

2010年4月29日

一汽轿车

1季报点评

A
买入

000800.SZ - 人民币 18.46

目标价格: 人民币 23.50 (▼28.66)

王玉笙

(8621) 6860 4866 分机 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

| | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-----------|------|------|------|------|
| 绝对(%) | (29) | (15) | (10) | 22 |
| 相对新华富时 | (11) | (7) | (3) | 6 |
| A50 指数(%) | | | | |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1,628 |
| 流通股(%) | 47 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 14,112 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 266 |
| 净负债比率(%) (2010E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 一汽集团 | 53 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

一汽轿车 1 季度录得每股收益 0.43 元, 好于预期, 主要由于期内公司毛利水平持续上升, 且 1 季度管理费用率维持低位。基于公司 09 年 4 季度和 2010 年 1 季度毛利水平的不断改善和费用控制的成效明显, 我们小幅上调对全年毛利水平的预测, 并小幅下调费用率, 我们将公司 2010-12 年每股收益预测上调至 1.47、1.80 及 2.12 元, 但由于行业整体估值的下滑, 我们将目标价格由 28.66 元下调至 23.50 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 毛利率水平显著提升。
- 预计新车在 2010 年销量逐渐步入正轨。
- 2010 年各种费率还有下降空间。

评级面临的主要风险

- 销量低于预期。
- 出于谨慎预提期间费用等导致季度间业绩波动。
- 老款车型降价负面影响盈利能力。

估值

- 按照我们的预计, 2010 年老款车型分别维持原有销量和小幅增长, 睿翼和 B50 月均销量分别为 3,200 台和 5,200 台, 预计全年销量 24 万台左右, 同比增长约 27%。我们将 2010 年每股收益预测由 1.30 元上调至 1.47 元, 将目标价格由 28.66 元下调至 23.50 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 20,245 | 27,745 | 35,236 | 42,283 | 50,739 |
| 变动(%) | 49 | 37 | 27 | 20 | 20 |
| 净利润(人民币 百万) | 1,087 | 1,629 | 2,396 | 2,929 | 3,445 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.668 | 1.001 | 1.472 | 1.799 | 2.117 |
| 变动(%) | 89.6 | 49.8 | 47.1 | 22.2 | 17.6 |
| 市场预期每股收益(人民币) | -- | 0.803 | 1.031 | 1.186 | - |
| 先前预测每股收益(人民币) | - | - | 1.303 | 1.572 | 1.893 |
| 调整幅度(%) | - | - | 13.0 | 14.5 | 11.8 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 27.6 | 18.4 | 12.5 | 10.3 | 8.7 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.72 | 1.32 | 4.20 | 2.75 | 3.26 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 25.7 | 14.0 | 4.4 | 6.7 | 5.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 16.1 | 10.7 | 6.2 | 4.5 | 3.1 |
| 每股股息(人民币) | 0.350 | 0.400 | 0.530 | 0.648 | 0.762 |
| 股息率(%) | 1.9 | 2.2 | 2.9 | 3.5 | 4.1 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

1 季度盈利好于预期

2010年1季度公司实现营业收入84.3亿元，同比增长66.4%；实现净利润7.0亿元，同比大幅增长181.9%。每股收益0.43元，大幅高于去年同期的0.15元，与去年4季度水平接近。从环比数据来看，公司1季度总体销量与去年4季度相比小幅下滑0.3%，其中主要马自达系销量季度环比下降14.4%，奔腾系列产品1季度环比增长13.5%，销售结构有所下滑，销售收入环比小幅下降2.3%。但公司1季度毛利率达到25.1%，显著高于去年同期的19%和去年4季度的23.4%。1季度公司的销售费用率又回复至较高水平，而管理费用率较低。

图表 2. 2010 年 1 季度业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2009 年 1 季度 | 2010 年 1 季度 | 同比 变动(%) | 09 年 4 季度 | 2010 年 1 季度 | 环比 变动(%) |
|-----------|----------------|----------------|-------------|--------------|----------------|-------------|
| 主营业务收入 | 5,066 | 8,429 | 66.4 | 8,625 | 8,429 | (2.3) |
| 主营业务成本 | 4,101 | 6,314 | 53.9 | 6,609 | 6,314 | (4.5) |
| 主营业务税金及附加 | 234 | 411 | 75.9 | 425 | 411 | (3.2) |
| 主营业务利润 | 731 | 1,704 | 133.0 | 1,590 | 1,704 | 7.2 |
| 销售费用 | 336 | 662 | 96.6 | 471 | 662 | 40.5 |
| 管理费用 | 127 | 241 | 90.0 | 305 | 241 | (20.8) |
| 财务费用 | (12) | (12) | 2.3 | (18) | (12) | (31.4) |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | | 14 | 0 | (100.0) |
| 营业利润 | 280 | 813 | 190.6 | 817 | 813 | (0.5) |
| 投资收益 | 16 | 28 | 66.9 | 27 | 28 | 1.9 |
| 营业外收支 | (3) | (3) | 18.3 | 2 | (3) | (253.2) |
| 利润总额 | 294 | 838 | 185.2 | 847 | 838 | (1.1) |
| 所得税 | 44 | 122 | 179.6 | 96 | 122 | 27.5 |
| 少数股东损益 | 1 | 14 | 1,030.6 | 21 | 14 | (32.7) |
| 净利润 | 249 | 701 | 181.9 | 730 | 701 | (4.0) |

