

销量上升，费用率下降

谨慎推荐 维持评级

分析师：李丹 邮箱：lidan@chinastock.com.cn 电话：010-66568293 执业证书编号：S0130108023471

1. 事件

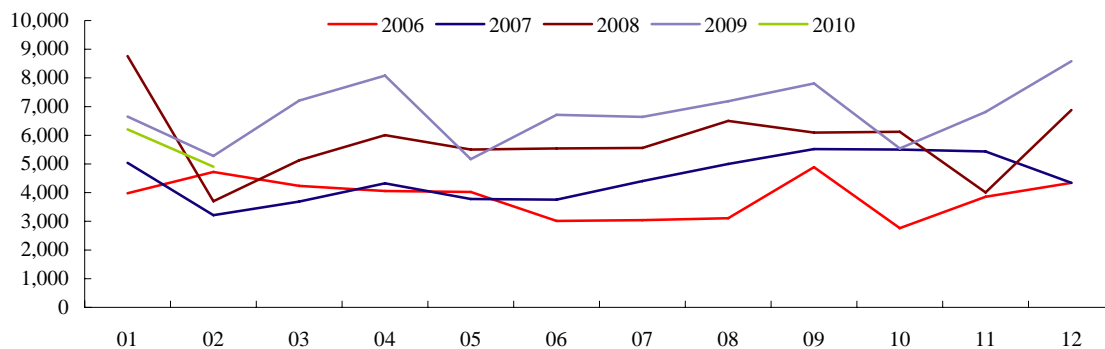
今日，一汽轿车发布2009年业绩报告。09年公司实现营业总收入277.45亿元，较2008年增长37%，归属母公司所有者净利润16.29亿元，增长49.86%，基本每股收益1元。

2. 我们的分析与判断

销量年底放量是收入增长的主要原因

公司2009年销售轿车18.8万辆，同比增长58%。销量增长快于行业平均水平的主要原因，一方面是得益于09年轿车市场的繁荣，另一方面是公司新产品推出后，公司产品谱系更加完善、合理，此外，售价高的中级车睿翼在年底销量大增，不仅为提高公司收入增长做出贡献，也有助于提升公司整体的盈利能力。

图1：马6销量12月达到高点 单位：辆



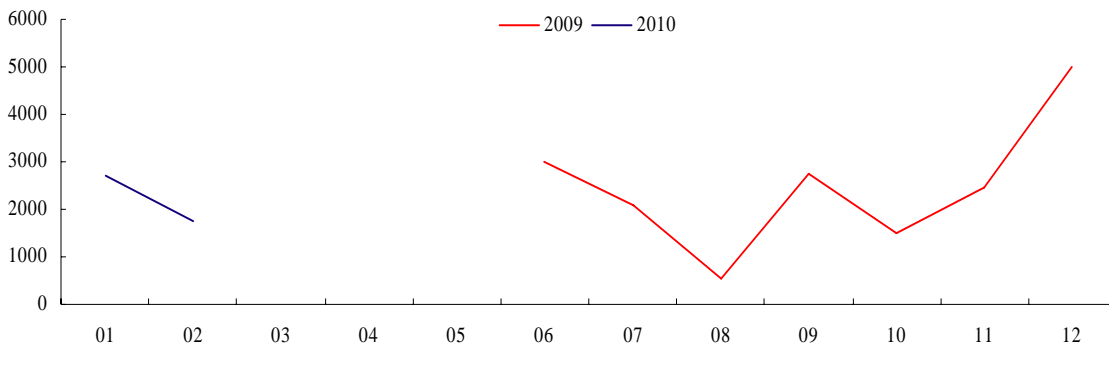
资料来源：中国银河证券研究所

图2：奔腾B70销量情况 单位：辆



资料来源：中国银河证券研究所

图 3: 中级车睿翼销量大增 提高公司盈利能力 单位: 辆

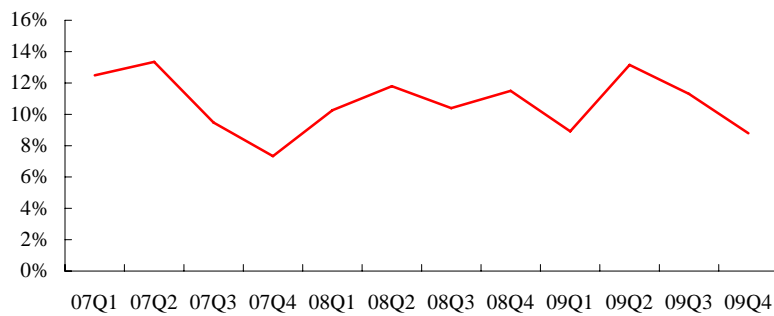


资料来源: 中国银河证券研究所

四季度三项费用率显著下降

公司 2009 年二季度先后推出奔腾 B50 以及睿翼, 由于新车型的集中投放, 导致相关销售费用、模具开发费用在上半年集中计提从而使公司三项费用率较高, 而这一情况在 2009 年四季度已完全消除, 公司销售费用率降至 5.46%, 为近年来低水平。

