

2014年8月27日

韩伟琪

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 10.00

公司基本资讯

产业别	汽车		
A 股价(2014/8/26)	10.80		
深证成指(2014/8/26)	7813.98		
股价 12 个月高/低	15.3/9.4		
总发行股数(百万)	1627.50		
A 股数(百万)	1411.75		
A 市值(亿元)	175.77		
主要股东	中国第一汽车股份有限公司 (53.03%)		
每股净值(元)	5.43		
股价/账面净值	1.99		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-0.6	12.4	-25.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-03-31	10.33	买入

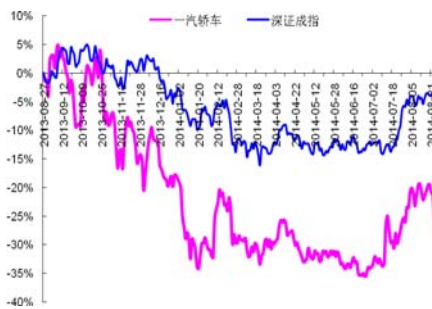
产品组合

整车销售	85.34%
备品	6.79%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.0%
一般法人	46.5%

股价相对大盘走势



一汽轿车 (000800.SZ)

Neutral 中性

新车上市“销售过于给力”，下修全年业绩预期

结论与建议：

上半年公司自主品牌表现良好，马自达两款重量级新车也已顺利上市，但其间销售费用支出巨大，导致利润空间全被侵蚀，业绩低于预期。下半年公司表示会对销售费用进行控制，预 H2 业绩环比会有改善。

预计公司 14、15 年 EPS 分别为 0.586 元和 0.841 元，YoY 分别下降 5.3% 和增长 43.4%。目前 14、15 年 P/E 分别为 18 倍和 13 倍。虽然 X80、阿特兹、CX-7 等新车值得关注，但无奈增收不增利，短期下修为中性建议。不过公司在渡过了前期集中行销以及模具摊销阶段后，未来盈利仍有期待的价值。

