

动态报告

汽车汽配

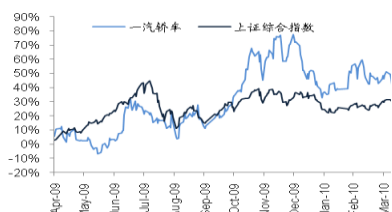
汽车

一汽轿车(000800)
推荐

2010 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	18.46
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,627.50/1,411.74
流通 B 股/H 股 (百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值 (百万元)	30,043.65/26,060.73
上证综指/深圳成指	2,900.33/11,333.85
12 个月最高/最低 (元)	26.80/14.05

财务数据

净资产值 (百万元)	7,630.95
每股净资产 (元)	4.69
市净率	3.94
资产负债率	46.29%
息率	2.31%

相关研究报告:

- 《一汽轿车 09 年报点评: 4Q09 业绩平稳增长》——2010-3-19
- 《一汽轿车 09 年三季报点评: 业绩平稳增长》——2009-10-29
- 《一汽轿车: 2H09 将上新台阶》——2009-8-17

分析师: 李君

SAC 执业证书编号: S0980210030036

电话: 021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

财报点评

一季度业绩靓丽

●业绩符合预期

2010 年一季度, 公司实现销售收入 84.29 亿元, 同比增长 66.4%, 实现净利 7.01 亿元, 同比增长 181.94%, 折合 EPS 0.43 元, 业绩符合预期。

●销量保持高位, 产品结构不断改善

销量保持高位: 1Q10 公司销售整车 60693 辆 (CAAM 口径), 其中马自达 6、睿翼、B70、B50、红旗 HQ3 销量分别为 17469、8132、14149、20872、71 辆。1Q10 销量同比增长 93%, 环比基本持平, 销量保持高位。

销售结构不断改善: 睿翼上市以来, 月均销量达到 2500 辆以上, 销量占比已达到 13%-15% 的水平, 公司产品中心不断上移, 1Q 综合毛利率环比上升 1.7 个百分点至 25.1%

●2010-2011 年将持续增长

短期内公司产能仍将紧绷: 预计新工厂将于 2010 年年底投产, 初期增加产能 14 万辆, 预计公司 2010 年销量将达 24 万辆, 基本能够始终处于满产的状态。2010 年公司新车 B30 将上市, 第二工厂届时已投产, 我们预计公司 2011 年销量有望达 32 万辆。

产品线将上下两端延伸: 公司近期批准了投资 C303 (奔腾 B90) 项目, 总投资 9.33 亿, 设计产能 6 万辆。C303 属中高级轿车, 定位高于 B70。加上准备 2010 年上市的经济系轿车 B30, 公司产品线将向上下两端延伸, 产品覆盖面将更广。

2010-2011 年, 单车净利或将有所回落: 1Q10 单车净利 1.1 万元, 较 4Q09 有所回落, 预计这种趋势将延续至 2011 年。预计原因有二, 【1】我们预计 2010 年二、三季度, 轿车行业景气程度、盈利能力见顶, 公司利润率也将跟随行业表现为见顶回落的态势; 【2】目前公司车型谱系定位相对较高, 随着 2010 年 B30 上市, B90 短期尚未推出, 车型谱系将向下延伸, 单车收入、净利均将呈降势, 但由于销量上升, 整体盈利仍将有所较大增长。

●维持“推荐”评级, 维持盈利预测

维持“推荐”评级。需要指出的是, 虽然公司近两年仍将保持持续增长, 但轿车行业景气度目前处于见顶回落态势中, 公司将面临轿车行业本身的系统性风险。维持对公司 2010、2011 年 1.36 (13.6x)、1.53 (12.1x) 元的盈利预测。

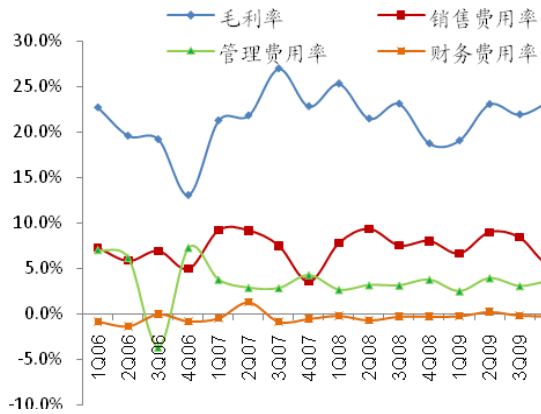
独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

