

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车

一汽轿车 (000800)

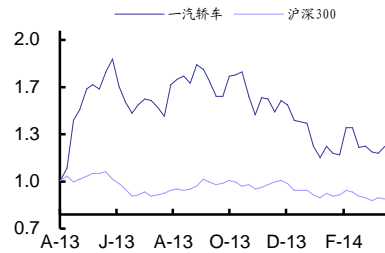
推荐

2013 年年报点评

(调高评级)

2014 年 03 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,628/1,412
总市值/流通 (百万元)	16,812/14,583
上证综指/深圳成指	2,042/7,166
12 个月最高/最低元)	15.88/7.10

相关研究报告:

- 《一汽轿车-000800-短期业绩平淡,整体上市渐行渐近》——2011-07-03
- 《一汽轿车-000800-业绩低于预期,短期面临一定压力》——2011-04-27
- 《一汽轿车-000800-2010 年半年报点评: 二季度盈利略有下滑》——2010-08-25
- 《一汽轿车 2010 年一季报点评: 一季度业绩靓丽》——2010-04-29
- 《一汽轿车 09 年报点评: 4Q09 业绩平稳增长》——2010-03-19

证券分析师: 丁云波

电话: 0755-22940056  
E-MAIL: dingyb@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030003

独立性声明:

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。

财报点评

四季度利润表结构有亮点

● 业绩大幅扭亏,符合预期。

2013 年公司实现收入 296.75 亿元,同比增长 26.9%,归母净利润 10.1 亿元,合 EPS 0.62 元,大幅扭亏(12 年亏损 7.56 亿元),4 季度单季 EPS 0.14 元。扭亏的原因主要在于销量同比增长 34.8%至 24.8 万辆,以及毛利率因价格体系稳定、产品结构改善和日元贬值等因素而大幅提升 7.71 个百分点至 23.44%。

由于市场对于 13 年前 3 季度业绩已有充分解读,因此,本篇报告的侧重点是试图通过对 13 年 4 季度利润表结构的解读去夯实 14 年的盈利预测。

● 4 季度扣除季节性降价因素,毛利率保持平稳,1 季度有望恢复正常。

4 季度毛利率环比下滑 5.2 个百分点至 19.0%,主要是由于年底集中返点、促销导致单车均价环比下降 1.36 万元(与此前三年历史均值持平)至 11.02 万元,而单车成本因为汇率与产品结构因素环比下降 0.47 万元至 8.92 万元。因此,扣除季节性降价因素后,毛利率环比保持平稳。在单车价格 1 季度回归正常,以及单车成本继续整体受益于日元贬值的情况下,1 季度毛利率有望回升至 25%左右。在新马 6 等产品的拉动下,预计全年毛利率提升 0.56 个百分点至 24%。

● 4 季度期间费用环比大幅下滑,表明公司销售费用支出是有边界的。

2、3 季度由于新管理层经营策略与红旗品牌推广的原因,公司销售费用大幅上升至 9 亿元左右(预期外的增量主要是广告费用),引发市场的忧虑。从 4 季度的情况来看,符合我们之前根据业绩预告得出的费用环比下滑的结论,意味着公司的销售费用支出是有边界的。也正因为如此,在收入高增长、毛利率保持稳定的概率较大的情况下,我们基于谨慎的费用假设,仍有乐观的业绩预测结论:在 14 年销售费用上升 7 亿元至 36 亿元、管理费用上升 4 亿元至 20 亿元的假设下,预计 14 年 EPS 1.41 元。

● 投资策略: 现价买入, 搏取超额收益。

预计 14~15 年 EPS 分别为 1.41 元、1.93 元,对应 PE 7.3 倍、5.3 倍。从当前股价对应的季报与全年业绩预期,以及市场对于一汽集团整体上市时间窗口临近的预期来看,我们认为当前股价是有安全边际的。因此,更倾向于推荐投资者现价买入,搏取超额收益。

