

证券研究报告—调研简报

汽车汽配

一汽轿车 (000800)
谨慎推荐

汽车

(维持评级)

2011年7月4日

短期业绩平淡，整体上市渐行渐近

证券分析师： 左涛 021-60933164 zuotao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码： S0980510120011

事项：

近期我们对公司进行了调研，就生产经营、发展规划等问题与公司进行了交流。

评论：

■ 年内无新车型推出，预计销量将保持平稳增长

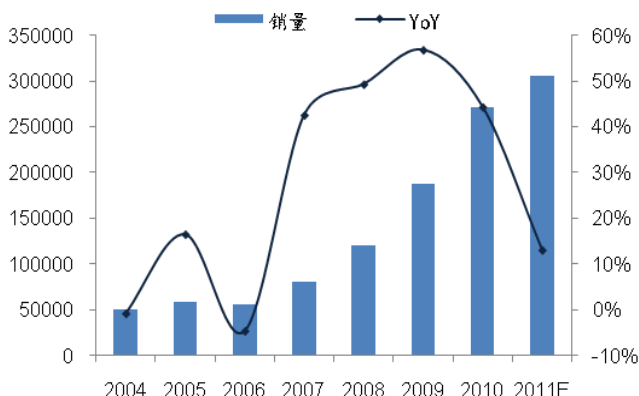
2011年公司除了5月中旬上市奔腾B70年度改款外，无其他新车型推出。但相对于日系合资厂商，公司马自达产品销量受日本地震影响相对不大。2011年1-5月，公司销售整车11.8万辆，累计同比增长11.1%。从细分车型看，马自达6、奔腾B50销量表现相对较好，奔腾B70下滑较为明显，2010年年底上市的MPV车型马自达8销量表现一般。马自达6在5月以后优惠幅度有较大提升，低配车型经销商报价已降到15万以内，降价促销取得了明显效果，5月马自达6车型销量同比增长52%。另外6月底睿翼全系车型加装“智能行车娱乐平台”，集成了GPS导航等功能，有望借助性价比以及充足货源提振终端销量。

2010年公司销量27.1万辆，2011年销售目标为30万辆，我们认为公司借助现有车型，加大营销力度，全年销量仍有望增长10%以上，完成30万辆的销量目标。

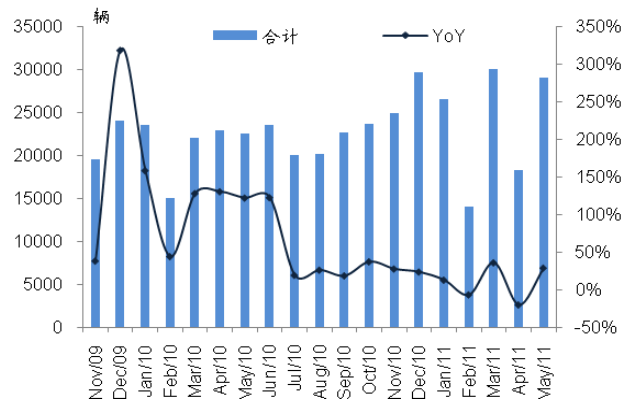
表1：一汽轿车2011年1-5月销量情况

	5月销量	YoY	1-5月销量	YoY
马自达6	12178	52.2%	42067	30.9%
马自达6 睿翼	4367	44.8%	13501	-14.4%
奔腾 B70	1989	-58.8%	15176	-36.1%
奔腾 B50	9762	46.9%	44470	29.6%
红旗 HQ3	2	-75.0%	2	-97.9%
马自达8	712	n.a.	2682	n.a.
合计	29010	28.9%	117898	11.1%

数据来源：CAAM, 国信证券经济研究所整理

图 1: 一汽轿车年销量及同比增速 (2004-2011E)


资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所整理

图 2: 一汽轿车月销量及同比增速 (2009.1-2011.5)


