



买入

37% ↑

目标价格:人民币 24.48

原目标价格:人民币 21.40

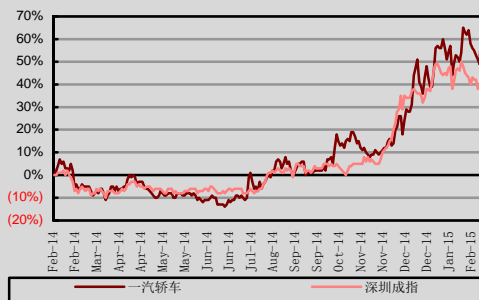
000800.CH

价格:人民币 17.88

目标价格基础:18倍 16年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.0	5.4	46.9	64.5
相对深证成指	15.4	7.0	14.5	21.9

发行股数(百万)	1,628
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	25,242
3个月日均交易额(人民币 百万)	462
净负债比率(%) (2015E)	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 2015年2月10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

汽车行业国企改革第一标的

2月10日一汽轿车股价表现抢眼, 成为唯一涨停的汽车股, 同时一汽夏利(000927.CH/人民币 6.65, 未有评级)也表现不错, 涨幅仅次于一汽轿车, 位居汽车股第二位。我们认为: 2015年汽车股投资除了欧美系扩张这条主线外 [我们看好江铃汽车(000550.CH/人民币 39.00, 买入)、长安汽车(000625.CH/人民币 21.32, 买入)和上汽集团(600104.CH/人民币 22.99, 买入)], 国企改革将是另外一条主线。我们认为国企改革投资主线坚持两个方向, 即: 1) 大型国企混合所有制改革; 2) 地方小型国企的先行先试改革, 其有望走在其它大多数国企改革之前。随着北汽集团在香港的上市, “四大四小”中仅有一汽集团和奇瑞汽车尚未整体上市(或上市), 考虑到国企混合所有制改革和一汽集团同业竞争问题, 一汽集团整体上市是汽车行业国企改革首要事件。我们预计 2014-2016 年一汽轿车每股收益分别为 0.15 元、0.98 元和 1.36 元, 考虑到公司新推出车型有望继续上量, 日元贬值带来的成本下降, 加之一汽集团整体上市进程有望加快, 我们维持买入评级, 公司合理目标价上调至 24.48 元。

支撑评级的要点

- 一汽集团整体上市临近。本轮国企改革的目标是将其“做大做强做优”, 混合所有制改革将是首要目标, 目前“四大四小”的国有大型汽车企业中, 仅有一汽集团和奇瑞汽车尚未实现整体上市(或上市), 两者混合所有制改革将是未来汽车行业改革的最大看点, 但奇瑞汽车盈利情况不佳, 短期内实现上市的可能性较低。我们估计一汽集团未上市资产盈利规模约有 300 亿元, 远超上市的一汽轿车和一汽夏利, 且一汽集团还承诺(不可撤销) 2016年6月28日前解决内部企业同业竞争问题, 其作出改革可能性将远高于其它大型汽车国企。其它众多大型汽车企业均已实现上市, 未来改革的方向将是兼并重组和管理层激励等“做强做优”措施, 需要待国家统一政策指导下进行, 属于稍晚些的国企改革方向。

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 年一汽轿车每股收益分别为 0.15 元、0.98 元和 1.36 元, 考虑到公司新推出车型有望继续上量, 日元贬值带来的成本下降, 加之一汽集团整体上市进程有望加快, 我们维持买入评级, 将目标价由 21.40 元上调至 24.48 元。