● 风险提示: 新产品市场表现、整体上市时间点、一季报业绩不达预期。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	23,385	29,675	43,148	52,122	57,335
(+/-%)	-28.4%	26.9%	45.40%	20.8%	10.0%
净利润(百万元)	-756	1,007	2,296	3,146	3,261
(+/-%)	-448.9%	NA	128.0%	37.0%	3.7%
摊薄每股收益(元)	-0.46	0.62	1.41	1.93	2.00
EBIT Margin	-3.9%	3.5%	6.1%	6.9%	6.5%
净资产收益率(ROE)	-9.9%	11.7%	21.5%	23.3%	19.8%
市盈率(PE)	-22.2	16.7	7.3	5.3	5.2
EV/EBITDA	-587.5	15.8	10.0	8.8	9.4
市净率(PB)	2.2	1.95	1.58	1.24	1.02

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

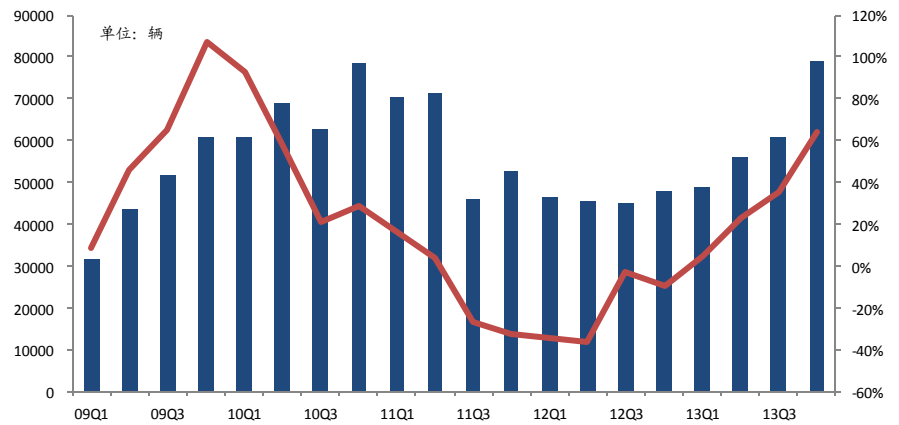
## 业绩大幅扭亏，符合预期

2013年公司实现收入296.75亿元，同比增长26.9%，归母净利润10.1亿元，合EPS 0.62元，大幅扭亏（12年亏损7.56亿元），4季度单季EPS 0.14元。

扭亏的原因主要在于：①销量同比增长34.8%至24.8万辆，其中新产品SUV X80以其优秀的产品力和准确的价格定位，市场需求旺盛，贡献增量4.2万辆，增量占比达66%；②毛利率因价格体系稳定、产品结构改善和日元贬值等因素而大幅提升7.71个百分点至23.44%；③此外，公司固定资产折旧政策改变贡献净利润2.56亿元。

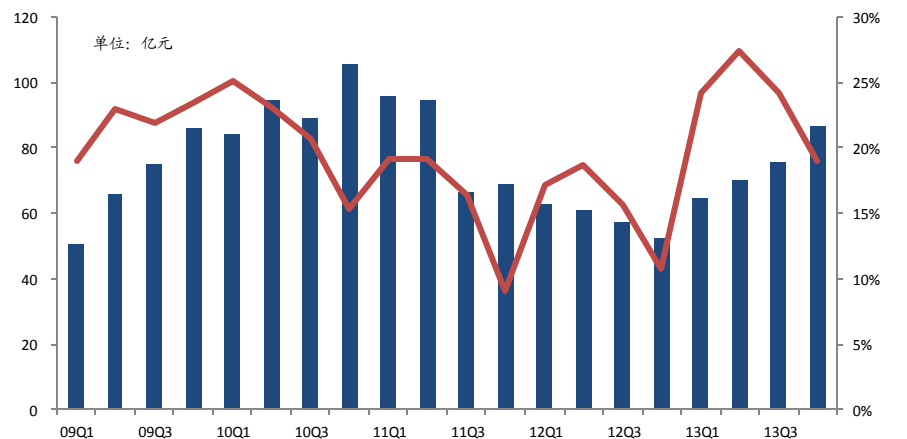
由于市场对于去年前3季度业绩已有充分解读，因此，本篇报告的侧重点是试图通过4季度利润表结构的解读去夯实14年的盈利预测。

