

盈利下滑，整体上市渐近

增持维持

投资要点:

- 📖 半年报业绩大幅下滑，3季度盈利堪忧;
- 📖 整体上市越来越近;
- 📖 维持对一汽轿车的增持评级。

报告摘要:

- **半年报业绩大幅下滑。**一汽轿车8月25日晚发布2011年半年报，公司2011年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润8.04亿元，实现基本每股收益0.49元，同比下降39.87%;
- **公司销量增速落后于狭义乘用车市场平均水平。**公司2011年上半年共实现汽车销售14.21万辆，同比增长9.62%，总体增速要低于2011年上半年狭义乘用车市场12.57%的平均水平，主力车型中，奔腾B70和马自达8销量表现不如预期，2012年及以后，公司预计将投产两款轿车和一款A级SUV新车型;
- **公司收益水平下降，3季度盈利堪忧。**公司毛利率水平下降很快，相对2010年底，上半年的毛利率水平下降了1.50个百分点，期间费用率控制良好，公司同时发布3季度盈利预警，由于B级车价格战压力增大，公司不得不降价促销以维持市场份额，这将会侵蚀公司的盈利能力;
- **整体上市越来越近。**一汽股份公司已经成立，集团内部负责执行的总经理预计将在年内上任，表明一汽集团整体上市的步伐逐渐加快;
- **我们维持对一汽轿车的增持评级。**一汽轿车代表了一汽集团在自主品牌方面的努力，在一汽集团的技术和资金的全力支持下，公司将具备长远可持续发展的竞争力，我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.92、1.05和1.24元，维持原有的增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	27745	37296	41025	45949	52841
同比增速	37.04%	34.43%	10.00%	12.00%	15.00%
净利润(百万元)	1629	1860	1495	1707	2014
同比增速	49.80%	14.18%	-19.61%	14.16%	18.01%
基本每股收益(元)	1.00	1.14	0.92	1.05	1.24

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

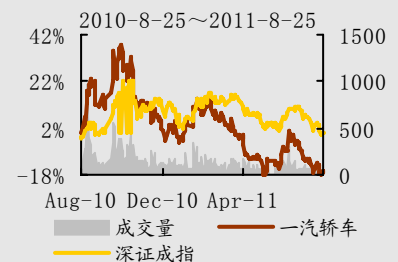
联系人:

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

2《宏源证券*行业简评*4月份汽车行业: 狭义乘用车是4月份市场亮点**汽车行业*于军华》, 2011.5

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、销量增速回落

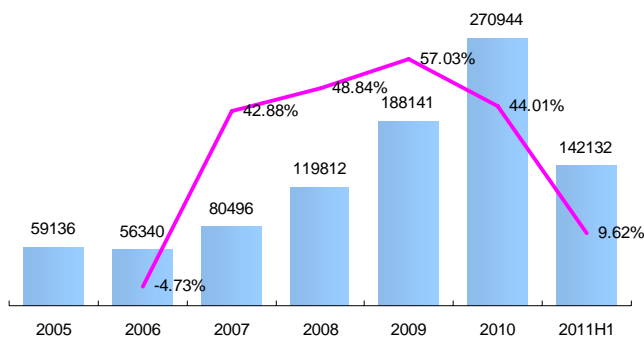
(一) 上半年销量增速落后于狭义乘用车市场平均水平

一汽轿车 2011 年上半年共实现汽车销售 14.21 万辆，同比增长 9.62%，总体增速要低于 2011 年上半年狭义乘用车市场 12.57% 的平均水平。

上半年一汽轿车完成了全年 47.38% 的销售任务。一汽轿车年初制定的全年销量规划是 30 万辆，按照时间过半，任务过半的要求，上半年销量虽然未过半，但通常上半年销量占全年销量的 45%，全年完成 30 万辆销售目标难度不大。

