

2011年8月26日

一汽轿车

半年报点评

A **持有**

000800.SZ - 人民币 12.74

目标价格: 人民币 11.70

一汽轿车上半年销售收入同比增长 6.5%，净利润同比下滑 39.9% 至 8.0 亿元，折合每股收益 0.49 元，基本符合市场预期。毛利率下滑和管理费用的提升是公司利润下滑的主要原因。考虑到公司 7-8 月份销量降幅显著，且新产能释放等可能增加折旧摊销，结合公司盈利预警，我们预计公司 3 季度可能亏损。我们下调公司 2011-2012 年每股收益至 0.68 元、0.74 元，暂时维持目标价和持有评级。

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

支撑评级的要点

- 上半年，公司汽车销量同比增长 9.6% 至 14.2 万台。营业收入同比增长 6.5%，毛利率下滑 4.9 个百分点至 19.2%。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降价促销，毛利率较去年下滑。
- 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，对业绩增长形成压力。
- 公司预报前三季度每股收益在 0.22-0.55 元区间。3 季度盈利将显著低于之前市场预期。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

影响评级的主要风险

- 汽车销量低于预期；降价；在建工程转固导致折旧费用攀升。

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(21)	(7)	(3)	(21)
相对新华富时A50指数(%)	(15)	(5)	1	(17)

资料来源: 彭博及中银国际研究

估值

- 我们下调 2011-2012 年公司每股收益预测至 0.68 元、0.74 元，当前股价对应 2011 年约 19 倍市盈率，我们暂时维持目标价格和持有评级。

重要数据

发行股数(百万)	1,628
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	9,748
3个月日均交易额(人民币 百万)	95
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

*最佳是本报重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

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)	27,745	37,296	38,305	41,916	46,991
变动(%)	37	34	3	9	12
净利润(人民币 百万)	1,633	1,860	1,106	1,197	1,323
全面摊薄每股收益(人民币)	1.004	1.143	0.680	0.735	0.813
变动(%)	50.2	13.9	(40.5)	8.2	10.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.230	1.450	1.900
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.899	0.984	1.064
调整幅度(%)	-	-	(24.3)	(25.3)	(23.6)
全面摊薄市盈率(倍)	12.7	11.1	18.7	17.3	15.7
每股现金流量(人民币)	1.32	1.44	0.80	1.12	1.23
价格/每股现金流量(倍)	9.7	8.8	15.8	11.4	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	6.2	9.0	7.8	6.6
每股股息(人民币)	0.427	0.300	0.204	0.221	0.000
股息率(%)	3.4	2.4	1.6	1.7	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比下滑 39.9%

2011年上半年，一汽轿车营业收入同比增长 6.5%至 190.8 亿元，净利润同比下滑 39.9%至 8.0 亿元，实现每股收益 0.49 元。2 季度，公司实现每股收益 0.25 元，同比下滑 35.1%，环比 1 季度增长 5.3%。

公司整车销售收入同比增长 4.9%，低于同期公司汽车销量 9.6%的增速，毛利率下滑 5.5 个百分点至 19%。公司主营业务毛利率较去年同期下滑 4.9 个百分点至 20.0%。另外管理费用上升 22.6%也对盈利造成负面影响，主要是由于职工薪酬和折旧费用增加所致。

图表 2. 一汽轿车主营业务收入及毛利率情况

	营业收入			毛利率 (%)		
	2010 年 上半年	2011 年 上半年	同比增长 (%)	2010 年 上半年	2011 年 上半年	百分点 变动
整车	16,114	16,910	4.9	24.44	18.99	(5.45)
备品	798	958	20.1	33.26	37.04	3.78
合计	16,912	17,868	5.7	24.86	19.96	(4.90)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 一汽轿车半年报数据