图 1：一汽轿车季度销量与增速



资料来源：CAAM、国信证券经济研究所整理

图 2：一汽轿车营业收入与毛利率

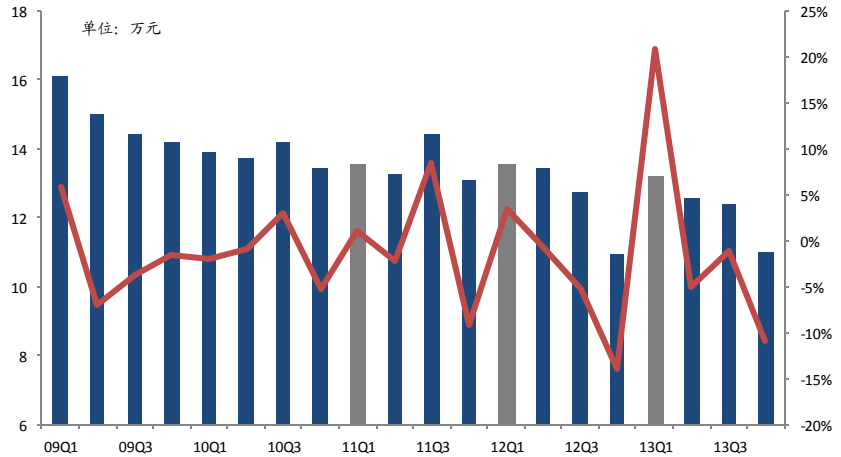


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 4 季度单车均价季节性下滑，1 季度有望恢复正常

历史数据表明，由于公司的商务政策原因，每年 4 季度均会集中返点、促销，因此，4 季度单车均价会出现环比下降（10~12 年三年的平均降幅为 1.3 万元；注：为统一口径，未对价格进行调整，下同），但次年 1 季度即恢复至正常价格水平。13 年 4 季度，公司的单车均价因为同样的原因，环比下降 1.36 万元至 11 万元，与历史同期持平，预计今年 1 季度单车均价有望恢复至 12 万元左右。

图 3：一汽轿车单车均价与环比变动率



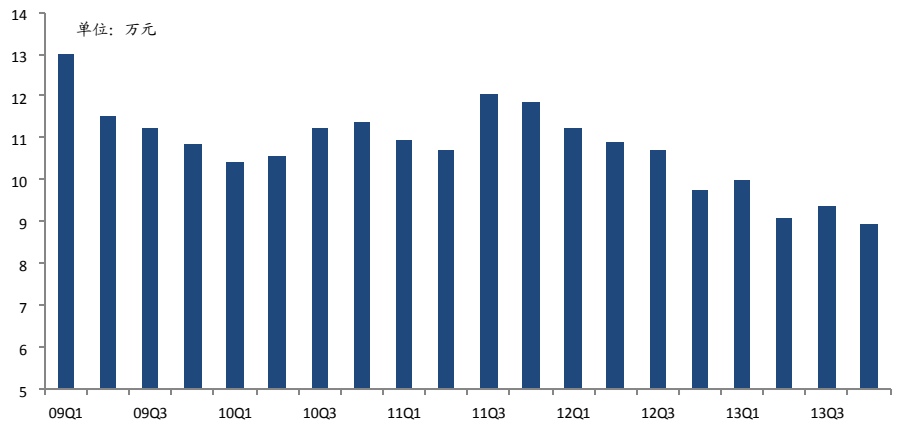
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 4 季度扣除季节性降价因素，毛利率保持稳定

从成本的角度看，由于国产化率不断提升等诸多原因，单车成本近几年一直处于下降趋势之中。13 年，由于日元兑人民币汇率自 12 年底持续走低，最高贬值幅度超过 30%，使得一汽马自达产品成本大幅下降（40% 零部件依赖日本进口）。从 4 季度情况来看，公司单车成本环比下降 0.47 万元至 8.92 万元。

