

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

一汽轿车 (000800)

推荐 (维持)

2010 年产品结构重心有望上移

2010年3月19日	余兵 汽车行业高级研究员 36-21-62078960 yubing006@pingan.com.cn
	王德安 汽车行业研究员 36-21-62078709 Wangdean002@pingan.com.cn

事项

一汽轿车披露 2009 年报：实现营业收入 277 亿元，同比增长 37%；净利润 16.29 亿元，增长 50%。每股收益 1 元，每股净资产 4.69 元。利润分配预案为：每 10 股派送现金 4.27 元（含税）。

主要观点

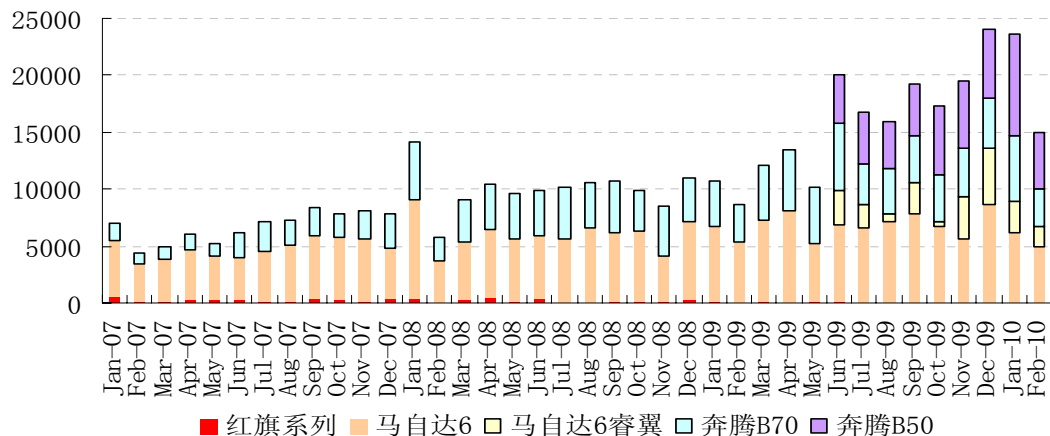
1、**销量与价格。**09年公司共销售轿车18.8万辆，其中红旗、马自达6、马自达睿翼、奔腾B70、奔腾B50依次为：776辆、8.16万辆、1.73万辆、5.27万辆、3.57万辆。09年公司总销量同比增长57%，奔腾系同比增长85%、马自达同比增长42%。

09年中公司推出马自达睿翼、奔腾B50，自09年6月上市至10年2月8个月月均销售2700、6200辆。截止09年底，公司销售结构中，奔腾系列与马自达系列比例为47：53，该比例在06年为8：82。显示自主品牌奔腾在三年间取得较大进展。

09年公司产品销售均价为14.75元，同比降低2.15万元，较06年降低5万余元，主要是由于公司产品结构变化所致。09年公司净利率达到近年历史高峰5.87%。

图表1 一汽轿车月度销量构成

单位：辆



资料来源：汽车工业协会

2、费用率降低、各项指标稳定。09年毛利率略有降低，主要由于09年汽车行业1.6L以下轿车销售增幅大幅高于1.6L以上轿车，公司产品结构中奔腾比例上升至47%、两款新品推出处于逐步爬坡期。三项费用率略有降低，净利率提高至5.9%。

09年公司研发费用2.95亿（08年为2.33亿）；09年公司固定资产折旧为3.9亿，同比增长23%，占09年净利润的25%；09年底公司固定资产20.9亿元(占公司总资产14.5%)，同比增加3.5亿，由在建工程转固所致。