资料来源：公司资料

销量环比基本持平

公司1季度销量与去年4季度相比基本持平，但马自达6和睿翼环比分别下滑16.6%和9.4%，奔腾B70和B50分别环比增长10%和16.1%。从同比数据来看，由于新车睿翼和B50的投放带来的新车净增销量，1季度销量同比增长92.7%。但老马6销量同比下滑8.7%。

图表 3.一汽轿车销量分季度列示

| 季度 | 09年 1季度 | 2010年 1季度 | 1季度 同比 | 09年 4季度 | 2010年 1季度 | 1季度 环比 |
|--------|------------|--------------|-----------|------------|--------------|-----------|
| 红旗 | 234 | 71 | (69.7) | 95 | 71 | (25.3) |
| 马自达6 | 19,142 | 17,469 | (8.7) | 20,934 | 17,469 | (16.6) |
| 马自达睿翼 | | 8,132 | | 8,978 | 8,132 | (9.4) |
| 奔腾 B70 | 12,114 | 14,149 | 16.8 | 12,867 | 14,149 | 10.0 |
| 奔腾 B50 | | 20,872 | | 17,981 | 20,872 | 16.1 |
| 合计 | 31,490 | 60,693 | 92.7 | 60,855 | 60,693 | (0.3) |

资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

预测及估值

按照我们的预计，目前预计 2010 年老款车型分别维持原有销量和小幅增长，睿翼和 B50 月均销量分别为 3,200 台和 5,200 台，预计全年销量 24 万台左右，同比增长约 27%。按照此销量预计，我们认为公司 2010 年的产品销售结构将与 09 年 4 季度相仿，销售收入增长与销量增长基本相符。我们小幅上调对毛利率的预测，并小幅降低对管理费用率的预测，将 2010-12 年每股收益预测由 1.30、1.57 和 1.89 元分别上调至 1.47、1.80 及 2.12 元，将目标价格由 28.66 元下调至 23.5 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售收入 | 20,245 | 27,745 | 35,236 | 42,283 | 50,739 |
| 销售成本 | (16,733) | (22,987) | (28,893) | (34,672) | (41,708) |
| 经营费用 | (1,759) | (2,205) | (2,750) | (3,280) | (3,947) |
| 息税折旧前利润 | 1,753 | 2,553 | 3,592 | 4,331 | 5,085 |
| 折旧及摊销 | (636) | (754) | (967) | (1,181) | (1,406) |
| 经营利润(息税前利润) | 1,118 | 1,798 | 2,625 | 3,150 | 3,679 |
| 净利息收入(费用) | 75 | 26 | 146 | 255 | 340 |
| 其他收益/(损失) | 84 | 71 | 77 | 77 | 77 |
| 税前利润 | 1,276 | 1,895 | 2,849 | 3,482 | 4,096 |
| 所得税 | (177) | (250) | (427) | (522) | (614) |
| 少数股东权益 | (11) | (16) | (26) | (31) | (37) |
| 净利润 | 1,087 | 1,629 | 2,396 | 2,929 | 3,445 |
| 核心净利润 | 1,085 | 1,628 | 2,394 | 2,927 | 3,443 |
| 每股收益(人民币) | 0.668 | 1.001 | 1.472 | 1.799 | 2.117 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.667 | 1.000 | 1.471 | 1.799 | 2.116 |
| 每股股息(人民币) | 0.350 | 0.400 | 0.530 | 0.648 | 0.762 |
| 收入增长(%) | 49 | 37 | 27 | 20 | 20 |
| 息税前利润增长(%) | 81 | 61 | 46 | 20 | 17 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 5 | 46 | 41 | 21 | 17 |
| 每股收益增长(%) | 90 | 50 | 47 | 22 | 18 |
| 核心每股收益增长(%) | 90 | 50 | 47 | 22 | 18 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 1,926 | 2,794 | 8,058 | 10,849 | 14,363 |
| 应收帐款 | 269 | 160 | 294 | 352 | 423 |
| 库存 | 1,295 | 1,500 | 2,206 | 2,658 | 3,209 |
| 其他流动资产 | 2,803 | 5,851 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 流动资产总计 | 6,292 | 10,305 | 13,057 | 16,359 | 20,495 |
| 固定资产 | 2,440 | 2,878 | 3,405 | 3,843 | 4,194 |
| 无形资产 | 686 | 538 | 563 | 522 | 414 |
| 其他长期资产 | 712 | 699 | 699 | 699 | 699 |
| 长期资产总计 | 3,838 | 4,115 | 4,667 | 5,064 | 5,307 |
| 总资产 | 10,130 | 14,419 | 17,724 | 21,423 | 25,802 |
| 应付帐款 | 3,235 | 6,379 | 8,008 | 9,610 | 11,562 |
| 短期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 224 | 246 | 220 | 220 | 220 |