因此，扣除季节性降价因素后，毛利率环比保持平稳。在单车价格 1 季度回归正常、以及单车成本继续整体受益于日元贬值的情况下，1 季度毛利率有望回升至 25% 左右。在新马 6 等产品的拉动下，预计全年毛利率提升 0.56 个百分点至 24%。

图 4：一汽轿车单车成本



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 4 季度期间费用回归常态，表明费用支出是有边界的

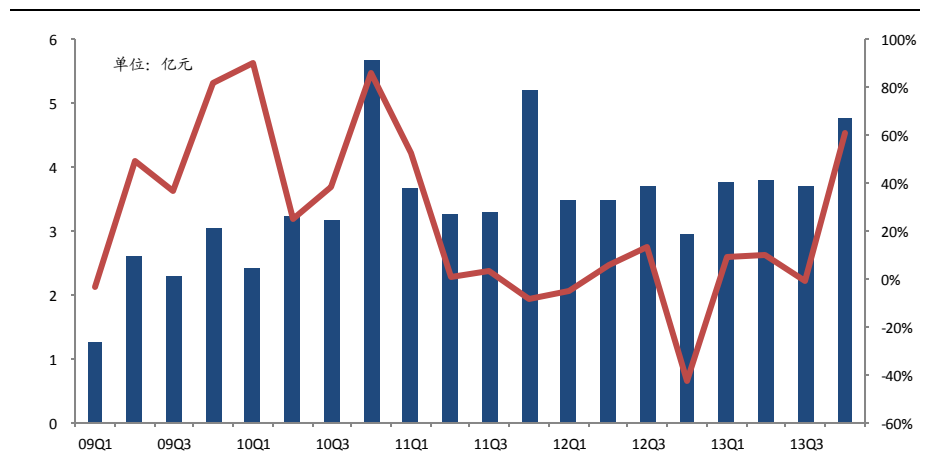
2、3 季度由于新管理层经营策略与红旗品牌推广的原因，公司销售费用大幅上升至 9 亿元左右（预期外的增量主要是广宣费用），引发市场的忧虑。从 4 季度的情况来看，符合我们之前根据业绩预告得出的费用环比下滑的结论，意味着公司的销售费用支出是有边界的。

表 1：一汽轿车销售费用明细

单位：亿元	10H1	10H2	11H1	11H2	12H1	12H2	13H1	13H2
广告费	5.57	2.4	4.65	2.26	4.87	2.04	6.71	0.74
运输费	2.40	2.81	2.90	2.38	2.13	2.16	2.18	2.93
三包费	1.14	1.40	1.40	1.09	1.81	0.89	1.67	2.42
业务宣传费	0.44	1.88	0.40	1.69	0.48	2.88	1.15	4.75
职工薪酬	0.61	0.79	0.67	0.78	0.67	0.87	0.90	1.16
仓储费	0.62	0.63	0.64	0.98	0.73	0.73	0.62	0.73
差旅费	0.12	0.23	0.13	0.22	0.14	0.20	0.16	0.30
销售服务费	0.15	1.07	0.20	0.30	0.12	0.44	0.14	0.57
其他	2.38	-1.03	0.87	0.71	1.07	0.72	1.13	0.74
合计	13.43	10.18	11.86	10.41	12.02	10.93	14.64	14.34

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 1：一汽轿车管理费用近几年较为平稳



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 基于谨慎的费用假设，仍有乐观的业绩预测结论

公司 14 年是产品投放的高峰期，陆续有新 B90、新马六 ATENZA、CX-7、新 B70 等车型上市，且有 X80 的增量贡献，因此，销量、收入高增长较为确定。在毛利率稳定的背景下，公司业绩最大的变量即为费用，尤其是销售费用。

