

天津一汽丰田与本部 09 年此消彼长

——一汽夏利（000927）调研报告

分析师

吕磊

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lyl@cgws.com

要点:

- **销量将重回增长轨道** 公司产品销量近几年呈下滑态势，市场占有率不断降低。而 09 年公司本部将推出三款新车型，我们认为公司凭借平台技术获得成功的可能性较大。在新车型陆续推出以及国家产业政策的扶持下，我们认为公司销量 09 年将结束下滑态势重回增长轨道。
- **09 年公司本部业务有望走出低谷** 08 年由于钢材价格大幅上涨，公司产品毛利率出现了较大幅度的下滑，预计整车毛利率将降至 3.5%，而 09 年钢价价格经过大幅调整后短期将基本保持稳定，此外考虑到公司新车型的推出以及发动机自产比例的增加，我们认为公司产品均价和毛利率都将得到一定幅度的提升，在销量增长的背景下，公司本部业务 09 年有望走出低谷。
- **天津一汽丰田增速将出现放缓** 随着旗下车型的老龄化和市场竞争的加剧，天津一汽丰田的市场占有率已出现下滑趋势，尽管 09 年推出的新皇冠和 RAV4 将贡献一定的新增增量，但我们认为这难以掩盖威驰、花冠车型老化、卡罗拉在新思域竞争下客户逐步流失的问题，且公司历史上在新车型推出当季习惯计提大量市场推广费用、技术引进费用和模具摊销费，这将降低公司 09 年的盈利能力，故我们认为天津一汽丰田从 09 年开始增速将逐步放缓，高增长或将结束。
- **投资评级** 虽然 09 年天津一汽丰田高增长或将结束，但随着本部业务的减亏，总体来说其净利润仍将保持增长，公司未来的看点在于本部业务的经营好转以及期间费用率下降。经过综合测算，我们预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.064 元、0.106 元和 0.298 元，对应动态市盈率分别为 76 倍、46 倍和 16 倍，公司估值较行业其它公司明显过高，给予公司“中性”评级。
- **风险提示:** 1、公司本部业务 09 年产销低于预期；2、期间费用率大幅攀升；

投资评级：中性（首次）

市场数据

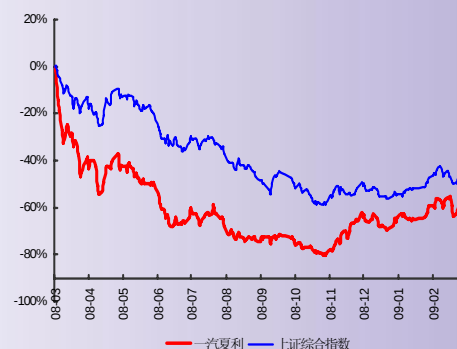
总市值（百万元）	7800.4
流通市值（百万元）	1594.8
总股本（万股）	159517
流通股本（万股）	32613
12 个月最高/最低（元）	14.06/2.39

公司盈利预测

	2007A	2008E	2009E
营业收入(万元)	780,301	762,134	903,044
(+/-%)	-9.9%	-2.3%	18.5%
净利润(万元)	24,697	10,206	16,889
(+/-%)	2.9%	-58.7%	65.5%
摊薄 EPS(元)	0.15	0.06	0.11
市盈率(倍)	31.6	76.4	46.2

注：以 3 月 6 日收盘价 4.89 元计算

公司股价表现图



独立声明

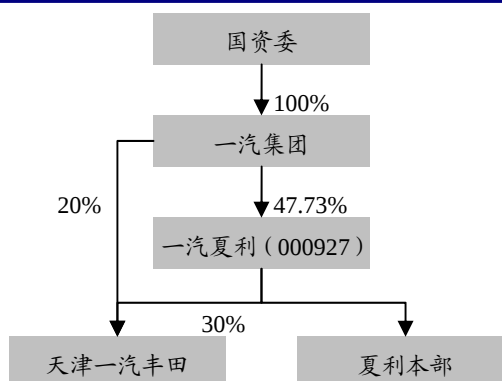
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、公司介绍——一汽集团小排量轿车平台