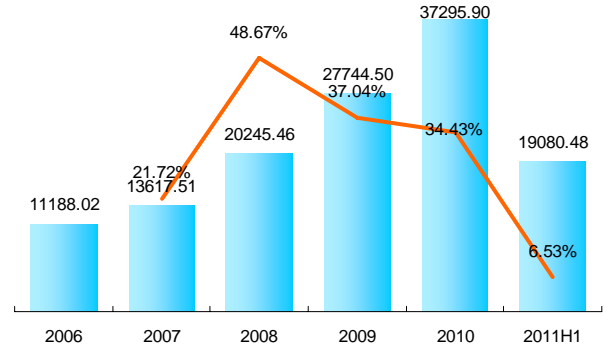
一汽轿车上半年收入增速也有大的回落。上半年公司共实现销售收入 190.80 亿元，同比增长 6.53%，远远低于 2010 年同期水平。

图 1：一汽轿车分年度产品销量（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

(二) 部分主力车型销量下滑

奔腾 B50 和马自达 6 销量同比大幅增长，而奔腾 B70 和马自达睿翼销量同比都出现了不同程度的下滑。其中奔腾 B70 销量同比下滑高达 38.33%。

表 1：2011H1 一汽轿车分品牌^①销量（辆）及 2011H1 同比增速

品牌	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	同比增速
奔腾 B50					36138	82576	52562	25.90%
奔腾 B70		4230	23279	47750	52222	49636	17481	-38.33%
红旗	9036	6085	3223	2268	776	193	2	-98.26%
马自达 6	50100	46025	53994	69794	81648	94369	51499	24.35%
马自达 8						1088	2984	-
睿翼					17357	43082	17604	-2.40%
总计	59136	56340	80496	119812	188141	270944	142132	9.62%

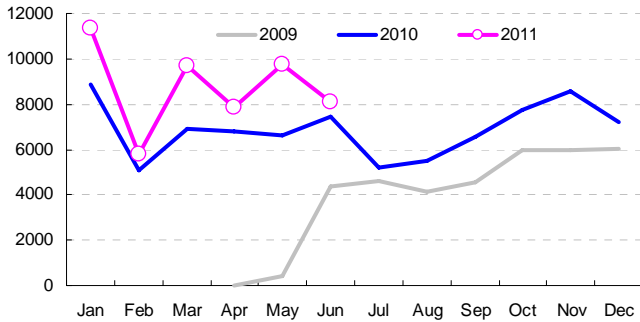
资料来源：宏源证券，CAAM

^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；

(三) 奔腾 B70 和马自达 8 表现不如预期

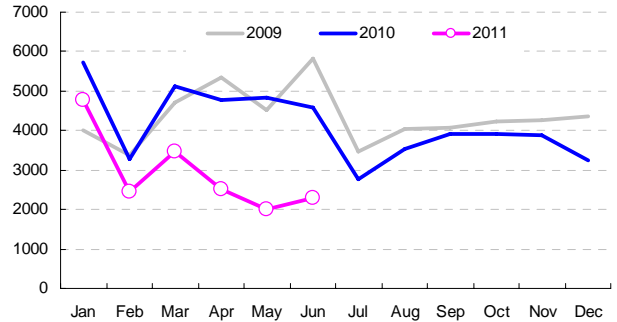
奔腾 B50 表现良好, 2011 年各个月度的销量都要高于 2010 年同期, 受日本地震影响, 马自达 6 和睿翼销量在 4 月份大幅下滑, 5 月份销量就恢复到正常水平。

图 3: 奔腾 B50 分年度分月度销量 (辆)



资料来源: 宏源证券, CAAM

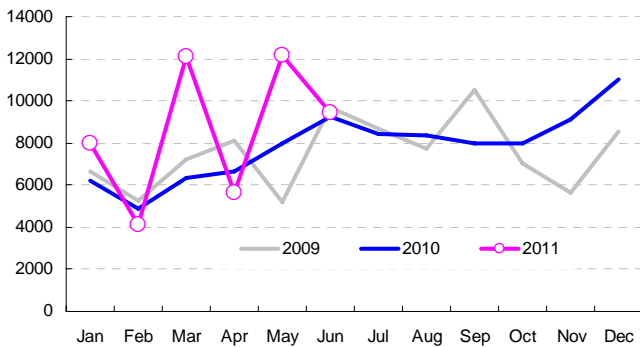
图 4: 奔腾 B70 分年度分月度销量 (辆)