但我们基于谨慎的费用假设，仍有乐观的业绩预测结论：在 14 年销售费用上升 7 亿元至 36 亿元、管理费用上升 4 亿元至 20 亿元的假设下，预计 14 年 EPS 1.41 元。

表 2: 一汽轿车盈利预测简表

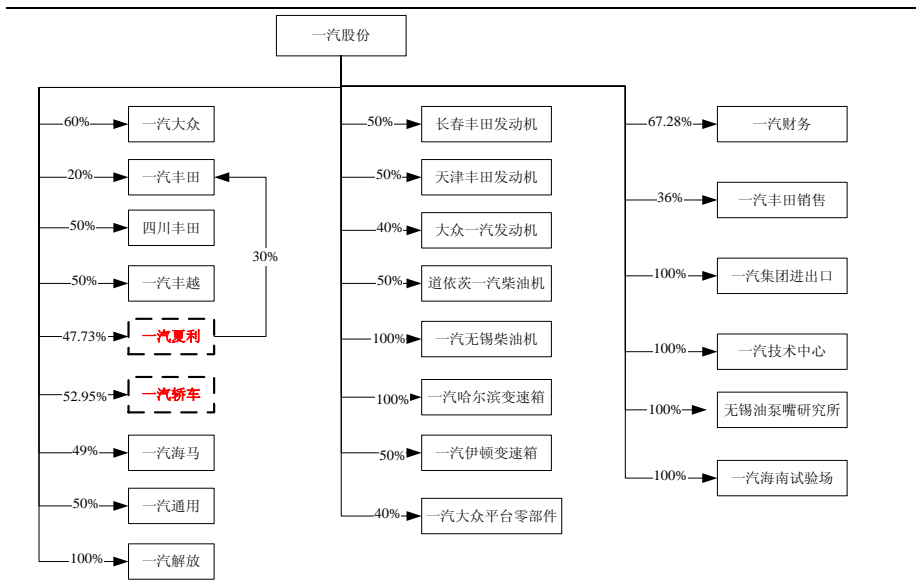
	2013 年	2014 年	2015 年
老马 6	9.3	8.0	6.0
睿翼	1.8	1.0	0.8
B70	0.8	1.5	2.0
B50	6.5	7.0	6.0
B90	0.8	0.85	0.85
欧朗	0.5	0.45	0.2
马 8	0.6	0.4	0.4
红旗 H7	0.3	0.5	1.0
X80	4.2	8.5	9.0
CX7	0	1.5	3.0
新马 6	0	4.0	8.0
销量合计	24.8	33.7	37.3
<b>单位: 亿元</b>			
营业收入	296.75	431.48	521.22
毛利率	23.4%	24%	24.5%
营业税金	14.3	21.6	27.6
销售费用	29.0	36.0	40.0
管理费用	16.0	19.9	24.2
投资收益	2.0	2.0	2.0
营业外净收入	0.2	0	0
所得税	1.2	3.8	5.2
归母净利润	10.1	23.0	31.5
EPS	0.62 元	1.41 元	1.93 元

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 集团整体上市的时间窗口在临近

目前, 一汽集团的资产清理工作已经完成, 即整体上市已经具备基础条件。我们判断一汽集团整体上市时间窗口的依据主要是其对于一汽轿车的不可撤销承诺: 2016 年 7 月之前通过资产重组等方式解决同业竞争问题。按照 A 股其他整体上市的案例推断, 我们认为, 一汽集团整体上市的最后时间窗口是 14 年底至 15 年上半年。

图 6: 一汽股份公司资产结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 投资策略：现价买入，搏取超额收益

预计 14~15 年 EPS 分别为 1.41 元、1.93 元，对应 PE 7.3 倍、5.3 倍。从当前股价对应的季报与全年业绩预期、以及市场对于一汽集团整体上市时间窗口临近的预期来看，我们认为当前股价是有安全边际的。因此，更倾向于推荐投资者现价买入，搏取超额收益。

