

一汽轿车 (000800.SZ)

轿车行业

评级: 增持 上调评级

公司研究

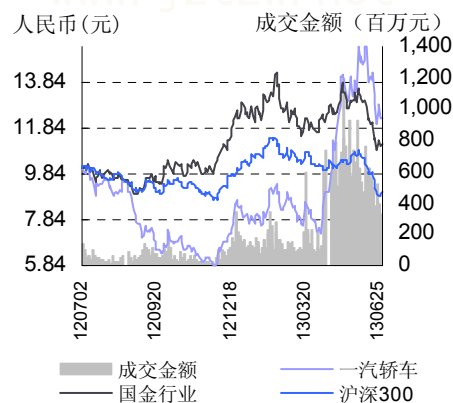
市价(人民币): 12.30元

走上复兴之路

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,411.75
总市值(百万元)	200.18
年内股价最高最低(元)	15.44/5.84
沪深300指数	2200.64
深证成指	7694.47



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.133	-0.465	0.822	1.481	1.885
每股净资产(元)	5.14	4.67	5.35	6.68	8.41
每股经营性现金流(元)	-0.34	0.93	1.52	1.38	2.10
市盈率(倍)	-	-	14.96	8.31	6.53
行业优化市盈率(倍)	6.51	6.21	6.28	6.28	6.28
净利润增长率(%)	-88.34%	N/A	N/A	80.15%	27.30%
净资产收益率(%)	2.59%	-9.94%	15.38%	22.18%	22.41%
总股本(百万股)	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益公车改革, 红旗品牌正在复兴:** 国家领导人推动公务车使用自主品牌为红旗复兴带来重大机遇。红旗 H7 是国内唯一价格下限达 30 万元的自主豪华型车, 有望抢占省部级及以上高端公务车市场。此外, 得益于本身具备的性价比优势以及“官车”效应的带动, H7 也将逐步打开私人消费市场。预计 H7 年内销量有望达 3000-5000 台, 未来年产销有望达 3-5 万台。
- **X80 将推动奔腾品牌加快增长:** X80 是奔腾推出的全新经济型 SUV, 与同类车型比较具备品牌认可度较高、空间表现与动力性能俱佳、配置丰富等特点, 我们预计该车型竞争力可能仅次于哈弗 H6, 月销量有望逐步达 6000-8000 台, 此外公司 B50、B70 也将陆续换代, 系列新车型的推出将推动奔腾品牌的加快增长。
- **马自达品牌也有望走上复兴之路:** 马自达 6 曾经引领国内运动型中级轿车市场, 具有良好的品牌基础。更具竞争力的全新马 6 有望于今年底上市, CX-7 (大中型 SUV) 则有望于今年四季度上市, 全新车型的推出也有望推动马自达品牌走上复兴之路。
- **可继续受益日元贬值, 盈利能力有继续提升空间。** 公司零部件采购成本与日元汇率密切相关, 目前日元仍呈贬值趋势, 公司将继续受益。与此同时, 公司新推出的车型均为盈利能力较强的 SUV 车型或者中高端轿车, 公司整体盈利能力仍有提升空间。

盈利预测

- 预测公司 2013-2015 年实现归属母公司净利润分别为 13.4、24.1、30.7 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.82、1.48、1.89 元。

投资建议

- 我们认为, 公司业绩拐点确立且拥有唯一的自主豪华车品牌, 加上一直存在的整体上市预期, 理应享受一定估值溢价。我们给予公司 15-18 元目标价, 相当于 2013 年 18-22 倍 PE 和 2014 年 10-12 倍 PE, 首次给予“增持”评级。

风险

- 宏观经济严重衰退风险、红旗 H7 销量不达预期风险、日系车再遭抵制风险、日元大幅升值风险。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

内容目录

自主品牌：红旗复兴，奔腾有望加快增长	4
红旗品牌正在复兴	4
全新 SUV X80 有望助奔腾增速加快	8
马自达也已走上复兴之路	10
新马 6 有望重现辉煌	10
CX-7 有望在大中型 SUV 市场占得一定份额	12
受益日元贬值可持续，盈利能力有继续提升空间	13
仍将显著受益日元贬值	13
盈利能力有继续提升空间	14
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
估值与投资建议	16
风险提示	16
宏观经济严重衰退风险	16
红旗 H7 销量不达预期风险	16
日系车再遭抵制风险	16
日元升值风险	16
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：红旗 L9 已成功接待法国总统奥朗德	5
图表 2：红旗 H7 正面外观	6
图表 3：红旗 H7 内饰图	6
图表 4：红旗 H7 与主要自主轿车参数对比	6
图表 5：红旗 H7 与主流合资豪华轿车性能参数对比	7
图表 6：奥迪 A6L 近年销量及增速情况（辆）	7
图表 7：红旗未来部分新车型概况	8
图表 8：奔腾品牌历年销量及增速（辆）	8
图表 9：奔腾 X80 外观图	9
图表 10：奔腾 X80 内饰图	9
图表 11：X80 与同级别主流 SUV 主要性能比较	9
图表 12：奔腾 X80 同级别 SUV 车型 1-5 月月均销量情况（辆）	10
图表 13：马自达 6 历年销量及增速情况（辆）	11
图表 14：老马自达 6 外观	11
图表 15：新马自达 6 外观	11

图表 16: 新马自达 6 与主要竞争车型性能对比.....	12
图表 17: 主流中级轿车 2013 年 1-5 月月均销量情况 (辆)	12
图表 18: 马自达新 CX-7 与主要竞争车型性能对比.....	13
图表 19: 新胜达与汉兰达 2013 年 1-5 月月度销量情况 (辆)	13
图表 20: 近 5 年内公司销售成本、关联交易额及占比	14
图表 21: 2008 年以来 100 日元兑人民币汇率走势	14
图表 22: 公司 07 年以来毛利率及净利率变化	15
图表 23: 一汽轿车分车型销量及预测	17