资料来源: 宏源证券, CAAM

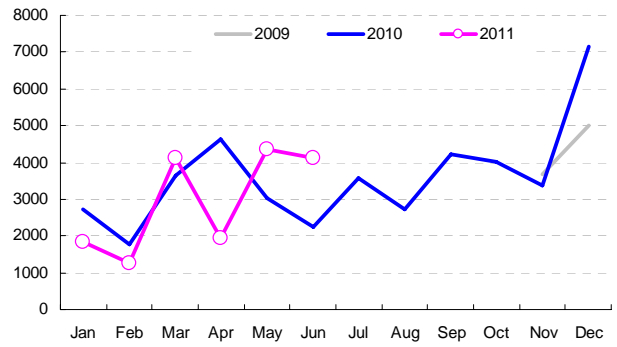
奔腾 B70 和马自达 8 的销量不及预期。奔腾 B70 进入 2011 年后销量直线下滑, 各月销量均低于 2010 年同期, 而马自达 8 自上市以后月销量就一直在 1000 辆以下, 表现一般。

图 5: 马自达 6 分年度分月度销量 (辆)



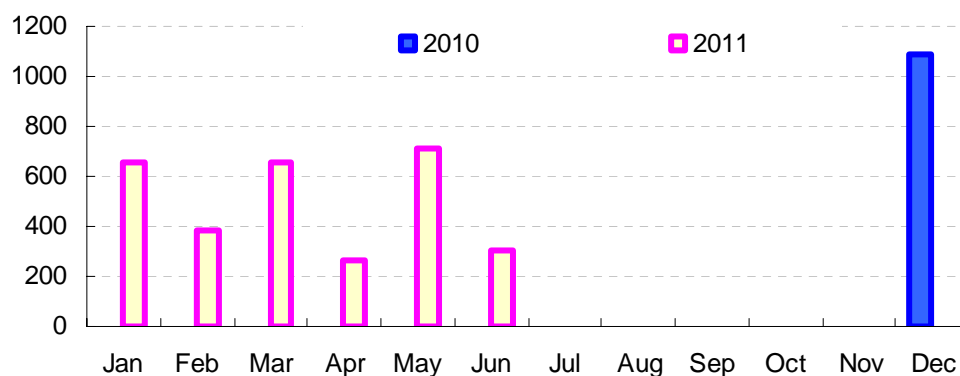
资料来源: 宏源证券, CAAM

图 6: 睿翼分年度分月度销量 (辆)



资料来源: 宏源证券, CAAM

图 7: 马自达 8 分年度分月度销量 (辆)



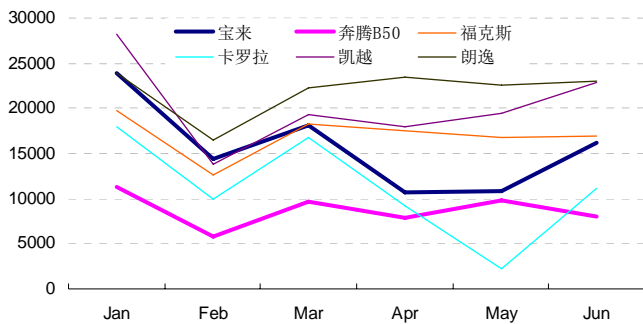
资料来源: 宏源证券, CAAM

(四) 主力车型与竞争车型对比相对稳定

奔腾 B50 与宝来具有相同的发动机和变速箱，其销量略低于宝来，大概每月 10000 辆的规模，离市场主流的 A 级车如凯越、朗逸、福克斯等具有一定的差距，但总体表现稳定。

