

2010年8月26日

一汽轿车

半年报点评

买入
 A 000800.SZ - 人民币 16.18
 目标价格: 人民币 18.63 (▼23.50)

上半年公司实现销售收入 179.11 亿元, 同比增长 54%; 归属母公司所有者净利润 13.37 亿元, 同比大幅攀升 149.7%; 实现每股收益 0.82 元, 符合预期。业绩的高增长主要得益于轿车销量持续向好、毛利率维持在较高水平, 以及期间费用的有效控制。我们将公司 2010-2011 年每股收益预测上调至 1.55 元和 1.88 元, 基于 2010 年 12 倍的市盈率, 将目标价下调至 18.63 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年公司实现销售收入 179.11 亿元, 同比增长 54%; 归属母公司所有者净利润 13.37 亿元, 同比大幅攀升 149.7%; 实现每股收益 0.82 元, 其中二季度 0.39 元, 小幅低于一季度 0.43 元。
- 上半年公司轿车销售 129,661 辆, 同比增长 72.2%, 高于同期轿车行业 41.4% 的增幅。自主品牌奔腾系列实现销量 70,097 辆, 占比超过 54%。马自达系 2 季度促销奏效, 销量显著提升。
- 净利润增长显著高于收入增长主要得益于公司盈利能力的持续改善。报告期内毛利率水平较去年同期提升 2.8 个百分点至 24.1%, 期间费用率也较去年同期有所降低。

估值

- 基于上半年公司轿车销量的良好表现, 我们预计全年销量将达到 25.2 万辆, 实现销售收入 358 亿元。我们将公司 2010-2011 年每股收益上调至 1.55 元和 1.88 元, 基于 2010 年 12 倍的市盈率, 将目标价由 23.50 元下调至 18.63 元, 维持买入评级。

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(%)	(38)	(8)	(7)	(4)
相对新华富时A50指数(%)	(13)	(8)	(6)	11

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)	12,369
3个月日均交易额(人民币 百万)	223
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

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	35,790	42,948	51,538
变动(%)	49	37	29	20	20
净利润(人民币 百万)	1,087	1,629	2,527	3,063	3,730
全面摊薄每股收益(人民币)	0.668	1.001	1.553	1.882	2.292
变动(%)	89.6	49.8	55.1	21.2	21.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.472	1.799	2.117
调整幅度(%)	-	-	5.5	4.6	8.3
全面摊薄市盈率(倍)	24.2	16.2	10.4	8.6	7.1
每股现金流量(人民币)	0.72	1.32	4.32	2.83	3.41
价格/每股现金流量(倍)	22.5	12.3	3.7	5.7	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.9	9.3	4.8	3.5	2.2
每股股息(人民币)	0.350	0.427	0.668	0.809	0.985
股息率(%)	2.2	2.6	4.1	5.0	6.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年业绩保持高增长

公司上半年共销售轿车 129,661 辆，同比增长 72.2%；实现销售收入 179.11 亿元，同比增长 54%；归属母公司所有者净利润 13.37 亿元，同比大幅攀升 149.7%。上半年公司毛利率水平较去年同期提升 2.8 个百分点；同时期间费率得到有效控制，使得上半年盈利能力提升，净利率较去年同期提高 2.9 个百分点。

上半年销售收入增长低于销量增长主要是因为较去年同期，售价较低的奔腾 B50 的销量显著增长，占销量比重逐步攀升，而马 6 和奔腾 B70 的销量占比下滑，导致平均单车价格有所下降。从环比数据看，二季度实现销售收入 94.8 亿元，环比增长 12.5%，与同期销量增长（13.6%）基本保持一致。我们认为虽然马自达系 2 季度降价严重，但其占总销量的比重有显著提升，售价相对较高的马自达系销量比例的提升，提高了销售均价。

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 上半年	2010 年 上半年	同比变动 (%)	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	环比变 动(%)
营业收入	11,633	17,911	54.0	8,429	9,483	12.5
营业成本	9,156	13,596	48.5	6,314	7,283	15.4
营业税金及附加	575	885	54.0	411	474	15.3
毛利	1,902	3,430	80.3	1,704	1,726	1.3
销售费用	925	1,343	45.2	662	682	3.0
管理费用	386	565	46.6	241	324	34.2
财务费用	4	(28)	(775.0)	(12)	(16)	29.0
资产减值损失	(1)	(6)	618.1	0	(6)	
营业利润	588	1,555	164.5	813	742	(8.7)
投资收益	31	52	69.4	28	25	(9.3)
营业外收支	(7)	(8)	17.7	(3)	(5)	50.3
利润总额	613	1,600	161.2	838	762	(9.0)
所得税	95	235	146.5	122	113	(7.9)
少数股东损益	(18)	28	(255.8)	14	14	0.3
净利润	535	1,337	149.7	701	635	(9.4)
主要比率 (%)						
毛利率	21.3	24.1		25.1	23.2	
经营利润率	5.1	8.7		9.6	7.8	
净利率	4.6	7.5		8.3	6.7	

资料来源：公司资料

销量情况

上半年公司销量 129,661 辆，同比增长 72.2%，显著高于轿车行业同期 41.4% 的增幅。其中自主品牌奔腾系实现销量 70,097 辆，贡献新增销量的 69%，增幅高于马自达系。公司 2 季度销量合计环比增长 13.6%。其中奔腾系列销量与 1 季度基本持平，而老马 6 和睿翼在降价等因素的促进下，销量环比分别增长 37.1% 和 21.8%。由于降价因素，2 季度毛利水平有所下降。