一汽夏利（000927）主营小排量轿车、发动机及相关零配件业务，其中轿车分夏利和 NBC 两大系列，排量覆盖 1.0L-1.6L。在一汽集团控股后，公司继续着力发展自主小排量轿车业务，可以说公司与一汽轿车（000800）已成为一汽集团在自主品牌轿车领域低端和中高端的布局点。此外公司参股天津一汽丰田 30% 的股权，受益于天津一汽丰田近几年的高速增长，公司本部业务经营所产生的亏损基本被天津丰田贡献的投资收益所弥补。

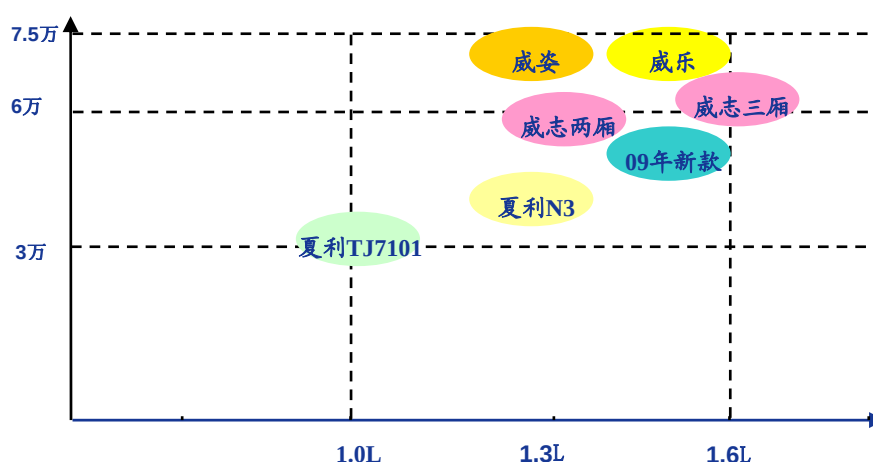
我们认为未来一汽轿车将主攻自主品牌的中高端产品，虽然随着 B50 以及 B30 的推出，其车型谱系将向低端下沉，但从短期而言，其较难沉降到一汽夏利自身产品的定位区间，短期内两家公司将不会产生业务冲突，夏利本身也不会向中高端领域延伸，公司继续将致力于自主小排量轿车。

图 1：一汽夏利股权结构



资料来源：长城证券研究所

图 2：一汽夏利车型谱系



资料来源：长城证券研究所



二、受益多重因素，本部 09 年有望走出低谷

虽然从欧美日等发达国家汽车消费结构来看，小排量轿车具有较高的市场占有率，但考虑到我国所处的汽车普及阶段、消费者消费心理以及小排量轿车自身性能等多重因素的影响，整个国内小排量轿车的市场占有率近几年呈逐步缩小态势。而 08 年底以来国家已陆续出台了一系列汽车产业政策，如减免养路费、降低 1.6L 以下排量轿车购置税、加大自主品牌采购力度以及提高自主品牌市场占有率，我们认为随着这些政策的逐步实施将对国内轿车市场的消费结构起到较为深远的影响，自主品牌市场占有率将稳步提升，而小排量轿车在性能提升之后终将成为市场主流。

图 3、各系市场占有率

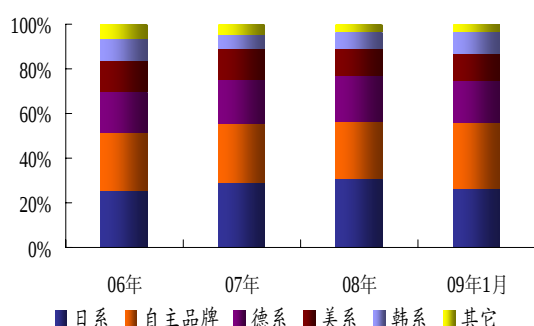
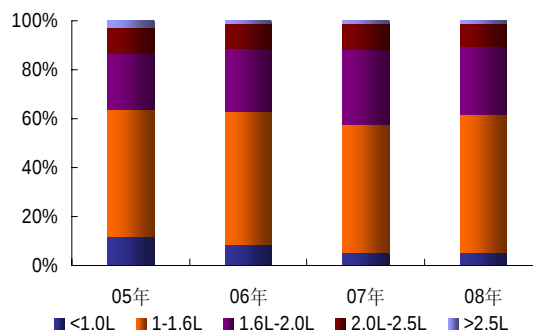