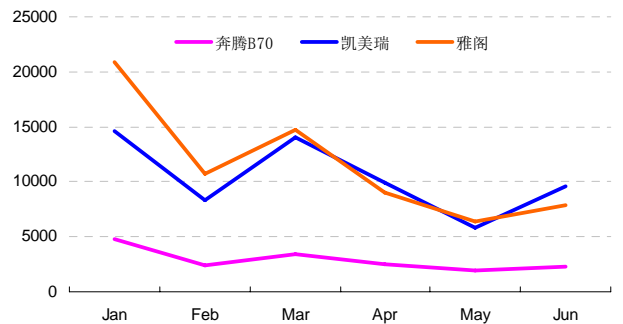
奔腾 B70 则与马自达 6 具有相同的发动机变速箱甚至底盘，主打商务用车，但与市场主流的 B 级商务车销量差距很大。

图 8: 奔腾 B50 与主要竞争车型 2011 销量走势



资料来源: 宏源证券, CAAM

图 9: 奔腾 B70 与主要比照车型 2011 年销量走势

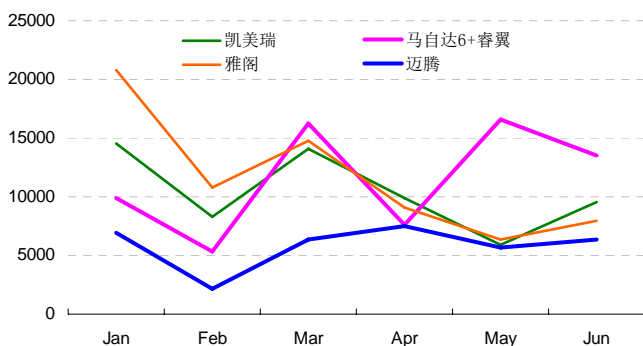


资料来源: 宏源证券, CAAM

马自达 6 和睿翼同属马自达 6 系列，主打 B 级运动型车，基本上与迈腾的市场定位一致，但销量要高于迈腾，上半年总体表现较好。

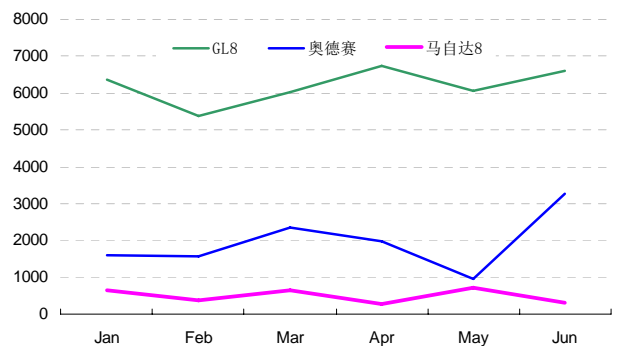
马自达 8 的主要竞争车型是 GL8 和奥德赛，但销量与主流的 MPV 差距过大，表现一般。

