

一汽轿车

新产品渐露峥嵘

000800

增持/ 维持评级

股 价	2010-01-13
RMB22.22	

基础数据

总股本 (百万股)	1628
流通 A 股 (百万股)	1412
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	31369

财务数据

市净率 (X)	5.24
TRACING P/E (X)*	31.82
EPS (元)	0.55
股息率 (%)	1.58

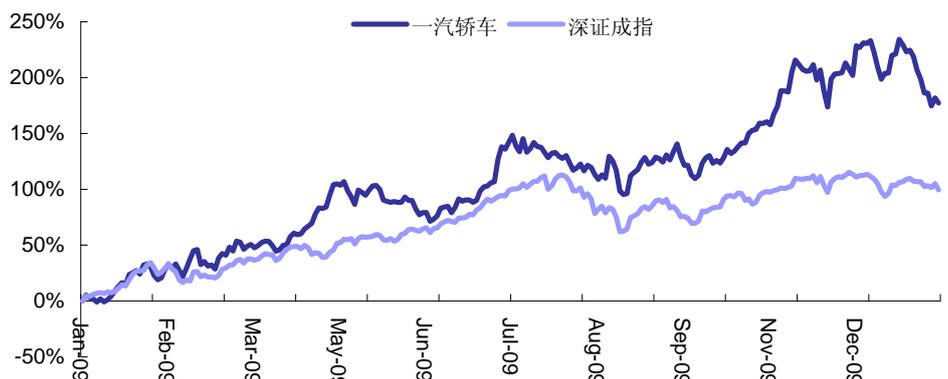
*最近四季盈利计算。

相关研究

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	20245.5	19119.8	28613	37413	41,713
(+/-%)	48.7	21.1	41.53	30.75	11.49
归属母公司净利润(百万元)	1087.5	899.4	1,558	2,029	2,376
(+/-%)	89.6	5.8	44	30	17
EPS(元)	0.67	0.55	0.95	1.25	1.46
P/E(倍)	33.3	40.2	23.39	17.78	15.32

- 调 2009 年和 2010 年每股盈利预测至 0.95 元 (上调 17%) 和 1.25 元 (上调 24%)。导致我们对公司盈利前景预期大幅提升的原因是: 4 季度超预期的销售表现; 新产品积极的定价调整策略; 更好的产品销售结构。
- 采用借鉴合作伙伴车型设计理念和共享关键部件的方式, 奔腾 B50 如 B70 一样短期内即获得了市场认可, 月产销量已经稳步攀升至 6000 辆以上水平。马自达 6 睿翼因过高的定价而一度销售低迷, 前景暗淡, 但 2.0 产品的及时推出和产品降价策略有效扭转了这一被动局面, 12 月睿翼销量已经超过 5000 辆, 意味着艰难的市场导入期基本度过。
- 2010 年预计公司将实现 25.5 万辆销量, 增长幅度约 35%, 增量将主要来自马自达 6 睿翼 (3.3 万辆) 和 B50 (由于产能瓶颈, 我们谨慎估计增长量约 2.9 万辆)。虽然原材料成本可以预见的上升会削弱产品个体的盈利能力, 但产品结构的改善仍将使得综合销售毛利率水平在 2010 年有小幅上升。
- 公务车对自主品牌轿车采购比例的强制措施有利于公司。从公务车采购特点看, A 级以上车型将是采购车型主流。自主品牌 A 级以上车型主要包括一汽奔腾系、上汽荣威系、奇瑞系和比亚迪 F6, 我们认为一汽奔腾车系将是公务车自主品牌轿车强制采购措施的主要受益产品。

最近 52 周股价表现



分析师
姚宏光
+755-82492723
yaohg@lhqz.com

上调盈利预测

上调 2009 年和 2010 年每股盈利预测至 0.95 元 (上调 17%) 和 1.25 元 (上调 24%)。导致我们对公司盈利前景预期大幅提升的原因是: 4 季度超预期的销售表现; 新产品积极的定价调整策略; 更好的产品销售结构。

原材料成本的上涨对以中高级车为主的公司产品结构形成的成本冲击会比较小, 公务车的自主品牌强制采购比例政策公司是主要受益者之一, 奔腾 B50 出色的销售进一步表明公司自主品牌产品开发路径的成功, 因此而为市场份额的持续提升和盈利的稳步增长提供了扎实的基础。公司 2010 年和 2011 年的盈利增长曲线更为清晰。