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

自主品牌：红旗复兴，奔腾有望加快增长

红旗品牌正在复兴

- **红旗复兴有着良好的品牌基础：**众所周知，红旗轿车在我国有着非同一般的品牌内涵。从新中国成立以来至今，“红旗”见证了我国诸多重大历史事件的发生，从第一辆自主生产的国产高级轿车，到国庆庆典上数代领导人检阅三军时乘坐的检阅车。在国人心中，它代表了民族汽车工业的发展水平，同时也承载了民族尊严和民族自豪感。尽管由于诸多原因，红旗轿车的发展也走过不少弯路，但它所代表的尊贵的民族品牌形象仍难以磨灭，这是其它自主品牌远远不能企及的。
- **公车采购新风为红旗复兴带来机遇：**公务用车采购偏向本国品牌是国际惯例，我国此前也出台了相关措施，但由于约束不严尤其是政府高层示范不足，执行效果不甚理想。2012年我国新一届领导人上台后，明确要求改进工作作风，并以自上而下的方式强力推动，公车使用自主品牌便是其中的重要一环。得益于此，公车采购选用自主品牌的进程有望明显加快，以红旗为代表的自主品牌轿车则将成为显著的受益者。
- **现行“双18”标准已有对自主品牌明显倾斜：**2011年底，工信部发布《党政机关公务用车选用车型目录管理细则》，其中提到一般公务车的排气量从2.0L降低到1.8L、价格从25万元降低到18万元，即业内俗称的“双18”标准。同时，工信部还要求入选车型企业必须“具备持续的整车技术研发和产品改进能力，设有产品研发机构，近两年企业研究开发费用支出占主营业务收入的比例均不低于3%”，这些指标都代表了明显偏向自主品牌的政策导向。2012年2月，工信部、国务院机关事务管理局、中共中央直属机关事务管理局联合出台了《2012年度党政机关公务用车选用车型目录（征求意见稿）》，所列车型除了极个别合资企业产品外，其余全为自主品牌车型。
- **未来自主品牌在公车采购中的比例有望明确不低于50%：**据媒体报道，目前我国已着手对公务用车采购标准进行修订，新的标准将有利于进一步提高自主品牌在公车采购中的比例，一些具体的调整内容很可能包括：自主品牌采购比例不低于50%；正部级官员用车标准由此前的不高于3.0升排量、人民币45万元降至2.5升、35万元；副部级官员由不高于3.0升、35万元缩减至2.5升、30万元；普通公务用车则由最高2.0升、25万元被重新限定在1.8升排量及16万元以内。

图表1: 红旗 L9 已成功接待法国总统奥朗德



来源: 互联网、国金证券研究所

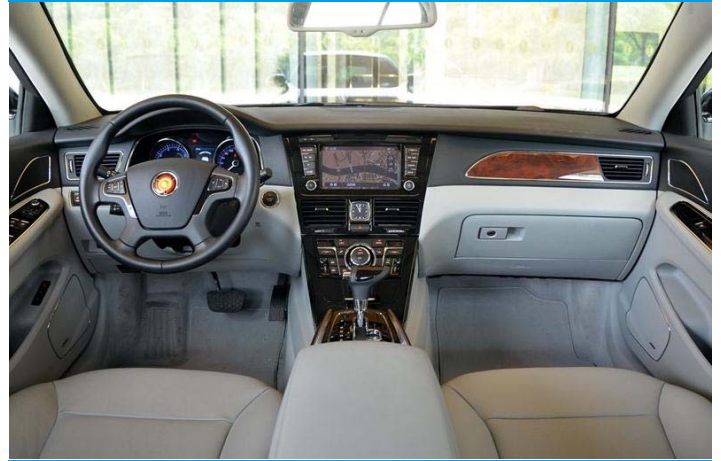
- **公务车市场空间巨大，高端车每年需求可达 6-7 万辆。**根据预测，我国目前党政机关公务车保有量规模在 200 万辆左右，预计每年更新约 20-30 万辆。按照省部级公务车（我们定义为高端公务车）占比约 10% 计算，每年高端公务车需求量介于 2-3 万辆之间。若考虑到党政机关对军队、学校、医院以及国有企业这些类政府机构带来的示范效应，泛公务车的容量则更为巨大，我们预计总市场容量可能达 60-70 万辆/年，其中高端车则可能达 6-7 万辆。
- **红旗 H7 有望抢占高端公务车市场。**今年 5 月 30 日，红旗 H7 在北京正式上市，此次上市共推出 2.0T、3.0L 两个排量合计 5 款车型，售价区间介于 29.98-47.98 万元。跟其他自主品牌车型相比，H7 是目前唯一价位下限达 30 万元的自主高级轿车，加上红旗品牌本身与生俱来的尊贵形象，我们认为 H7 未来有望独占自主高端公务车市场。值得说明的是，上汽集团的荣威 950 尽管也有售价达到 30 万元的旗舰车型，但其主流价位仍在 20 万元左右，更多地仍是作为中级车而不符合省部级以上公务车的定位。其余自主品牌车型则更难以同红旗 H7 相提并论。
- 今年 2 月，一汽集团接到吉林省的第一批红旗 H7 车型订单总计 13 辆，这批车将作为吉林省省部级领导的公务用车。除此之外，目前全国十余个省市自治区及直辖市，以及中央众多部委已开始大批量采购红旗 H7。最新数据显示，截止目前红旗 H7 签订和交付的公务车采购订单数量已经接近 1000 辆。随着省部级领导公务用车新订单的陆续签订及交付，我们预计 2013 年全年 H7 销量有望达 3000-5000 台。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表2: 红旗 H7 正面外观



图表3: 红旗 H7 内饰图



来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表4: 红旗 H7 与主要自主轿车参数对比

车企	一汽		上汽	广汽	长安	比亚迪
参数/车型	红旗H7	奔腾B90	荣威950	传祺GA5	睿骋	思锐
排量	2.0T/3.0L	2.0L/2.3L	2.0L/2.4L/3.0L	1.8L/1.8T/2.0L	1.8T/2.0L	1.5T
最大功率 (kW)	150/170	108/118	108/137/190	106/130/110	177/116	113
最大扭矩 (N·m)	260/300	184/207	190/240/296	167/237/183	230/200	240
轴距(mm)	2970	2780	2837	2710	2810	2755
长-宽-高 (mm)	5095*1875*1485	4860*1812*1472	4996*1857*1502	4800*1819*1484	4900*1860*1500	4870*1830*1460
变速箱	6档手自一体	6档手动/6档手自一体	6档手自一体	5档手动/5档手自一体 /5档AMT	6档手自一体/6档手动	6档手动/6档双离合
指导价 (万元)	29.98-47.98	13.98-19.98	18.89-31.99	10.58-18.98	10.98-20.08	10.39-15.09

来源: 汽车之家、国金证券研究所

■ **H7 有望打开私人消费市场:** 我国消费者通常将公务车视为“官车”，“官车”车型向来对普通消费者购买倾向有着巨大的引导作用，如今仍雄霸高端车销量第一的奥迪 A6L 就是明证。随着 H7 逐渐占据高端公务车市场，加上 H7 本身相对同类合资车型不俗的性价比优势，我们认为 H7 也将逐渐打开私人消费市场，其需求前景无疑非常广阔。

■ **H7 本身性能可以同合资豪华轿车相抗衡，且具有一定性价比优势:** 从图表 5 可以看出，H7 无论从车型尺寸、内部空间、动力性能还是安全配置、智能配置上都同奥迪 A6L 等同类合资车型旗鼓相当。相对这些合资车型，H7 主要的劣势在于品牌影响力较弱并且尚未形成用户口碑，但作为自主品牌，H7 的仍然具有较为明显的性价比优势，在“官车”效应的不断引导下，其品牌影响力也将明显增强，由此 H7 完全也可以在私人消费市场获得一定份额。

