2010 年 03 月 23 日

一汽轿车（000800）

业绩略超预期，成长确定性强

评级：增持（首次）

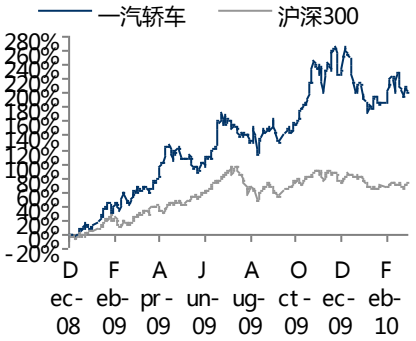
投资要点：

- **2009 年整体经营情况**：公司全年实现营业收入 2,774,450.11 万元，比上年同期增长 37.04%，实现净利润 162,903.12 万元，比上年同期增长了 49.80%。每股收益为 1.00 元。
- **盈利及经营指标大幅改善**：2009 年公司综合毛利率为 22.10%，并呈逐季回升的态势，四季度单季的毛利率已达到 23.37%，为同期较高水平。经营性现金流增加了 83.41%，应收账款的周转天数仅 1.77 天，2008 年为 2.39 天；存货周转天数为 23.27，比去年同期下降了 12.78 天，缩短三分之一以上。整体看，公司经营效率和盈利能力均处于历史较高的水平。
- **2010 年销量预测**：公司 2010 年的经营目标为 24 万辆，同比增长约 28%左右。老马 6 以及奔腾 B70 两款产品将趋于稳定，预计月均销量分别达到 5000 辆和 4200 辆的水平，而新马 6 睿翼将与老马 6 平分秋色，预计月均销量将上升至 5000 辆左右，奔腾 B50 车型从目前的销售趋势看，市场认可度极高，预计该车型的销量将可达到月均 6000 辆的水平。
- **盈利预测**：预计公司 2010 年至 2011 年每股收益为 1.33 和 1.40 元，对应目前的动态市盈率为 20.98 倍和 15.77 倍，估值基本合理。由于一汽集团整体上市预期强烈，受此影响，公司股价仍有溢价空间，我们给予公司“增持”的投资评级。

	2009	2010	2011	2012
营业收入（百万元）	27744.50	33756.17	34849.78	40077.25
同比（%）	37.04%	21.67%	3.24%	15.00%
净利润（百万元）	1629.03	2162.93	2277.04	2601.63
同比（%）	49.80%	32.77%	5.28%	14.25%
毛利率（%）	22.10%	22.57%	22.30%	22.32%
ROE（%）	21.04%	23.44%	21.10%	20.69%
每股收益（元）	1.00	1.33	1.40	1.60
P/E	21.95	16.53	15.70	13.74
P/B	4.62	3.87	3.31	2.84

李寅康
执业证书号：S0600209100122
0512-62938653
liyk@gsjq.com.cn

一汽轿车与沪深 300 指数走势比较图



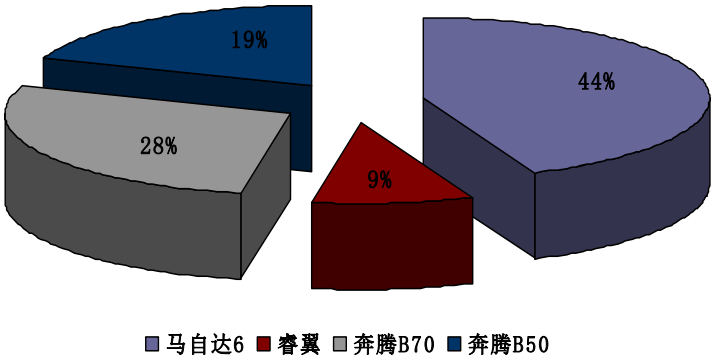
市场数据	2010 年 03 月 23 日
总股本（万股）	162750.00
流通A股（万股）	141174.08
收盘价（元）	21.97
6个月换手率（%）	109.14

