4月	同比 (%)	环比 (%)	2011年1-4月 累计销量	累计同比 (%)
马自达6	5,643	(15.4)	(53.4)	29,889	23.8
马自达睿翼 1,94	9	(57.9)	(52.6)	9,134	(28.4)
马自达8 (MPV)	268	-	(59.3)	1,970	-
奔腾 B70 2,52	1	(47.3)	(27.1)	13,187	(30.3)
奔腾 B50	7,885	16.2	(18.6)	34,708	25.5
<b>合计</b>	<b>18,266</b>	<b>(20.2)</b>	<b>(39.1)</b>	<b>88,888</b>	<b>6.4</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 产能

产能方面，通过前期“新基地投资项目”和“一工厂产能提升项目”的建设和扩建，目前一工厂满足20万台产能，以前承担马自达和奔腾的共线生产，未来将专门生产马自达车型。二工厂的建造通过“自主轿车的扩建工程”进行，整个23.6亿元的投入，目前投入过半。预计20万台产能2012年将能达产。未来二工厂将主要生产自主品牌奔腾的全系列车型，目前在产的车型有B50；B70正在进行从一工厂至二工厂的搬迁工作。未来二工厂还将承载奔腾B90（C303）和B30的批量生产。除此之外，红旗的生产线是利用另外的一区生产线，预计2013年左右陆续推出H平台的红旗C131项目和D003的红旗SUV项目，合计约7万台产能。

## 毛利率

公司近年来各个季度毛利率水平基本在19-25%之间波动，预计今年毛利率水平较去年可能有小幅下滑。主要由于二工厂项目的逐渐转固以及新款车上增加的一些模具等摊销费用。另外，今年市场需求不够旺盛，估计降价促销也对毛利率有负面影响。从各个车型来看，由于往年是共线生产，各个车型间没有区分，但总体而言我们认为，马自达系列毛利率高于奔腾系列，排量较高的产品毛利高于排量较低的产品，与产品定价有关。目前马自达和奔腾B70发动机是采用进口组装，B50采用的是一汽大众宝来发动机，变速箱则是采用全进口的方式进行。未来自主品牌的关键部件将自产，中长期来看，达产后对毛利率有提振作用。

## 资本开支

公司未来几年的资本开支将处于较高水平，粗略估计2011年30亿元左右，未来几年也维持高位。除了上述整车（奔腾B90、B30的研发上市以及红旗H平台轿车C131和SUV项目D003）之外，还有红旗V6（5万台）、4GC（7万台）、4GB（20万台）和ET3发动机项目，以及40万台ET3中小型车变速箱项目等。预计这些项目自今年起还有70多亿元的资金将陆续投入建设，未来陆续投产将对毛利率、固定资产和无形资产的摊销等项目产生影响，对业绩产生一定压力。