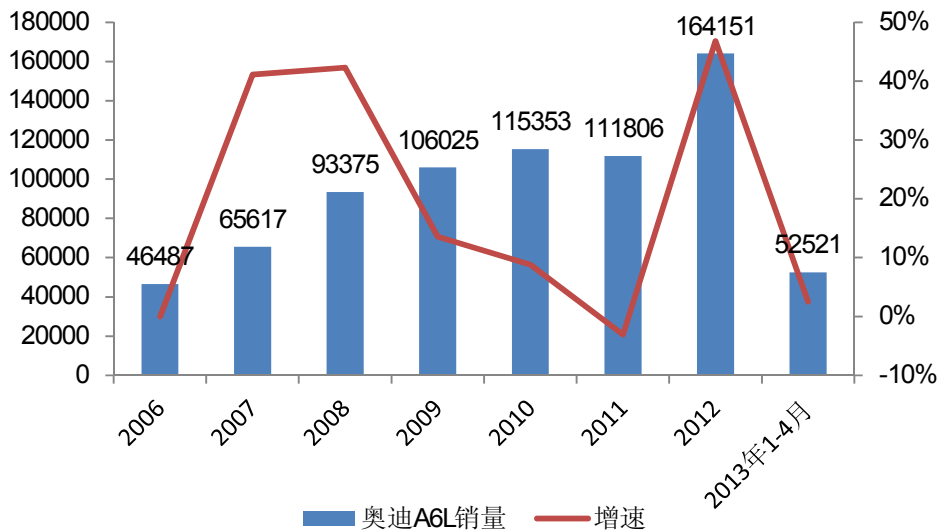
■ **参考同类车型销量，H7 未来年销量有望达 3-5 万辆。** 奥迪 A6L 是国内 C 级车的翘楚，09 年以来其年销量即已达 10 万辆以上，2012 年更是高达 16 万辆，据预测其公务车采购比例约为 20%，对应公务车销量即为 2-3 万辆。另外，上述三大外资车型中最弱的当属奔驰 E 级，但其年销量也在 3 万辆以上。综合考虑，我们认为 H7 在未来公车采购方面将明显优于合资车型，在私人消费市场则将逐渐突破，由此我们预计 H7 未来年销量将至少可达 3 万辆，若私人市场开拓得力，年销量达到 5 万辆乃至更高也并非完全没有可能。

图表5: 红旗 H7 与主流合资豪华轿车性能参数对比

参数	红旗H7	奥迪A6L	宝马5系	奔驰E级
排量	2.0T/3.0L	2.0T	2.0T	1.8T
最大功率 (kW)	150/170	132	135	150
最大扭矩 (N·m)	260/300	320	270	310
轴距 (mm)	2970	3012	3108	3014
长-宽-高 (mm)	5095*1875*1485	5015*1874*1455	5039*1860*1492	5012*1855*1464
变速箱	6档手自一体	6档手动/8档手自一体	8档手自一体	7档手自一体
指导价 (万元)	2.0T为29.98-37.98, 3.0L为39.98-47.98	38.3-44.66	42.86-49.46	43.8-51.8
保修	四年或十万公里	两年不限公里	两年不限公里	三年不限公里
智能配置	GPS, 车载电视, 蓝牙/车载电话, 夜视系统, 自适应巡航	GPS, 人机交互系统, 蓝牙/车载电话, 定速巡航, 发动机启停技术	GPS, 人机交互系统, 蓝牙/车载电话, 发动机启停技术, 定位互动服务	GPS, 人机交互系统, 蓝牙/车载电话
安全装置	ABS+EBD+ESP+ASR, 刹车辅助, 自动驻车, 胎压监测	ABS+EBD+ESP+ASR, 刹车辅助, 自动驻车, 胎压监测	ABS+EBD+ESP+ASR, 刹车辅助, 自动驻车, 胎压监测	ABS+EBD+ESP+ASR, 刹车辅助, 自动驻车, 胎压监测

来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表6: 奥迪 A6L 近年销量及增速情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- 厚积薄发, 红旗复兴将有丰富的产品支撑:** 复兴红旗品牌是一汽集团的战略目标之一。经过多年的持续投入, 目前红旗品牌已经构建起了 L、H 两大平台。依托与此, 公司将陆续推出后续产品, 逐渐形成较为齐全的产品系列。根据公司规划, 未来 5 年, 红旗将投放两款 SUV, 一款商务车和一款中型礼宾客车, 并且将加快 H 平台混合动力车型的商业化开发, 不断满足用户对国产豪华轿车的多元化消费需求。我们认为, H7 已开启了红旗品牌厚积薄发的复兴之路, 随着更多新车型的逐渐投放, 红旗的复兴之路也将更为稳健、可靠。

图表7: 红旗未来部分新车型概况

车型	L7	L9	红旗SUV
排量 (L)	6.0	6.0	6.0
轴距 (mm)	3435	3435	2850
长-宽-高 (mm)	5555/2018/1578	5555/2018/1578	4805/2000/1800
最大功率 (kW)	300	300	300
最大扭矩 (N·m)	550	550	550
智能配置	自适应巡航系统、道路偏离预警系统、前方避撞系统、瞌睡检测系统、盲区探测系统、夜视系统、倒车影视		-
预计售价 (万元)	-	500	-
备注	礼宾车	礼宾车	概念车

来源: 互联网、国金证券研究所

全新 SUV X80 有望助奔腾增速加快

- **奔腾品牌一度具有较好的销量规模:** 奔腾品牌创立于 2006 年, 是一汽集团定位于自主中高端市场的主打品牌。自推出以来, 奔腾已经形成了包括 B90、B70、B50 在内的轿车产品体系, B70、B50 也一度有着不错的销量表现。奔腾品牌轿车年销量也曾在 2010 年达到峰值 13.2 万辆, 受行业景气度下行及车型更新缓慢影响, 2011 年之后奔腾品牌总销量总体呈下滑趋势, 但 2012 年仍有 7.2 万辆的销量规模。

图表8: 奔腾品牌历年销量及增速 (辆)

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1-5月
奔腾合计	23279	47751	88360	132213	112816	72451	34489
增速	N/A	105%	85%	50%	-15%	-36%	6%
奔腾B50	0	0	36138	82576	85676	54599	24994
增速	N/A	N/A	N/A	129%	4%	-36%	-3%
奔腾B70	23279	47750	52222	49636	27140	17853	5146
增速	N/A	105%	9%	-5%	-45%	-34%	
奔腾B90	0	0	0	0	0	0	4349