图 4、各排量市场占有率



资料来源：汽车工业协会，长城证券研究所

近几年公司由于新车型推出较少，缺少换代产品，同时在整个小排量市场萎缩的背景下，公司产品销量近几年呈下滑态势，市场占有率不断降低。

图 5、公司本部销量（万辆）

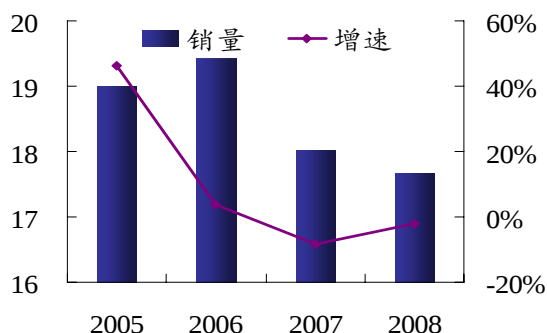
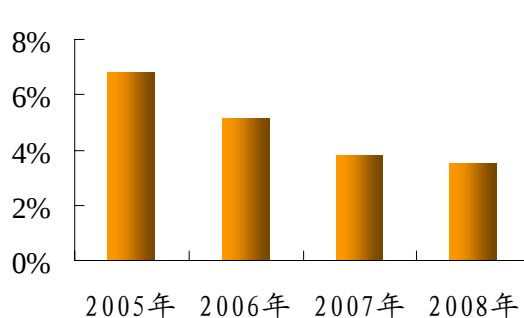


图 6、本部业务市场占有率



资料来源：汽车工业协会，长城证券研究所

我们认为上述情况有望从 09 年开始得到改善，09 年公司本部将有三款新车型推出，夏利平台两款、NBC 平台一款，其中夏利平台的两款车型其平台经过重新设计开发，整体性能和配置将较以往能有较大幅度提升，我们认为这两款产品将可以填补富康退市后所产生的市场空白；而 NBC 平台公司经过多年的吸收消化已基



本掌握，其新车型的推出也来自于公司的自主开发，竞争对手主要为吉利等自主企业，我们认为公司凭借平台技术获得成功的可能性较大。在新车型陆续推出以及国家产业政策的扶持下，我们认为公司旗下车型销量 09 年将结束下滑态势重回增长轨道。

图 7、夏利与 NBC 平台销量（万辆）

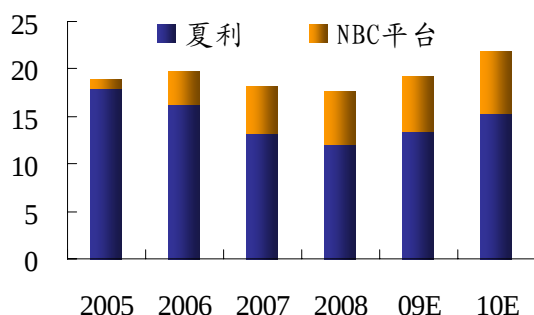
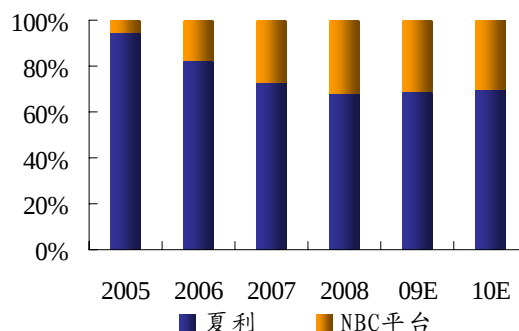


图 8、夏利与 NBC 平台各自比例



资料来源：长城证券研究所

08 年由于钢材价格大幅上涨，公司产品毛利率出现了较大幅度的下降，预计 08 年公司整车毛利率将降至 3.5% 左右，而 09 年钢价价格经过大幅调整后短期将基本保持稳定，此外考虑到公司新车型的推出以及发动机自产比例的增加，我们认为公司产品均价和毛利率都将得到一定幅度的提升，可以说公司本部业务 09 年有望走出低谷。

图 9、公司本部产品均价（万元）

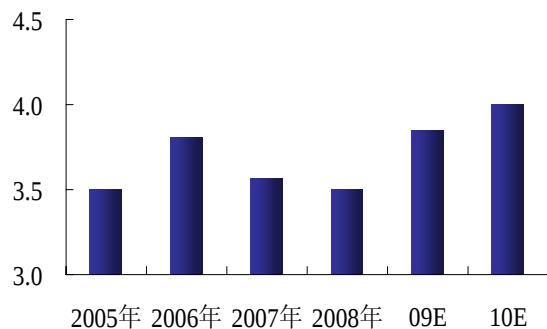
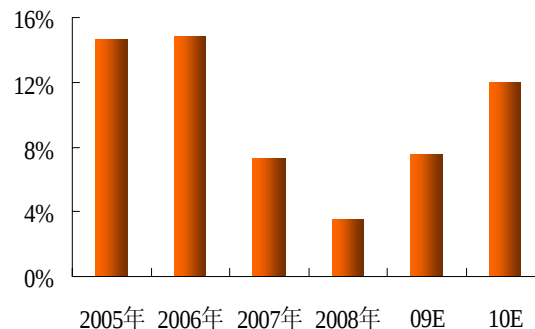


图 10、公司本部产品毛利率



资料来源：长城证券研究所

三、天津一汽丰田增速将出现放缓

公司参股 30% 的天津一汽丰田受益于国内轿车消费市场的快速增长以及新车型的持续推出，近三年来保持了年均 28% 以上增速增长，市场占有率稳步提升，尤其是 07 年 5 月份推出的卡罗拉车型 08 年实现了月均 1.37 万辆的销量，故随着新车型的推出和放量，天津一汽丰田为公司贡献极为丰厚的投资收益，弥补了本部业务所带来的亏损。



图 11、天津一汽丰田销量（万辆）

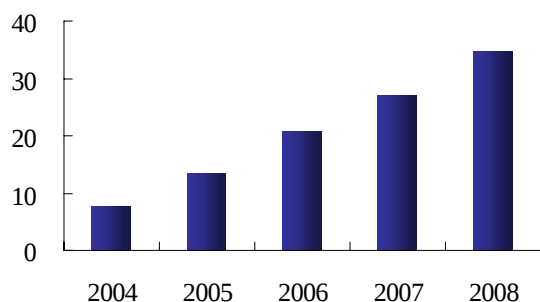


图 12、天津一汽丰田市场占有率

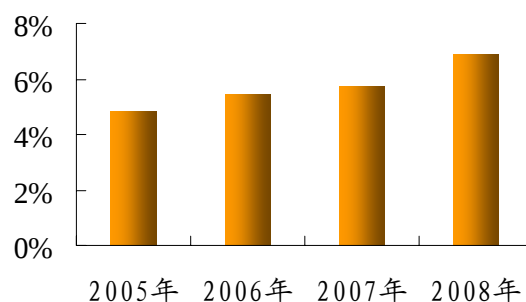


图 13、天津一汽丰田分品牌销量（万辆）

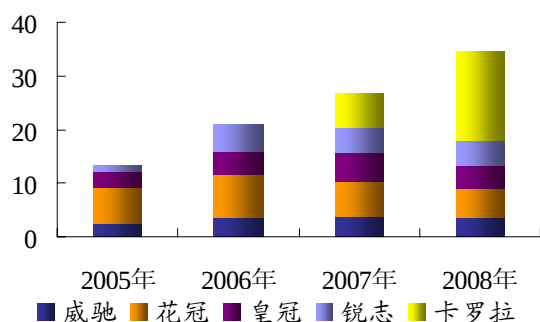
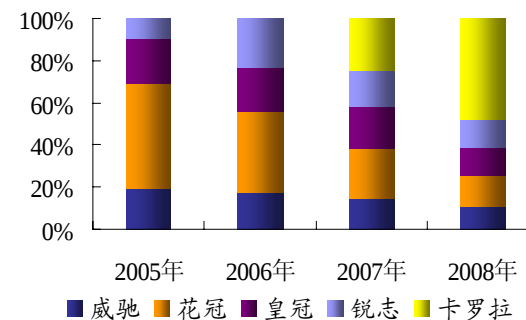


