证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车

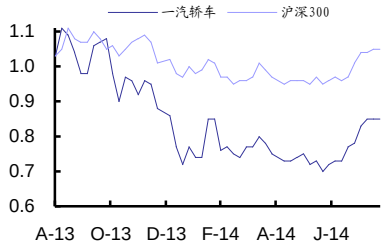
一汽轿车 (000800)

推荐

合理估值: 元 昨收盘: 10.8 元 （维持评级）

2014年08月28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)	17,577/15,247
上证综指/深圳成指	2,207/7,814
12个月最高/最低(元)	15.67/9.30

相关研究报告:

《一汽轿车-000800-继续战略建仓》 ——2014-08-01

《一汽轿车-000800-一季度或是全年低点》——2014-04-29

《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

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码：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

下半年或换挡加速

- **市场没有明确的业绩预期，预计中报业绩对股价冲击有限。**

  上半年，公司实现营业收入 158.9 亿元，同比增长 18.2%，实现归母净利润 3.2 亿元，同比下降 49.6%，合 EPS 0.19 元，其中二季度 EPS 0.03 元。业绩低于我们的预期，但由于市场对其业绩没有明确的一致预期，因此，预计中报业绩因素对股价冲击有限。

- **二季度销售费用超预期是业绩低于我们预期的主要原因。**

  二季度，公司实现销量 6.7 万辆（环比下滑 3.6%），实现营业收入 79.0 亿元（环比下滑 1.1%），剔除新马 6 的因素，表明公司其他车型价格稳定。二季度，公司整体毛利率为 23.8%，环比提升 1 个百分点，预计主要为新马六所贡献。以上两点均基本符合我们的预期，超预期的地方主要是销售费用（源于对新马 6 和新 B70 上市推广费用估计不足），二季度公司销售费用为 11.2 亿元，环比增长 26.4%。当然，从管理费用项来看，我们也看到了公司在降成本方面的努力，上半年公司管理费用 6.94 亿元，同比下降 8.3%。

- **下半年或换挡加速。**

  随着下半年新马 6、CX7 等高价值、盈利能力较高的产品放量，收入与毛利率均将大概率迎来拐点，且由于三季度仅有 CX7 新车上市，销售费用环比下降的概率也较大。因此，总体而言，下半年公司基本面换挡加速的概率较大。

- **在国企改革的大背景下，市场对一汽集团整体上市的预期或增强。**

  在我们看来，国企改革作为十八大三中全会确立的经济领域重要改革方向，对于央企而言具有很强的政治约束力，对一汽集团而言，整体上市则是其实现混合所有制等改革目标的重要可选手段。同时，根据集团对一汽轿车的不可撤销承诺：16 年 7 月之前通过资产重组等方式解决同业竞争问题，因此，预计今年底至明年年中将是市场对一汽集团整体上市预期的窗口活跃期。

- **盈利预测与投资策略：未来一年最具弹性的整车股，继续战略建仓。**

  下调 14~15 年 EPS 至 0.93、1.42 元，对应 PE 11.7 倍、7.6 倍。就当前股价而言，市场对其业绩没有一致预期提供安全边际，对集团整体上市预期存在分歧则提供了弹性，继续建议投资者战略建仓，维持“推荐”评级。

- **风险提示:**销量不达预期；费用继续超预期；整体上市进程低于预期。

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	40,507	47,757	54,204
(+/-%)	*-28.4%*	*26.9%*	*36.5%*	*17.9%*	*13.5%*
净利润(百万元)	-756	1,007	1,508	2,317	2,614
(+/-%)	*-448.9%*	*-233.1%*	*49.7%*	*53.7%*	*12.8%*
摊薄每股收益(元)	-0.46	0.62	0.93	1.42	1.61
EBIT Margin	-3.9%	3.5%	4.2%	5.5%	5.5%
净资产收益率(ROE)	-9.9%	11.7%	15.1%	19.2%	18.1%
市盈率(PE)	-23.2	17.5	11.7	7.6	6.7
EV/EBITDA	-618.0	16.2	13.9	11.8	11.5
市净率(PB)	2.3	2.0	1.76	1.46	1.22

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）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1285	755	1500	501
应收款项	7094	9433	12622	16123
存货净额	2626	3593	3202	3638
其他流动资产	416	810	955	1084
流动资产合计	11420	14592	18279	21346
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
资产总计	21086	25354	29867	35250
短期借款及交易性金融负债	2000	1000	2682	2000
应付款项	7994	11140	11808	14553
其他流动负债	1855	2593	2635	3562
流动负债合计	11849	14733	17125	20115
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	537	537	537	537
长期负债合计	537	537	537	537
负债合计	12387	15270	17662	20652
少数股东权益	92	119	155	196
股东权益	8607	9965	12050	14402
负债和股东权益总计	21086	25354	29867	35250

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.62	0.93	1.42	1.61
每股红利	0.06	0.09	0.14	0.16
每股净资产	5.29	6.12	7.40	8.85
ROIC	12%	15%	19%	17%
ROE	12%	15%	19%	18%
毛利率	23%	23%	23%	23%
EBIT Margin	3%	4%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%
收入增长	27%	37%	18%	14%
净利润增长率	-233%	50%	54%	13%
资产负债率	59%	61%	60%	59%
息率	0.6%	0.9%	1.3%	1.5%
P/E	17.5	11.7	7.6	6.7
P/B	2.0	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	16.2	13.9	11.8	11.5

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	29675	40507	47757	54204
营业成本	22718	31393	36773	41737
营业税金及附加	1432	2025	2483	2819
销售费用	2898	3646	3821	4336
管理费用	1600	1745	2049	2320
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	1788	2741	3092
营业外净收支	22	0	0	0
利润总额	1154	1788	2741	3092
所得税费用	121	250	384	433
少数股东损益	26	30	40	45
归属于母公司净利润	1007	1508	2317	2614

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1007	1508	2317	2614
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	225	(2231)	(392)
其它	117	26	35	39
经营活动现金流	2899	2451	495	2646
资本开支	(2637)	(1501)	(1701)	(1201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2730)	(1501)	(1701)	(1201)
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)	(151)	(232)	(261)
其它融资现金流	(60)	0	2182	(682)
融资活动现金流	(256)	(151)	1951	(944)
现金净变动	(86)	799	745	501
货币资金的期初余额	1371	1285	755	1500
货币资金的期末余额	1285	2084	1500	2001
企业自由现金流	145	856	(1326)	1313
权益自由现金流	85	778	804	588

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

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦　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		
固定收益		**大宗商品研究**		**互联网**	
董德志	021-60933158	马　韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	021-60875174	郦　彬	021-6093 3155	郑　剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑　东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
张其立	0755-82139908	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟　潇	0755-82132098	曾　婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐　强	010-88005329
军工		**机械**		**非金属及建材**	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈　玲	021-60875162	刘　宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		**食品饮料**		**汽车及零配件**	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙　飞	0755-82133920		
电力设备				**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160			邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-22940678
传媒与文化		**零售、纺织服装及快销品**		**基础化工**	
陈财茂	010-88005322	朱　元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		**轻工造纸**			
杨天明	021-60875165	邵　达	0755-82130706		
赵　钦	021-60933163				
银行		**金融工程**			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周　琦	0755-82133568		
		钱　晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

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）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李　佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄　艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨　柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴　国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫微	13828854899
		倪　婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226