来源: CAAM、国金证券研究所

- **X80 在经济型 SUV 中竞争力较强, 可能仅次于哈弗 H6:** 经济型 SUV 市场正高速增长而且成长空间广阔, 推出具有竞争力的 SUV 车型已几乎成为乘用车企业加快增长的必由之路。X80 正是一汽集团顺势而为精心打造的首款 SUV 产品。与同级别主流 SUV 的对比中, 我们认为 X80 具有品牌认可度较高、空间和动力性能俱佳、配置丰富等优势, 整体实力稍逊于长城的哈弗 H6, 但优于比亚迪 S6、吉利 GX7、广汽传祺 GS5、中华 V5 等其他主流车型。
- **品牌认可度较高:** 一汽集团被称为“共和国的长子”, 在我国尤其是北方民众心中一直有着很好的品牌影响力。作为一汽集团下属的自主中高端乘用车品牌, 奔腾的品牌认可度好于从“低质低价”起步的吉利、比亚迪等民营品牌。奔腾轿车此前也已获得较好销量, 加上用户口碑也属较好, 在这一方面奔腾品牌也优于还没有较高知名度和客户基础的传祺和中华品牌。
- **空间、尺寸处于中间水平:** X80 轴距 2675mm, 小于比亚迪 S6 与广汽传祺 GS5, 与哈弗 H6 基本相当, 较中华 V5 与全球鹰 GX7 略大。其长宽高为 4586/1820/1695mm, 横向比较结果与轴距类似, 整体来看奔腾 X80 的空间表现处于中间水平。

图表9: 奔腾 X80 外观图



来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表10: 奔腾 X80 内饰图



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

- **动力性能处于领先水平:** X80 (2.0L) 的最大功率与扭矩分别为 108 kW 和 184 N·m, 与比亚迪 S6、传祺 GS5 的 2.0L 发动机性能基本相同, 优于中华 V5 的 1.6L 的与吉利 GX7 的 2.0L, 但低于哈弗 H6, 总体来看, X80 的动力性能在主流经济型 SUV 中属于领先水平。

图表11: X80 与同级别主流 SUV 主要性能比较

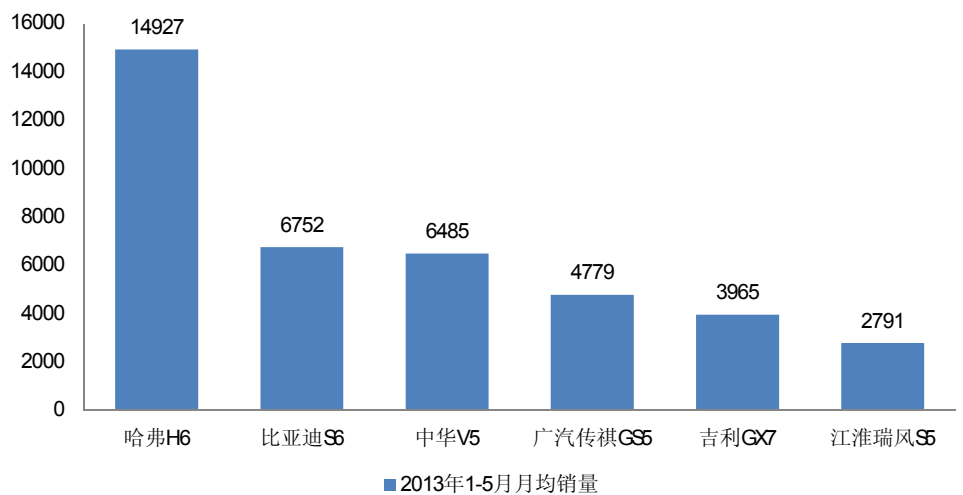
车企	一汽		长城	比亚迪	华晨	吉利	广汽
参数/车型	奔腾X80		哈弗H6	S6	中华V5	全球鹰GX7	传祺GS5
排量	2.0L	2.3L	1.5T	2.0L	1.6L	2.0L	2.0L
最大功率 (kW)	108	118	110	103	87	104	108
最大扭矩 (N·m)	184	207	210	186	151	178	187
轴距(mm)	2675		2680	2720	2630	2661	2710
长-宽-高 (mm)	4586/1820/1695		4640/1825/1690	4810/1855/1680	4405/1800/1627	4541/1833/1700	4732/1854/1680
变速箱	手动/手自一体		手动	手动/双离合	手动/手自一体	手动/手自一体	手动/手自一体
指导价 (万元)	11.98-14.58	14.78-18.18	9.88-12.58	8.99-11.39	10.98-14.58	10.29-11.19	12.38-15.68

来源: 汽车之家、国金证券研究所

- **X80 月均销量有望达到 6000-8000 辆:** 参考目前国内主流经济型 SUV 的销量情况, 长城 H6 的月均销量已达 15000 台以上。比亚迪 S6 和中华 V5 则约为 7000 台, 广汽传祺 GS5 与吉利 GX7 介于 4000-5000 台, 3 月份刚上市且品牌影响力较弱的江淮瑞风 S5 月均销量也能接近 3000 台。基于前述分析, 我们认为 X80 的销量表现虽不能同长城 H6 相提并论, 但不会弱于广汽传祺 GS5 和中华 V5, 在完成正常爬坡后其月销量有望达 6000-8000 台, 这也将成为公司销量增长的主要来源之一。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表12: 奔腾 X80 同级别 SUV 车型 1-5 月月均销量情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

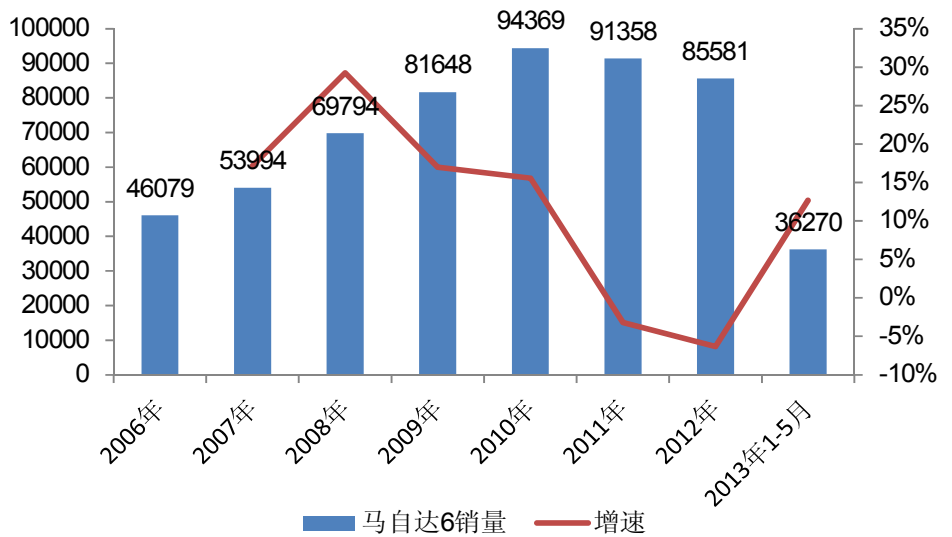
- **后续新车型较多, 有望进入快速增长阶段:** 一汽奔腾在后续将推出多款新车型, 其中 B50 有望于今年 9 月份换代, 预计新车型将在外观及内饰方面进行大幅改进, 动力则有可能保持原有配置; B70 也有望于明年 3-4 月份换代, 届时 B90 将有望在原 2.0L、2.3L 动力系统上新增 1.8L 发动机车型。随着这些新车型的陆续推出, 奔腾的乘用车体系将得到极大完善, 有望进入快速增长阶段。

