一汽轿车

徐留平到任开启一汽集团改革大幕

2017 年以来马自达 CX-4、全新阿特兹与奔腾 X40 销量亮眼，带动公司业绩扭亏为盈。徐留平调任一汽集团董事长后动作频频，调整组织架构，整合集团资源做大做强自主品牌；密集调整人事，任用贤能，全员竞聘激发员工活力；完全剥离红旗资产，理顺公司各条业务线；一汽、东风、长安三大央企签订战略合作协议，强强联合，共享新兴领域研究成果，尽快推出成熟可落地产品。手段犀利精准，换帅后的巨大影响正在逐渐体现。一汽集团改革正在路上，徐留平的调任有望加快一汽集团整体上市进程。考虑到公司向一汽股份转让红旗剩余资产预计增厚全年利润 1 亿元，我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.31 元、0.35 元和 0.43 元，维持目标价 18.00 元与买入评级。

支撑评级的要点

- **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。徐留平到任后动作频频，调整组织架构，整合集团资源做大做强自主品牌；密集调整人事，任用贤能，全员竞聘激发员工活力；完全剥离红旗资产，理顺公司各条业务线；一汽、东风、长安三大央企签订战略合作协议，强强联合，共享新兴领域研究成果，尽快推出成熟可落地产品。手段犀利精准，换帅后的巨大影响正在逐渐体现。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，一汽集团改革正在路上，徐留平的调任有望加快一汽集团整体上市进程。
- **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维持在 1 万辆左右，奔腾 X40 上市后快速成为奔腾品牌主力车型，11 月销量破万辆，1-11 月公司实现整车销售 22.8 万辆，同比增长 21.1%，使得营业收入大幅增长，扭亏为盈。公司公告拟向控股股东一汽股份转让红旗产品零部件相关的固定资产和存货，作价 2.9 亿元，预计增厚 2017 年利润约 1 亿元。公司完全剥离红旗资产后轻装上阵，将全力聚焦奔腾、马自达业务，预计公司全年销量有望超 25 万辆，业绩迎来触底反弹。

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

- 考虑到公司向一汽股份转让红旗剩余资产预计增厚全年利润 1 亿元，我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.31 元、0.35 元和 0.43 元，考虑到公司业绩触底反弹并有国企改革预期，维持目标价 18.00 元与**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	31,610	38,881	41,459
变动(%)	(21)	(15)	39	23	7
净利润(人民币 百万)	53	(954)	510	576	706
全面摊薄每股收益(人民币)	0.033	(0.586)	0.314	0.354	0.434
变动(%)	(64.8)	(1,902.4)	(153.5)	12.9	22.5
全面摊薄市盈率(倍)	330.7	(18.3)	34.3	30.4	24.8
价格/每股现金流量(倍)	20.9	30.9	13.5	24.2	8.7
每股现金流量(人民币)	0.52	0.35	0.79	0.45	1.24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.5	(104.8)	11.8	9.8	7.8
每股股息(人民币)	0.043	0.000	0.031	0.035	0.043
股息率(%)	0.4	n.a.	0.3	0.3	0.4

资料来源：公司数据及中银证券预测

买入 67%↑

目标价格：人民币 18.00

000800.CH

价格：人民币 10.76

目标价格基础：58 倍 17 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	(1.9)	(0.9)	(21.8)	(1.3)
相对深证成指	(9.5)	(0.5)	(21.4)	(10.0)

发行股数(百万)	1,628
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	15,190
3 个月日均交易额(人民币 百万)	280
净负债比率(%)(2018E)	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 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
投资咨询资格编号:S1300517060001