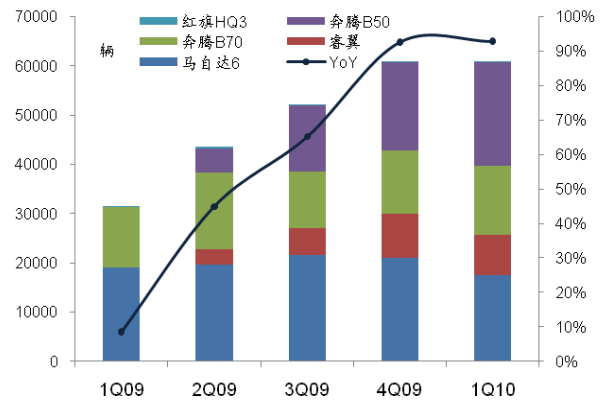
	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	20,245.46	27,744.50	34,681	44,044
(+/-%)	48.67%	37.04%	25.0%	27.0%
净利润(百万元)	1,087.49	1,629.03	2208	2495
(+/-%)	89.65%	49.80%	35.6%	13.0%
每股收益(元)	0.67	1.00	1.36	1.53
EBIT Margin	6.35%	7%	7.0%	6.3%
净资产收益率(ROE)	16.56%	21.35%	24.1%	22.8%
市盈率(PE)	27.63	18.44	16.4	14.6
EV/EBITDA	18.06	19.1	16.0	14.4
市净率(PB)	4.57	3.94	3.96	3.32

图 1: 一汽轿车分季度盈利能力指标 (1Q06-1Q10)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: 一汽轿车分季度销量及同比增速 (1Q09-1Q10)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 1: 权益净利分析 (2006-2011E)

	股比	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
一汽轿车销售(奔腾品牌)	90%	-6287	-13517	368	6429	6300	6300
一汽红旗销售(红旗品牌)	100%		-4996	-4461	-354	-1000	-1000
一汽马自达销售(马自达品牌)	70%-56%	2433	3345	2818	2191	2240	2240
一汽财务	20.70%	3509	7395	9157	6034	6525	7613
大众变速器	20%	925	1295	738	2474	3000	3400
一汽轿车本部		27073	61765	100129	146129	204000	230400
整车制造业务	100%	25252	80503	91579	147290	204000	230400
资产减值损失	100%	1821	-28948	-8196	-1160	0	0
净利润合计		27653	55287	108749	162903	221065	248953
总股本		162750	162750	162750	162750	162750	162750
EPS		0.17	0.34	0.67	1.00	1.36	1.53

数据来源: 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)			
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
现金及现金等价物	2794	2077	2742	营业收入	27745	34681	44044
应收款项	5708	7126	9050	营业成本	21613	26877	34443
存货净额	1500	1942	2487	营业税金及附加	1375	1734	2202
其他流动资产	226	205	261	销售费用	2025	2532	3215
流动资产合计	10227	11351	14540	管理费用	921	1106	1401
固定资产	2879	3511	4073	财务费用	(26)	(67)	(72)
无形资产及其他	332	319	306	投资收益	81	95	110
投资性房地产	282	282	282	资产减值及公允价值变动	(14)	0	0
长期股权投资	699	699	699	其他收入	0	0	0
资产总计	14419	16162	19900	营业利润	1906	2594	2966
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	营业外净收支	(10)	0	0
应付款项	4853	5438	6964	利润总额	1895	2594	2966
其他流动负债	1772	1599	2046	所得税费用	250	363	445
流动负债合计	6625	7036	9009	少数股东损益	16	22	26
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	归属于母公司净利润	1629	2208	2495
其他长期负债	50	50	50				
长期负债合计	50	(180)	(180)	现金流量表 (百万元)			
负债合计	6675	6856	8829	净利润	1629	2208	2495
少数股东权益	113	129	147	资产减值准备	(83)	8	3
股东权益	7631	9177	10924	折旧摊销	438	272	349
负债和股东权益总计	14419	16162	19900	公允价值变动损失	14	0	0
				财务费用	(26)	(67)	(72)
				营运资本变动	43	(1420)	(548)
				其它	93	8	15
				经营活动现金流	2134	1076	2313
				资本开支	(731)	(900)	(900)
				其它投资现金流	0	0	0
				投资活动现金流	(718)	(900)	(900)
				权益性融资	49	0	0
				负债净变化	0	(230)	0
				支付股利、利息	(595)	(662)	(749)
				其它融资现金流	593	0	0
				融资活动现金流	(548)	(892)	(749)
				现金净变动	868	(717)	665
				货币资金的期初余额	1926	2794	2077
				货币资金的期末余额	2794	2077	2742
				企业自由现金流	1322	43	1266
				权益自由现金流	1915	(129)	1328

关键财务与估值指标			
	2009	2010E	2011E
每股收益	1.00	1.36	1.53
每股红利	0.37	0.41	0.46
每股净资产	4.69	5.64	6.71
ROIC	25%	28%	27%
ROE	21%	24%	23%
毛利率	22%	23%	22%
EBIT Margin	7%	7%	6%
EBITDA Margin	8%	8%	7%
收入增长	37%	25%	27%
净利润增长率	50%	36%	13%
资产负债率	47%	43%	45%
息率	1.6%	1.8%	2.1%
P/E	22.3	16.4	14.6
P/B	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	19.1	16.0	14.4

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123	