马自达也已走上复兴之路

新马 6 有望重现辉煌

- **马 6 曾引领运动型中级车市场:** 马自达 6 曾经是国内运动型中级轿车的代表车型, 自 2003 年引进国内以后, 该车型就以动感的内饰外形、优异的操控性、高标准的安全性、宽大的内部空间和精细的做工等迅速获得了消费者青睐。该车型年销量曾一度达 9.4 万辆, 但后来因车型单一、更新缓慢而逐渐下滑。

图表13: 马自达6 历年销量及增速情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- **新马6 备受瞩目, 有望重现辉煌:** 新马6 已经在今年上海车展亮相, 一经发布便引来市场广泛关注和好评。老马6 曾经作为运动型中级车市场的引领者风光无限, 而新马6 无论在外观、内饰还是在动力系统方面都做了大幅改进, 只要定价得当将有望获得较好的销量表现。
- **尺寸比老马6 大幅增加, 空间表现突出:** 新马6 的长、宽、高分别为4865、1840、1450mm, 比老马6 足足大出一圈, 并已得到了目前市场上主流中级车的平均水平。在车内空间方面, 新马6 的轴距达2830mm, 不仅比老马6 大幅增加, 同时也高于绝大多数主流中级轿车, 如君威、凯美瑞、天籁、雅阁等, 仅新蒙迪欧。由此可见, 新马6 的外形尺寸和内部空间均已大幅超越老款马6, 相比其它中级车也毫不逊色。

图表14: 老马自达6 外观



来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表15: 新马自达6 外观



- **全面采用“创驰蓝天”技术, 综合性能将有显著提升:** “创驰蓝天”为马自达2010年10月提出的全新技术规划, 公司旨在通过对发动机、变速箱、底盘系统的全面优化来达到动力性能以及燃油经济性的显著提高。马自达将在国内推出的新马6、CX7 都将采用这一全新技术

术平台。基于老款马 6 出色的性能表现，加上“创驰蓝天”带来的全新技术升级，我们认为新款马 6 性能只会更为出色。

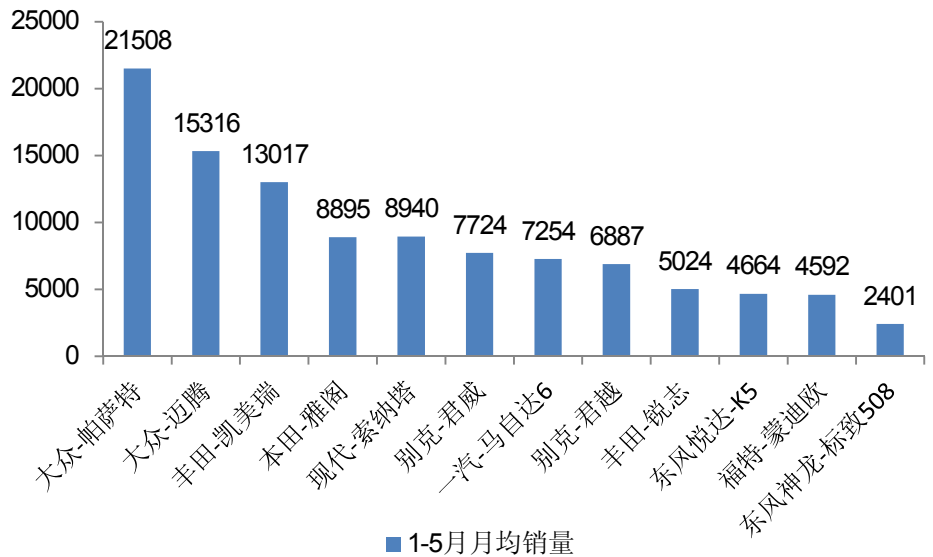
图表16: 新马自达6与主要竞争车型性能对比

参数/车型	新马自达6	马自达6	新蒙迪欧	君威	凯美瑞	天籁	雅阁
排量	2.0L/2.5L	2.0L	1.5L/2.0L	1.6T/2.0L/2.0T/2.4L	2.0L/2.5L	2.0L	2.0L/2.4L
最大功率 (kW)	113/137	108	133/149	135/108/162/137	109/135	104	115/132
最大扭矩 (N·m)	196/250	183	240/340	235/190/350/240	190/235	190	189/225
轴距 (mm)	2830	2675	2850	2737	2775	2775	2800
长-宽-高 (mm)	4865*1840*1450	4670*1780*1435	4860*1854*1480	4830*1856*1484	4825*1825*1480	4868*1830*1490	4960*1860*1480
变速箱	6档手动/6档手自一体	6档手动/5档手自一体	6档手自一体	6档手动/6档手自一体	4档自动或手自一体/6档手自一体或CVT	CVT	5档自动/5档手自一体
指导价	预计23.88	17.08-19.98	预计18.99-27.59	18.59-28.39	17.98-32.98	17.78-22.58	18.98-20.98

来源: 汽车之家、国金证券研究所

- **新马 6 月均销量有望达 7000 台以上:** 新马 6 预计将于今年年底上市，从以上分析可以看出，新马 6 的各方面性能都明显强于老马 6，只要定价合适，该款车型将有望重现马 6 曾经的辉煌。今年 1-4 月，老马 6 月均销量仍然超过 7000 台，显示其仍然有较好的市场认可度。我们预计新马 6 的销量至少将不低于老马 6 现行水平，也即完成正常爬坡后月均销量有望超过 7000 台。

图表17: 主流中级轿车 2013 年 1-5 月月均销量情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

CX-7 有望在大中型 SUV 市场占得一定份额

- **大中型 SUV 车型较少，CX-7 容易获得一定份额:** 目前我国大中型 SUV 市场规模较小但竞争也较为缓和，基本上仍处于供应决定需求的状态。目前，在这一细分市场中目前主流车型仅有丰田汉兰达以及现代新胜达，两者的月均销量基本在 6000-7000 台之间。
- **预计 CX-7 月销量有望达 5000 台以上:** CX-7 是马自达旗下一款大中型 SUV，预计国产车型将于今年四季度上市。与同类车型相比，我们认为其竞争力可能不如汉兰达但至少不弱于现代的新胜达，我们预计完成爬坡后其月均销量有望达 5000 台以上。

