

本部可逐步减亏，业绩将持续向好

近期我们到一汽夏利进行了实地调研，本报告为我们综合调研信息得出的分析观点。

内容要点

- 公司是一汽集团的经济型轿车制造基地。近几年公司本部持续亏损，参股 30% 的一汽丰田是公司最主要的利润来源。
- TAI 发动机项目投产后可有效提高公司本部的盈利能力，若发动机完全自给，公司综合毛利率可望提高 3 个百分点以上，这将帮助本部大幅减亏但还不足以使本部扭亏为盈。
- 经济型轿车已迎来重大发展时机，公司借新产品加快上市可望实现销量的快速增长，但限于经济型车的盈利能力，公司业绩改善速度可能相对较慢。
- 随着车型谱系的完整以及销量规模的扩大，一汽丰田的高速成长期即将过去，未来可能转入平稳增长。
- **我们对公司的总体评价是：**公司本部连年亏损的原因之一确为 NBC 系列车型发动机采购成本过高，但更“致命”的原因或许在于公司的经济型轿车定位。价格低廉、市场竞争又异常激烈的经济型车注定难以拥有较好的盈利能力，这也是奇瑞、吉利等从低端车起家的自主品牌企业拼命挤进中高级轿车市场的根本原因，但夏利只是一汽集团的一部分，其定位决定了本部要彻底扭亏为盈还有很长的路要走。尽管如此，随着 TAI 发动机量产，公司毕竟已经走上了业绩持续向好的良性轨道，其市场表现值得投资者关注。
- 预测公司 2009、2010 年每股收益分别为 0.15 元、0.30 元，目前估值略微偏高。但鉴于近期公司股价随大盘调整较多，且我们判断市场中长期向上趋势并未改变，我们认为公司估值仍有上升的空间，我们首次给予其“买入”评级。

主要财务数据

	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	727953	863585	1115558
增长率	-6.71%	18.63%	12.92%
净利润(万元)	10364	24460	47244
增长率	-58.28%	137.83%	93.15%
每股收益(元)	0.06	0.15	0.30
市盈率(倍)	133	53	27
每股经营现金流(元)	-0.33	/	/



2009 年 8 月 13 日

分析师 吴文钊

021-68405536

wuwenzhao@cnht.com.cn

投资评级: 买入(首次)

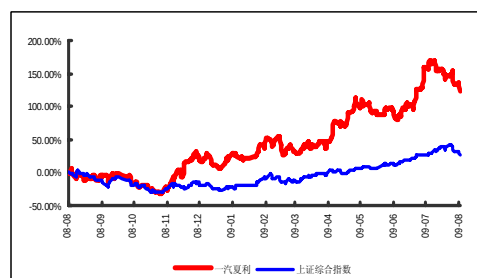
行情数据 2009-08-12

收盘价(元)	7.99
上证指数	3113
市净率	3.90
流通 A 市值(百万元)	12745

基本资料 2009-08-12

总股本(万股)	159517.4
流通 A(万股)	159517.4
流通 B(万股)	/
流通 H(万股)	/
每股净资产(元)	2.05
主营业务:	轿车、汽车发动机、汽车零部件、内燃机配件的制造及其售后服务。

一汽夏利相对大盘涨跌



联系方式: 021-68405157

联系人: 吴兴华

Email: wuxinghua@cnht.com.cn

【股市有风险 入市需谨慎】

目录

一汽集团经济型轿车制造基地.....	3
近几年销量及市场份额持续下滑.....	3
本部亏损，一汽丰田是主要利润来源.....	3
TAI发动机可帮助本部减亏.....	4
本部亏损的原因之一是NBC车型发动机成本过高.....	4
TAI发动机量产可帮助本部减亏，但扭亏为盈为时尚早.....	5
本部销量有望快速增长，但业绩改善可能相对较慢.....	5
经济型轿车市场可持续快速发展.....	6
新车型陆续上市有望带动公司销量快速增长.....	6
一汽丰田将转入平稳增长.....	7
上半年下滑较大，下半年可望放量.....	7
未来将转入稳定增长.....	8
盈利预测与估值评级.....	9
预测公司 09、10 年EPS分别为 0.15 元、0.30 元.....	9
给予“买入”评级.....	9

