

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

产能释放，中高端轿车稳定增长

——一汽轿车(000800)调研简报

核心观点

公司生产的轿车定位于中高端市场，轿车品牌为红旗、奔腾、马自达，是一汽集团自主品牌乘用车平台。

2011年中高端轿车仍能保持高速增长。中高端轿车市场销售未受政策推动，今年将不受汽车下乡、购置税减征、汽车以旧换新政策退出的影响。一线城市换车潮及消费升级仍是中高端轿车增长的动力。

2011年公司将超越行业增长。2010年公司汽车总销量27万辆，预计2011年34万辆，增长26%，远高于行业增速15%的预计值。其中，新车型马自达8市场定位和奥德赛、GL8相同，去年12月上市以来，市场反应极好，2011年目标销量2万辆。奔腾B50、特别是马自达6睿翼市场认可度较高，马自达6、奔腾B70有很高的性价比，2011年销量增长主要来自于现有车型的放量。

2011年二工厂产能开始释放。公司投入23.6亿元扩建自主品牌轿车产能，去年开始投产，目前主要生产奔腾B50。预计2012年达产，满产产能20万辆，预计二工厂2011年贡献产能10万辆，加上一厂24万产能，2011、2012年总产能为34万辆、44万辆。产能不再是阻碍销量提升的因素。

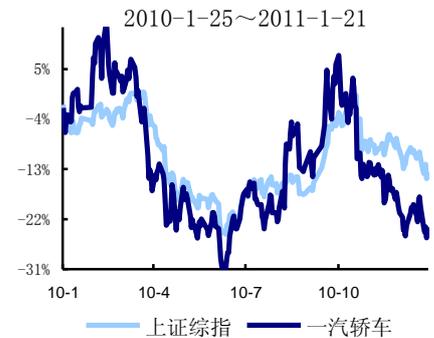
多项投资助力自主品牌发展。公司下半年公告拟投资共约47亿元建设4个项目。1)投资H平台C131项目，即红旗最新高档豪华车型，使2013年达到年产该类车型3万辆，项目完成后有助于延伸公司的产品线，完善产品谱系，有助于增强红旗品牌轿车的市场影响力，对增强公司盈利能力具有重要作用；2)投资自主发动机4GC，为公司自主品牌的中高级轿车系列车型配套，使得具备年产4GC7万台；3)投资冲压产能提升，主要是对现有冲压车间改造使其达到2014年年产56万分轿车大中型冲压件；4)投资自主发动机4GB项目，使得公司具备年产4GB发动机20万台产能，主配普及型和中级轿车系列。以上项目的投建完成后，公司将转变为产业链相对完整的乘用车企业。

盈利预测与评级。预计10-12年公司EPS分别为1.45元、1.86元、2.39元，对应10-12年的动态市盈率为10.41、8.14、6.32倍。公司估值偏低，考虑到公司业绩稳定，一汽集团整体上市已经进入程序。给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。公司风险在于乘用车市场风险；投资规模较大，短期对业绩可能造成影响；集团上市时间不确定性。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	27744.50	41616.75	52853.27	68709.26
同比增速(%)	37.04%	50.00%	27.00%	30.00%
净利润(百万)	1629.03	2456.49	3144.54	4050.46
同比增速(%)	49.80%	50.79%	28.01%	28.81%
EPS(元)	1.00	1.45	1.86	2.39
P/E	17.48	10.41	8.14	6.32

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	162750
流通A股(万股)	141175
52周内股价区间(元)	14.16-24.6
总市值(亿元)	260
总资产(亿元)	144
每股净资产(元)	4.69
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940510120014

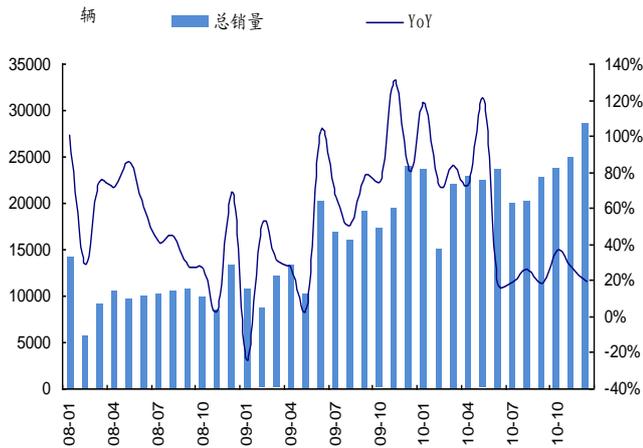
联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

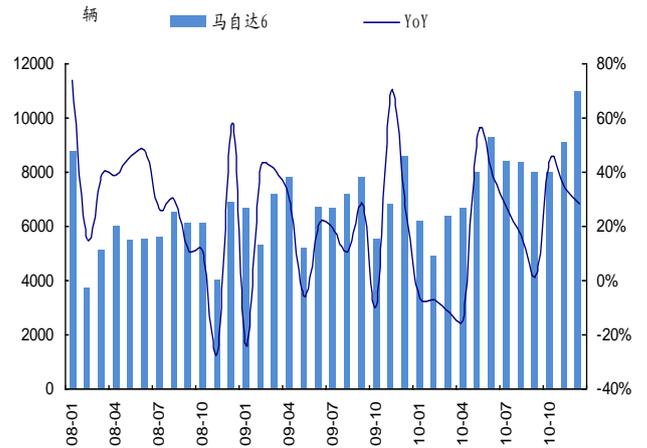
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1: 一汽轿车月度销量