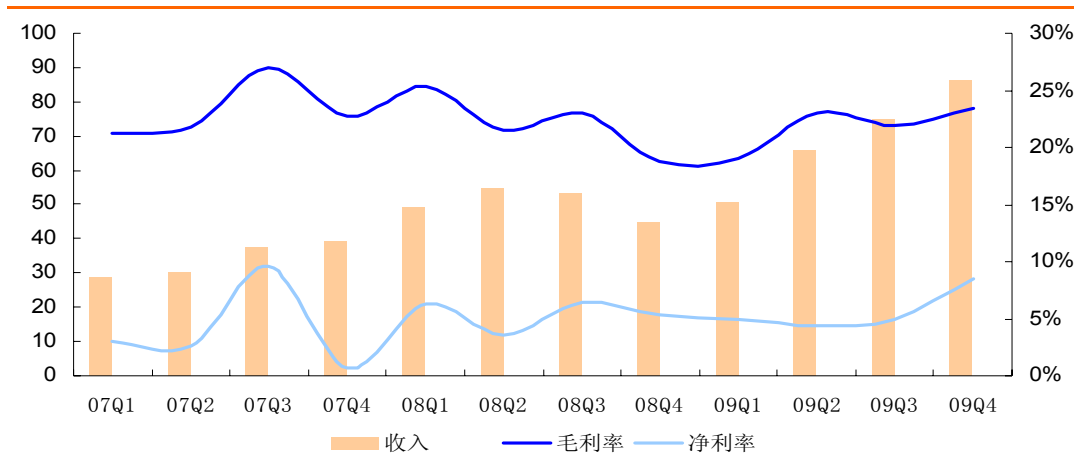
09Q4净利润率达8.5%，毛利率也为09年季度最高，达23.4%，我们判断这与第四季度公司两款新品销量稳定（尤其是小奔腾月均销量在6000台左右）有关。自08年第四季度以来，一汽轿车经营呈现逐季好转状态，预计2010年Q1将延续09Q4的良好经营态势。

图表2 一汽轿车利润历年利润简况 单位：辆、万元

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
销量	59136	56340	80496	119812	188141
均价	17.46	19.86	16.92	16.90	14.75
收入	1032712	1118802	1361751	2024546	2774450
资产减值		-120	35483	9642	1365
投资净收益	3614	5016	9312	9885	8130
净利润	33762	27653	57344	108749	162903
EPS(元)	0.21	0.17	0.35	0.67	1.00
毛利率	23.0%	18.6%	23.4%	22.2%	22.1%
销售费用率	6.1%	6.2%	6.9%	8.2%	7.3%
管理费用率	6.8%	4.4%	3.5%	3.2%	3.3%
财务费用率	0.6%	-0.8%	-0.2%	-0.4%	-0.1%
三项费率	13.5%	9.8%	10.1%	11.0%	10.5%
所得税率	22.2%	20.1%	18.0%	13.9%	13.2%
净利率	3.3%	2.5%	4.2%	5.4%	5.9%

资料来源：公司公告

图表3 一汽轿车单季度收入及利润率 单位：亿元



资料来源：公司公告

3、2010年公司经营计划。2010年公司的工作主线是增长、改变、蓄势，全年力争实现销售整车24万辆的目标，同比增长超过20%。根据公司规划，2010年公司资本支出超过15亿元。

4、2010产品结构重心有望上移。公司目前处于实现自主改观、扩大经营规模的重要时期。2010年公司没有全新产品推出，但我们预计公司产品结构重心将上移，产品均价及毛利率有提升空间，各项费用率将维持稳定。

5、投资建议。我们预测其2010年、2011年EPS分别为1.36元、1.61元。考虑集团整体上市的可能，对公司予以25倍PE，其合理价格在30元以上，维持“推荐”评级。

图表4 一汽轿车盈利预测表

单位：万元

项目	2007年	2008年	2009年	2010E	2011E
一、营业总收入	1361751	2024546	2774450	3468063	3988272
二、营业总成本	1297391	1905312	2592010	3217434	3691149
营业成本	1043394	1574707	2161268	2670408	3062993
营业税金及附加	80512	98629	137457	173403	199414
销售费用	93413	165574	202462	251435	295132
管理费用	47238	64213	92082	121382	131613
财务费用	-2649	-7453	-2623	-694	798
资产减值损失	35483	9642	1365	1500	1200
三、其他经营收益					
投资净收益	9312	9885	8130	8944	9659
四、营业利润	73672	129120	190570	259572	306782
加：营业外收入	373	860	704	800	900
减：营业外支出	1772	2365	1725	1850	2000
五、利润总额	72272	127614	189549	258522	305682
减：所得税	12994	17717	25010	34900	41267
六、净利润	59278	109896	164539	223621	264415
减：少数股东损益	1935	1147	1635	2236	2644
母公司所有者的净利润	57344	108749	162903	221385	261771
七、每股收益(元)	0.352	0.668	1.001	1.360	1.608

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

- 一汽轿车调研简报——期待来年产品结构上移（2009年12月22日）
- 汽车行业2010年投资策略——减档前行、耐力致胜（2009年12月7日）
- 一汽轿车2009年三季报点评——新车上量尚需时日（2009年10月30日）
- 一汽轿车2009中报点评——谱系渐丰、结构下移（2009年8月17日）
- 一汽轿车2009年1季报点评——09年开局良好，新车型值得期待（2009年4月29日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338

传真：（0755）82449257