行业估值水平的下降表明市场对景气持续和由于材料成本等因素导致的利润率水平压力的担忧。2009 年中国汽车销量达到了 1364 万辆, 成为全球第一大汽车消费国, 但轿车销量仅为 747 万辆, 与美国超过 90% 的乘用车 (包括以乘用车为主的皮卡) 占比相比, 中国距离成熟阶段的汽车消费结构仍有巨大的改变空间, 乘用车仍是空间最大、成长性最好的汽车子行业。我们认为具有普及消费特征的本轮乘用车景气周期在未来 2 年仍将延续, 宏观经济向好也将助力汽车消费的繁荣。与此同时, 基于我们对经济整体形势和钢铁等行业产能供给均衡的理解, 我们认为材料成本的上涨幅度还不足以改变汽车行业盈利的增长趋势。

估值已具备较高的安全边际, 公司仍然是乘用车类上市公司较佳的配置选择。

表 1 利润预测表

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	13,618	20,217	28,613	37,413	41,713
减: 营业成本	10,434	15,721	22,201	29,059	32,347
销售毛利率(%)	23.38%	22.24%	22.49%	22.62%	22.72%
减: 营业税金及附加	805	970	1,396	1,816	2,028
减: 营业费用	964	1,658	2,346	3,068	3,379
减: 管理费用	472	647	916	1,122	1,251
减: 财务费用	-26.49	-85	-85	-58	-23
加: 投资净收益	87	98	78	82	86
营业利润	701	1,308	1,891	2,453	2,866
二、利润总额					
加: 营业外收支净额	-14	-33	-30	-26	-30
利润总额	687	1,274	1,861	2,427	2,837
三、净利润					
减: 所得税	120	178	279	364	425
四、归属于母公司净利润					
减: 少数股东损益	13.62	13	24	34	35
归属母公司净利润	553	1,083	1,558	2,029	2,376
EPS(摊薄)	0.34	0.67	0.92	1.25	1.46

数据来源: 华泰联合证券研究所

新产品继续赢得成功

采用借鉴合作伙伴车型设计理念和共享关键部件的方式，奔腾 B50 如 B70 一样短期内即获得了市场认可，月产销量已经稳步攀升至 6000 辆以上水平，考虑到产能限制，未来实际表现可能较 B70 更优。而共线式生产也使得其维持高性价比前提下作出盈利贡献成为可能。马自达 6 睿翼因过高的定价而一度销售低迷，前景暗淡，但 2.0 产品的及时推出和产品降价策略有效扭转了这一被动局面，12 月睿翼销量已经超过 5000 辆，意味着艰难的市场导入期基本度过。

2010 年预计公司将实现 25.5 万辆轿车销量，增长幅度约 35%，增量将主要来自马自达 6 睿翼（3.3 万辆）和 B50（由于产能瓶颈，我们谨慎估计增长量约 2.9 万辆）。虽然原材料成本可以预见的上升会削弱产品个体的盈利能力，但产品结构的改善仍将使得综合销售毛利率水平在 2010 年有小幅上升。

	2008	2009	2010E	2011E
红旗系列及其他	2268	776	750	750
奔腾 B70	53,000	53,900	60,000	65,000
老款马自达 6	69,000	81,648	80,000	60,000
马自达 6 睿翼		17,357	50,000	80,000
奔腾 B50		36,138	65,000	100,000
合计		188,148	255,750	305,750