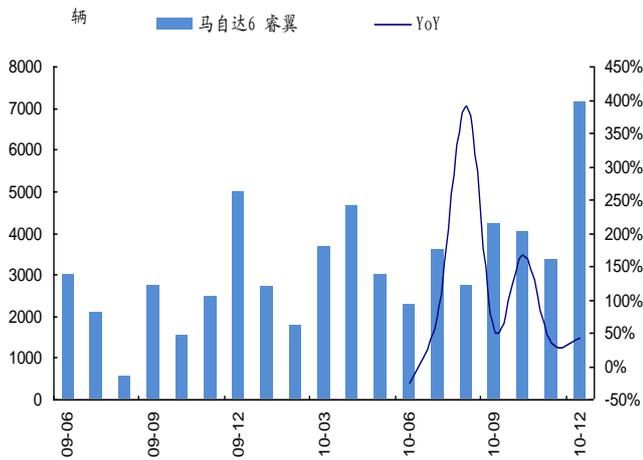
资料来源: CAAM, 国都证券

图 2: 马自达 6 月度销量



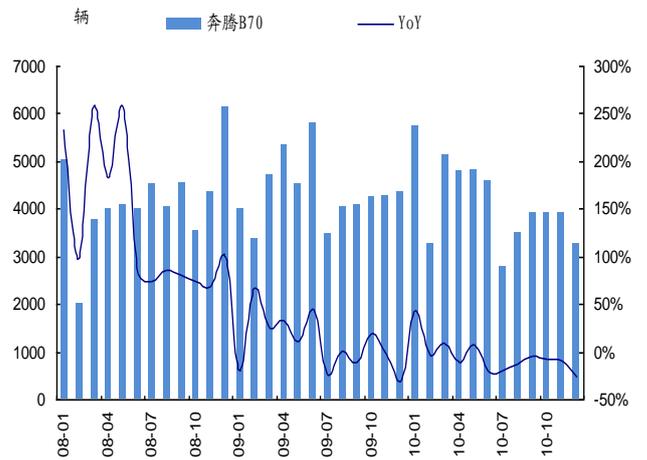
资料来源: CAAM, 国都证券

图 3: 马自达 6 睿翼月度销量



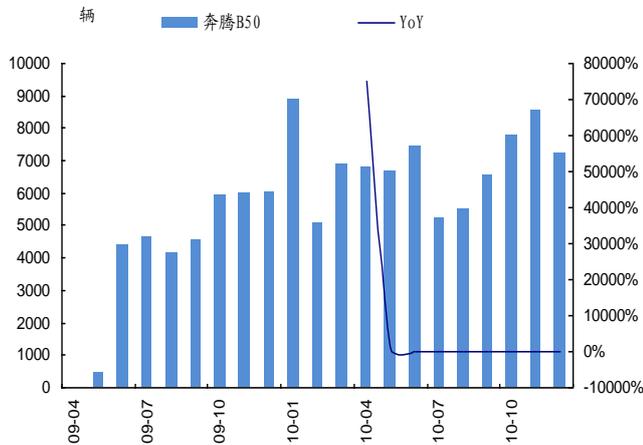
资料来源: CAAM, 国都证券

图 4: 奔腾 B70 月度销量



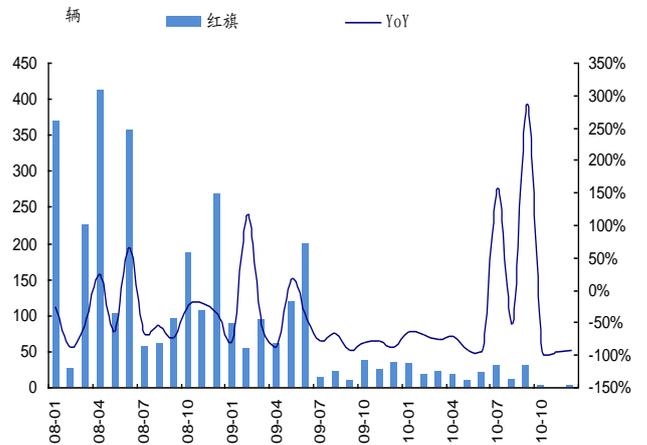
资料来源: CAAM, 国都证券

图 5: 奔腾 B50 月度销量



资料来源: CAAM, 国都证券

图 6: 红旗月度销量



资料来源: CAAM, 国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10227.30	14215.27	17448.35	23593.75	营业收入	27744.50	41616.75	52853.27	68709.26
现金	2794.08	4113.79	5257.24	6820.23	营业成本	21612.68	32252.98	40961.29	53249.67
应收账款	73.65	373.66	176.84	546.28	营业税金及附加	1374.57	2050.38	2608.84	3389.38
其它应收款	86.44	147.38	150.13	236.40	营业费用	2024.62	3159.13	3960.37	5170.89
预付账款	225.87	271.22	338.94	463.22	管理费用	920.82	1360.81	1736.87	2254.19
存货	1499.61	3229.08	2519.55	5061.73	财务费用	-26.23	-77.31	-82.11	-113.71
其他	5547.65	6080.14	9005.65	10465.90	资产减值损失	13.65	79.72	76.16	109.88
非流动资产	4191.82	5370.67	5982.42	6911.31	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	698.93	786.08	871.29	957.14	投资净收益	81.30	87.15	85.20	85.85
固定资产	2090.49	2825.99	3159.59	3630.87	营业利润	1905.70	2878.19	3677.06	4734.79
无形资产	411.96	611.54	750.36	953.77	营业外收入	7.04	7.56	7.38	7.44
其他	990.43	1147.05	1201.19	1369.53	营业外支出	17.25	19.39	18.67	18.91
资产总计	14419.12	19585.94	23430.77	30505.06	利润总额	1895.49	2866.36	3665.77	4723.32
流动负债	6624.86	9032.45	10828.70	15220.60	所得税	250.10	384.79	489.30	631.66
短期借款	0.00	278.89	693.80	1029.52	净利润	1645.39	2481.57	3176.47	4091.66
应付账款	4664.14	6181.53	7622.22	10309.75	少数股东损益	16.35	25.08	31.93	41.20
其他	1960.73	2572.02	2512.68	3881.33	归属母公司净利润	1629.03	2456.49	3144.54	4050.46
非流动负债	49.88	50.98	50.61	50.74	EBITDA	2394.50	3577.68	4565.79	5909.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.00	1.45	1.86	2.39
其他	49.88	50.98	50.61	50.74					
负债合计	6674.74	9083.44	10879.32	15271.33					
少数股东权益	113.43	138.51	170.44	211.64	主要财务比率				
股本	7630.95	10363.99	12381.01	15022.09		2009	2010E	2011E	2012E
资本公积金	14419.12	19585.94	23430.77	30505.06	成长能力				
留存收益					营业收入	37.04%	50.00%	27.00%	30.00%