图表 3. 一汽轿车销量分季度列示

(辆)	2009 年 上半年	2010 年 上半年	同比变动 (%)	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	环比变动 (%)
红旗	612	115	(81.2)	71	44	(38.0)
马自达	39,105	41,413	5.9	17,469	23,944	37.1
马自达睿翼	3,001	18,036	501.0	8,132	9,904	21.8
奔腾 B70	27,772	28,347	2.1	14,149	14,198	0.3
奔腾 B50	4,825	41,750	765.3	20,872	20,878	0.0
合计	75,315	129,661	72.2	60,693	68,968	13.6

资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

估值

基于上半年公司销量的良好表现，我们预计全年轿车销量可达到 25.2 万辆，同比增长 34%；实现销售收入 358 亿元。我们将对公司 2010-2011 年每股收益上调至 1.55 元和 1.88 元，基于公司 2010 年 12 倍的市盈率，将目标价下调至 18.63 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	35,790	42,948	51,538
销售成本	(16,733)	(22,987)	(29,205)	(35,132)	(42,107)
经营费用	(1,759)	(2,205)	(2,804)	(3,345)	(4,024)
息税折旧前利润	1,753	2,553	3,781	4,472	5,407
折旧及摊销	(636)	(754)	(972)	(1,186)	(1,413)
经营利润(息税前利润)	1,118	1,798	2,810	3,286	3,994
净利息收入/(费用)	75	26	149	259	344
其他收益/(损失)	84	71	97	97	97
税前利润	1,276	1,895	3,055	3,642	4,435
所得税	(177)	(250)	(474)	(546)	(665)
少数股东权益	(11)	(16)	(55)	(33)	(40)
净利润	1,087	1,629	2,527	3,063	3,730
核心净利润	1,085	1,628	2,526	3,061	3,728
每股收益(人民币)	0.668	1.001	1.553	1.882	2.292
核心每股收益(人民币)	0.667	1.000	1.552	1.881	2.291
每股股息(人民币)	0.350	0.427	0.668	0.809	0.985
收入增长(%)	49	37	29	20	20
息税前利润增长(%)	81	61	56	17	22
息税折旧前利润增长(%)	5	46	48	18	21
每股收益增长(%)	90	50	55	21	22
核心每股收益增长(%)	90	50	55	21	22

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	8,230	10,962	14,487
应收帐款	269	160	298	358	429
库存	1,295	1,500	2,230	2,694	3,239
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	13,258	16,514	20,655
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	17,925	21,578	25,962
应付帐款	3,235	6,379	8,092	9,736	11,668
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	8,312	9,956	11,888
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	7,797	9,773	12,186
股东权益	6,567	7,631	9,425	11,401	13,814
少数股东权益	51	113	138	171	211
总负债及权益	10,130	14,419	17,925	21,578	25,962
每股帐面价值(人民币)	4.03	4.69	5.79	7.01	8.49
每股有形资产(人民币)	3.61	4.36	5.45	6.68	8.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.18)	(1.72)	(5.06)	(6.74)	(8.90)

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	3,055	3,642	4,435
折旧与摊销	636	754	972	1,186	1,413
净利息费用	(75)	(26)	(149)	(259)	(344)
运营资本变动	(795)	301	4,662	1,524	1,789
税金	(177)	(250)	(474)	(546)	(665)
其他经营现金流	304	(530)	(1,034)	(937)	(1,078)
经营活动产生的现金流	1,169	2,144	7,033	4,610	5,549
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	105	105	105
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)	(1,051)	(1,051)	(1,052)
净增权益	0	49	0	0	0
净增债务	65	0	0	0	0
支付股息	(326)	(570)	(695)	(1,087)	(1,317)
其他融资现金流	(47)	42	149	259	344
融资活动产生的现金流	(308)	(478)	(546)	(827)	(973)
现金变动	(380)	868	5,436	2,732	3,524
期初现金	2,306	1,926	2,794	8,230	10,962
公司自由现金流	(73)	1,346	5,982	3,559	4,498
权益自由现金流	67	1,372	6,131	3,818	4,841

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	10.6	10.4	10.5
息税前利润率	5.5	6.5	7.9	7.7	7.8
税前利润率	6.3	6.8	8.5	8.5	8.6
净利率	5.4	5.9	7.1	7.1	7.2
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	24.2	16.2	10.4	8.6	7.1
核心业务市盈率	24.3	16.2	10.4	8.6	7.1
目标价对应核心业务市盈率	27.9	18.6	12.0	9.9	8.1
市净率	4.0	3.5	2.8	2.3	1.9
价格/现金流	22.5	12.3	3.7	5.7	4.7
企业价值/息税折旧前利润	13.9	9.3	4.8	3.5	2.2
周转率					
存货周转天数	34.4	22.2	23.3	25.6	25.7
应收帐款周转天数	3.4	2.8	2.3	2.8	2.8
应付帐款周转天数	60.7	63.2	73.8	75.8	75.8
回报率(%)					
股息支付率	52.4	42.7	43.0	43.0	43.0
净资产收益率	17.6	22.9	29.6	29.4	29.6
资产收益率	9.8	12.7	14.7	14.1	14.3
已运用资本收益率	17.9	25.0	32.5	31.1	31.2

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 2009 年 9 月 3 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，豁免披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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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。除非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。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

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 2009 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