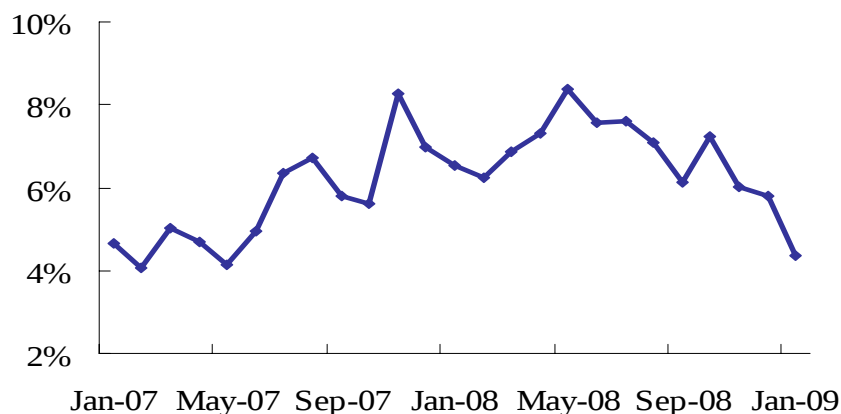
图 14、天津一汽丰田分品牌销量比例



资料来源：汽车工业协会，长城证券研究所

但随着旗下车型的逐渐老化和市场竞争的加剧，天津一汽丰田的市场占有率已出现下滑趋势，尽管 09 年推出的新皇冠和 RAV4 有望丰富公司车型谱系，贡献一定的新增增量，但我们认为这难以掩盖威驰、花冠车型老化、卡罗拉在新思域竞争下客户逐步流失的问题，且公司历史上在新车型推出当季习惯计提大量市场推广费用、技术引进费用和模具摊销费，这将降低公司 09 年的盈利能力，故我们认为天津一汽丰田从 09 年开始增速将逐步放缓，高增长或将结束。

图 15：天津一汽丰田市场占有率



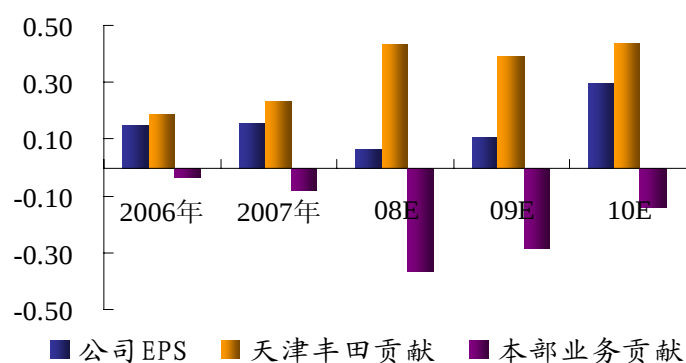
资料来源：长城证券研究所



四、盈利预测与投资建议

公司本部近几年由于多重原因持续亏损，但依靠天津一汽丰田高速增长所带来的丰厚投资收益，净利润基本保持稳定，虽然 09 年天津一汽丰田高增长或将结束，但随着本部业务的减亏，总体来说净利润仍将保持增长，公司未来的看点在于本部业务的经营好转以及期间费用率下降。

图 16: 公司盈利构成（元）



资料来源：长城证券研究所

经过综合测算，我们预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.064 元、0.106 元和 0.298 元，对应动态市盈率分别为 76 倍、46 倍和 16 倍，公司估值较行业其它公司明显过高，给予公司“中性”评级。