近期我们调研了一汽夏利公司，与公司证券事务代表就企业生产经营情况和对行业发展的看法进行了交流，以下为调研中得到的重要信息以及我们的分析观点：

一汽集团经济型轿车制造基地

公司是一汽集团控股的经济型轿车制造企业，主要生产夏利、NBC（威系列）两个平台的经济型轿车。公司目前整车产能为 20 万辆，2010 年将扩产至 35 万辆，公司还拥有 40 万台发动机产能，产品排量覆盖 1.0-1.6L。此外，公司拥有一汽丰田 30% 股权，来源于一汽丰田的投资收益是公司目前最主要的利润来源。

近几年销量及市场份额持续下滑

公司曾经是我国最大的经济型轿车制造企业，但近几年来众多企业竞相进入这一细分市场，行业竞争空前激烈，而公司产品较为老化，新品研发又较为迟缓，公司的市场竞争力明显削弱。从统计数据来看，06 年开始公司的市场表现已明显落后于行业，销量增长乏力，市场占有率也逐步下滑。今年以来，受益于国家购置税调整政策，经济型轿车市场强劲复苏，公司的销售形势也明显好转，但仍落后于行业水平。1-6 月份，公司销量为 111361 辆，同比增长为 11.34%，而同期轿车行业增速为 21.61%。

图 1 06 年迄今公司销量表现较为平淡

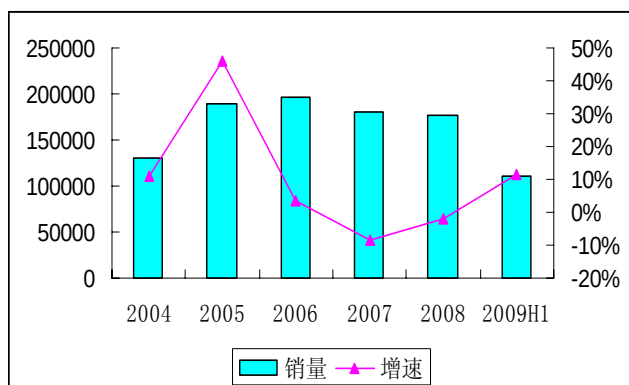
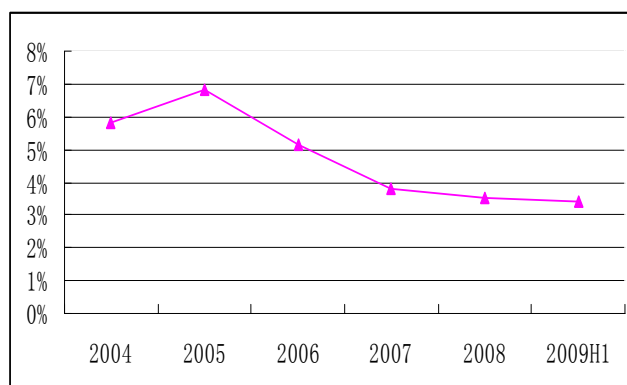