(人民币, 百万)	2010 年 上半年	2011 年 上半年	同比增长 (%)	2010 年 2 季度	2011 年 2 季度	同比增长 (%)	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	环比增长 (%)
营业收入	17,911	19,080	6.5	9,483	9,494	0.1	9,586	9,494	(1.0)
营业成本	13,596	15,416	13.4	7,283	7,673	5.4	7,744	7,673	(0.9)
营业税金及附加	885	942	6.4	474	500	5.5	442	500	13.2
主营业务利润	3,430	2,722	(20.6)	1,726	1,322	(23.4)	1,401	1,322	(5.6)
销售费用	1,343	1,186	(11.7)	682	568	(16.7)	618	568	(8.1)
管理费用	565	693	22.6	324	327	0.9	366	327	(10.8)
财务费用	(28)	(14)	(52.2)	(16)	(6)	(63.0)	(8)	(6)	(22.9)
资产减值损失	(6)	(0)	(91.6)	(6)	(0)	(91.6)	0	(0)	NA
营业利润	1,555	858	(44.9)	742	433	(41.6)	424	433	2.1
投资收益	52	72	36.9	25	35	41.7	36	35	(3.0)
营业外收入	2	2	(26.0)	1	1	(4.3)	1	1	35.5
营业外支出	10	11	16.3	6	6	10.0	5	6	15.3
利润总额	1,600	920	(42.5)	762	464	(39.2)	456	464	1.6
所得税	235	118	(50.0)	113	54	(52.2)	64	54	(15.5)
少数股东损益	28	(2)	(106.1)	14	(3)	(117.7)	1	(3)	(423.2)
净利润	1,337	804	(39.9)	635	412	(35.1)	392	412	5.3
每股收益(元)	0.82	0.49		0.39	0.25		0.24	0.25	

资料来源：公司数据，中银国际研究

销量

2011 年上半年，一汽轿车累计销量为 14.2 万台，同比增长 9.6%，主力车型马 6、奔腾 B50 销量同比增长分别达 24.4%、25.9%，但 B70 下滑严重，奔腾系列产品结构下移。

7 月份，一汽轿车销量同比、环比分别下滑 36.7%、47.5%，拉低前 7 个月累计增速至 3.4%。预计三季度销量淡季特征明显，对售价和销售费用形成压力。

图表 4.一汽轿车上半年销量情况

	2010 年 上半年	2011 年 上半年	同比增长 (%)	2011 年 2 季度 2 季度	同比增长 (%)	2 季度环比 增长 (%)
红旗	115	2	(98.3)	2	(95.5)	NA
马自达 6	41,413	51,499	24.4	27,253	13.8	12.4
马自达睿翼	18,036	17,604	(2.4)	10,419	5.2	45.0
马自达 8	0	2,984	NA	1,282	NA	(24.7)
奔腾 B70	28,347	17,481	(38.3)	6,815	(52.0)	(36.1)
奔腾 B50	41,750	52,562	25.9	25,739	23.3	(4.0)
合计	129,661	142,132	9.6	71,510	3.7	1.3

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 5.一汽轿车 7 月份销量情况

	2011 年 7 月	同比增长 (%)	环比增长 (%)	2011 年 1-7 月	同比增长 (%)
红旗	0	(100.0)	NA	2	(98.6)
马自达 6	4,491	(46.8)	(52.4)	55,990	12.3
马自达睿翼	2,678	(25.3)	(34.7)	20,282	(6.2)
马自达 8	536	0.0	77.5	3,520	NA
奔腾 B70	1,013	(63.6)	(56.1)	18,494	(40.6)
奔腾 B50	3,993	(23.7)	(50.7)	56,555	20.4
合计	12,711	(36.7)	(47.5)	154,843	3.4

资料来源：公司资料，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将有所下滑。主要由于二工厂项目的逐渐转固以及新款车上市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。

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，对业绩产生压力。

盈利预测及估值

目前我们将公司2011年和2012年每股收益分别从0.90元和0.98元调整至0.68元、0.73元，维持11.70元的目标价格和**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	38,305	41,916	46,991
销售成本	(22,987)	(31,424)	(33,429)	(36,609)	(41,081)
经营费用	(2,448)	(3,086)	(2,934)	(3,131)	(3,475)
息税折旧前利润	2,309	2,786	1,942	2,176	2,434
折旧及摊销	(499)	(648)	(897)	(1,060)	(1,224)
经营利润(息税前利润)	1,810	2,138	1,045	1,116	1,211
净利息收入(费用)	26	14	96	101	119
其他收益/(损失)	71	96	147	173	204
税前利润	1,908	2,248	1,288	1,390	1,533
所得税	(252)	(322)	(171)	(183)	(200)
少数股东权益	(23)	(66)	(10)	(10)	(10)
净利润	1,633	1,860	1,106	1,197	1,323
核心净利润	1,632	1,859	1,107	1,197	1,324
每股收益(人民币)	1.004	1.143	0.680	0.735	0.813
核心每股收益(人民币)	1.003	1.142	0.680	0.736	0.813
每股股息(人民币)	0.427	0.300	0.204	0.221	0.000
收入增长(%)	37	34	3	9	12
息税前利润增长(%)	62	18	(51)	7	9
息税折旧前利润增长(%)	54	21	(30)	12	12
每股收益增长(%)	50	14	(41)	8	11
核心每股收益增长(%)	50	14	(40)	8	11