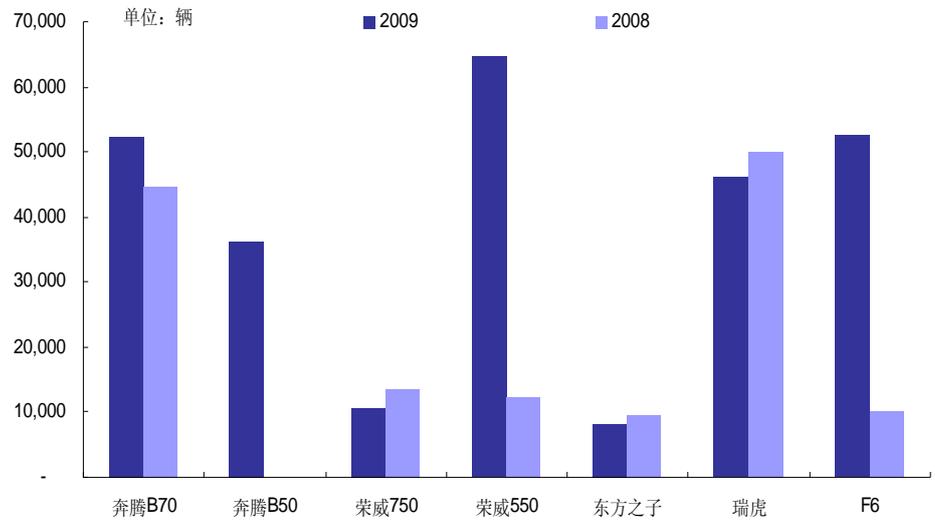
数据来源：中国汽车工业协会

公务车采购强制措施利好公司

公务车对自主品牌轿车采购比例的强制措施有利于公司。从公务车采购特点看，A 级以上车型将是采购车型主流。2008 年公务车采购总量约 40 万辆，以年增长率 8% 计算，2010 年和 2011 年采购总量估计约 47 万辆和 51 万辆，自主品牌的采购量将分别达到 23.5 万辆和 25.5 万辆。

自主品牌 A 级以上车型主要包括一汽奔腾系、上汽荣威系、奇瑞系和比亚迪 F6，如简单假设市场均分，则奔腾系仅公务车市场的销量就可达 6 万辆左右。我们认为一汽奔腾车系将是公务车自主品牌轿车强制采购措施的主要受益产品。

图1 A级以上自主品牌乘用车销量比较



数据来源：中国汽车工业协会

表 3 财务报表预测

资产负债表				利润表			
会计年度	2008E	2009E	2010E	会计年度	2008E	2009E	2010E
流动资产	6314	9937	12302	营业收入	20217	28613	37413
现金	1926	2388	2207	营业成本	15721	22201	29059
应收账款	200	226	287	营业税金及附加	970	1396	1816
其它应收款	72	102	127	营业费用	1658	2346	3068
预付账款	75	272	352	管理费用	647	916	1122
存货	1305	3227	3921	财务费用	-85	-58	-23
其他	2736	3722	5409	资产减值损失	96	0	0
非流动资产	3860	5107	6162	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	711	711	711	投资净收益	98	78	82
固定资产	1803	3009	4045	营业利润	1308	1891	2453
无形资产	373	321	327	营业外收入	2	3	3
其他	972	1066	1079	营业外支出	36	33	29
资产总计	10174	15043	18464	利润总额	1274	1861	2427
流动负债	3485	7117	8962	所得税	178	279	364
短期借款	0	758	1083	净利润	1096	1582	2063
应付账款	2673	5053	6243	少数股东损益	13	24	34
其他	813	1306	1636	归属于母公司净利润	1083	1558	2029
非流动负债	53	35	35	EBITDA	1590	2375	3258
长期借款	0	0	0	EPS (元)	0.67	0.96	1.25
其他	53	35	35				
负债合计	3538	7152	8997	主要财务比率			
少数股东权益	68	91	126	会计年度	2008E	2009E	2010E
股本	1628	1628	1628	成长能力			
资本公积	2485	2485	2485	营业收入	48.5%	41.5%	30.8%
留存收益	2253	3486	5026	营业利润	86.7%	44.6%	29.7%
归属母公司股东权益合计	6366	7599	9139	归属于母公司净利润	95.9%	43.9%	30.2%
负债和股东权益	9972	14842	18262	获利能力			
				毛利率	22.2%	22.4%	22.3%
现金流量表			单位:百万元	净利率	5.4%	5.4%	5.4%
会计年度	2008E	2009E	2010E	ROE	17.0%	20.5%	22.2%
经营活动现金流	1270	1791	1798	ROIC	30.2%	33.5%	32.3%
净利润	1096	1582	2063	偿债能力			
折旧摊销	367	542	828	资产负债率	35.5%	48.2%	49.3%
财务费用	-85	-58	-23	净负债比率			
投资损失	-98	-78	-82	流动比率	1.81	1.40	1.37
营运资金变动	-158	-457	-1052	速动比率	1.42	0.93	0.93
其它	148	261	64	营运能力			
投资活动现金流	-1458	-1806	-1841	总资产周转率	2.05	2.27	2.23
资本支出	1015	1830	1883	应收账款周转率	66	60	57
长期投资	274	0	-14	应付账款周转率	5.99	5.75	5.15
其他	-168	25	28	每股指标 (元)			

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。