



销量高增长兑现，静待利润释放

增持 维持

目标价格：17.50 元

投资要点：

一汽轿车 11 月销量同比增 70%，公司今明两年多款重磅新车上市，我们看好明年上半年车市，一轿的销量有望持续快速增长。

报告摘要：

- 公司的产品和营销得到了市场的认可和验证，同比增长有加速趋势，要远快于市场平均增速。11 月共销售 28997 辆，同比增长 70%，环比增长 24.4%，累计同比增 31.9%。其中，X80 销 6379 辆，环比增 22.7%，B50 销 7773 辆，环比增 53.6%，红旗 H7 销 652 辆，环比增 117.3%，马自达 6 月销 10217，环比增 21%。
- 新车周期叠加车市景气周期。我们预计未来 2 个季度，乘用车行业仍将维持 15% 以上的较高增速，与公司各款新车型发布和上量的周期叠加，有望进一步带动公司的销量增长。明年 X80/CX-7/新马 6/H7 均是确定的增量贡献，有望贡献 10 万台的销量增量（40%）以及 10 亿元以上的利润增量（80%）。
- 公司净利润率提升的空间大。2013Q2 和 Q3 超高的销售费用率（15% 以上）不可持续，导致 Q3 的净利润率仅有 2%，与公司的产品热销的情况不符。预计新车上市稳定后销售费用率将下滑，带动净利润率恢复到 5% 甚至更高水平。公司每提升 1% 的净利润率，就能带来 4 亿的净利润，弹性非常大。
- 近期人民币进入持续升值通道，日元贬值对于公司短期的毛利维持升值提升有正向作用，明年产能利用率提升也能提升公司的毛利水平。
- 投资建议：公司处于车型周期拐点和拐点，汽车行业较高的景气度提供了销量快速增长的土壤。目前销量已经逐步得到验证，后续等待利润的兑现。考虑公司品牌稀缺，管理改善空间大，给予 2014 年 13 倍市盈率，对应 17.5 的目标价，维持“增持”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	32652.67	23384.90	31000	45000	49500
增长率(%)	-12.45	-28.38	32.56	45.16	10.00
归母净利润(百万)	216.83	-756.47	1200	2200	2530
增长率(%)	-88.34	-448.87	258.63	83.33	15.00
每股收益	0.13	-0.46	0.74	1.35	1.55
市盈率	150.86	-43.24	17.45	9.56	8.33

汽车行业研究组

分析师：

何亚东(S1180513050001)