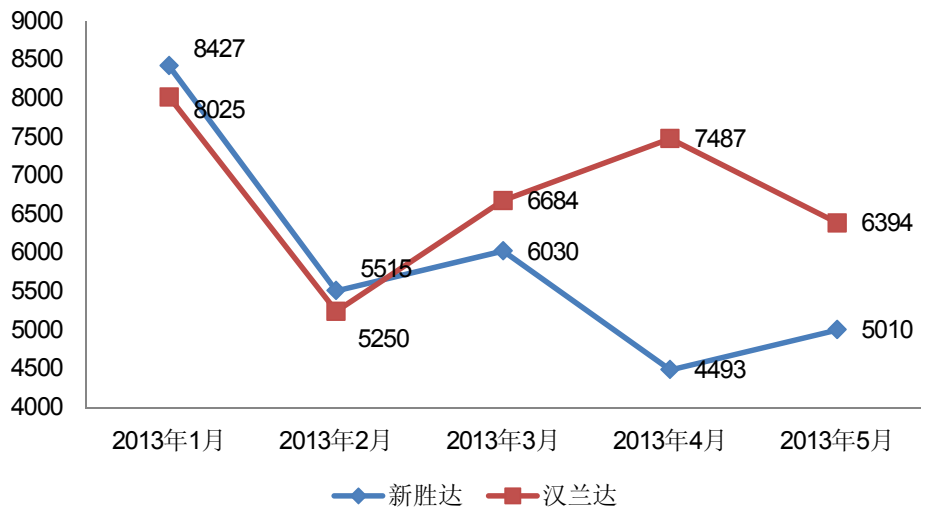
- **空间略小于汉兰达但大于新胜达:** 新 CX-7 的轴距为 2750mm, 长于新胜达, 但比汉兰达略小; 新 CX-7 的长宽高分别为 4705/1872/1645mm, 同样介于新胜达与汉兰达之间。
- **动力性能与新胜达、汉兰达相当:** 国产马自达 CX-7 将很可能配备 2.5L 和 2.3T 两款发动机, 对应最大功率和最大扭矩分别为 120、175kW 和 205、350 N·m。其中, 2.5L CX-7 的动力性能与 2.4L 新胜达和 2.7L 汉兰达差距不大, 2.3T CX-7 的性能与新胜达 2.0T 几乎相当, 最大扭矩甚至超过汉兰达 3.5L。总体来看, CX-7 的动力性能与同类车型基本相当。

图表18: 马自达新 CX-7 与主要竞争车型性能对比

参数/车型	马自达CX-7	新胜达	汉兰达
排量(L、T)	2.5L/2.3T	2.4L/2.0T	2.7L/3.5L
最大功率(kW)	120/175	139/180	138/201
最大扭矩(N·m)	205/350	240/350	252/337
轴距(mm)	2750	2700	2790
长-宽-高(mm)	4705*1872*1645	4685*1885*1745	4795*1910*1730
变速箱	5档或6档手自一体	6档手动/6档手自一体	6档手自一体
指导价(万元)	预计29.08	20.98-29.98	24.88-42.98

来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表19: 新胜达与汉兰达 2013 年 1-5 月月度销量情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

受益日元贬值可持续, 盈利能力有继续提升空间

仍将显著受益日元贬值

- **日元贬值是公司一季度业绩反转的主要原因:** 马自达品牌产品的发动机及变速箱需从日本进口, 公司奔腾系列自主品牌也是基于马自达技术研发, 部分零部件也是源于日本, 由此日元汇率变动对公司原材料采购成本有着重大影响。去年四季度以来日元大幅贬值, 公司的盈利能力也得以明显改善, 我们预计这一趋势仍将持续。
- 一汽的零部件进口主要通过一汽集团进出口公司, 从公司与一汽集团进出口公司的关联交易来看, 自 2008 年以来公司进口原料成本在销售成本中的占比一直较高, 约为 40-45%。2012 年公司关联交易额为

73.36 亿元，进口原料成本占销售总成本的 37.2%。从 2012 年下半年开始，日元兑人民币汇率大幅走低，直接带来今年一季度公司进口零部件成本的下降。按照今年一季度 100 日元兑人民币平均汇率为 6.8 计算，2012 年全年平均汇率为 7.9，日元汇率下降带来的直接进口零部件成本减少约为 2.55 亿元人民币。我们预计这是今年公司一季度业绩从去年同期的亏损 0.11 亿元大幅提升 3.58 亿元的主要原因。

图表20: 近5年内公司销售成本、关联交易额及占比

	2008	2009	2010	2011	2012
销售成本	157.47	216.13	295.77	272.68	197.07
与进出口公司关联交易额	73.15	87.77	125.93	111.73	73.36
关联交易额占比	46.5%	40.6%	42.6%	41.0%	37.2%

来源: iFind、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

- **全年看仍将显著受益日元贬值:** 在日本继续实施宽松货币政策的背景下，预计日元兑人民币汇率将继续走低，虽然在今年 5 月底日元汇率已略有反弹，但普遍的分析认为日元贬值的趋势可能并未到此终结且从总体来看今年日元汇率仍明显低于去年全年。由此从全年来看，公司的原材料采购成本仍将明显低于去年。假设公司今年以日元计价的零部件采购额与去年持平，按照今年年初至今 100 日元兑人民币平均汇率 6.54 计算，今年可实现的进口零部件成本节省额将达约 12.6 亿元人民币。