财务数据	2009
主营收入（亿元）	191.20
净利润（亿元）	8.94
摊薄每股收益（元）	0.55
每股净资产（元）	4.24

1. 2009 年整体经营情况

公司全年实现营业收入 2,774,450.11 万元，比上年同期增长了 37.04%，实现归属于上市公司股东净利润 162,903.12 万元，比上年同期增长了 49.80%。对应每股收益为 1.00 元。主力车型中，马 6 全年共销售 81382 辆，同比增长了 16.60%，奔腾 B70 销售 52222 辆，同比增长了 4.41%。2009 年 4 月，Mazda6 睿翼 2.5L 车型正式上市，销量势头良好，共售出 17328 辆，月销量已稳定在 2500 辆以上。2009 年 5 月，公司又推出全新车型奔腾 B50，至去年 12 月底已卖出 36138 辆，从逐月上升的月销量趋势来看，已完全被市场所认可。

图 1：销量构成

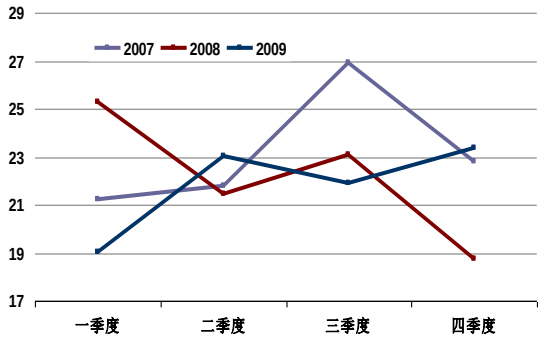


来源：中汽协，东吴证券研究所整理

2. 盈利及经营指标大幅改善

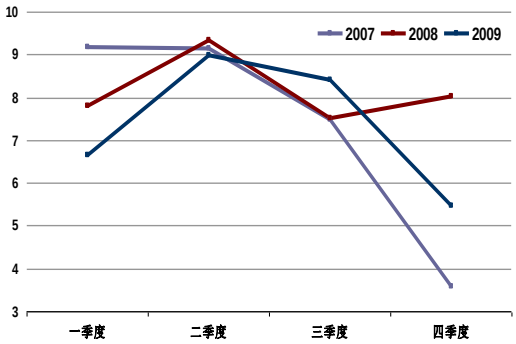
2009 年公司综合毛利率为 22.10%，并呈逐季回升的态势，四季度单季的毛利率已达到 23.37%，为同期较高水平。销售费用同比分别增长 22.28%，主要源于三包费用、广告费以及运费的增加。而研究开发费、薪酬及技术提成费的增加则致使管理费用增长了 43.40%，增速略超主营收入的增长。但目前期间费用率仅为 10.52%，为同期最低水平。其经营性指标也有较大的提升。经营性现金流增加了 83.41%，应收账款的周转天数仅 1.77 天，2008 年为 2.39 天；存货周转天数为 23.27，比去年同期下降了 12.78 天，缩短三分之一以上。整体看，公司经营效率和盈利能力均处于历史较高的水平。