风险提示：

- 1、公司本部业务 09 年产销低于预期；
- 2、期间费用率大幅攀升；

附录

利润表 (万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	主要财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	780,301	762,134	903,044	1,046,894	成长性				
营业成本	722,038	724,299	829,251	923,869	营业收入增长	-9.9%	-2.3%	18.5%	15.9%
销售费用	44,358	45,728	54,183	61,767	营业成本增长	-3.8%	0.3%	14.5%	11.4%
管理费用	40,687	41,917	46,958	54,438	利润总额增长	-49.2%	-18.8%	65.5%	181.6%
财务费用	847	2,596	3,307	2,305	净利润增长	2.9%	-58.7%	65.5%	181.6%
投资净收益	72,076	91,534	83,467	92,630	盈利能力				
营业利润	16,188	9,747	21,248	63,559	毛利率	7.5%	5.0%	8.2%	11.8%
营业外收支	731	4,000	1,500	500	销售净利率	3.2%	1.3%	1.9%	4.5%
利润总额	16,920	13,747	22,748	64,059	ROE	7.3%	2.9%	4.6%	11.4%
所得税	-8,029	3,437	5,687	16,015	ROIC	-70.1%	-35.2%	-22.7%	-10.8%
少数股东损益	252	104	172	484	营运效率				
净利润	24,697	10,206	16,889	47,560	销售费用/收入	5.7%	6.0%	6.0%	5.9%
资产负债表 (万元)					管理费用/收入	6.5%	5.2%	5.5%	5.2%
货币资金	97,207	60,632	71,842	115,551	投资收益/利润	445%	939%	393%	146%
应收帐款	6,758	7,621	9,030	10,469	所得税/利润总额	-47.5%	25.0%	25.0%	25.0%
应收票据	81,224	91,456	99,335	115,158	应收帐款周转率	43.11	106.01	108.46	107.38
存货	95,569	79,673	91,218	101,626	存货周转率	8.06	8.27	9.71	9.58
流动资产合计	304,926	274,467	303,545	378,917	流动资产周转率	2.48	2.63	3.12	3.07
固定资产	154,969	163,632	156,027	138,572	总资产周转率	1.10	1.10	1.28	1.38
资产总计	693,584	688,548	724,549	791,546	偿债能力				
短期借款	40,000	20,000	40,000	50,000	资产负债率	51.0%	49.1%	49.3%	47.5%
应付款项	233,374	177,453	203,166	226,348	流动比率	0.89	0.84	0.88	1.04
流动负债合计	341,871	326,525	345,465	364,417	速动比率	0.61	0.60	0.61	0.76
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	353,426	338,080	357,020	375,972	EPS	0.155	0.064	0.106	0.298
股本	159,517	159,517	159,517	159,517	每股净资产	2.13	2.20	2.30	2.61
留存收益	178,472	188,678	205,567	253,127	每股经营现金流	-0.28	-0.12	0.48	0.63
少数股东权益	2,169	2,273	2,445	2,929	每股经营现金/EPS	-1.8	-1.9	4.5	2.1
权益合计	340,158	350,468	367,529	415,574	估值	2007A	2008E	2009E	2010E
负债和股东权益总计	693,584	688,548	724,549	791,546	PE	31.6	76.4	46.2	16.4
现金流量表 (万元)					PEG	-1.83	1.17	0.25	—
经营活动现金流	-44,106	-19,618	76,367	100,924	PB	2.3	2.2	2.1	1.9
其中营运资本减少	-17,855	-63,834	18,729	2,004	EV/EBITDA	-41.7	-24.1	-78.5	28.3
投资活动现金流	75,203	-59,329	-47,500	-42,500	EV/SALES	1.07	1.15	0.95	0.80
其中资本支出	-24,494	-40,000	-30,000	-30,000	EV/IC	7.22	4.76	5.46	6.16
融资活动现金流	-57,246	-20,000	20,000	10,000	ROIC/WACC	-6.07	-3.05	-1.96	-0.94
净现金总变化	-26,150	-98,947	48,867	68,424	REP	-1.19	-1.56	-2.78	-6.59

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍:

吕磊: 北京航空航天大学汽车工程系硕士、学士, 3年证券行业从业经历, 任汽车及零配件行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。