图表21: 2008 年以来 100 日元兑人民币汇率走势



来源: iFind、国金证券研究所

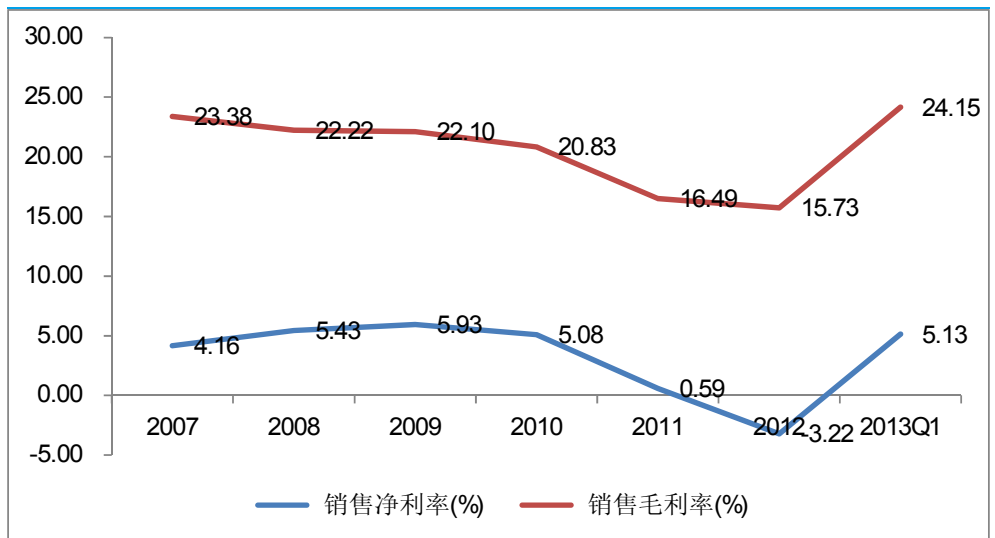
盈利能力有继续提升空间

- **一季度盈利能力已恢复至合理水平:** 从历史数据来看，公司 2007-2010 年毛利率均在 20% 以上，净利率在 4.16-5.93% 之间，平均值为 5.15%。我们认为 5% 的净利率也可看做是公司正常年份的合理水平。2011 年至 2012 年，公司盈利能力大幅下滑。今年一季度，主要得益于日元贬值，公司毛利率已达 24%，净利率则达 5.13%，可以认为已恢复至合理水平。
- **新车型有较好盈利能力，整体盈利能力有继续提升空间:** 公司今年一季度盈利能力的显著改善主要得益于日元贬值。但从公司未来业务发展来看，撇开日元贬值因素，公司整体盈利能力将继续提升，公司未来盈利水平将逐渐超过其历史记录。值得说明的是，由于披露原因，我们无法对公司业

务分部及具体车型的毛利率做较准确估计，但从定性分析来看，公司盈利能力向好趋势明显。

- 红旗定位高端且研发费用由集团承担，纵使销量规模较小也可实现盈利。红旗品牌研发投入大且短期内可能销量规模不大，市场曾较为担心其无法为公司贡献盈利乃至对公司盈利有脱离。据了解，红旗品牌的研发费用由集团承担，公司仅需按每台车给集团公司一定费用，且 H7 定价已达 30 万元以上，纵使年销量仅为 3000-5000 台左右，公司也可实现盈利。由此可见，红旗不仅对公司业务有着非同一般的品牌价值，同时也可实实在在地为公司贡献盈利。
- X80 为 SUV 车型，上量后应具有较好盈利能力。X80 为 SUV 车型，众所周知，目前国内 SUV 车型普遍具有较好的盈利能力，我们认为 X80 也不例外。不仅如此，X80 与奔腾 B70 为同平台车型，采用了众多成熟技术，其研发成本也应相对较低。我们预测若 X80 月销量达到 5000 台以上，其毛利率至少为 20% 以上。
- 新马 6 和 CX-7 均定位较高，也应具备较好盈利能力。2010 年之前公司毛利率均为 20% 以上，基于合资品牌盈利能力普遍强于自主品牌的现实，且公司销量中仍以马 6 占主导，我们认为马 6 的毛利率至少为 25% 以上。未来公司将推出的新车型新马 6 为中级车，CX-7 则为大中型 SUV，定位均较高，不出意外其盈利能力也将较好。

图表22: 公司 07 年以来毛利率及净利率变化



来源: wind、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年汽车销量分别为 25.9、44.1 与 50.3 万辆，同比分别增长 40.6%、70.3% 与 14.1%；销售收入分别为 330.1、622.5、711.4 亿元，分别增长 41.2%、88.6%、14.3%；归属母公司净利润分别为 13.4、24.1、30.7 亿元，13 年公司实现扭亏为盈，2014-2015 年分别增长 80.2%、27.3%，对应的 EPS 分别为 0.82、1.48、1.89 元。

■ 关键假设如下:

- 乘用车市场需求保持较快增长，不发生严重价格战；
- 红旗与奔腾品牌新车型如期上量，我们预测的 2013-2015 年 H7 销量分别为 4000、20000、40000 辆；奔腾 X80 分别为 35000、96000、100000 辆；

- 马自达品牌新车型如期上量，我们预测的 2013-2015 年 CX-7 销量分别为 5000、36000、50000 辆，2014-2015 年新马 6 销量分别为 60000、80000 辆；
- 由于继续受益日元贬值且加上产品结构改善，公司盈利能力有继续提升空间。但从谨慎角度出发，我们当前仅假设公司毛利率基本持平，我们预测的公司 2013-2015 年综合毛利率分别为 23.02%、22.73%、23.14%。

估值与投资建议

- 综合全文分析，得益于各业务板块明显的复兴之势，公司业绩改善的趋势无疑是确定的。不仅如此，“红旗”是我国唯一的自主豪华车品牌，在当前中央领导集体自上而下的强力扶持下，其品牌价值及发展前景均非一般自主品牌可比。参考长城、长安等拐点型公司的估值情况（可至当年的 15 倍 PE，次年的 12 倍 PE），我们认为公司还应享受一定的估值溢价。综合考虑，我们给予公司 15-18 元目标价，分别对应 2013 年 18-22 倍 PE 或 2014 年 10-12 倍 PE，我们首次给予公司“增持”评级。
- 特别说明的是，一汽集团一直存在较强的整体上市预期，公司则可能被换股吸收合并。尽管一汽集团整体上市的时间及方式均存在诸多不确定性，但其通过整体上市完成资源整合并且融资支持自主品牌发展的方向无疑是确定的，参考广汽长丰被广汽集团吸收合并为前者带来的估值溢价，一汽轿车也有理由获得较高估值。

风险提示

宏观经济严重衰退风险

- 汽车行业是典型的周期性行业，任何一家企业的业绩增长都离不开良好的经济环境支持。当前我国仍存在较大的经济下行压力，若下半年我国经济增速出现大幅下滑，公司销量和业绩增长有可能达不到预期。

红旗 H7 销量不达预期风险

- 红旗 H7 是公司最为重要的看点，也是促进公司获得较高估值的重要因素之一。但若公务车采购量低于预期，且私人消费市场开拓不力，H7 销量将不达预期，公司业绩及估值均可能受到抑制。

日系车再遭抵制风险

- 去年的钓鱼岛事件曾引起了国内民众对日系品牌的强烈抵制，日系车份额大幅下滑。尽管今年以来日系份额已有所恢复，但中日钓鱼岛争端并未平息，若争端加剧，国内反日情绪可能再度高涨并冲击包括马自达在内的日系品牌销量。