资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所整理

■ 公司进入新一轮资本开支高峰期

自 2010 年以来,公司已进入新一轮扩张期,资本开支也处于较高水平,近年重大投资项目合计计划投资额合计约 110 亿元,截至 2010 年底已投入约 19 亿,未来三年上述项目仍需投入约 90 亿元。公司 2010 年报披露,预计 2011 年资本支出约 33 亿元,我们预计未来两年资本开支仍将保持 30 亿元左右。

自 2011 年起,公司对固定资产的核算范围、分类、预计使用年限及残值率等会计估计进行了变更,采用了较短的使用年限、较低的残值率假设,年折旧率有所增加。随着投资项目陆续建成转固,新增折旧摊销将对当期业绩形成一定程度的压抑。

表 2: 一汽轿车近年重大投资项目汇总

公告日期	项目名称	投资额 (亿元)	截至2010年底已投入(亿元)	资金来源	建设期	产能	备注
2008/10/27	自主轿车扩建工程	23.62	11.49	自筹	2 年	20 万辆整车	二工厂 4Q10 已投产,目前主要生产奔腾 B50 车型,尚未完全达产
2009/12/5	V6 发动机项目	5.33	3.08	自筹	2 年	5 万台 V6 发动机总成	主要为公司自主开发的中高级轿车配套。
2010/4/29	自主中高级轿车 C303 项目	9.33	1.69	自筹	3 年	6 万辆整车	预计产品是奔腾中高级轿车 B90。
2010/8/26	H 平台 C131 项目	17.85	1.17	自筹	2013 年达产	3 万辆整车	预计产品是红旗品牌新车型。
2010/8/26	4GC 发动机项目	6.99	0.40	自筹		7 万台发动机	为公司自主品牌中高级轿车配套。
2010/8/26	冲压产能提升项目	6.53	0.16	自筹	2014 年达产	56 万份轿车大中型冲压件	
2010/10/29	自主发动机 4GB 项目	15.98	1.15	自筹		20 万台发动机	主要是为公司普及型和中级轿车系列车型配套,
2011/4/27	自主变速器 ET3 项目	15.31	0	自筹	1.5 年	40 万台自动变速器	为公司的中小排量车型配套
2011/4/27	中国一汽 D003 项目	9.34	0	自筹	19 个月	4 万辆产能	产品是自主品牌中型 SUV 车
合计		110.27	19.12				

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 公司盈利能力短期或有下滑

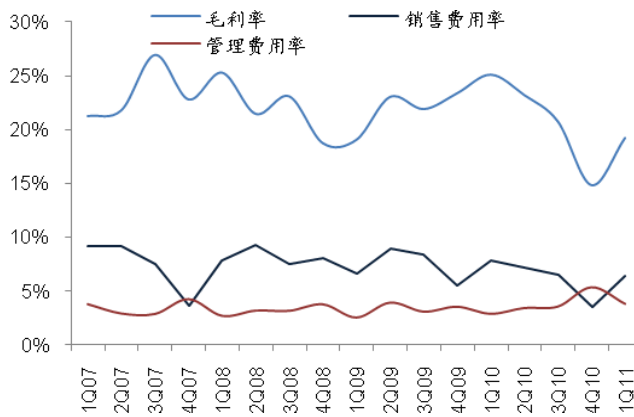
预计公司 2011 年盈利能力将有所下滑，盈利增速将低于销量增速，主要基于：

降价促销影响盈利：公司年内无新车型推出，主力车型特别是马自达 6 相对老化，为了扩大市场份额，进行了一系列的降价、增配优惠，同时加强营销宣传力度，上述措施将导致毛利率有所下滑，销售费用率将有所上升；

产能由紧绷转向相对宽松：公司 2010 年以前产能相对紧绷，目前一工厂产能 20 万辆，主要生产马自达系列车型、奔腾 B70，二工厂 4Q10 投产后，目前主要生产 B50，虽然尚未完全达产，但预计两班 250 天标准产能已达到 10 万辆以上。公司产能由紧绷转向相对宽松，而需求增速相对平稳，预计产能利用率将有所下降。

