



**买入**

**37% ↑**

目标价格:人民币 17.80

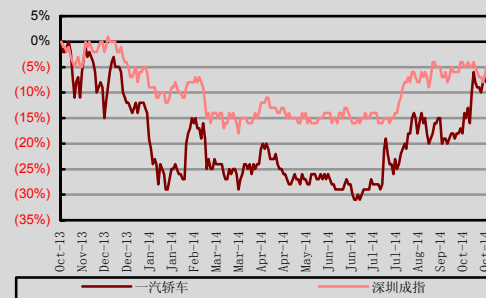
000800.CH

价格:人民币 12.95

目标价格基础:10倍16年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.8	16.7	20.2	(4.7)
相对深证成指	10.1	16.5	17.2	0.7

发行股数(百万)	1,628
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	18,282
3个月日均交易额(人民币 百万)	295
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
中国第一汽车股份有限公司	53

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2014年10月30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

汽车: 汽车整车

彭勇

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

# 一汽轿车

## 亏损额低于此前预告, 集团整体上市临近

公司发布2014年3季度业绩公告: 3季度实现销售收入84.0亿元, 同比增长11.3%; 归属上市公司股东的净利润为亏损0.7亿元, 同比下滑144.7%, 亏损额低于此前预告的1.2-1.6亿元; 每股亏损0.04元。3季度净利润大幅下滑的主因, 除了我们此前估计的推广费用增加导致的销售费用大增外, 还有整体毛利率有所下降。3季度公司毛利率同比减少了2.6个百分点, 销售费用率同比增加了1.3个百分点。我们预计2014-2016年公司每股收益分别为0.57元、1.31元和1.78元, 给予2016年10倍市盈率, 其合理股价为17.80元, 考虑到公司新推车型有望继续上量, 相关营销费用有望回归正常水平, 加之一汽集团整体上市进程有望加快, 我们维持其买入评级。

### 支撑评级的要点

- **新品上量, 盈利将大幅好转。**目前公司上量的老马自达6和奔腾B50, 产品上市时间较长, 价格较低, 盈利能力较差, 随着新上市的B70、阿特兹、CX-7等车型上量, 盈利能力将会好转。今年新上市的3款车型均较有竞争力, 2、3季度公司已投入较大资源到新车型推广, 预计随后将会逐渐产生效果, 销量将会攀升。
- **一汽集团上市进程有望加快。**近日中央巡视组公布一汽集团审查意见, 反映一汽集团反腐进入收官执行阶段, 加之一汽大众股权变更事宜有望年内解决, 人事和资产均将尽快落实, 我们认为一汽集团整体上市进展有望加快。作为一汽集团下属的整车上市公司之一, 公司和一汽夏利均有可能被未来上市的一汽股份吸收(换股)合并。

### 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, 公司自主品牌业务业绩大幅下滑; 3) 一汽轿车马自达新车销量低于预期。

### 估值

- 我们预计2014-2016年公司每股收益分别为0.57元、1.31元和1.78元, 对应的动态市盈率分别为23倍、10倍和7倍。给予2016年10倍市盈率, 其合理股价为17.80元, 维持**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	36,300	43,947	48,550
变动(%)	(28)	27	22	21	10
净利润(人民币 百万)	(756)	1,007	938	2,133	2,906
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.574	1.307	1.780
变动(%)	(448.9)	(233.1)	(7.2)	127.5	36.2
全面摊薄市盈率(倍)	(27.9)	20.9	22.5	9.9	7.3
价格/每股现金流量(倍)	14.0	15.1	5.9	3.4	4.3
每股现金流量(人民币)	0.93	0.86	2.20	3.76	3.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(91.3)	11.8	9.5	4.5	2.6
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.172	0.392	0.534
股息率(%)	0.0	1.5	1.3	3.0	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 一汽轿车单季度业绩

(人民币, 亿元)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	同比增长(%)	环比增长(%)
营业收入	75.4	86.9	79.9	79.0	84.0	11.3	6.2
投资净收益	0.7	0.3	0.7	0.5	0.6	(21.9)	11.8
净利润	1.5	2.3	2.7	0.5	(0.7)	(144.7)	(235.8)
每股收益(元)	0.09	0.14	0.16	0.03	(0.04)	(144.7)	(235.8)
(%)						同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	24.2	19.0	22.8	23.8	21.6	(2.6)	(2.2)
销售费用率	11.8	6.2	11.1	14.1	13.1	1.3	(1.0)
管理费用率	4.9	5.5	3.9	4.9	5.0	0.1	0.2
财务费用率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.0
三项费用率	16.9	11.9	15.2	19.3	18.4	1.5	(0.8)
净利率	2.0	2.6	3.3	0.6	(0.8)	(2.8)	(1.4)