电话：010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

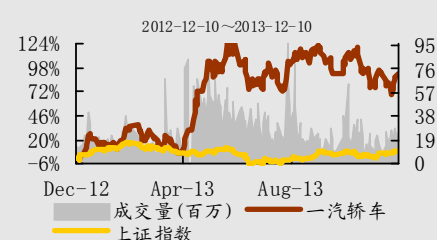
研究助理：

蔡麟琳

电话：010-88013562

Email: cailinlin@hysec.com

市场表现



相关研究

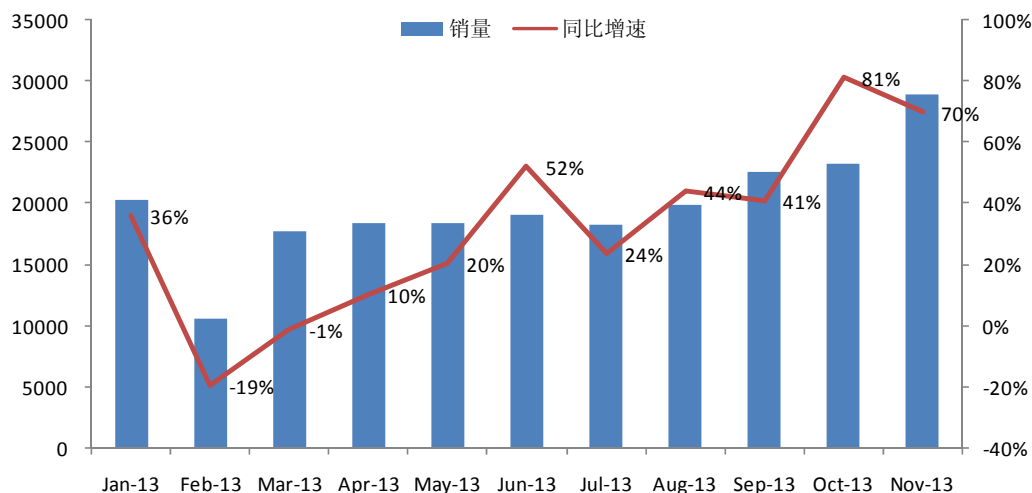
《汽车行业：强烈看好 2014 年上半年汽车行业》

2013-12-9

《一汽轿车：短期费用波动，明年增长确定》

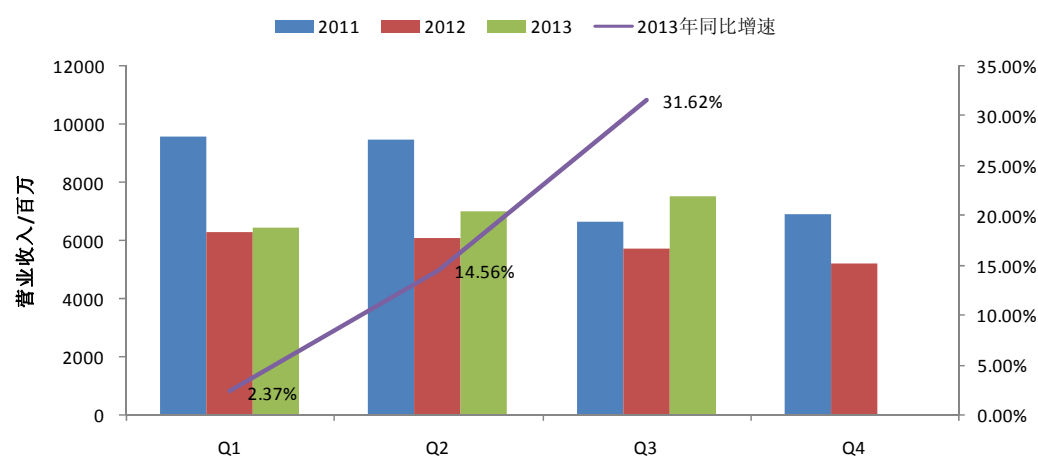
2013-10-27

图 1：一汽轿车月度销量情况



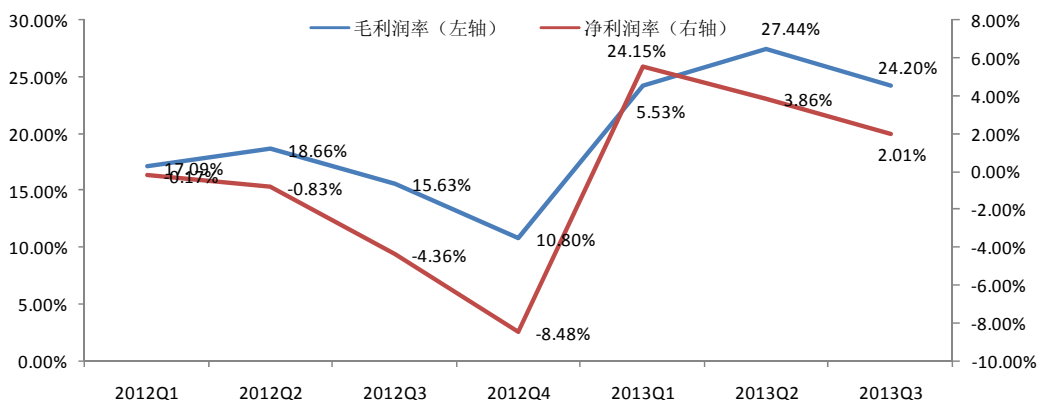
资料来源：乘联会、宏源证券

图 2：一汽轿车季度收入增长情况



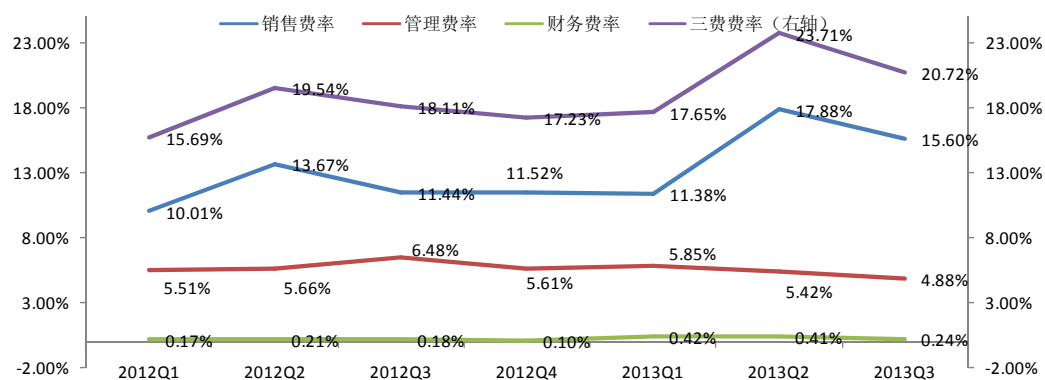
资料来源：公司公告、宏源证券

图 3：一汽轿车利润率变化情况



资料来源：公司公告、宏源证券

图 4：一汽轿车费用率情况



资料来源：公司公告、宏源证券

作者简介:

何亚东: 汽车行清华大学汽车工程系毕业, 4 年广汽集团汽车设计及项目管理经验, 3 年汽车行业证券分析经验

蔡麟琳: 清华大学汽车工程系毕业, 2 年银行汽车行业融资分析经验, 1 年汽车行业分析经验

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。