| 流动负债总计 | 3,458 | 6,625 | 8,228 | 9,830 | 11,782 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 53 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 股本 | 1,628 | 1,628 | 1,628 | 1,628 | 1,628 |
| 储备 | 4,939 | 6,003 | 7,710 | 9,776 | 12,166 |
| 股东权益 | 6,567 | 7,631 | 9,337 | 11,403 | 13,794 |
| 少数股东权益 | 51 | 113 | 109 | 140 | 177 |
| 总负债及权益 | 10,130 | 14,419 | 17,724 | 21,423 | 25,802 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.03 | 4.69 | 5.74 | 7.01 | 8.48 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.61 | 4.36 | 5.39 | 6.69 | 8.22 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.18) | (1.72) | (4.95) | (6.67) | (8.83) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 1,276 | 1,895 | 2,849 | 3,482 | 4,096 |
| 折旧与摊销 | 636 | 754 | 967 | 1,181 | 1,406 |
| 净利息费用 | (75) | (26) | (146) | (255) | (340) |
| 运营资本变动 | (795) | 301 | 4,588 | 1,484 | 1,811 |
| 税金 | (177) | (250) | (427) | (522) | (614) |
| 其他经营现金流 | 304 | (530) | (990) | (901) | (1,058) |
| 经营活动产生的现金流 | 1,169 | 2,144 | 6,839 | 4,469 | 5,300 |
| 购买固定资产净值 | (1,171) | (940) | (1,156) | (1,156) | (1,157) |
| 投资减少/增加 | (116) | 97 | 85 | 85 | 85 |
| 其他投资现金流 | 46 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (1,241) | (797) | (1,071) | (1,071) | (1,072) |
| 净增权益 | 0 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 65 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | (326) | (570) | (652) | (862) | (1,054) |
| 其他融资现金流 | (47) | 42 | 147 | 255 | 340 |
| 融资活动产生的现金流 | (308) | (478) | (505) | (607) | (714) |
| 现金变动 | (380) | 868 | 5,264 | 2,791 | 3,515 |
| 期初现金 | 2,306 | 1,926 | 2,794 | 8,058 | 10,849 |
| 公司自由现金流 | (73) | 1,346 | 5,769 | 3,398 | 4,228 |
| 权益自由现金流 | 67 | 1,372 | 5,915 | 3,654 | 4,569 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 息税折旧前利润率 | 8.7 | 9.2 | 10.2 | 10.2 | 10.0 |
| 息税前利润率 | 5.5 | 6.5 | 7.5 | 7.4 | 7.3 |
| 税前利润率 | 6.3 | 6.8 | 8.1 | 8.2 | 8.1 |
| 净利率 | 5.4 | 5.9 | 6.8 | 6.9 | 6.8 |
| 流动性(倍) | | | | | |
| 流动比率 | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| 利息覆盖倍数 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 估值(倍) | | | | | |
| 市盈率 | 27.6 | 18.4 | 12.5 | 10.3 | 8.7 |
| 核心业务市盈率 | 27.7 | 18.5 | 12.5 | 10.3 | 8.7 |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 35.2 | 23.5 | 16.0 | 13.1 | 11.1 |
| 市净率 | 4.6 | 3.9 | 3.2 | 2.6 | 2.2 |
| 价格/现金流 | 25.7 | 14.0 | 4.4 | 6.7 | 5.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 16.1 | 10.7 | 6.2 | 4.5 | 3.1 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 34.4 | 22.2 | 23.4 | 25.6 | 25.7 |
| 应收帐款周转天数 | 3.4 | 2.8 | 2.4 | 2.8 | 2.8 |
| 应付帐款周转天数 | 60.7 | 63.2 | 74.5 | 76.0 | 76.2 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 股息支付率 | 52.4 | 40.0 | 36.0 | 36.0 | 36.0 |
| 净资产收益率 | 17.6 | 22.9 | 28.2 | 28.2 | 27.3 |
| 资产收益率 | 9.8 | 12.7 | 13.9 | 13.7 | 13.2 |
| 已运用资本收益率 | 17.9 | 25.0 | 30.5 | 30.0 | 28.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371