

本部持续减亏受制于产能瓶颈、一汽丰田盈利增长可期

一汽夏利 (000927) 评级: 中性 (首次)

股价: 7.66 元

跟踪报告

2009 年 8 月 28 日 星期五

投资要点

□ **本部业务减亏明显，一汽丰田利润贡献前低后高。**公司上半年实现营业收入 43.96 亿元，同比增长 7.24%。净利润 5163.29 万元，同比下降 49.17%，实现基本每股收益 0.03 元。报告期内，公司参股 30% 的一汽丰田贡献投资收益 2.54 亿元。除去一汽丰田投资收益影响，公司本部上半年亏损 1.99 亿元，较 08 年同期大幅下降 59.08%。公司营业收入增长呈加速趋势，二季度单季度同比增长 18.3%，不过现在产能利用率已接近上限，未来营业收入持续加速增长可能性不大。一汽丰田受一季度零配件排产影响，上半年净利润下降较大，达到 51.48%，并造成公司中报净利润出现较大下滑，不过二季度一汽丰田销售已迅速调整，单季度净利润下降已收窄至 25.71%。预计日系车全年销售将前低后高，为公司贡献利润将超过 08 年。

□ **本部轿车销售将遭遇产能瓶颈。**上半年本部共销售轿车 111,361 辆，同比增长 11.34%。本部销售的夏利和威系列轿车受益汽车产业政策较为明显，预计全年销售轿车 20 万辆。公司下半年将推出全新的夏利 N5 轿车和威姿 V1 轿车。这两款车造型时尚，未来销售潜力较大。我们认为公司全年轿车销售已接近产能上限，短期内产能是发展瓶颈。公司目前已采用 2 班制生产，每班生产 10 小时，1 周休息一天，因此公司未来可提升产能的空间不大。公司在建的华利工厂（第三工厂）2010 年底能提供 15 万辆产能，在此之前，公司只能利用现有生产线扩大产能。我们按现在轿车销售价格和营业成本测算，公司本部业务盈亏平衡点约 30 万辆左右，因此两年内本部轿车销售仍不会有盈利机会。

□ **一汽丰田仍将是公司主要利润来源，下半年业绩高增长。**一汽丰田主要产品是皇冠、锐志、RAV4、卡罗拉、花冠和威驰系列轿车，上半年共销售轿车 139,498 辆。日系车受 08 年底销售预期悲观，排产不足和零配件供应商反应迟缓影响，一季度销量持续低迷，上半年皇冠、锐志、卡罗拉、

赵世光, 李涛

021-50586660-8637

zsg@longone.com.cn

lt@longone.com.cn

汽车行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

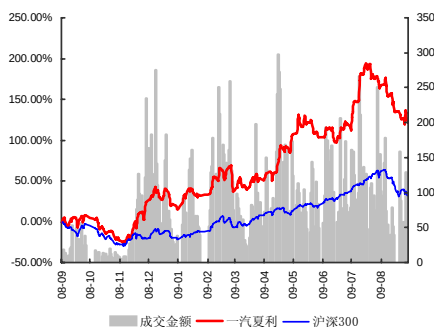
重要数据

总股本(亿股)	15.95
流通股本(亿股)	15.95
总市值(亿元)	122.18
流通市值(亿元)	122.18

市场表现

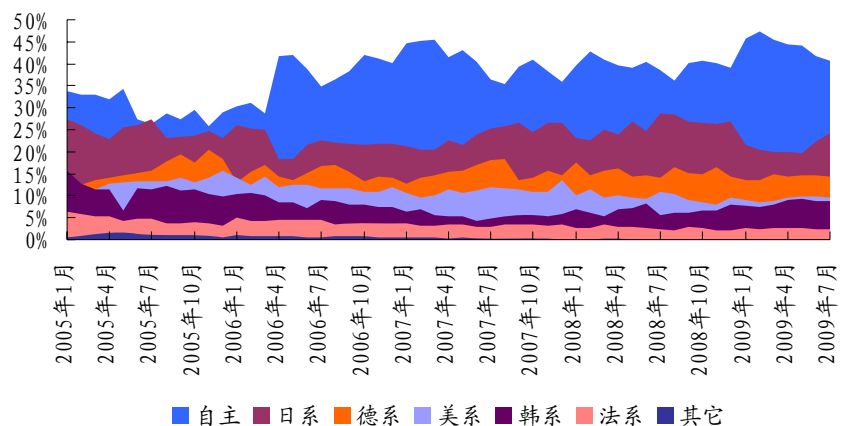
	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-17.81	1.07
3 个月	9.83	-0.57
6 个月	62.21	19.87

个股相对沪深 300 指数走势图



花冠和威驰销售同比下滑 57.38%、37.19%、36.37%、23.32% 和 31.45%。不过日系车二季度排产瓶颈已修复，5 月份以后销售迅速回升，如图 1 所示。从一汽丰田各主要车型看，卡罗拉、皇冠、锐志、花冠月度销售已回复至 08 年同期水平。3 月上市的 RAV4 迅速挤占 CRV 等城市型 SUV 市场，销售增速较快。6、7 月份销量已分别超过 6 千辆和 8 千辆，预计 RAV4 两年内将为一汽丰田贡献较大利润。预计下半年一汽丰田能为公司贡献利润超过 6 亿元，全年贡献利润 8.5 亿元左右。

图 1: 各国别品牌乘用车销售占比 (单位: %)



资料来源: 东海证券研究所

- **汽车产业稳定发展保证公司未来盈利。**上半年公司综合毛利率为 8.33%，高于 08 年同期 3.35 个百分点。二季度单季度毛利率已达到 10.22%，创 2007 年以来历史高位。公司主营业务的盈利能力提升主要原因是钢材、橡胶等原材料价格较去年同期下降，以及主力车型产销量增加降低了单车生产成本。不过预计下半年随着原材料价格上升，成本压力有所增加。同时新车宣传费和设计费转入将增加销售费用和管理费用率，导致期间费用率会有所上升。
- **TAI 发动机贡献有限。**公司拥有轿车发动机产能 40 万台。其中主配夏利的自产发动机 3G6Q 和 3GA2 产能 20 万台，排量范围从 1 升到 1.4 升。自主研发的 TAI 发动机规划产能 15 万台，排量 1.5 升。另外还有比 TAI 性能低一些的 4GB 发动机产能 5 万台，排量范围 1.4 至 1.6 升。公司威系列轿车目前所配发动机从丰田采购，成本较高，以后采用 TAI 发动机单车成本能节省 2 千元以上，这对于 5 万元价位的威志轿车将能节省 5% 左右成本。公司下半年推出的威姿 V1 轿车将选配 TAI 发动机。由于短期内 TAI

发动机对丰田发动机替换数量不大，因此对公司盈利能力提高有限。预计公司 2009 年和 2010 年每股收益为 0.18 元和 0.27 元，给予“中性”评级。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

赵世光, 汽车行业分析师, 获上海交通大学机械工程学院 CIM 研究所博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券业从业经验。擅长数量分析, 对相关产业发展有深入理解。

重点跟踪公司: 威孚高科, 中国重汽, 潍柴动力, 科力远, 一汽轿车, 启明信息、云内动力、黑猫股份, 中鼎股份

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122