## 风险提示

新产品市场表现、整体上市时间点、一季报业绩不达市场预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1285	1266	1612	2418
应收款项	7094	10048	13638	16852
存货净额	2626	3761	3437	3807
其他流动资产	416	863	1042	1147
<b>流动资产合计</b>	<b>11420</b>	<b>15938</b>	<b>19729</b>	<b>24224</b>
固定资产	6993	8161	9030	11388
无形资产及其他	1090	1048	1005	963
投资性房地产	512	483	483	483
长期股权投资	1071	1071	1071	1071
<b>资产总计</b>	<b>21086</b>	<b>26701</b>	<b>31318</b>	<b>38128</b>
短期借款及交易性金融负债	2000	1000	1500	2000
应付款项	7994	11660	12747	15229
其他流动负债	1855	2711	2873	3728
<b>流动负债合计</b>	<b>11849</b>	<b>15371</b>	<b>17120</b>	<b>20958</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	537	537	537	537
<b>长期负债合计</b>	<b>537</b>	<b>537</b>	<b>537</b>	<b>537</b>
<b>负债合计</b>	<b>12387</b>	<b>15908</b>	<b>17658</b>	<b>21495</b>
少数股东权益	92	119	155	193
股东权益	8607	10674	13505	16440
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21086</b>	<b>26701</b>	<b>31318</b>	<b>38128</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.62	1.41	1.93	2.00
每股红利	0.06	0.14	0.19	0.20
每股净资产	5.29	6.56	8.30	10.10
ROIC	12%	22%	25%	21%
ROE	12%	22%	23%	20%
毛利率	23%	24%	25%	24%
EBIT Margin	3%	6%	7%	7%
EBITDA Margin	6%	8%	8%	7%
收入增长	27%	45%	21%	10%
净利润增长率	-233%	128%	37%	4%
资产负债率	59%	60%	57%	57%
息率	0.6%	1.4%	1.9%	1.9%
P/E	16.7	7.3	5.3	5.2
P/B	2.0	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	15.8	10.0	8.8	9.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>29675</b>	<b>43148</b>	<b>52122</b>	<b>57335</b>
营业成本	22718	32792	39352	43574
营业税金及附加	1432	2157	2762	3039
销售费用	2898	3599	3998	4300
管理费用	1600	1985	2415	2681
财务费用	89	90	60	50
投资收益	201	200	200	200
资产减值及公允价值变动	(6)	(20)	(30)	(50)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1132	2704	3705	3840
营业外净收支	22	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1154</b>	<b>2704</b>	<b>3705</b>	<b>3840</b>
所得税费用	121	379	519	538
少数股东损益	26	30	40	41
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1007</b>	<b>2296</b>	<b>3146</b>	<b>3261</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>1007</b>	<b>2296</b>	<b>3146</b>	<b>3261</b>
资产减值准备	(93)	1	1	2
折旧摊销	827	672	344	334
公允价值变动损失	6	20	30	50
财务费用	89	90	60	50
营运资本变动	1036	27	(2194)	(349)
其它	117	26	35	35
<b>经营活动现金流</b>	<b>2899</b>	<b>3041</b>	<b>1361</b>	<b>3333</b>
资本开支	(2637)	(1501)	(1701)	(1201)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2730)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1701)</b>	<b>(1201)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(98)	(230)	(315)	(326)
其它融资现金流	(60)	0	1000	500
<b>融资活动现金流</b>	<b>(256)</b>	<b>(230)</b>	<b>685</b>	<b>174</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(86)</b>	<b>1310</b>	<b>346</b>	<b>2306</b>
货币资金的期初余额	1371	1285	1266	1612
货币资金的期末余额	1285	2595	1612	3918
企业自由现金流	145	1445	(460)	2000
权益自由现金流	85	1368	488	2457

## 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

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 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。



**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>机械</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
<b>化工</b>		<b>房地产</b>		<b>医药</b>	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
<b>电子</b>		<b>计算机</b>		<b>传媒</b>	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>电力及公共事业</b>		<b>建材</b>	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
<b>轻工</b>		<b>建筑工程</b>		<b>家电</b>	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>军工</b>					
朱海涛	0755-22940097				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				