投资摘要

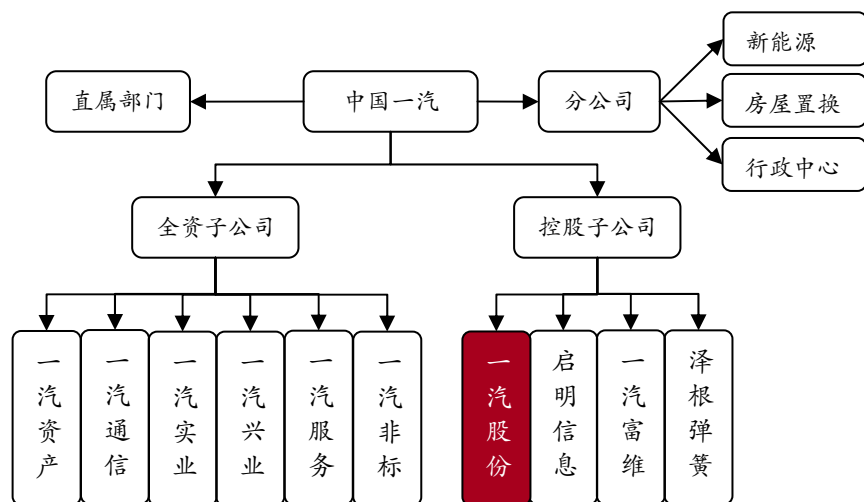
年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	23,385	29,675	35,588	43,947	48,550
变动(%)	(28)	27	20	23	10
净利润(人民币 百万)	(756)	1,007	241	1,598	2,216
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.146	0.978	1.356
变动(%)	(448.9)	(233.1)	(76.4)	570.2	38.6
先前预测每股收益(人民币)			0.574	1.307	1.780
调整幅度(%)			(74.6)	(25.2)	(23.8)
全面摊薄市盈率(倍)	(38.5)	28.9	122.5	18.3	13.2
价格/每股现金流量(倍)	19.3	20.9	9.8	5.0	6.9
每股现金流量(人民币)	0.93	0.86	1.82	3.57	2.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(125.0)	16.1	23.4	8.4	5.6
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.044	0.293	0.407
股息率(%)	n.a.	1.1	0.2	1.6	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际核心观点

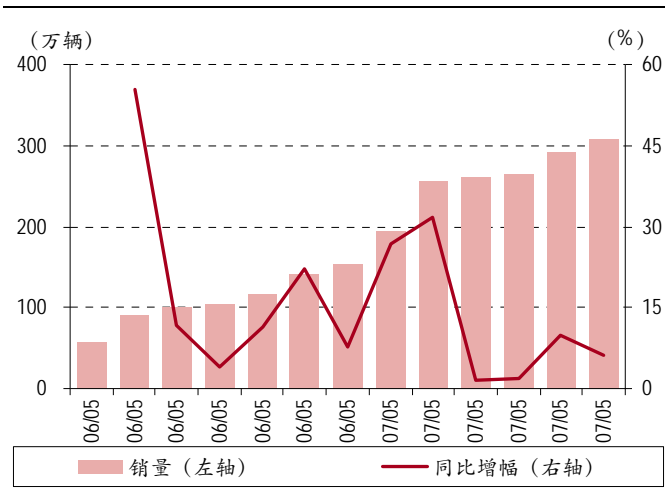
- **混合所有制改革将是大型汽车国企改革首要方向。** 本轮国企改革的目标是将其“做大做强做优”，混合所有制改革是首要方向，目前“四大四小”的汽车国有大型企业中，仅有一汽集团和奇瑞汽车尚未实现整体上市（或上市），两者混合所有制改革将是未来汽车行业改革的最大看点，但奇瑞汽车盈利情况不佳，短期内实现上市的可能性较低。一汽集团未上市资产盈利规模约有 300 亿元，远超上市的一汽轿车和一汽夏利的利润总额，且一汽集团还承诺（不可撤销）2016 年 6 月 28 日前解决内部企业同业竞争问题，其作出改革可能性将远高于其它大型汽车国企。其它众多大型汽车企业均已实现上市，未来改革的方向将是兼并重组和管理层激励等“做强做优”措施，需要待国家统一政策指导下进行，属于稍晚些的国企改革方向。
- **一汽集团上市进程有望加快，一汽轿车是首要投资标的。** 中央巡视组已完成对一汽集团的两轮督查，已反馈巡视意见，预计一汽集团内部自查有望在 3 月完成并宣布处理意见，一汽集团人事落定，加之一汽大众股权纷争有望较快解决，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，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。一汽集团整体上市后市值有望超 3,000 亿元，目前一汽轿车和一汽夏利总市值仅为 397 亿元（以 2015 年 2 月 10 日收盘价计算）。
- **新品逐渐上量，加之营销费用下降，有望助盈利大幅增长。** 随着公司在 2014 年推出的多款新车型逐渐上量，加之 2015 年仅有有一款新车型推出，影响费用将大幅下降，盈利能力将会大幅好转。2014 年公司共推出全新阿特兹、奔腾 B70 和 CX-7 等 3 款车型和 X80 的 1.8T 版，相关营销费用大幅增长，我们估计其 2014 年销售费用较 2013 年增加了 13 亿元，远超过我们预测的公司全年 2.4 亿元的净利润。2015 年公司仅有计划推出一款新车型，相关营销费用有望大幅下降，考虑到日元贬值也有利于公司成本下降，预计未来 2015 年一汽轿车业绩有望大幅增长。

