

动态报告

汽车汽配

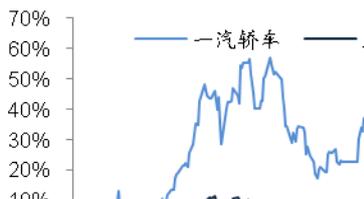
汽车

一汽轿车(000800)
推荐

2010 年半年报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	16.52
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)	26,886.30/23,321.96
上证综指/深圳成指	2,650.31/11,214.24
12 个月最高/最低(元)	26.80/14.76

财务数据

净资产值(百万元)	8,330.14
每股净资产(元)	5.12
市净率	3.23
资产负债率	45.03%
息率	2.58%

相关研究报告:

《一汽轿车 2010 年一季报点评: 一季度业绩靓丽》——2010-4-29

《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

分析师: 李君

电话: 021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030036

分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060044

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。

财报点评

二季度盈利略有下滑

●业绩符合预期

2010 上半年, 公司实现销售收入 179.11 亿元, 同比增长 54.0%, 实现净利 13.37 亿元, 同比增长 149.7%, 折合 EPS 0.82 元 (2Q10 0.39 元), 业绩符合预期。

●销量表现优异, 毛利率稳中有升

销量表现优异: 1H10 公司销售整车 129661 辆 (CAAM 口径), 同比增长 72.8%, 远高于轿车行业 41.8% 的平均增速。其中马自达 6、睿翼、B70、B50、红旗 HQ3 销量分别为 41413、18036、28347、41750、115 辆。睿翼上半年月均销量达到 3000 辆以上, 销量占比稳定在 13%-15% 水平, 公司产品结构不断改善。

毛利率稳中有升: 1H10 毛利率较去年同期上升 2.8 个百分点至 24.1%, 主要原因是 2H09 上市的睿翼、奔腾 B50 使产品重心上移, 新车上市盈利能力较强。

●产品线不断延伸, 中期单车净利或将回落

产品线不断延伸: 报告期内公司批准了投资 9.33 亿元的 C303 (奔腾 B90) 项目以及投资 17.85 亿元的 C131 项目 (H 平台新红旗), 设计产能分别为 6 万、3 万辆, 加上准备 2011 年上市的经济型轿车 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、2Q10 单车净利分别为 1.1、0.9 万元, 较 4Q09 有所回落, 预计这种趋势将延续至 2011 年, 但由于销量上升, 整体盈利仍将有较大增长。原因有二, 【1】我们预计 2H10 轿车行业景气程度、盈利能力回落, 公司利润率也将跟随行业回落; 【2】随着 2011 年 B30 上市, 而 B90、新红旗 2012 年前尚未推出, 中期产品重心将有所回落。

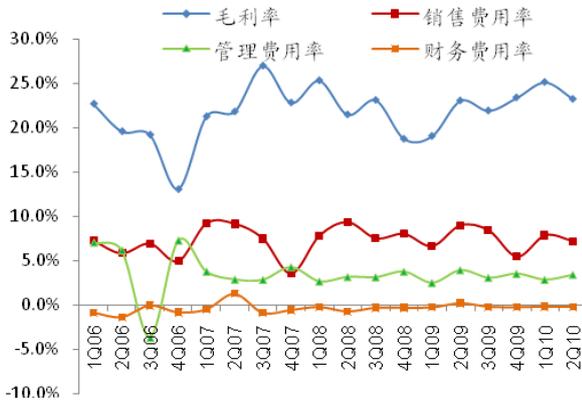
●维持“推荐”评级

维持对公司 2010、2011 年 1.36 (12x)、1.53 (11x) 的 EPS 预测, 预计公司 2010、2011 年仍将随产品线扩大产能释放而持续增长, 但不可避免将会受到本轮轿车行业整体见顶回落的影响。

盈利预测和财务指标

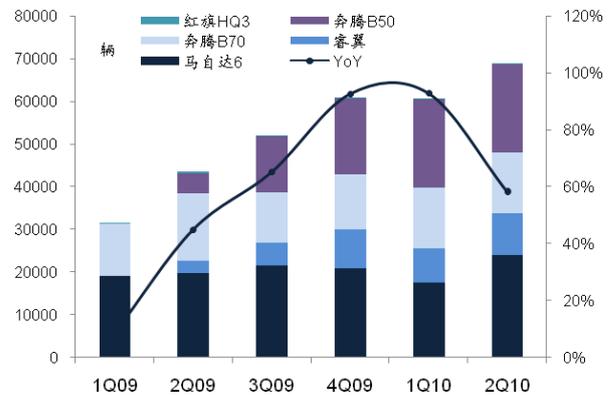
	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	20,245.46	27,744.50	34,681	44,044
(+/-%)	48.67%	37.04%	25.0%	27.0%
净利润(百万元)	1,087.49	1,629.03	2,208	2,495
(+/-%)	89.65%	49.80%	35.6%	13.0%
每股收益(元)	0.67	1.00	1.36	1.53
EBIT Margin	6.35%		7.0%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	16.56%	21.35%	24.1%	22.8%
市盈率 (PE)	24.72	16.50	11.9	10.6
EV/EBITDA	16.16		12.3	11.2
市净率 (PB)	4.09	3.52	2.87	2.41

图 1: 一汽轿车分季度盈利能力指标 (1Q06-2Q10)



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 (1Q09-2Q10)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 1: 权益净利分拆 (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)
关键财务与估值指标				营运资本变动	43	(1420)	(548)
每股收益	1.00	1.36	1.53	其它	93	8	15
每股红利	0.37	0.41	0.46	经营活动现金流	2134	1076	2313
每股净资产	4.69	5.64	6.71	资本开支	(731)	(900)	(900)
ROIC	25%	28%	27%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	21%	24%	23%	投资活动现金流	(718)	(900)	(900)
毛利率	22%	23%	22%	权益性融资	49	0	0
EBIT Margin	7%	7%	6%	负债净变化	0	(230)	0
EBITDA Margin	8%	8%	7%	支付股利、利息	(595)	(662)	(749)
收入增长	37%	25%	27%	其它融资现金流	593	0	0
净利润增长率	50%	36%	13%	融资活动现金流	(548)	(892)	(749)
资产负债率	47%	43%	45%	现金净变动	868	(717)	665
息率	2.3%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	1926	2794	2077
P/E	16.2	11.9	10.6	货币资金的期末余额	2794	2077	2742
P/B	3.5	2.9	2.4	企业自由现金流	1322	43	1266
EV/EBITDA	14.7	12.3	11.2	权益自由现金流	1915	(129)	1328

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
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	0755-82139908	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	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn