



买入

53% ↑

目标价格:人民币 15.80

原目标价格:人民币 18.10

000800.CH

价格:人民币 10.33

目标价格基础:30倍 18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	(5.8)	4.9	8.2	(2.4)
相对深证成指	(10.7)	1.8	(1.0)	(2.7)

发行股数(百万)	1,628
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	14,583
3个月日均交易额(人民币 百万)	148
净负债比率(%) (2017E)	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, 聚源及中银证券
以2017年8月29日收市价为标准

相关研究报告

《一汽轿车——业绩反转确定, 国企改革预期强烈》2017.04.12

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

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

彭勇

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

一汽轿车

业绩略低于预期, 国企改革有望加速推进

公司发布 2017 年半年报, 上半年实现营业收入 134.0 亿元, 同比增长 57.8%; 归属于母公司所有者的净利润为 2.7 亿元, 上年同期亏损 8.3 亿元; 基本每股收益为 0.17 元, 略低于我们预期。公司营业收入大幅增长, 扭亏为盈主要是由于马自达 CX4、阿特兹、奔腾 X40 等产品的热销, 但由于 2 季度车市整体增长压力较大, 公司 2 季度盈利能力环比有所下滑, 预计随着汽车旺季到来将改善。徐留平调任一汽集团董事长后, 明确表示要打造自主品牌与推进一汽改革, 有望加快一汽集团整体上市进程。我们下调了对公司的盈利预测, 预计 2017-2019 年每股收益分别为 0.41 元、0.53 元与 0.57 元, 考虑到公司业绩触底反弹并有国企改革预期, 给予 30 倍 18 年市盈率, 目标价由 18.10 元下调至 15.80 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **销量表现亮眼, 业绩迎来触底反弹。**2016 年公司对老款车型集中清理并剥离红旗资产, 业绩筑底。2017 年以来马自达 CX-4 与全新阿特兹合计月销破万辆, 奔腾 X40 上市后快速成为奔腾品牌主力车型, 月销超 5,000 辆, 上半年公司实现整车销售 11.1 万辆, 同比大增 37.8%, 使得公司营业收入大幅增长, 扭亏为盈。但由于 2 季度车市整体增长压力较大, 促销加大, 公司 2 季度销量实现 5.4 万辆, 环比下降 5%, 且终端优惠加大, 销售费用率环比提升 3.2 个百分点, 导致 2 季度盈利能力环比有所下滑。预计随着汽车旺季的到来, 下半年公司盈利能力将有所改善。

■ **重视换帅影响, 国企改革有望加速推进。**本次徐留平调任一汽集团董事长, 体现了中央对重振一汽的期望。徐留平任职后明确表示要全力以赴打造自主品牌, 继续抓好合资合作, 并强调按照中央关于国有企业全面深化改革的要求, 推进一汽改革。在徐留平执掌长安汽车集团期间, 将长安汽车打造成为首个销量超过百万的自主乘用车品牌, 展现其有能力重振一汽。重振一汽需集中资源干大事, 徐留平的调任有望加快一汽集团整体上市进程, 从前期一汽集团和东风汽车的合作和地位对等来看, 两者合并或将变为现实。

评级面临的主要风险

■ 1) 换帅后对一汽集团改革力度不及预期; 2) 一汽集团整体上市进程不及预期; 3) 销量低于预期。

估值

■ 我们下调了对公司的盈利预测, 预计 2017-2019 年每股收益分别为 0.41 元、0.53 元与 0.57 元, 考虑到公司业绩触底反弹并有国企改革预期, 给予 30 倍 18 年市盈率, 目标价由 18.10 元下调至 15.80 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	26,664	22,710	32,242	40,943	43,739
变动(%)	(21)	(15)	42	27	7
净利润(人民币 百万)	53	(954)	669	858	926
全面摊薄每股收益(人民币)	0.033	(0.586)	0.411	0.527	0.569
变动(%)	(64.8)	(1,902.4)	170.1	28.3	7.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.474	0.538	0.587
调整幅度(%)			(13.3)	(2.0)	(3.0)
全面摊薄市盈率(倍)	317.5	(17.6)	25.1	19.6	18.1
价格/每股现金流量(倍)	20.0	29.6	12.2	17.2	7.5
每股现金流量(人民币)	0.52	0.35	0.84	0.60	1.38
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.9	(100.8)	9.3	7.7	6.3
每股股息(人民币)	0.043	0.000	0.041	0.053	0.057
股息率(%)	0.4	n.a.	0.4	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 一汽轿车业绩摘要

(人民币, 百万)	2016H1	2017H1	同比变动(%)
营业总收入	8,490.5	13,401.3	57.8
营业利润	(983.7)	548.4	155.8
净利润	(876.1)	433.1	149.3
归属于上市公司股东的净利润	(826.1)	270.5	132.7
扣非后净利润	(849.1)	253.5	129.9
销售成本	7,238.8	10,005.1	38.2
毛利润	1,251.7	3,396.2	171.3
销售费用	1,112.6	1,318.5	18.5
管理费用	742.3	879.7	20.0
财务费用	50.5	19.9	(60.5)
资产减值损失	1.6	2.0	24.5
销售费用率(%)	13.1	9.8	
管理费用率(%)	8.7	6.6	
财务费用率(%)	0.6	0.1	
毛利率(%)	14.7	25.3	
净利率(%)	(10.3)	3.2	