图 2 06 年开始公司市场占有率逐步下滑

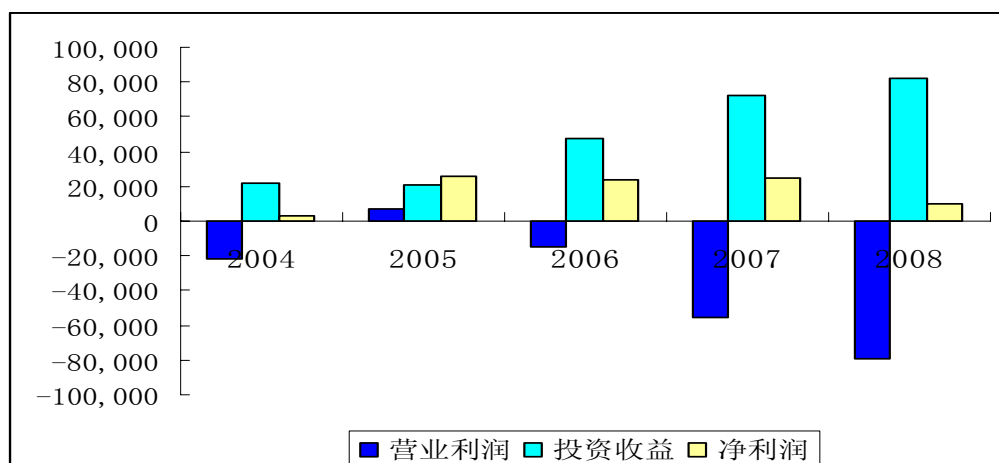


资料来源：中汽协、恒泰证券研发中心

本部亏损，一汽丰田是主要利润来源

由于经济型轿车整体盈利水平较低而公司产品竞争力又趋于下降，公司本部已多年亏损。近 5 年来，公司本部只有 2005 年实现盈利，其余 4 年皆为亏损，2008 年公司本部亏损额已近 8 亿元。与此相反的是，公司参股 30% 的一汽丰田则发展迅速，经营形势蒸蒸日上，2008 年一汽丰田贡献的投资收益为 8.63 亿元，相比 2004 年增长逾 3 倍。来源于一汽丰田的投资受益已成为公司最主要的利润来源。

图 3 公司本部近 5 年中只有 05 年实现盈利（元）



资料来源：公司年报、恒泰证券研发中心

TAI 发动机可帮助本部减亏

本部亏损的原因之一是 NBC 车型发动机成本过高

公司目前的产品结构中，夏利占比接近 70%，其余的即为 NBC 系列产品，在 NBC 系列中，威志又占绝大多数。公司的现实情况是，夏利的盈利能力尚可，而威志等产品则由于发动机采购成本较高导致了毛利率极低，这是造成本部大幅亏损的重要原因之一。

- ◆ 夏利产品已非常成熟，国产化率可达 100%，多年的折旧、摊销也已使其生产成本降至极低水平，公司坦诚目前夏利的毛利率仍在 9% 以上。
- ◆ 威志于 2006 年四季度上市，2007 年销售放量，伴随着的威志的放量，公司综合毛利率即开始大幅下降，由此可见其对公司盈利能力的拖累。
- ◆ 公司的 NBC 系列车型发动机全部来自丰田，其采购成本明显偏高。以 07 年为例，当年 NBC 车型销量为 47736 台，而从一汽丰田发动机公司的采购额则为 7.22 亿元，保守估算每台发动机的成本也在 1 万元以上，而国内同类型发动机制造成本通常仅为 5000-7000 元。由此可见，正是发动机成本过高导致了 NBC 系列车型的难以盈利。

图 4 公司 08 年产品销量结构

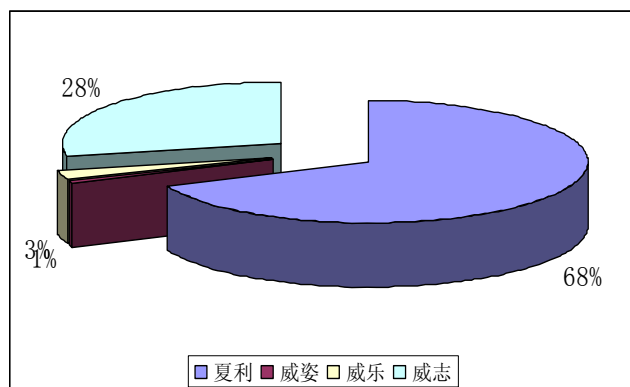
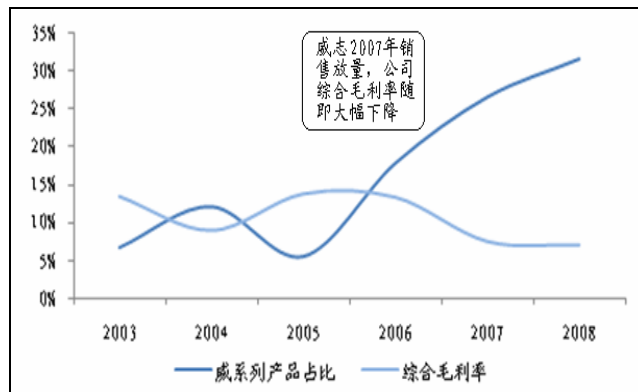


图 5 公司 NBC 系列车型占比与综合毛利率对比情况



资料来源：公司年报、恒泰证券研发中心

TAI 发动机量产可帮助本部减亏，但扭亏为盈为时尚早

针对本部连年亏损的不利局面，公司管理层显然已找出发动机这一症结并正对症下药。2007 年 9 月，公司的 TAI 发动机项目破土动工，该项目投产后将逐步取代来自丰田的外购发动机。我们认为，发动机的逐步自给将明显提高本部盈利能力并促进本部减亏。