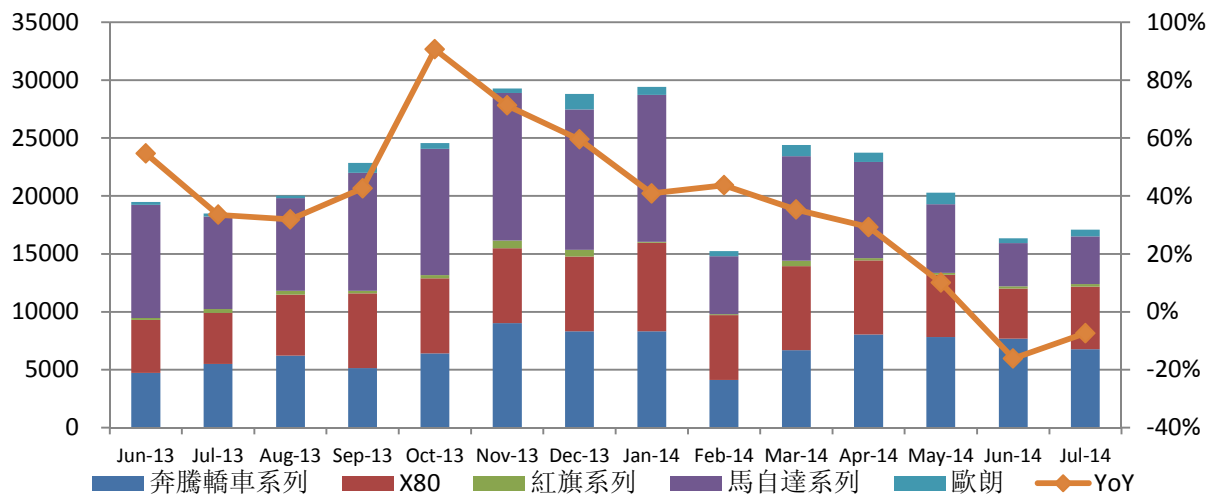
- **上半年业绩低于预期：**一汽轿车 2014 年上半年完成营业收入 158.92 亿元，YoY+18.24%，净利润 3.16 亿元，YoY-49.63%、EPS 为 0.194 元，大幅低于预期，其中 Q2 单季营收、净利润分别为 79 亿元和 0.5 亿元，YoY 分别增长 13%和下降 81%、QoQ 分别下降 1%和 81%，Q2 虽然公司汽车销量保持平稳，但是销售费用大幅增加至 11.2 亿元，导致净利润低于预期。
- **毛利率下降，销售费用支出超预期：**上半年公司综合毛利率为 23.3%，YoY 下降 2.6 个 pct，一方面为去年同期日元贬值降低了公司零部件成本，另一方面 14 年新车推出，产生新的摊销折旧。上半年销售费用支出 20 亿元，YoY+36.5%，主要为广告费大增 56.8%至 10.5 亿元、业务宣传费 YoY+26.8%至 2 亿元，超出预期；另外管理费用支出下降 8.3%至 6.9 亿元，为研发费用降 49%至 1.65 亿元。另外公司期内营业税及附加增长 26%至 8.2 亿元，为消费税增加。
- **前 7 月奔腾系列表现上佳，马自达需再酝酿：**前 7 月一汽轿车完成销量 15.65 万辆，YoY+25.89%，其中增量主体来自奔腾 X80，前 7 月 YoY+229%至 4.2 万辆，新 B50 和 B70 分别录得 18%和 14%的增幅；马自达 6、睿翼、阿特兹、马自达 8 合计完成 5.87 万辆，13 年同期马自达系列完成 6.31 万辆。
- **下修 14 年销量预期至 30 万辆：**较年初预期下修 10%，YoY 增长 22.7%。新一代马 6 阿特兹上市后，老马 6 销量应声而降，新车上市导致产能结构出现调整，我们预计阿特兹成熟后能维持在 5000 辆左右的月销水平；下半年 CX-7 上市后可望成为新的增长动力。同时奔腾 X80 仍可以贡献增量。目前公司产能在 40 万辆左右，暂无瓶颈。
- **盈利预期：**预计公司 2014、15 年实现营收分别为 351.77 亿元和 403.50 亿元，YoY 分别增长 18.54%和 14.71%，净利润分别为 9.54 亿元（因较高的销售费用而调降 30%）和 13.68 亿元，YoY 分别下降 5.3%和增长 43.4%；EPS 分别为 0.586 元和 0.841 元。目前 14、15 年 P/E 分别为 18 倍和 13 倍。虽然 X80、阿特兹、CX-7 等新车值得关注，但无奈增收不增利，短期下修为中性建议。不过公司在渡过了前期集中行销以及模具摊销阶段后，未来盈利仍有期待的价值。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	217	-756	1007	954	1368
同比增减	%	-88.34%	-448.87%	-233.13%	-5.25%	43.37%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.133	-0.465	0.619	0.586	0.841
同比增减	%	-88.34%	-448.87%	-233.13%	-5.25%	43.37%
A 股市盈率(P/E)	X	81.06	-23.24	17.45	18.42	12.85
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.000	0.019	0.030	0.050
股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	0.18%	0.28%	0.46%

图表一： 一汽轿车月销量及 YoY

单位：辆



资料来源：中汽协，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	32653	23385	29675	35177	40350
经营成本	27268	19707	22718	26992	30855
营业税金及附加	1561	1040	1432	1794	2058
销售费用	2227	2295	2898	3869	4176
管理费用	1540	1359	1600	1548	1755
财务费用	19	39	89	106	121
资产减值损失	-6	99	6	10	15
投资收益	141	172	201	257	309
营业利润	184	-981	1132	1115	1679
营业外收入	21	34	28	30	30
营业外支出	10	11	6	22	20
利润总额	195	-959	1154	1123	1689
所得税	4	-206	121	225	372
少数股东损益	-25	4	26	-56	-51
归属于母公司所有者的净利润	217	-756	1007	954	1368

## 附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	1804	1371	1285	1172	1375
应收帐款	5326	3705	6989	8387	9225
存货	2279	2458	2626	3099	3316
流动资产合计	10259	8842	11420	13190	14773
长期投资净额	824	978	1071	1392	1197
固定资产合计	3341	3379	5816	6106	6595
在建工程	882	1530	1165	1107	1151
无形资产	595	1013	1090	1036	984
资产总计	16289	16331	21086	23002	25011
流动负债合计	7459	8215	11849	13153	13942
长期负债合计	405	442	537	554	565
负债合计	7864	8657	12387	13706	14506
少数股东权益	62	66	92	37	40
股东权益合计	8363	7607	8607	9296	10505
负债和股东权益总计	8426	7673	8700	23002	25011

## 附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	-560	1510	1394	1366	1489
投资活动产生的现金流量净额	-1909	-2462	-1382	-1313	-1116
筹资活动产生的现金流量净额	958	520	-97	-166	-171
现金及现金等价物净增加额	-1511	-432	-86	-113	202

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。