图 2：单季度毛利率变动情况



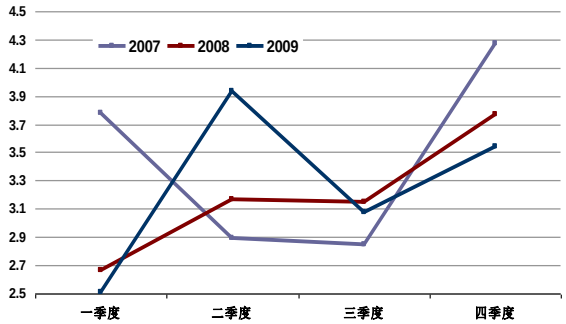
来源：东吴证券研究所整理

图 3：单季度营业费用率变动情况



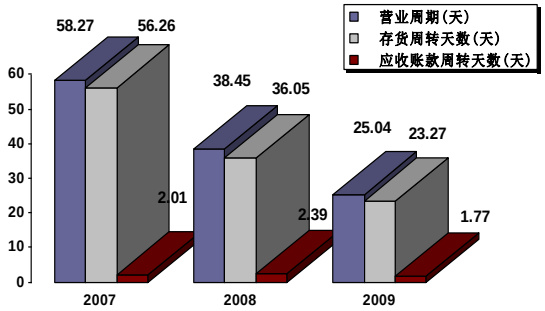
来源：东吴证券研究所整理

图 4：单季度管理费用率变动情况



来源：东吴证券研究所整理

图 5：经营指标变动情况



来源：东吴证券研究所整理

3. 2010 年销量预测

公司 2010 年的经营目标为 24 万辆，同比增长约 28%左右。公司目前正在运作的一工厂产能为 20 万辆，目前产能扩建工程正在建设中，新增产能为 20 万辆，预计今年年底可逐步释放产能。公司生产线特点是混线生产，即一条生产线可生产老马自达 6、新马自达 6-睿翼、奔腾 B70、奔腾 B50 等 4 款车型，公司可根据其市场需求进行车型间的产能调整，这样可实现其产能利用率的最大化。从分产品的产销数据看，老马 6 以及奔腾 B70 两款产品将趋于稳定，预计月均销量分别达到 5000 辆和 4200 辆的水平，而新马 6 睿翼将与老马 6 平分秋色，预计月均销量将上升至 5000 辆左右，奔腾 B50 车型从目前的销售趋势看，市场认可度极高，一月销量达到惊人的 8882 辆，是目前一汽大众单款车型月度销量之最，大有赶超马 6 之势。我们预计该车型的销量将可达到月均 6000 辆的水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 发动机项目

公司于 2009 年 12 月决定投资 5.3 亿元建设 V6 发动机项目，以满足公司对中高级轿车动力总成的需要。预计在 2012 年达到具有年产 5 万台 V6 发动机总成的生产能力。该款发动机主要为一汽自主开发的中高级轿车配套。公司 2010 年暂时没有新车型上市计划，预计在 2012 年 V6 发动机达产之际，公司将有一款自主研发的中高端车型推向市场。

5. 盈利预测

预计公司 2010 年至 2011 年主营收入分别为 338 亿元和 348 亿元，归属母公司净利润 21.63 亿元和 22.77 亿元，折合每股收益为 1.33 和 1.40 元，对应目前的动态市盈率为 20.98 倍和 15.77 倍，估值基本合理。由于一汽集团整体上市预期强烈，受此影响，公司股价仍有溢价空间，我们给予公司“增持”的投资评级。

表 1：销量预测

	2007	2008	2009	2010	2011
马自达 6	53,994.00	69,794.00	81,382.00	60,000.00	60,000.00
马自达 6—睿翼			17,328.00	60,000.00	72,000.00
奔腾 B70	23,279.00	47,750.00	52,222.00	50,400.00	50,400.00
奔腾 B50			36,138.00	72,000.00	72,000.00
总销量	77,273.00	117,544.00	187,070.00	242,400.00	254,400.00
增速		52.12%	59.15%	29.58%	4.95%

来源：东吴证券研究所

表 2： 相对估值表

公司代码	公司简称	股价	EPS（元/股）			PE		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
000800	**一汽轿车**	20.98	0.67	1.00	1.33	31.31	20.98	15.77
600104	**上海汽车**	19.99	0.10	1.02	1.40	199.90	19.60	14.28
600418	**江淮汽车**	9.70	0.04	0.38	0.68	242.50	25.53	14.26
000625	**长安汽车**	11.57	0.01	0.46	0.88	1157.00	25.15	13.15
	行业平均					407.68	22.81	14.36