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	2,794	3,628	3,472	4,019	4,765
应收帐款	160	104	213	233	261
库存	1,500	1,939	2,266	2,488	2,801
其他流动资产	5,774	6,982	7,500	8,000	8,500
流动资产总计	10,227	12,653	13,451	14,740	16,327
固定资产	2,879	3,645	4,046	4,291	4,379
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	5,336	5,488	5,476
总资产	14,461	17,675	18,787	20,227	21,802
应付帐款	6,377	8,031	8,522	9,088	9,689
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	8,922	9,488	10,089
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	282	467	460	460	460
股本	1,628	1,628	1,628	1,628	1,628
储备	5,863	7,016	7,635	8,500	9,464
股东权益	7,490	8,644	9,262	10,127	11,092
少数股东权益	66	132	142	152	162
总负债及权益	14,461	17,675	18,787	20,227	21,802
每股帐面价值(人民币)	4.60	5.31	5.69	6.22	6.82
每股有形资产(人民币)	4.20	4.93	5.36	5.95	6.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.72)	(2.23)	(2.13)	(2.47)	(2.93)

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	1,908	2,248	1,288	1,390	1,533
折旧与摊销	499	648	897	1,060	1,224
净利息费用	(26)	(14)	(96)	(101)	(119)
运营资本变动	289	345	(234)	25	44
税金	(252)	(322)	(171)	(183)	(200)
其他经营现金流	(274)	(562)	(373)	(373)	(486)
经营活动产生的现金流	2,144	2,343	1,310	1,818	1,997
购买固定资产净值	(940)	(1,151)	(1,212)	(1,212)	(1,212)
投资减少/增加	181	51	145	171	202
其他投资现金流	(39)	136	0	0	0
投资活动产生的现金流	(797)	(964)	(1,067)	(1,041)	(1,010)
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)	(332)	(359)
其他融资现金流	291	480	89	101	119
融资活动产生的现金流	(229)	(215)	(399)	(231)	(241)
现金变动	1,117	1,164	(156)	547	746
期初现金	1,677	2,464	3,628	3,472	4,019
公司自由现金流	1,346	1,379	243	777	987
权益自由现金流	1,372	1,394	339	878	1,105

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	5.1	5.2	5.2
息税前利润率	6.5	5.7	2.7	2.7	2.6
税前利润率	6.9	6.0	3.4	3.3	3.3
净利率	5.9	5.0	2.9	2.9	2.8
流动性(倍)					
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
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	1.3	1.3	1.3
估值(倍)					
市盈率	12.7	11.1	18.7	17.3	15.7
核心业务市盈率	12.7	11.2	18.7	17.3	15.7
目标价对应核心业务市盈率	11.7	10.3	17.2	15.9	14.4
市净率	2.8	2.4	2.2	2.0	1.9
价格/现金流	9.7	8.8	15.8	11.4	10.4
企业价值/息税折旧前利润	7.8	6.2	9.0	7.8	6.6
周转率					
存货周转天数	22.2	20.0	23.0	23.7	20.5
应收帐款周转天数	2.8	1.3	1.5	1.9	1.9
应付帐款周转天数	63.2	70.5	78.9	76.7	72.9
回报率(%)					
股息支付率	42.6	26.2	30.0	30.0	0.0
净资产收益率	23.2	23.1	12.4	12.3	12.5
资产收益率	12.8	11.4	5.0	5.0	5.0
已运用资本收益率	25.5	26.2	11.5	11.3	11.2

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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