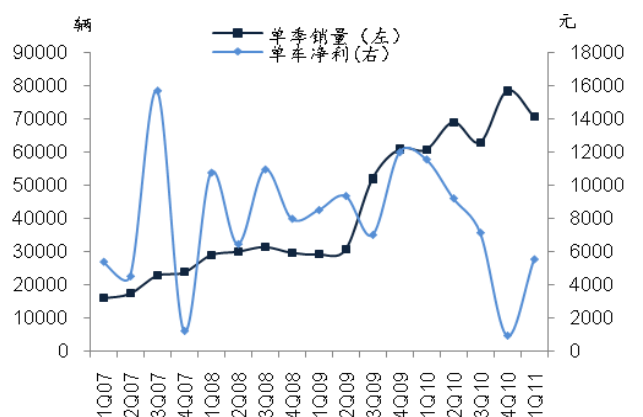
折旧摊销压力加大：公司近年资本开支较大，自 2011 年起会计估计变更使年固定资产年折旧率有所增加，随着二工厂投产以及其他转固项目增加，折旧摊销压力增大，影响当期盈利。

图 3：一汽轿车季度毛利率、费用率（2004-2011E）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所整理

图 4：一汽轿车单季销量、单车净利（1Q07-1Q11）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所整理

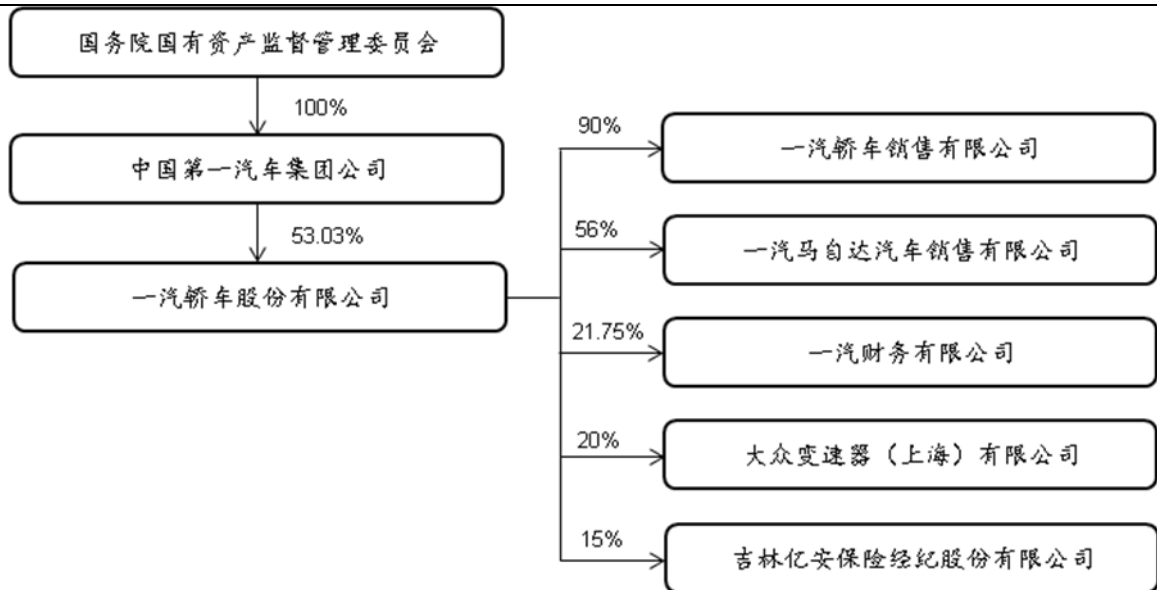
■ 一汽整体上市已走出第一步

2011 年 5 月，一汽夏利、一汽轿车、一汽吉林、一汽解放等自主车型标识已统一使用“鹰标”，显示一汽集团层面在产品规划、推广方面已逐步统一行动。7 月 2 日，一汽轿车、一汽夏利同时公告：“一汽股份”设立事宜已获国务院国资委批准。一汽集团将以其持有的一汽轿车、一汽夏利全部股份以及其他资产作为设立“一汽股份”的出资，注入一汽股份。尽管整体上市具体方案、时间均不明确，但是预计采用 IPO 路径是大概率事件，而一汽股份设立获批意味着一汽整体上市已走出第一步。