来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：三大表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	**10227.3**	**12054.6**	**14202.7**	**17270.4**
现金	2794.1	3815.2	5709.9	7550.2
应收账款	73.6	210.3	217.1	249.7
其它应收款	86.4	105.2	108.6	124.9
预付账款	225.9	212.4	198.4	182.4
存货	1499.6	2062.1	2136.3	2456.0
其他	5547.7	5649.4	5832.5	6707.3
非流动资产	**7635.6**	**7158.9**	**6733.7**	**6304.8**
长期投资	775.0	784.6	779.8	782.2
固定资产	6322.7	5958.5	5577.0	5186.2
无形资产	332.2	299.0	265.7	232.5
其他	205.7	116.9	111.2	103.9
资产总计	**17862.9**	**19213.5**	**20936.5**	**23575.2**
流动负债	**6624.9**	**6604.0**	**6747.6**	**7583.8**
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	4664.1	4951.7	5130.0	5897.6
其他	1960.7	1652.3	1617.6	1686.2
非流动负债	**49.9**	**0.0**	**0.0**	**0.0**

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	**27744.5**	**33756.2**	**34849.8**	**40077.2**
营业成本	21612.7	26138.7	27079.8	31131.6
营业税金及附加	1374.6	1658.4	1712.2	1969.0
营业费用	2024.6	2362.9	2439.5	2805.4
管理费用	920.8	1080.2	1115.2	1282.5
财务费用	-26.2	-66.1	-95.3	-132.6
资产减值损失	13.7	132.6	12.4	57.8
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	81.3	90.1	85.7	87.9
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	**1905.7**	**2539.5**	**2671.6**	**3051.4**
营业外收入	7.0	7.8	7.4	7.6
营业外支出	17.3	20.5	18.9	19.7
利润总额	**1895.5**	**2526.9**	**2660.2**	**3039.4**
所得税	250.1	342.1	360.2	411.5
净利润	**1645.4**	**2184.8**	**2300.0**	**2627.9**
少数股东损益	16.4	21.8	23.0	26.3
归属母公司净利	**1629.0**	**2162.9**	**2277.0**	**2601.6**

长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	49.9	0.0	0.0	0.0
负债合计	**6674.7**	**6604.0**	**6747.6**	**7583.8**
少数股东权益	113.4	135.3	158.3	184.6
股本	1627.5	1627.5	1627.5	1627.5
资本公积	2488.4	2488.4	2488.4	2488.4
留存收益	3515.1	4978.1	6516.3	8273.7
归属母公司股东权益	7630.9	9094.0	10632.1	12389.6
负债和股东权益	**14419.1**	**15833.3**	**17538.0**	**20157.9**

现金流量表

单位:百万元

会计年度	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
经营活动现金流	2143.7	1576.6	2447.8	2466.5
投资活动现金流	-797.4	80.5	90.5	85.5
筹资活动现金流	-545.6	-635.9	-643.6	-711.6
现金净增加额	**800.6**	**1021.2**	**1894.6**	**1840.4**

润

EBITDA	2242.3	2869.7	2991.2	3342.9
EPS（元）	1.00	1.33	1.40	1.60

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
营业收入	27744.5	33756.2	34849.8	40077.2
同比(%)	37.0%	21.7%	3.2%	15.0%
归属母公司净利润	1629.0	2162.9	2277.0	2601.6
同比(%)	49.8%	32.8%	5.3%	14.3%
毛利率(%)	22.1%	22.6%	22.3%	22.3%
ROE(%)	21.0%	23.4%	21.1%	20.7%
净利率(%)	5.9%	6.4%	6.5%	6.5%
资产负债率(%)	46.3%	41.7%	38.5%	37.6%
每股收益(元)	1.00	1.33	1.40	1.60
P/E	21.9	16.5	15.7	13.7
P/B	4.62	3.87	3.31	2.84

来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ～10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%～+5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ～20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%～+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址： http://www.gsjq.com.cn