



买入

60% ↑

目标价格: 人民币17.80

000800.CH

价格: 人民币 10.80

目标价格基础: 10倍 2016年市盈率

板块评级: 中立

一汽轿车

即将进入收获期

公司发布公告: 2014年上半年实现营业收入159亿元, 同比增长18.2%; 净利润3.2亿元, 同比下滑49.6%; 每股收益0.19元, 每股净资产5.47元。其中: 2季度实现销售收入79亿元, 同比增长12.9%; 净利润0.5亿元, 同比下滑81.5%; 每股收益0.03元。2014上半年公司销售整车超过13万辆, 同比增长28.9%, 高于收入增速。产品销售结构有所下移, 中高端马自达品牌销量占比有所下降。上半年业绩下滑主因是: 1) 毛利率下滑。产品结构下移及多款产品进入生命周期末期, 盈利能力下滑。2) 销售费用增加较多。2季度公司向市场推出了全新一代奔腾B70和全新一代马自达中级轿车阿特兹, 市场推广费用增加较多。14年上半年公司销售费用同比增加了5.4亿元(+36.5%)。

支撑评级的要点

■ 2014年下半年后进入收获期。2014年5月公司推出了全新一代奔腾B70中级轿车, 外形更新年轻, 动力配备丰富(2.0L、1.8T), 目前月均销量已超过2,000辆, 凭借超高的性价比、外形及动力配置, 其销量有望继续攀升。目前奔腾X80 SUV月销量保持在5,000-8,000辆之间, 2014年9月配备1.8T发动机的奔腾X80也将上市销售, 有望进一步提升X80销量规模。2014年5月公司还推出了马自达全新一代中级轿车阿特兹, 使用马自达最新的创驰蓝天技术和魂动设计, 动力性能高, 外形靓丽, 2014年7月公司推出了马自达中级SUV CX-7, 马自达产品线扩充到4款, 且新品单价更高, 盈利能力更强。我们预计公司自主品牌业务盈利能力和规模有望再上一个台阶, 马自达品牌车型销量和利润贡献有望大幅增长。

■ 一汽集团整体上市进程有望加速, 有利于公司未来发展。我们认为一汽集团整体上市最大障碍点有: 一汽大众中外股权比例和一汽集团管理层调整。我们估计中德双方正在商讨一汽大众股权变更问题, 或已达成协议, 正待政府审批在德方要求提升股权及商讨延长合资期限之际, 我们认为一汽大众股权问题有望得到较快解决。十八大以后, 一汽集团管理层有一定调整, 我们认为待中央巡视组完成一汽集团巡视后, 集团管理层有望最终稳定。一汽大众股权问题解决以及一汽集团管理层稳定后, 一汽集团整体上市工作有望得到较快推进。集团整体上市后, 可以减少关联交易, 提升公司管理水平, 有利于公司长远发展。

评级面临的主要风险

■ 1) 一汽集团整体上市进程低于预期; 2) 自主品牌竞争加剧, 公司自主品牌产品销量下滑; 3) 一汽轿车马自达新车销量低于预期。

估值

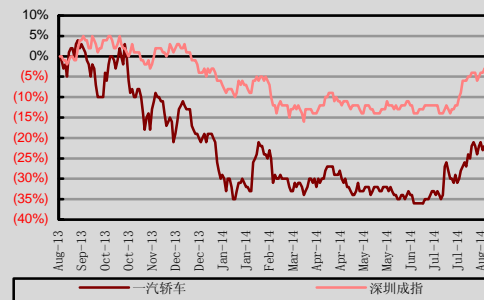
■ 我们维持公司盈利预测, 预计2014-2016年每股收益分别为0.82元、1.41元和1.78元。给予2016年10倍市盈率, 其合理股价为17.80元。考虑到一汽集团整体上市进程有望加速, 公司业绩有望大幅增长, 我们维持公司**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	23,385	29,675	40,340	50,506	59,138
变动(%)	(28)	27	36	25	17
净利润(人民币 百万)	(756)	1,007	1,335	2,298	2,888
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.821	1.412	1.775
变动(%)	(448.9)	233.1	32.6	72.1	25.7
全面摊薄市盈率(倍)	(24.7)	18.5	14.0	8.1	6.5
每股现金流量(人民币)	1.75	1.61	3.21	5.89	6.28
价格/每股现金流量(倍)	6.6	7.1	3.6	1.9	1.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	7.6	3.3	1.1	0.3
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.246	0.424	0.532
股息率(%)	0.0	1.7	2.1	3.7	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.9)	5.2	11.7	(23.2)
相对新华富时A50指数	(3.6)	0.5	2.1	(20.4)

发行股数(百万)	1,628
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	15,670
3个月日均交易额(人民币 百万)	217
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
一汽股份	53

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

行业: 汽车

彭勇

(8621) 2032 8596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

宋佳佳

(8621) 20328532

jjia.jia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

图表 1. 一汽轿车季度业绩

(人民币, 亿元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	同比增长	环比增长
营业收入	64.4	70.0	75.4	86.9	79.9	79.0	12.9%	(1.1%)
投资净收益	0.4	0.6	0.7	0.3	0.7	0.5	(12.1%)	(31.1%)
净利润	3.6	2.7	1.5	2.3	2.7	0.5	(81.5%)	(81.1%)
每股收益(元)	0.22	0.17	0.09	0.14	0.16	0.03	(81.5%)	(81.1%)
(%)							百分点同 比增减	百分点环 比增减
毛利率	24.1	27.4	24.2	19.0	22.8	23.8	(3.6)	1.0
销售费用率	8.6	13.0	11.8	6.2	11.1	14.1	1.1	3.1
管理费用率	5.9	5.4	4.9	5.5	3.9	4.9	(0.6)	1.0
财务费用率	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	(0.1)	0.0
三项费用率	14.9	18.8	16.9	11.9	15.2	19.3	0.4	4.0
净利率	5.5	3.9	2.0	2.6	3.3	0.6	(3.2)	(2.7)