日元升值风险

- 日元汇率变化对公司进口零部件成本有重大影响，公司一季度业绩的反转即主要得益于日元贬值。若日元汇率出现逆转，公司零部件采购成本将大幅增加，整体盈利能力也将受到明显抑制。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表23: 一汽轿车分车型销量及预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
B50						
销量 (辆)	82576	85676	54599	70000	96000	100000
增长率 (YOY)	128.50%	3.75%	-36.27%	28.21%	37.14%	4.17%
B70						
销量 (辆)	49636	27140	17653	12000	30000	40000
增长率 (YOY)	-4.95%	-45.32%	-34.96%	-32.02%	150.00%	33.33%
B90						
销量 (辆)			200	10000	18000	18000
增长率 (YOY)					80.00%	0.00%
马自达6						
销量 (辆)	94369	91358	85581	95000	60000	50000
增长率 (YOY)	15.58%	-3.19%	-6.32%	11.01%	-36.84%	-16.67%
睿翼						
销量 (辆)	43082	31018	16648	16000	12000	12000
增长率 (YOY)	148.21%	-28.00%	-46.33%	-3.89%	-25.00%	0.00%
欧朗						
销量 (辆)			6545	7000	8000	8000
增长率 (YOY)				6.95%	14.29%	0.00%
马自达8						
销量 (辆)		6168	2859	5000	5000	5000
增长率 (YOY)		#DIV/0!	-53.65%	74.89%	0.00%	0.00%
红旗H7						
销量 (辆)	193	2	127	4000	20000	40000
增长率 (YOY)				3049.61%	400.00%	100.00%
奔腾X80						
销量 (辆)				35000	96000	100000
增长率 (YOY)					174.29%	4.17%
马自达CX-7						
销量 (辆)				5000	36000	50000
增长率 (YOY)					620.00%	38.89%
新马6						
销量 (辆)					60000	80000
增长率 (YOY)						
汽车总销量	269856	241362	184212	259000	441000	503000
增速	43.43%	-10.56%	-23.68%	40.60%	70.27%	14.06%

来源: CAAM、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	37,296	32,653	23,385	33,009	62,251	71,136
增长率		-12.4%	-28.4%	41.2%	88.6%	14.3%
主营业务成本	-29,577	-27,268	-19,707	-25,410	-48,101	-54,672
% 销售收入	79.3%	83.5%	84.3%	77.0%	77.3%	76.9%
毛利	7,718	5,384	3,678	7,599	14,150	16,464
% 销售收入	20.7%	16.5%	15.7%	23.0%	22.7%	23.1%
营业税金及附加	-1,847	-1,561	-1,040	-1,551	-2,926	-3,343
% 销售收入	5.0%	4.8%	4.4%	4.7%	4.7%	4.7%
营业费用	-2,286	-2,227	-2,295	-2,707	-5,042	-5,762
% 销售收入	6.1%	6.8%	9.8%	8.2%	8.1%	8.1%
管理费用	-1,449	-1,540	-1,359	-1,816	-3,424	-3,912
% 销售收入	3.9%	4.7%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	2,137	56	-1,015	1,526	2,758	3,446
% 销售收入	5.7%	0.2%	n.a	4.6%	4.4%	4.8%
财务费用	14	-19	-39	-77	-61	6
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	1	6	-99	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	104	141	172	189	202	216
% 税前利润	4.6%	72.5%	-17.9%	11.6%	7.0%	5.9%
营业利润	2,256	184	-981	1,638	2,899	3,668
营业利润率	6.0%	0.6%	n.a	5.0%	4.7%	5.2%
营业外收支	-8	11	23	-5	-5	0
税前利润	2,248	195	-959	1,633	2,894	3,668
利润率	6.0%	0.6%	n.a	4.9%	4.6%	5.2%
所得税	-322	-4	206	-245	-434	-550
所得税率	14.3%	1.8%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,926	192	-753	1,388	2,460	3,118
少数股东损益	66	-25	4	50	50	50
归属于母公司的净	1,860	217	-756	1,338	2,410	3,068
净利率	5.0%	0.7%	n.a	4.1%	3.9%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,926	192	-753	1,388	2,460	3,118
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	648	865	975	872	803	729
非经营收益	-126	-115	-318	212	-43	-88
营运资金变动	-102	-1,497	1,608	9	-974	-335
经营活动现金净流	2,346	-556	1,513	2,481	2,247	3,425
资本开支	-1,067	-1,910	-2,578	-322	-314	-210
投资	0	-88	0	-1	0	0
其他	103	88	116	189	202	216
投资活动现金净流	-964	-1,909	-2,462	-134	-112	6
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	1,500	500	-596	1,263	-2,059
其他	-527	-545	20	-122	-399	-372
筹资活动现金净流	-527	955	520	-718	865	-2,431
现金净流量	856	-1,510	-429	1,629	3,000	1,000

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	3,628	1,804	1,371	3,000	6,000	7,000
应收款项	7,024	5,434	3,723	6,141	11,580	13,233
存货	1,939	2,279	2,458	2,088	3,954	4,494
其他流动资产	62	742	1,290	180	339	385
流动资产	12,653	10,259	8,842	11,409	21,873	25,112
% 总资产	71.6%	63.0%	54.1%	63.2%	78.0%	81.7%
长期投资	780	845	991	992	991	991
固定资产	3,645	4,224	4,909	4,784	4,408	3,988
% 总资产	20.6%	25.9%	30.1%	26.5%	15.7%	13.0%
无形资产	506	885	1,309	876	759	659
非流动资产	5,021	6,030	7,489	6,655	6,161	5,641
% 总资产	28.4%	37.0%	45.9%	36.8%	22.0%	18.3%
资产总计	17,675	16,289	16,331	18,064	28,033	30,753
短期借款	0	1,500	2,000	1,714	2,977	913
应付款项	7,241	5,438	6,433	6,268	11,858	13,490
其他流动负债	1,397	663	-95	1,260	2,160	2,433
流动负债	8,638	7,601	8,338	9,242	16,995	16,836
长期贷款	0	0	0	5	5	10
其他长期负债	261	263	319	0	0	0
负债	8,898	7,864	8,657	9,247	17,000	16,846
普通股股东权益	8,644	8,363	7,607	8,701	10,867	13,691
少数股东权益	132	62	66	116	166	216
负债股东权益合计	17,675	16,289	16,331	18,064	28,033	30,753

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.143	0.133	-0.465	0.822	1.481	1.885
每股净资产	5.311	5.139	4.674	5.346	6.677	8.412
每股经营现金净流	1.440	-0.344	0.928	1.524	1.381	2.104
每股股利	0.350	0.427	0.300	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	21.52%	2.59%	-9.94%	15.38%	22.18%	22.41%
总资产收益率	10.52%	1.33%	-4.63%	7.41%	8.60%	9.98%
投入资本收益率	20.83%	0.55%	-8.23%	12.31%	16.73%	19.75%
增长率						
主营业务收入增长率	34.43%	-12.45%	-28.38%	41.16%	88.59%	14.27%
EBIT增长率	17.95%	-97.39%	-1918.57%	-250.30%	80.79%	24.93%
净利润增长率	14.18%	-88.34%	N/A	N/A	80.15%	27.30%
总资产增长率	22.58%	-7.84%	0.25%	10.61%	55.19%	9.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	0.9	1.3	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	21.2	28.2	43.9	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	64.5	65.8	80.1	72.0	72.0	72.0
固定资产周转天数	28.0	37.3	52.7	34.9	15.7	11.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.34%	-3.61%	8.19%	-14.53%	-27.35%	-43.70%
EBIT利息保障倍数	-150.9	2.9	-25.9	19.8	45.0	-552.1
资产负债率	50.35%	48.27%	53.01%	51.19%	60.64%	54.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	10	11
增持	0	0	0	4	5
中性	0	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.31	1.36	1.48

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net