- ◆ 公司的 TAI 项目引进自一汽集团，总设计产能为 40 万台，排量将覆盖 1.0L 至 1.6L。TAI 发动机将着重配备于公司将陆续推出的新车型，公司也考虑将其应用于现有的 NBC 车型上。
- ◆ TAI 发动机一期工程目前已进入试生产阶段，公司预计今年产量在 1 万台左右，明年则可形成 15 万台产能。
- ◆ 我们预测，若配备自产的 TAI 发动机，NBC 系列车型的毛利率至少可提高 5 个百分点。若 NBC 车型全部配备自产发动机，公司的综合毛利率可提高 3 个百分点以上，这将带动公司本部大幅减亏。
- ◆ 值得注意的是，我们认为仅靠自产发动机还不足以使本部扭亏为盈。我们预测，公司综合毛利率至少要达到 13% 以上本部才有可能实现盈利。而公司目前毛利率不足 7%，仅靠发动机自给显然难以将公司毛利率推高近一倍。

本部销量有望快速增长，但业绩改善可能相对较慢

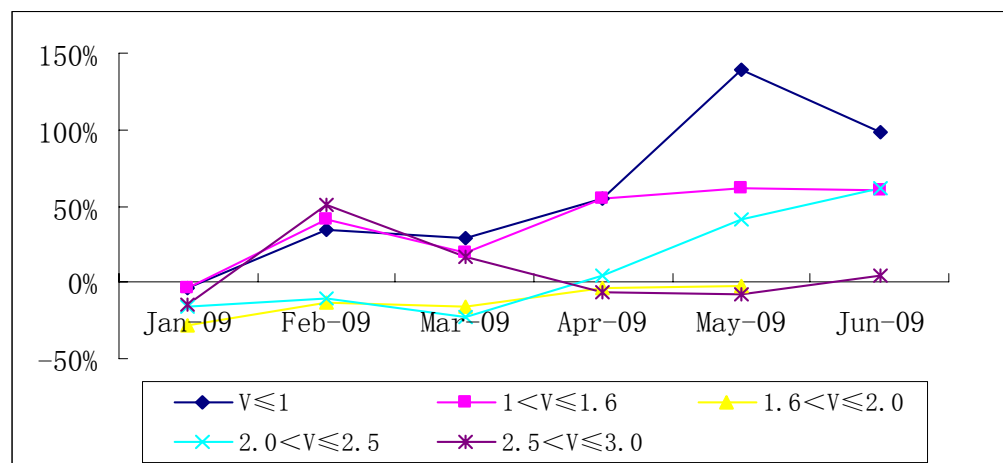
在 09 年行业中期报告中我们提出：我国仍处于汽车消费普及期，乘用车市场已迎来新一轮快速成长期；在新一轮快速成长期中，乘用车消费结构将明显下移，经济型轿车将成消费热点。作为老牌的经济型轿车制造企业，在新一轮快速成长期里，公司有望实现销量的快速增长，但限于经济型轿车的盈利能力，公司的业绩改善可能相对较慢。若公司盈利能力不能得到大幅提高，本部甚至有可能卖得越多亏得越多。

经济型轿车市场可持续快速发展

今年以来，经济型轿车市场率先复苏，1.6L 及以下排量轿车销量增速远高于其它类型轿车，我们认为这一趋势将得以延续，经济型轿车市场将成为未来最具增长潜力的细分市场，专注于此的一汽夏利也可从中受益。

- ◆ 购置税调整政策是促成今年以来经济型轿车销售火爆的直接原因。我们认为这一政策将延续甚至得到进一步强化（如进一步下调小排量汽车购置税），原因一是汽车行业对促进内需的巨大作用，政府仍需鼓励汽车消费，二是继续扶持经济型车符合节能减排这一不变的大政方针。
- ◆ 经济型轿车市场空间广阔不仅在于国家政策的扶持，其根本原因还在于汽车消费主导力量的变化。中西部地区或者二三线城市已成为汽车消费的热点区域，由购买力相对较低的这些区域主导的购车潮带来的必然是经济型轿车市场的大扩容。
- ◆ 一汽夏利的定位即为经济型轿车，目前所有产品排量都不超过 1.6L，经济型轿车市场的大扩容将为公司发展打开空间。