图表 1. 中国一汽组织结构图



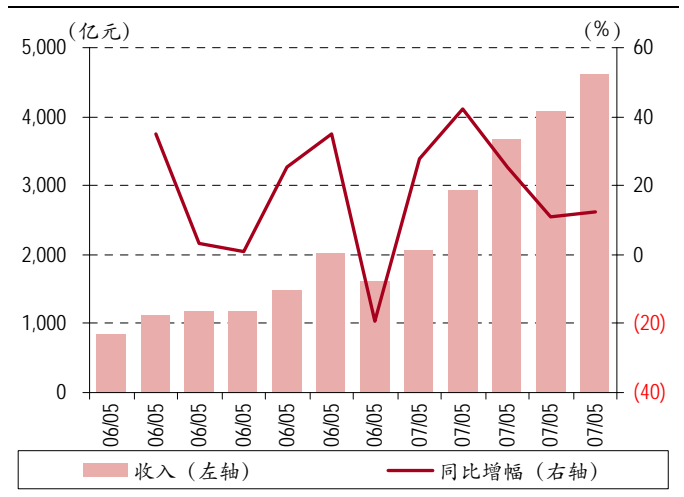
资料来源：中国一汽网站

图表 2. 中国一汽历年汽车销量及增幅



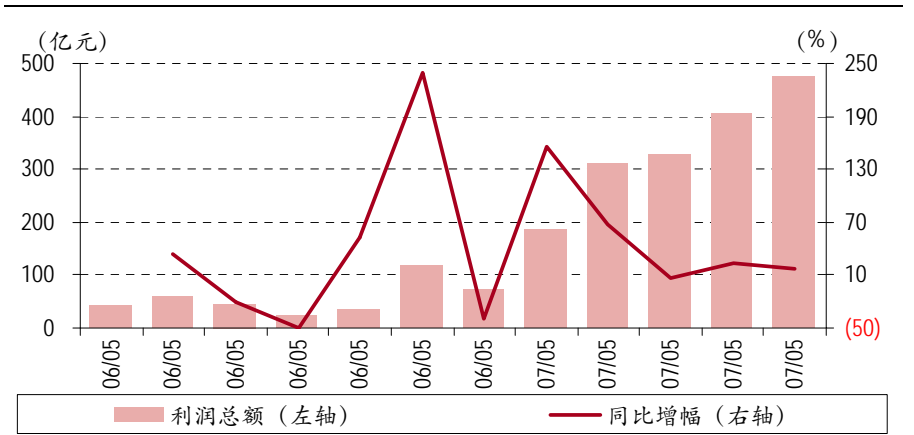
资料来源: 中国一汽网站, 中汽协

图表 3. 中国一汽历年收入及增幅



资料来源: 中国一汽网站

图表 4. 中国一汽历年利润总额及增幅



资料来源: 中国一汽网站

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	35,588	43,947	48,550
销售成本	(20,746)	(24,151)	(29,469)	(36,326)	(39,992)
经营费用	(2,876)	(3,672)	(4,918)	(4,795)	(4,841)
息税折旧前利润	(238)	1,852	1,202	2,827	3,718
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	159	1,643	2,391
净利息收入/(费用)	(39)	(89)	(73)	(43)	(17)
其他收益/(损失)	194	223	245	266	269
税前利润	(959)	1,154	330	1,864	2,640
所得税	206	(121)	(63)	(239)	(395)
少数股东权益	(4)	(26)	(28)	(29)	(32)
净利润	(756)	1,007	241	1,598	2,216
核心净利润	(756)	1,009	244	1,600	2,218
每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.146	0.978	1.356
核心每股收益(人民币)	(0.465)	0.620	0.150	0.983	1.363
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.044	0.293	0.407
收入增长(%)	(28)	27	20	23	10
息税前利润增长(%)	(1,913)	(192)	(84)	931	46
息税折旧前利润增长(%)	(126)	(879)	(35)	135	32
每股收益增长(%)	(449)	(233)	(76)	570	39
核心每股收益增长(%)	(449)	(233)	(76)	555	39

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	330	1,864	2,640
折旧与摊销	876	832	1,042	1,183	1,327
净利息费用	39	89	74	45	20
运营资本变动	1,878	(252)	2,534	3,966	1,330
税金	206	(121)	(65)	(243)	(401)
其他经营现金流	(531)	(308)	(958)	(1,013)	(669)
经营活动产生的现金流	1,510	1,394	2,958	5,802	4,247
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	0	0	(2,000)
支付股息	0	0	(326)	(71)	(478)
其他融资现金流	20	(98)	(142)	(37)	(23)
融资活动产生的现金流	520	(98)	(468)	(109)	(2,501)
现金变动	(433)	(86)	1,737	4,407	782
期初现金	1,804	1,371	1,285	3,022	7,429
公司自由现金流	(952)	12	2,206	4,518	3,285
权益自由现金流	(491)	(77)	2,131	4,470	1,262

