

**证券研究报告—动态报告**

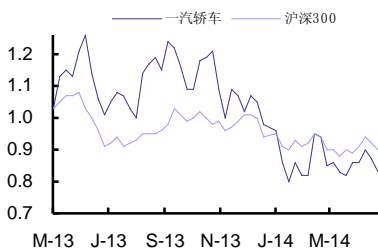
汽车汽配

汽车

**一汽轿车 (000800)**
**推荐**

合理估值: 元 昨收盘: 10.01 元 (维持评级)

2014年04月29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)	16,291/14,132
上证综指/深圳成指	2,037/7,324
12个月最高/最低(元)	15.88/9.36

**相关研究报告:**

《一汽轿车-000800-四季度利润表结构有亮点》——2014-03-31  
 《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年一季度报点评:一季度业绩靓丽》——2010-04-29

**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**

# 一季度或是全年低点

**● 一季报 EPS 0.16 元, 同比下滑 25%。**

一季度,公司实现营业收入 80.0 亿元,同比增长 24%,归母净利润 2.7 亿元,同比下滑 25%,合 EPS 0.16 元。就我们有限的观察而言,市场对其季报业绩下滑已有一定的预期,且对下滑幅度没有非常明确、一致的预期,因此,季报业绩因素对短期股价冲击或有限。

**● 季度销售费用是个难以把握的问题,但对全年而言不是问题。**

一季度由于新 B90 上市以及新马 6 的前期推广,公司销售费用支出 8.8 亿元(销售费用率 11.1%),较同期增长 59%,接近 13 年二季度的历史高点(9.1 亿元)。必须要承认的是,目前为止,我们仍难以准确地预估公司季度销售费用规模,但就全年而言,一季度销售费用的年化值并未超出我们此前 36 亿元的预期。相反,参考全年新车上市计划以及一季度销售费用,我们小幅下调全年销售费用预期至 35 亿元。此外,公司管理费用 3.1 亿元,同比下滑 18%,一定程度上反映了新任管理层在成本预算管理上所做的努力。

**● 销量与价格体系是全年最为关键的变量,我们是乐观的。**

在全年费用预期的底线能够锁定的背景下,产品销量与价格体系无疑是影响全年业绩最为关键的变量。公司自今年 3 月份起将陆续地推出新奔腾 B90、B70、新马 6、CX-7 等车型,在当前的行业景气环境下,我们估计公司全年有望实现销量 33.5 万辆,同比增长 37%左右(一季度实现销量 7.0 万辆,同比增长 40%),其中,新马 6、CX-7、X80 分别贡献增量 4.0 万辆、1.5 万辆、4.4 万辆。在需求不出现问题的情况下,公司整体产品价格体系预计有望保持稳定。

一季度,公司毛利率 22.8%,同比下滑 1.4 个百分点,主要是由于老马 6 降价与产品结构变动所致,从单车成本角度看,环比保持稳定(8.9 万元)。随着新马 6、CX-7 等盈利能力较高的车型上量,我们预计全年毛利率在 24%左右。

**● 盈利预测与投资策略: 一季度或是全年低点。**

预计 14~15 年 EPS 分别为 1.35 元、1.74 元,对应 PE 分别为 7.3 倍、5.7 倍。根据一汽集团对上市公司不可撤销的承诺(16 年 7 月之前解决同业竞争)判断,市场对其整体上市预期将逐渐增强,因此,维持“推荐”评级。

**● 风险提示: 新产品市场表现、整体上市时间点不达预期。**
**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	42,435	50,074	55,081
(+/-%)	-28.4%	26.9%	43.0%	18.0%	10.0%
净利润(百万元)	-756	1,007	2,200	2,838	3,131
(+/-%)	-448.9%	-233.1%	118.4%	29.0%	10.3%
摊薄每股收益(元)	-0.46	0.62	1.35	1.74	1.92
EBIT Margin	-3.9%	3.5%	5.9%	6.5%	6.5%
净资产收益率(ROE)	-9.9%	11.7%	20.8%	21.6%	19.6%
市盈率(PE)	-21.5	16.2	7.3	5.7	5.1
EV/EBITDA	-575.5	15.4	10.0	9.3	9.4
市净率(PB)	2.1	1.9	1.5	1.2	1.0

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

## 附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1285	1206	1500	1910	营业收入	29675	42435	50074	55081
应收款项	7094	9882	13161	16327	营业成本	22718	32251	37806	41862
存货净额	2626	3707	3309	3657	营业税金及附加	1432	2207	2754	2919
其他流动资产	416	849	1001	1102	销售费用	2898	3522	3956	4131
<b>流动资产合计</b>	<b>11420</b>	<b>15644</b>	<b>18972</b>	<b>22995</b>	管理费用	1600	1953	2322	2577
固定资产	6993	8161	9030	11388	财务费用	89	90	60	50
无形资产及其他	1090	1048	1005	963	投资收益	201	200	200	200
投资性房地产	512	483	483	483	资产减值及公允价值变动	(6)	(20)	(30)	(50)
长期股权投资	1071	1071	1071	1071	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>21086</b>	<b>26406</b>	<b>30560</b>	<b>36899</b>	营业利润	1132	2593	3346	3692
短期借款及交易性金融负债	2000	1000	1736	2000	营业外净收支	22	0	0	0
应付款项	7994	11493	12236	14627	利润总额	1154	2593	3346	3692
其他流动负债	1855	2670	2755	3581	所得税费用	121	363	468	517
<b>流动负债合计</b>	<b>11849</b>	<b>15163</b>	<b>16726</b>	<b>20208</b>	少数股东损益	26	30	40	44
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1007	2200	2838	3131
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>15700</b>	<b>17264</b>	<b>20746</b>					
少数股东权益	92	119	155	195					
股东权益	8607	10587	13141	15959					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21086</b>	<b>26406</b>	<b>30560</b>	<b>36899</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1007	2200	2838	3131
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	53	(2204)	(395)
其它	117	26	35	38
<b>经营活动现金流</b>	<b>2899</b>	<b>2971</b>	<b>1043</b>	<b>3159</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)	(220)	(284)	(313)
其它融资现金流	(60)	0	1236	264
<b>融资活动现金流</b>	<b>(256)</b>	<b>(220)</b>	<b>952</b>	<b>(49)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(86)</b>	<b>1250</b>	<b>294</b>	<b>1910</b>
货币资金的期初余额	1371	1285	1206	1500
货币资金的期末余额	1285	2535	1500	3410
企业自由现金流	145	1375	(778)	1827
权益自由现金流	85	1298	406	2048

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.62	1.35	1.74	1.92
每股红利	0.06	0.14	0.17	0.19
每股净资产	5.29	6.51	8.07	9.81
ROIC	12%	21%	23%	20%
ROE	12%	21%	22%	20%
毛利率	23%	24%	25%	24%
EBIT Margin	3%	6%	6%	7%
EBITDA Margin	6%	7%	7%	7%
收入增长	27%	43%	18%	10%
净利润增长率	-233%	118%	29%	10%
资产负债率	59%	60%	57%	57%
息率	0.6%	1.3%	1.7%	1.9%
P/E	16.2	7.3	5.7	5.1
P/B	2.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	15.8	10.2	9.5	9.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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±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±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	0755-22940678	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				