图 6 今年以来 1.6L 排量以下轿车增速最为强劲



资料来源：中汽协

新车型陆续上市有望带动公司销量快速增长

公司近几年销量增长乏力与新车型投放很少有很大关系。公司已经加快产品研发进度，09 年将推出两款全新车型，今后每年也都将有新车型上市。

- ◆ 自 07 年威志三厢车型上市后，近两年来再没有投放过一款全新车型，这使得公司竞争力下降，市场形象也受到一定影响。
- ◆ 今年上海车展期间，公司展出的新车型达 6 款，其中确定于年内上市有 2 款。
- ◆ 公司的两款新车型夏利 N5 和威姿 V1 已经投产，这两款车即为车展期间受到

广泛关注的 TFC-H1 和 TFC-M2。这两款车造型时尚、做工精细，在它们身上已很难看到老夏利和威姿的影子。我们对公司新车型的市场表现持乐观态度，随着新车型的陆续上市，公司的销量增长将加速，市场份额也有望止跌回升。

图 7 即将上市的夏利 N5



图 8 即将上市的威姿 V1



资料来源：互联网

一汽丰田将转入平稳增长

公司参股 30% 的一汽丰田是我国汽车业最为优秀的企业之一，过去几年均保持高速增长，所贡献的投资收益也成为一汽夏利的最主要利润来源。随着销售规模的扩大以及产品线的完整，我们认为一汽丰田的高速成长期将告结束，未来几年或将转为平稳增长。

上半年下滑较大，下半年可望放量

一汽丰田过去几年的市场表现极为优秀，但今年以来该公司的表现却与行业相左。我们认为，随着公司排产的增加尤其是 RAV4 的销量劲升，公司下半年销售可放量，预测其全年销量将在 40 万辆左右，同比可实现小幅增长。

◆ 在过去的 5 年中，一汽丰田一直保持高速增长，市场占有率节节攀升。近 5 年来，其销售收入复合增长率达 54%，净利润复合增长率达 30%。

图 9 一汽丰田近年销量及市场占有率（辆）

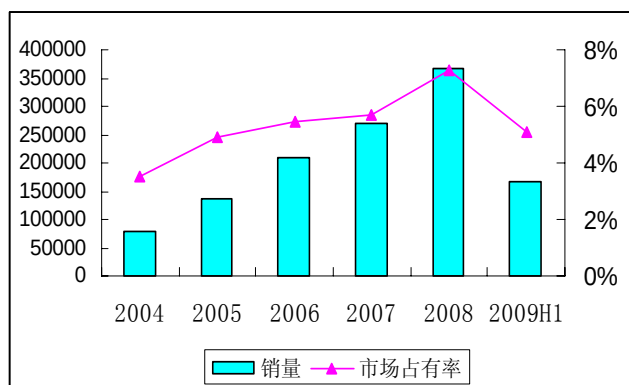
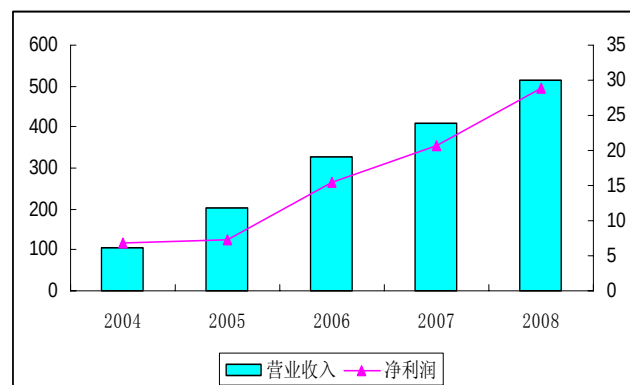


图 10 一汽丰田近年营业收入及净利润（亿元）



资料来源：中汽协、公司年报

- ◆ 上半年，一汽丰田销量为 16.61 万辆，同比下滑 17.04%，而同期行业销量增速却高达 25.62%。
- ◆ 对于上半年的逆势下滑，公司的解释是丰田对今年的市场形势估计不足，排产太过保守。我们认为这或许为原因之一，但更重要的原因应该是今年的市场已经体现出明显的消费结构下移特征，价廉物美的自主品牌产品更受青睐，而与之相比，一汽丰田的产品显然缺乏性价比优势。
- ◆ 今年 4 月份，RAV4 正式上市，这是一汽丰田推出的又一款重量级车型，目前其月度销量已突破 8000 辆，在 SUV 市场仅次于 CRV。RAV4 的良好市场表现已使公司销量增长弱于行业的势头得以扭转，7 月份数据表明，一汽丰田月度销量已突破 4 万辆，环比增长 4%，而同期行业销量为下滑 5%。