**魏敏为本报告重要贡献者*

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**	**31,610**	**38,881**	**41,459**
销售成本	(22,582)	(19,557)	(25,956)	(31,851)	(33,994)
经营费用	(3,005)	(3,329)	(4,199)	(5,347)	(5,615)
息税折旧前利润	**1,077**	**(176)**	**1,455**	**1,682**	**1,851**
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)**	**301**	**505**	**651**
净利息收入/(费用)	(130)	(108)	(56)	(56)	(55)
其他收益/(损失)	223	407	393	266	273
税前利润	**86**	**(992)**	**638**	**715**	**869**
所得税	(25)	(11)	(96)	(107)	(130)
少数股东权益	8	(48)	32	32	33
净利润	**53**	**(954)**	**510**	**576**	**706**
核心净利润	**71**	**(1,051)**	**595**	**642**	**774**
每股收益 (人民币)	0.033	(0.586)	0.314	0.354	0.434
核心每股收益 (人民币)	0.044	(0.646)	0.366	0.394	0.475
每股股息 (人民币)	0.043	0.000	0.031	0.035	0.043
收入增长(%)	(21)	(15)	39	23	7
息税前利润增长(%)	(81)	17,797	(123)	68	29
息税折旧前利润增长(%)	3	(116)	(926)	16	10
每股收益增长(%)	(65)	(1,902)	(153)	13	23
核心每股收益增长(%)	(19)	(1,578)	(157)	8	21

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	2,337	3,042	5,037
应收帐款	4,715	6,416	6,083	9,933	7,999
库存	3,306	2,806	4,852	5,129	5,319
其他流动资产	202	341	309	422	408
流动资产总计	**8,855**	**10,632**	**13,582**	**18,525**	**18,763**
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**	**20,978**	**24,909**	**24,108**
应付帐款	4,722	6,422	7,728	9,736	9,133
短期债务	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	2,128	2,474	2,616	4,001	3,127
流动负债总计	**8,850**	**10,896**	**12,344**	**15,737**	**14,260**
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	6,509	7,028	7,663
股东权益	**8,704**	**7,678**	**8,137**	**8,656**	**9,291**
少数股东权益	33	(15)	17	49	82
总负债及权益	**18,038**	**19,049**	**20,978**	**24,909**	**24,108**
每股帐面价值 (人民币)	5.35	4.72	5.00	5.32	5.71
每股有形资产 (人民币)	4.59	4.19	4.58	5.01	5.52
每股净负债/(现金)(人民币)	0.84	0.57	(0.21)	(0.64)	(1.87)

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)	638	715	869
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	1,693	(602)	532
税金	(17)	(59)	(96)	(107)	(130)
其他经营现金流	670	255	(2,152)	(514)	(504)
经营活动产生的现金流	**840**	**568**	**1,293**	**724**	**2,021**
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	(51)	(58)	(71)
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)**	**(118)**	**(114)**	**(126)**
现金变动	(111)	436	1,269	705	1,995
期初现金	744	632	1,068	2,337	3,042
公司自由现金流	(0)	547	1,387	818	2,121
权益自由现金流	130	655	1,443	874	2,176

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)	4.6	4.3	4.5
息税前利润率(%)	(0.0)	(5.7)	1.0	1.3	1.6
税前利润率(%)	0.3	(4.4)	2.0	1.8	2.1
净利率(%)	0.3	(4.6)	1.8	1.6	1.9
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)	5.4	9.0	11.8
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	0.9
估值					
市盈率 (倍)	330.7	(18.3)	34.3	30.4	24.8
核心业务市盈率(倍)	246.3	(16.7)	29.4	27.3	22.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	411.9	(27.9)	49.2	45.6	37.9
市净率 (倍)	2.0	2.3	2.2	2.0	1.9
价格/现金流 (倍)	20.9	30.9	13.5	24.2	8.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.5	(104.8)	11.8	9.8	7.8
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	81.7	82.0	83.1
回报率					
股息支付率(%)	102.6	n.a.	8.9	9.0	9.1
净资产收益率 (%)	0.8	(12.8)	7.3	7.6	8.6
资产收益率 (%)	(0.0)	(7.0)	1.3	1.9	2.3
已运用资本收益率(%)	0.1	(2.3)	1.3	1.4	1.6

资料来源：公司数据及中银证券预测