图 4: 公司单季三项费用率水平



资料来源: 中国银河证券研究所

2010 年经营前景良好

从公司主打车型今年以来的销量来看, 仍处于景气状态, 睿翼因 2.0L 的推出和新的产品定价策略有效扭转了前期市场导入期的被动局面。奔腾 B50 则在短期内即获得了市场认可, 月销量基本稳定在 6000 辆左右的水平。

此外, 2010 年, 公司一直以来产能受限的问题将得到缓解。目前公司一厂双班的设计产能为 20 万辆, 而在 2009 年的产量高峰达到了月均 20000 辆水平, 接近产能极限。二工厂预计在 2010 年 10 月投产, 一期项目产能将达到 10 万辆, 待二厂投产后, 奔腾系列产品将改由二厂生产, 马自达系列仍由一厂生产, 产能瓶颈会得到有效改善。

3. 投资建议

我们认为 2010 年公司产能有效提升, 睿翼有望成为新的增长点, 公司销售结构趋于优化。基于公司未来的经营前景, 我们小幅上调了公司 2010 年业绩预测至 1.24 元, 公司目前股价对应 2010 年市盈率为 17.8 倍。我们维持对公司谨慎推荐的投资评级。

公司未来主要的风险因素来自以下几方面, 第一, 国内宏观经济增长低于预期, 导致行业销量增长不达预期, 从而影响公司销量增长; 第二, 集团整体上市具体时间、方案存在不确定性。

公司报表及主要财务指标预测
表 1: 三大财务报表预测

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2306.3	1926.0	2794.1	3492.6	6138.5	营业收入	13617.5	20245.5	27744.5	34680.6	40923.1
应收票据	2292.3	2728.4	5547.7	6934.6	6166.5	营业成本	10433.9	15747.1	21612.7	26877.5	31797.3
应收账款	70.7	198.5	73.6	92.1	108.6	营业税金及附加	805.1	986.3	1374.6	1718.2	2027.5
预付款项	201.0	74.3	225.9	763.4	1399.4	销售费用	964.1	1655.7	2024.6	2531.7	3069.2
其他应收款	42.2	70.3	86.4	108.1	127.5	管理费用	472.4	642.1	920.8	1248.5	1473.2
存货	1859.5	1294.6	1499.6	1864.9	3920.2	财务费用	-26.5	-74.5	-26.2	-30.7	33.8
其他流动资产	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	354.8	96.4	13.7	0.0	0.0
长期股权投资	477.5	712.0	698.9	698.9	698.9	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1704.4	1737.3	2089.3	1295.0	1550.8	投资收益	86.9	98.9	81.3	82.9	84.6
在建工程	138.9	702.9	788.5	530.8	365.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	700.5	1291.2	1905.7	2418.3	2606.7
无形资产	88.6	372.8	332.2	62.0	53.1	营业外收支净额	-14.0	-15.1	-10.2	-10.7	-11.3
长期待摊费用	147.2	127.2	67.8	103.0	88.3	税前利润	686.5	1276.1	1895.5	2407.6	2595.4
资产总计	9571.1	10129	14419.1	16021.4	20693.3	减: 所得税	120.0	177.2	250.1	361.1	389.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	-442.5	2398.9	净利润	566.5	1099.0	1645.4	2046.5	2206.1
应付票据	0.0	0.0	188.8	234.8	277.8	归属于母公司净利润	552.9	1087.5	1629.0	2024.8	2182.8
应付账款	2576.8	2650.8	4664.1	5720.9	6768.0	少数股东损益	13.6	11.5	16.4	21.6	23.3
预收款项	785.5	519.4	777.5	1100.0	1480.5	基本每股收益	0.34	0.67	1.00	1.24	1.34
应付职工薪酬	72.9	51.9	23.4	23.4	23.4	稀释每股收益	0.34	0.67	1.00	1.24	1.34
应交税费	66.4	12.6	725.5	725.5	725.5	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	178.3	202.4	245.4	245.4	245.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	21.7%	48.7%	37.0%	25.0%	18.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	300.0	600.0	EBIT 增长率	256.6%	28.9%	49.2%	27.2%	10.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	99.9%	96.7%	49.8%	24.3%	7.8%
负债合计	3733.0	3511.6	6674.7	7957.3	12569.5	盈利性					
股东权益合计	5838.1	6618.3	7744.4	8064.1	8123.9	销售毛利率	23.4%	22.2%	22.1%	22.5%	22.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	4.1%	5.4%	5.9%	5.8%	5.3%
净利润	566	1099	1645	2046	2206	ROE	9.5%	16.4%	21.0%	25.1%	26.9%
折旧与摊销	461	378	79	111	133	ROIC	13.19%	15.67%	20.18%	24.58%	19.44%
经营活动现金流	-35	1169	1709	1198	1800	估值倍数					
投资活动现金流	-211	-1241	-655	-417	-115	PE	65.7	33.4	22.3	17.9	16.6
融资活动的现金流	-368	-532	268	-1839	961	P/S	2.7	1.8	1.3	1.0	0.9
现金净变动	-615	-604	1321	-1058	2646	P/B	6.2	5.5	4.7	4.5	4.5
期初现金余额	2932	2306	1926	2794	3493	股息收益率	0.9%	0.1%	0.2%	4.8%	5.9%
期末现金余额	2317	1702	3247	1736	6138	EV/EBITDA	24.3	21.6	17.8	13.6	12.4

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908