资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	23,385	29,675	40,340	50,506	59,138
销售成本	(20,746)	(24,151)	(32,998)	(40,809)	(47,783)
经营费用	(2,876)	(3,672)	(4,946)	(6,247)	(7,286)
息税折旧前利润	(238)	1,852	2,395	3,450	4,069
折旧及摊销	(876)	(832)	(1,024)	(1,127)	(1,230)
经营利润(息税前利润)	(1,114)	1,021	1,372	2,323	2,839
净利息收入/(费用)	(39)	(89)	(41)	77	195
其他收益/(损失)	194	223	228	272	323
税前利润	(959)	1,154	1,559	2,672	3,357
所得税	206	(121)	(172)	(310)	(393)
少数股东权益	(4)	(26)	(50)	(60)	(70)
净利润	(756)	1,007	1,335	2,298	2,888
核心净利润	(756)	1,009	1,337	2,302	2,896
每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.821	1.412	1.775
核心每股收益(人民币)	(0.465)	0.620	0.822	1.415	1.779
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.246	0.424	0.532
收入增长(%)	(28)	27	36	25	17
息税前利润增长(%)	(1,913)	192	34	69	22
息税折旧前利润增长(%)	(126)	879	29	44	18
每股收益增长(%)	(449)	233	33	72	26
核心每股收益增长(%)	(449)	233	32	72	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(959)	1,154	1,559	2,672	3,357
折旧与摊销	876	832	1,024	1,127	1,230
净利息费用	39	89	41	(77)	(195)
运营资本变动	1,878	(252)	1,860	2,844	2,552
税金	206	(121)	(174)	(314)	(399)
其他经营现金流	(531)	(308)	(1,536)	(1,168)	(1,127)
经营活动产生的现金流	1,510	1,394	2,774	5,084	5,419
购买固定资产净值	(2,579)	(1,414)	(1,245)	(1,247)	(1,249)
投资减少/增加	108	14	237	280	330
其他投资现金流	9	19	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,462)	(1,382)	(1,008)	(967)	(919)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	500	0	(2,000)	0	0
支付股息	0	0	(326)	(401)	(689)
其他融资现金流	20	(98)	(118)	76	193
融资活动产生的现金流	520	(98)	(2,444)	(325)	(496)
现金变动	(433)	(86)	(678)	3,792	4,004
期初现金	1,804	1,371	1,285	607	4,399
公司自由现金流	(952)	12	1,767	4,119	4,503
权益自由现金流	(491)	(77)	(275)	4,194	4,695

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,383	1,285	607	4,399	8,403
应收帐款	106	185	235	295	345
库存	2,458	2,626	3,813	4,728	5,548
其他流动资产	4,895	7,325	8,500	8,500	8,500
流动资产总计	8,842	11,420	13,155	17,922	22,796
固定资产	4,909	6,993	7,377	7,665	7,860
无形资产	1,602	1,603	1,443	1,276	1,102
其他长期资产	978	1,071	1,071	1,071	1,071
长期资产总计	7,489	9,666	9,891	10,012	10,033
总资产	16,331	21,086	23,047	27,935	32,829
应付帐款	5,652	9,302	12,425	15,354	17,978
短期债务	2,000	2,000	0	0	0
其他流动负债	564	547	401	402	403
流动负债总计	8,215	11,849	12,826	15,756	18,381
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	442	537	461	462	463
股本	1,628	1,628	1,628	1,628	1,628
储备	5,979	6,980	7,990	9,887	12,086
股东权益	7,607	8,607	9,617	11,514	13,713
少数股东权益	66	92	142	202	272
总负债及权益	16,331	21,086	23,047	27,935	32,829
每股帐面价值(人民币)	4.67	5.29	5.91	7.07	8.43
每股有形资产(人民币)	3.69	4.30	5.02	6.28	7.73
每股净负债/(现金)(人民币)			(0.37)	(2.70)	(5.16)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(1.0)	6.2	5.9	6.8	6.9
息税前利润率(%)	(4.8)	3.4	3.4	4.6	4.8
税前利润率(%)	(4.1)	3.9	3.9	5.3	5.7
净利率(%)	(3.2)	3.4	3.3	4.6	4.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	(24.7)	18.5	14.0	8.1	6.5
核心业务市盈率(倍)	(24.7)	18.5	13.9	8.1	6.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(32.3)	24.2	18.3	10.6	8.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	6.6	7.1	3.6	1.9	1.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	7.6	3.3	1.1	0.3
周转率					
存货周转天数	41.7	31.3	29.1	30.9	31.7
应收帐款周转天数	2.3	1.8	1.9	1.9	2.0
应付帐款周转天数	86.7	92.0	98.3	100.4	102.9
回报率					
股息支付率(%)		32.3	29.9	29.9	29.9
净资产收益率(%)	(9.5)	12.4	14.7	21.8	23.0
资产收益率(%)	(6.8)	4.9	5.5	8.1	8.3
已运用资本收益率(%)	(11.4)	10.0	13.4	21.7	22.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371