归属母公司股东权益			单位:百万		营业利润	47.59%	51.03%	27.76%	28.77%
负债和股东权益	2009	2010E	2011E	2012E	归属母公司净利润	49.80%	50.79%	28.01%	28.81%
					获利能力				
					毛利率	22.10%	22.50%	22.50%	22.50%
					净利率	5.93%	5.96%	6.01%	5.96%
					ROE	21.25%	23.63%	25.31%	26.86%
					ROIC	21.46%	23.24%	24.23%	25.44%
					偿债能力				
					资产负债率	46.29%	46.38%	46.43%	50.06%
					净负债比率	0.00%	3.07%	6.38%	6.74%
					流动比率	1.54	1.57	1.61	1.55
					速动比率	1.32	1.22	1.38	1.22
					营运能力				
					总资产周转率	2.26	2.45	2.46	2.55
					应收帐款周转率	203.90	186.07	192.02	190.04
					应付帐款周转率	5.91	5.95	5.93	5.94
					每股指标(元)				
					每股收益	1.00	1.45	1.86	2.39
					每股经营现金	0.29	0.26	0.23	0.21
					每股净资产	4.76	6.20	7.41	8.99
					估值比率				
					P/E	17.48	10.41	8.14	6.32
					P/B	3.73	2.47	2.07	1.70
					EV/EBITDA	10.79	6.42	4.88	3.57
现金流量表									
单位: 百万元	499.01	711.32	900.02	1185.97					
经营活动现金流	-26.23	-77.31	-82.11	-113.71					
净利润	-81.30	-87.15	-85.20	-85.85					
折旧摊销	99.34	-539.57	-708.28	-526.24					
财务费用	-7.85	2.62	-0.87	0.29					
投资损失	-767.24	-1804.53	-1426.07	-2029.17					
营运资金变动	372.06	1090.04	527.10	842.85					
其它	13.02	-87.15	-85.20	-85.85					
投资活动现金流	-382.15	-801.65	-984.17	-1272.18					
资本支出	-538.77	353.86	-1045.41	-1295.67					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
筹资活动现金流	-538.77	353.86	-1045.41	-1295.67					
短期借款	822.34	1040.82	728.55	1227.27					
长期借款									
普通股增加									
资本公积增加			单位:百万						
其他	2009	2010E	2011E	2012E					
现金净增加额	27744.50	41616.75	52853.27	68709.26					

资料来源: 公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融服务、信息服务	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农林牧渔、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药生物	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	交运设备	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、机械设备	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械、交运设备	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药生物	huboxin@guodu.com	姜瑛	信息设备&电子元器件&信息服务	jiangying@guodu.com
刘斐	采掘、化工	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	轻工制造	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			