图 10: 马自达 6+睿翼与主要竞争车型 2011 销量走势



资料来源: 宏源证券, CAAM

图 11: 马自达 8 与主要竞争车型 2011 销量走势



资料来源: 宏源证券, CAAM

(五) 未来将有 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。

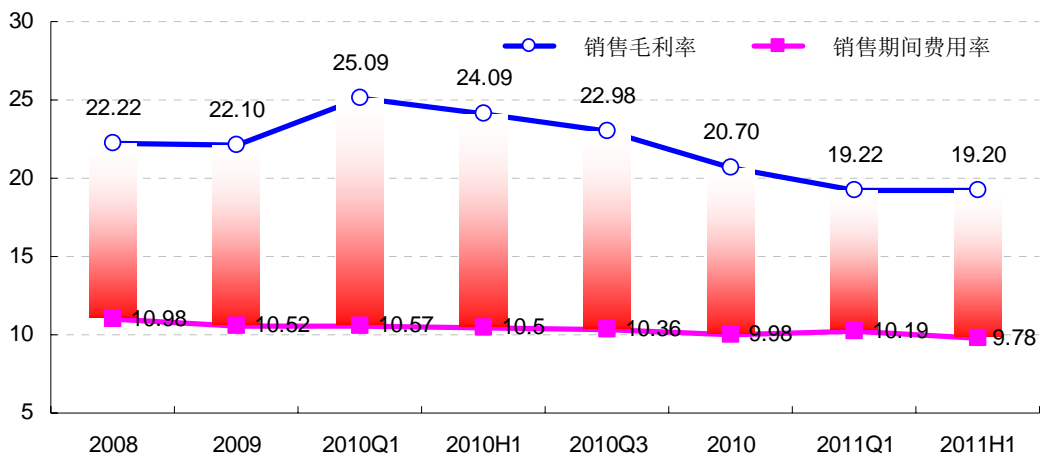
二、公司盈利能力下降，3 季度盈利堪忧

（一）毛利率水平下降，期间费用控制良好

2011 年上半年，一汽轿车毛利率水平下降很快，上半年毛利率水平为 19.20%，相对 2010 年底毛利率水平下降了 1.5 个百分点。

公司销售期间费用率控制良好。公司上半年期间费用率为 9.78%，相对 2010 年底下降了 0.20 个百分点。

图 12：一汽轿车分季度累计毛利率水平（%）及累计期间费用率（%）



资料来源：宏源证券、一汽轿车

（二）3 季度盈利状况堪忧

一汽轿车发布了 3 季度盈利预警，称“2010 年 3 季度公司预计汽车市场总体走势仍然不乐观，在市场大势低迷的情况下，公司将采取积极的态度应对市场的变化，提升终端销量、保持市场份额。”

公司 3 季度预计将通过降价加大促销力度，由于日系车比如雅阁、凯美瑞等下半年纷纷出台优惠政策加大促销力度以保证市场份额，在这种大背景下公司的马自达 6 和睿翼将面临巨大的竞争压力，为保持市场份额，公司将加大促销力度，这将会在很大程度上侵蚀公司的盈利水平。

表 2: 一汽轿车 3 季度业绩预告

	年初至下一报告期期末	上年同期	增减变动	
累计归属于上市公司股东 的净利润的预计数 (万元)	35715.12—89287.81	178575.62	下降	50%--80%
基本每股收益 (元/股)	0.22—0.55	1.1	下降	50%--80%