■ 下调公司盈利预测，维持“谨慎推荐”评级

基于公司销量增速相对平稳，而盈利能力受多因素影响将有所下滑，我们下调公司 2011-2013 年 EPS 预测至 0.95 (15x)、1.23 (12x)、1.57 (9x) 元，下调幅度分别为 29.6%、24.5%、17.8%。公司 2011 年业绩处于低谷，预计 2012 年以后，随着 B90、B30、奔腾 SUV 等车型推出，自主发动机、变速箱逐步取代目前外购的动力总成，销量、盈利将逐步恢复，考虑到上述因素以及一汽整体上市的预期，维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

附图 1：一汽轿车股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3628	3000	3000	3000
应收款项	7024	8222	9628	10928
存货净额	1939	2229	2576	2894
其他流动资产	62	83	98	111
流动资产合计	12653	13535	15302	16933
固定资产	3645	6056	7993	9775
无形资产及其他	403	387	371	355
投资性房地产	225	225	225	225
长期股权投资	748	748	748	748
资产总计	17675	20951	24639	28036
短期借款及交易性金融负债	0	2148	3028	3334
应付款项	5791	6688	7727	8682
其他流动负债	2641	1977	2293	2579
流动负债合计	8432	10813	13048	14595
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	467	467	467	467
长期负债合计	467	237	237	237
负债合计	8898	11049	13285	14832
少数股东权益	132	170	220	284
股东权益	8644	9732	11134	12920
负债和股东权益总计	17675	20951	24639	28036

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.14	0.95	1.23	1.57
每股红利	0.43	0.29	0.37	0.47
每股净资产	5.31	5.98	6.84	7.94
ROIC	25%	16%	17%	18%
ROE	22%	16%	18%	20%
毛利率	21%	19%	20%	21%
EBIT Margin	6%	4%	5%	6%
EBITDA Margin	7%	5%	6%	7%
收入增长	34%	12%	17%	14%
净利润增长率	14%	-16%	29%	27%
资产负债率	51%	54%	55%	54%
息率	3.1%	2.0%	2.6%	3.3%
P/E	12.4	14.8	11.5	9.0
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.6	15.9	12.3	9.9

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	37296	41683	48810	55400
营业成本	29577	33681	39000	43877
营业税金及附加	1847	2084	2441	2770
销售费用	2286	2626	3173	3601
管理费用	1449	1558	1822	2066
财务费用	(14)	(19)	47	74
投资收益	104	119	112	97
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	2256	1870	2440	3109
营业外净收支	(8)	0	0	0
利润总额	2248	1870	2440	3109
所得税费用	322	262	366	466
少数股东损益	66	55	71	91
归属于母公司净利润	1860	1554	2003	2552

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1860	1554	2003	2552
资产减值准备	(14)	(1)	(0)	(0)
折旧摊销	610	405	580	734
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	(14)	(19)	47	74
营运资本变动	675	(1277)	(412)	(390)
其它	55	39	50	64
经营活动现金流	3185	720	2221	2959
资本开支	(1305)	(2800)	(2500)	(2500)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(1354)	(2800)	(2500)	(2500)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(706)	(466)	(601)	(766)
其它融资现金流	416	2148	880	306
融资活动现金流	(997)	1451	279	(459)
现金净变动	834	(628)	0	0
货币资金的期初余额	2794	3628	3000	3000
货币资金的期末余额	3628	3000	3000	3000
企业自由现金流	1811	(2182)	(313)	467
权益自由现金流	2226	(248)	527	710

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。