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	26,664	22,710	32,242	40,943	43,739
销售成本	(22,582)	(19,557)	(26,354)	(33,475)	(35,829)
经营费用	(3,005)	(3,329)	(4,121)	(5,455)	(5,800)
息税折旧前利润	1,077	(176)	1,768	2,014	2,110
折旧及摊销	(1,084)	(1,116)	(1,153)	(1,176)	(1,199)
经营利润(息税前利润)	(7)	(1,292)	615	837	911
净利息收入/(费用)	(130)	(108)	(56)	(56)	(55)
其他收益/(损失)	223	407	266	266	273
税前利润	86	(992)	825	1,047	1,129
所得税	(25)	(11)	(124)	(157)	(169)
少数股东权益	8	(48)	32	32	33
净利润	53	(954)	669	858	926
核心净利润	71	(1,051)	735	924	994
每股收益(人民币)	0.033	(0.586)	0.411	0.527	0.569
核心每股收益(人民币)	0.044	(0.646)	0.451	0.568	0.611
每股股息(人民币)	0.043	0.000	0.041	0.053	0.057
收入增长(%)	(21)	(15)	42	27	7
息税前利润增长(%)	(81)	17,797	148	36	9
息税折旧前利润增长(%)	3	(116)	1,104	14	5
每股收益增长(%)	(65)	(1,902)	170	28	8
核心每股收益增长(%)	(19)	(1,578)	170	26	8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	86	(992)	825	1,047	1,129
折旧与摊销	1,084	1,116	1,153	1,176	1,199
净利息费用	130	108	56	56	55
运营资本变动	(1,113)	140	1,730	(353)	313
税金	(17)	(59)	(124)	(157)	(169)
其他经营现金流	670	255	(2,267)	(792)	(283)
经营活动产生的现金流	840	568	1,373	978	2,244
购买固定资产净值	(122)	(377)	160	160	160
投资减少/增加	(198)	152	254	254	260
其他投资现金流	(519)	204	(320)	(320)	(320)
投资活动产生的现金流	(840)	(21)	94	94	100
净增权益	(70)	0	(67)	(86)	(93)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(41)	(138)	(120)	(159)	(276)
融资活动产生的现金流	(111)	(111)	(134)	(142)	(148)
现金变动	(111)	436	1,333	930	2,197
期初现金	744	632	1,068	2,401	3,331
公司自由现金流	(0)	547	1,467	1,072	2,344
权益自由现金流	130	655	1,523	1,128	2,399

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	632	1,068	2,401	3,331	5,528
应收帐款	4,715	6,416	6,334	10,532	8,385
库存	3,306	2,806	4,967	5,521	5,490
其他流动资产	202	341	318	448	423
流动资产总计	8,855	10,632	14,020	19,833	19,826
固定资产	5,934	5,395	4,580	3,744	2,887
无形资产	1,233	856	677	497	314
其他长期资产	1,984	2,099	2,153	2,239	2,324
长期资产总计	9,151	8,350	7,410	6,480	5,525
总资产	18,038	19,049	21,415	26,216	25,171
应付帐款	4,722	6,422	7,941	10,411	9,475
短期债务	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	2,128	2,474	2,699	4,237	3,254
流动负债总计	8,850	10,896	12,640	16,648	14,728
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	443	479	479	467	475
股本	1,628	1,628	1,628	1,628	1,628
储备	7,076	6,050	6,652	7,425	8,258
股东权益	8,704	7,678	8,280	9,052	9,886
少数股东权益	33	(15)	17	49	82
总负债及权益	18,038	19,049	21,415	26,216	25,171
每股帐面价值(人民币)	5.35	4.72	5.09	5.56	6.07
每股有形资产(人民币)	4.59	4.19	4.67	5.26	5.88
每股净负债/(现金)(人民币)	0.84	0.57	(0.25)	(0.82)	(2.17)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.0	(0.8)	5.5	4.9	4.8
息税前利润率(%)	(0.0)	(5.7)	1.9	2.0	2.1
税前利润率(%)	0.3	(4.4)	2.6	2.6	2.6
净利率(%)	0.3	(4.6)	2.3	2.3	2.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	(0.1)	(12.0)	11.0	15.0	16.6
净权益负债率(%)	15.7	12.2	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	317.5	(17.6)	25.1	19.6	18.1
核心业务市盈率(倍)	236.4	(16.0)	22.9	18.2	16.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	414.2	(28.0)	40.1	31.9	29.6
市净率(倍)	1.9	2.2	2.0	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	20.0	29.6	12.2	17.2	7.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.9	(100.8)	9.3	7.7	6.3
周转率					
存货周转天数	60.7	57.0	53.8	57.2	56.1
应收帐款周转天数	74.3	89.5	72.2	75.2	78.9
应付帐款周转天数	81.9	89.6	81.3	81.8	83.0
回报率					
股息支付率(%)	102.6	n.a.	9.1	9.3	9.3
净资产收益率(%)	0.8	(12.8)	9.2	10.6	10.5
资产收益率(%)	(0.0)	(7.0)	2.6	3.0	3.0
已运用资本收益率(%)	0.1	(2.3)	1.7	2.0	2.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

本报告期内含保密信息，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，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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371