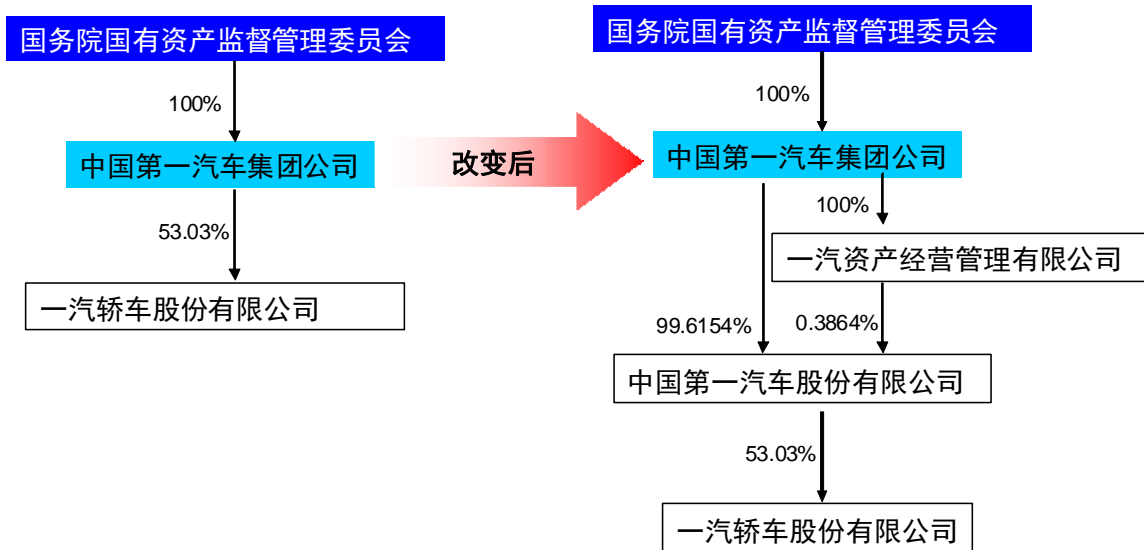
资料来源: 宏源证券, 一汽轿车

三、整体上市进程加快

(一) 一汽股份已经成立

2011 年 6 月份, 中国第一汽车股份有限公司初步成立, 将代替原先的中国第一汽车集团公司持有下属的上市公司股权, 这也代表一汽整体上市进入倒计时。

图 13: 一汽轿车股权变更前示意图



资料来源: 宏源证券, 一汽轿车

(二) 一汽集团总经理即将任命, 整体上市步伐加快

2011 年 7 月份, 一汽集团内部对总经理职位进行了公开选拔, 一汽集团副总滕铁骑、秦焕明、许宪平成为最后的候选人, 具体结果预计将会在近期出台, 由于总经理是一汽内部主要负责执行的职位, 总经理的任命加快现有的一汽集团整体上市步伐。

图 14: 一汽集团主要领导



资料来源: 宏源证券、一汽集团

表 3: 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	4032	4265	6134	营业收入	37296	41025	45949	52841
应收和预付款项	7086	5733	8623	7885	营业成本	29577	33149	37035	42484
存货	1939	2723	2486	3490	营业税金及附加	1847	2031	2275	2616
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	2286	2667	3033	3540
长期股权投资	748	892	1053	1238	管理费用	1449	1559	1746	2008
投资性房地产	32	22	12	3	财务费用	-14	-31	-46	-63
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	17445	20298	22276	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	2256	1796	2051	2421
应付和预收款项	7241	7175	8843	9422	其他非经营损益	-8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	利润总额	2248	1796	2051	2421
其他负债	455	455	455	455	所得税	322	248	283	335
负债合计	7696	7631	9298	9877	净利润	1926	1548	1767	2086
股本	1628	1628	1628	1628	少数股东损益	66	53	60	71
资本公积	2485	2485	2485	2485	归属母公司股东净利润	1860	1495	1707	2014
留存收益	4532	5518	6643	7970	EPS (元)®	1.14	0.92	1.05	1.24
归属母公司股东权益	8644	9630	10755	12082	主要财务比率				
少数股东权益	132	185	245	317	成长能力				
股东权益合计	8776	9815	11000	12399	销售收入增长率	34.43%	10.00%	12.00%	15.00%
负债和股东权益合计	16472	17445	20298	22276	净利润增长率	17.04%	-19.61%	14.16%	18.01%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	2381	2552	1322	2939	毛利率	20.70%	19.20%	19.40%	19.60%
税后经营利润	1829	1404	1606	1900	销售净利率	5.16%	3.77%	3.85%	3.95%
折旧与摊销	648	718	778	823	ROE	21.52%	15.53%	15.87%	16.67%
资产减值损失	-1	-1	16	19	偿债能力				
利息费用	-38	-74	-93	-117	资产负债率	46.72%	43.74%	45.81%	44.34%
存货的减少	-446	-784	237	-1004	流动比率	1.59	1.74	1.74	1.86
经营性应收项目的减少	-1334	1353	-2890	738	速动比率	1.33	1.36	1.46	1.49
经营性应付项目的增加	1679	-65	1667	579	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	2.35	2.26	2.37
筹资活动现金流量净额	-492	-436	-489	-570	应收账款周转率	5.32	7.79	5.42	7.21
现金流量净额	891	1516	233	1869	存货周转率	15.25	12.17	14.90	12.17

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、海马股份、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、福耀玻璃、江淮汽车等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。