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net



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	36,300	43,947	48,550
销售成本	(20,746)	(24,151)	(29,423)	(35,537)	(39,050)
经营费用	(2,876)	(3,672)	(4,831)	(5,095)	(4,981)
息税折旧前利润	(238)	1,852	2,047	3,316	4,519
折旧及摊销	(876)	832	1,042	1,183	1,327
经营利润(息税前利润)	(1,114)	1,021	1,005	2,132	3,192
净利息收入/(费用)	(39)	(89)	(31)	(13)	(7)
其他收益/(损失)	194	223	235	256	269
税前利润	(959)	1,154	1,207	2,373	3,452
所得税	206	(121)	(242)	(213)	(517)
少数股东权益	(4)	(26)	(28)	(29)	(32)
净利润	(756)	1,007	938	2,133	2,906
核心净利润	(756)	1,009	940	2,134	2,908
每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.574	1.307	1.780
核心每股收益(人民币)	(0.465)	0.620	0.578	1.311	1.787
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.172	0.392	0.534
收入增长(%)	(28)	27	22	21	10
息税前利润增长(%)	(1,913)	(192)	(2)	112	50
息税折旧前利润增长(%)	(126)	(879)	11	62	36
每股收益增长(%)	(449)	(233)	(7)	127	36
核心每股收益增长(%)	(449)	(233)	(7)	127	36

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	1,207	2,373	3,452
折旧与摊销	876	832	1,042	1,183	1,327
净利息费用	39	89	32	15	10
运营资本变动	1,878	(252)	2,495	3,689	1,269
税金	206	(121)	(244)	(217)	(523)
其他经营现金流	(531)	(308)	(946)	(927)	(650)
经营活动产生的现金流	1,510	1,394	3,587	6,117	4,884
购买固定资产净值	(2,579)	(1,414)	(976)	(1,529)	(1,218)
投资减少/增加	108	14	223	243	254
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)	(753)	(1,286)	(964)
净增权益	0	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	500	0	(200)	(300)	(1,500)
支付股息	0	0	(326)	(280)	(638)
其他融资现金流	20	(98)	(101)	(7)	(13)
融资活动产生的现金流	520	(98)	(626)	(588)	(2,151)
现金变动	(433)	(86)	2,208	4,242	1,770
期初现金	1,804	1,371	1,285	3,493	7,735
公司自由现金流	(952)	12	2,835	4,832	3,923
权益自由现金流	(491)	(77)	2,602	4,515	2,411

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	3,493	7,735	9,505
应收帐款	106	185	212	256	283
库存	2,458	2,626	3,376	4,080	4,488
其他流动资产	4,895	7,325	6,500	5,000	5,000
流动资产总计	8,842	11,420	13,580	17,071	19,276
固定资产	4,909	6,993	6,721	6,905	6,824
无形资产	1,602	1,603	1,811	1,975	1,948
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	9,603	9,950	9,844
总资产	16,331	21,086	23,183	27,021	29,120
应付帐款	5,652	9,302	11,026	13,279	14,586
短期债务	2,000	2,000	1,800	1,500	0
其他流动负债	564	547	550	550	550
流动负债总计	8,215	11,849	13,376	15,329	15,136
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	442	537	470	480	480
股本	1,628	1,628	1,628	1,628	1,628
储备	5,979	6,980	7,589	9,435	11,694
股东权益	7,607	8,607	9,217	11,063	13,322
少数股东权益	66	92	121	150	182
总负债及权益	16,331	21,086	23,183	27,021	29,120
每股帐面价值(人民币)	4.67	5.29	5.66	6.80	8.19
每股有形资产(人民币)	3.69	4.30	4.55	5.58	6.98
每股净负债/(现金)(人民币)	0.39	0.44	(1.04)	(3.83)	(5.84)

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	5.6	7.5	9.3
息税前利润率(%)	(4.8)	3.4	2.8	4.9	6.6
税前利润率(%)	(4.1)	3.9	3.3	5.4	7.1
净利率(%)	(3.2)	3.4	2.6	4.9	6.0
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3
利息覆盖率(倍)	(28.5)	11.4	30.1	122.2	254.2
净权益负债率(%)	8.2	8.2	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.8	1.0
估值					
市盈率(倍)	(27.9)	20.9	22.5	9.9	7.3
核心业务市盈率(倍)	(27.9)	20.9	22.4	9.9	7.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(38.3)	28.7	30.8	13.6	10.0
市净率(倍)	2.8	2.4	2.3	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	14.0	15.1	5.9	3.4	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(91.3)	11.8	9.5	4.5	2.6
周转率					
存货周转天数	41.7	31.3	30.2	31.0	32.2
应收帐款周转天数	2.3	1.8	2.0	1.9	2.0
应付帐款周转天数	86.7	92.0	102.2	100.9	104.7
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	32.3	29.9	29.9	29.9
净资产收益率(%)	(9.5)	12.4	10.5	21.0	23.8
资产收益率(%)	(6.8)	4.9	3.6	7.7	9.7
已运用资本收益率(%)	(11.4)	10.0	9.2	17.9	24.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测