## 维持持有评级

目前我们将公司2011年和2012年每股收益分别从1.02元和1.14元下调至0.90元和0.98元，暂时维持11.73元目标价格和持有评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
销售收入	27,745	37,296	40,078	43,122	47,647	
销售成本	(22,987)	(31,424)	(34,391)	(37,071)	(41,023)	
经营费用	(2,448)	(3,086)	(3,218)	(3,152)	(3,364)	
息税折旧前利润	2,309	2,786	2,469	2,899	3,260	
折旧及摊销	(499)	(648)	(910)	(1,182)	1,425	
经营利润(息税前利润)	1,810	2,138	1,559	1,717	1,835	
净利息收入(费用) 26		14	80	62	66	
其他收益/(损失) 71		96	117	142	173	
税前利润	1,908	2,248	1,756	1,922	2,074	
所得税	(252)	(322)	(245)	(266)	(284)	
少数股东权益	(23)	(66)	(49)	(54)	(58)	
净利润	1,633	1,860	1,462	1,602	1,731	
核心净利润	1,632	1,859	1,461	1,601	1,730	
每股收益(人民币) 1.00	4	1.143	0.899	0.98	4	1.064
核心每股收益(人民币) 1.00	3	1.142	0.898	0.98	4	1.063
每股股息(人民币) 0.42	7	0.300	0.359	0.39	4	0.426
收入增长(%) 3	7	34	7	8	10	
息税前利润增长(%) 6	2	18	(27)	10	7	
息税折旧前利润增长(%) 5	4	21	(11)	17	12	
每股收益增长(%) 50		14	(21)	10	8	
核心每股收益增长(%) 5	0	14	(21)	10	8	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 2,79	4	3,628	2,283	2,295	2,569
应收帐款 160		104	250	270	298
库存 1,50	0	1,939	2,330	2,515	2,786
其他流动资产 5,77	4	6,982	7,500	8,000	8,500
流动资产总计	10,227	12,653	12,364	13,079	14,152
固定资产 2,87	9	3,645	5,764	6,648	7,296
无形资产 656		628	542	449	348
其他长期资产 699		748	748	748	748
长期资产总计	4,234	5,021	7,054	7,845	8,393
总资产	14,461	17,675	19,418	20,924	22,545
应付帐款 6,37	7	8,031	8,759	9,194	9,666
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债 246		401	400	400	400
流动负债总计	6,622	8,432	9,159	9,594	10,066
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债 282		467	460	460	460
股本 1,62	8	1,628	1,628	1,628	1,628
储备 5,86	3	7,016	7,991	9,008	10,098
股东权益	7,490	8,644	9,618	10,635	11,726
少数股东权益 66		132	181	235	293
总负债及权益	14,461	17,675	19,418	20,924	22,545
每股帐面价值(人民币) 4.60		5.31	5.91	6.53	7.20
每股有形资产(人民币) 4.20		4.93	5.58	6.26	6.99
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.72)	(2.23)	(1.40)	(1.41)	(1.58)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 1,90	8	2,248	1,756	1,922	2,074
折旧与摊销 499		648	910	1,182	1,425
净利息费用	(26)	(14)	(80)	(62)	(66)
运营资本变动 289		345	(74)	(103)	(84)
税金	(252)	(322)	(245)	(266)	(284)
其他经营现金流	(274)	(562)	(380)	(316)	(423)
经营活动产生的现金流	2,144	2,343	1,888	2,357	2,641
购买固定资产净值	(940)	(1,151)	(2,943)	(1,972)	(1,972)
投资减少/增加 181		51	125	150	181
其他投资现金流	(39)	136	0	0	0
投资活动产生的现金流	(797)	(964)	(2,818)	(1,822)	(1,792)
净增权益 49		0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(570)	(695)	(488)	(585)	(641)
其他融资现金流	291	480	73	62	66
融资活动产生的现金流	(229)	(215)	(415)	(523)	(575)
现金变动 1,11	7	1,164	(1,346)	12	274
期初现金 1,67	7	2,464	3,628	2,283	2,295
公司自由现金流 1,34	6	1,379	(931)	535	849
权益自由现金流 1,37	2	1,394	(851)	597	915

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 8.3		7.5	6.2	6.7	6.8
息税前利润率 6.5		5.7	3.9	4.0	3.9
税前利润率 6.9		6.0	4.4	4.5	4.4
净利率 5.9		5.0	3.6	3.7	3.6
流动性(倍)					
流动比率 1.5		1.5	1.3	1.4	1.4
利息覆盖倍数 n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 1.3		1.3	1.1	1.1	1.1
估值(倍)					
市盈率 13.4		11.7	14.9	13.6	12.6
核心业务市盈率 13.4		11.7	14.9	13.6	12.6
目标价对应核心业务市盈率	9.9	8.7	11.0	10.0	9.3
市净率 2.9		2.5	2.3	2.1	1.9
价格/现金流 10.2		9.3	11.6	9.3	8.3
企业价值/息税折旧前利润	8.3	6.6	8.0	6.8	6.0
周转率					
存货周转天数 22.2		20.0	22.7	23.9	20.3
应收帐款周转天数 2.8		1.3	1.6	2.2	2.2
应付帐款周转天数 63.2		70.5	76.5	76.0	72.2
回报率(%)					
股息支付率 42.6		26.2	40.0	40.0	40.0
净资产收益率 23.2		23.1	16.0	15.8	15.5
资产收益率 12.8		11.4	7.2	7.3	7.3
已运用资本收益率 25.5		26.2	16.8	16.6	16.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621) 6860 4866  
传真:(8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话:(8610) 6622 9000  
传真:(8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话:(4420) 7022 8888  
传真:(4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话:(1) 212 259 0888  
传真:(1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371