未来将转入稳定增长

一汽丰田过去几年的高速增长与其新车型大量投放且销售基数较低是分不开的。但这种情况已到了改变的临界点，首先，08 年一汽丰田的总销量已达 36.57 万辆，在轿车行业已居于第三位置，再高速增长难度较大；其次，一汽丰田的产品已经覆盖 A0-C 级各型轿车及多款越野车型，而丰田 A00 级轿车雅力士及 B 级轿车凯美瑞则已经在广汽丰田生产，MPV 车型丰田大霸王也有意在广汽生产，由此可见，丰田的主力车型已经基本完成在中国市场的投放。我们预测短期内一汽丰田很难再有重量级新产品上市，未来几年新产品投放将以现有车型的换代车为主，公司也将由高速增长期进入平稳增长期。

表 1 一汽丰田近几年新车型投放情况

	车型	备注
2002	威驰	A0 级
2003	特锐、陆地巡洋舰、霸道	SUV
2004	花冠	A 级
2005	皇冠、锐志	B、C 级
2006	普锐斯	混合动力车
2007	卡罗拉	A 级
2008	新威驰	A0 级
2009	RAV4	SUV

资料来源：恒泰证券研发中心

盈利预测与估值评级

预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.15 元、0.30 元

在经济型轿车市场迎来发展良机的背景下，预测公司新车型陆续上市可带动销量及营业收入的快速增长。TAI 发动机的量产也可提高公司的盈利能力，帮助本部减亏。我们认为，虽然公司本部的亏损状态仍将持续较长时间，但大幅减亏已经完全可以期，公司业绩已经走上了逐步向好的良性轨道。

我们预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.15、0.30 元。公司业绩存在的主要风险是：TAI 发动机配装量或者所能带来的盈利能力改善低于预期，新车型销售表现不佳。

给予“买入”评级

公司目前股价对应 09 年 53 倍以及 10 年 27 倍 PE，存在一定程度的高估。鉴于近期公司股价随大盘调整较多，且我们判断市场中长期向上趋势并未改变，我们认为公司估值仍有上升的空间。此外，作为一汽系的一员，市场对公司始终存在一定的资产整合预期。综合以上，我们首次给予其“买入”评级。

表 2 公司本部产品销量及预测（辆）

	2007	2008	2009E	2010E
夏利	132544	120970	140000	161000
威姿	1982	1084	1000	1000
威乐	14073	4670	5000	5000
威志	31686	49914	60000	69000
新车型			10000	40000
合计	180285	176638	216000	276000

资料来源：中汽协、恒泰证券研发中心

表 3 盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	780301	727953	863585	1115558
营业总成本	836189	807464	925763	1162411
营业成本	722038	676986	794498	992847
营业税金及附加	20851	18486	21590	27889
销售费用	44358	41839	49224	63587
管理费用	40687	53334	56133	72511
财务费用	847	4316	4318	5578
资产减值损失	7408	12503	0	0
其它经营收益	72076	82486	82486	90735
公允价值收益	0	0	0	0
投资收益	72076	82486	82486	90735
汇兑损益	0	0	0	0
营业利润	16188	2975	20308	43882
加：营业外收入	3213	7578	8000	8000
减：营业外支出	2482	5816	6000	6000
利润总额	16919	4737	22308	45882
减：所得税	-8029	-5913	-3000	-3000
净利润	24948	10650	25308	48882
减：少数股东损益	252	346	848	1638
归属于母公司所有者净利润	24696	10304	24460	47244
每股收益	0.15	0.06	0.15	0.30

资料来源：公司年报、恒泰证券研发中心

恒泰证券股票投资评级标准：

强买：预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%—20%；
持有：预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%；
减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%—20%；
卖出：预期未来 6 个月内下跌幅度在 20%以上。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归“恒泰证券股份有限公司”所有。