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	3,022	7,429	8,211
应收帐款	106	185	208	256	283
库存	2,458	2,626	3,386	4,178	4,606
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	13,116	16,864	18,100
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	22,719	26,814	27,944
应付帐款	5,652	9,302	11,059	13,594	14,962
短期债务	2,000	2,000	2,000	2,000	0
其他流动负债	564	547	550	550	550
流动负债总计	8,215	11,849	13,609	16,144	15,513
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	6,892	8,413	10,142
股东权益	7,607	8,607	8,519	10,040	11,769
少数股东权益	66	92	121	150	182
总负债及权益	16,331	21,086	22,719	26,814	27,944
每股帐面价值(人民币)	4.67	5.29	5.23	6.17	7.23
每股有形资产(人民币)	3.69	4.30	4.12	4.95	6.02
每股净负债/(现金)(人民币)	0.39	0.44	(0.63)	(3.34)	(5.05)

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	3.4	6.4	7.7
息税前利润率(%)	(4.8)	3.4	0.4	3.7	4.9
税前利润率(%)	(4.1)	3.9	0.9	4.2	5.4
净利率(%)	(3.2)	3.4	0.7	3.6	4.6
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.2
利息覆盖率(倍)	(28.5)	11.4	2.1	34.7	103.3
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	0.7	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	(38.5)	28.9	122.5	18.3	13.2
核心业务市盈率(倍)	(38.5)	28.8	119.0	18.2	13.1
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	(52.7)	39.5	163.0	24.9	18.0
市净率(倍)	3.8	3.4	3.4	2.9	2.5
价格/现金流(倍)	19.3	20.9	9.8	5.0	6.9
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	(125.0)	16.1	23.4	8.4	5.6
周转率					
存货周转天数	41.7	31.3	30.8	31.4	33.0
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	104.4	102.4	107.3
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	32.3	29.6	29.9	29.9
净资产收益率(%)	(9.5)	12.4	2.8	17.2	20.3
资产收益率(%)	(6.8)	4.9	0.6	5.8	7.4
已运用资本收益率(%)	(11.4)	10.0	1.5	14.4	19.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测