

2009 年 12 月 09 日

市场数据(人民币)

市价(元)	9.20
已上市流通A股(百万股)	1,595.17
总市值(百万元)	14,675.60
年内股价最高最低(元)	9.64/3.90
沪深 300 指数	3624.02
深证成指	13930.28
2007 年股息率	1.35%


相关报告

- 1 《发动机项目进展顺利》，2009.6.4
- 2 《最差时期已过,逐季回暖可期》，2009.4.28

李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

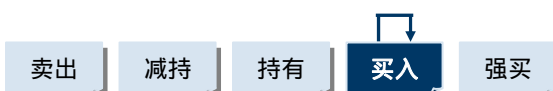
联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

一汽夏利 (000927.SZ)

——异动点评：明年改善预期逐步增强


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.207	0.155	0.063	0.123	0.541	0.610
净利润增长率	26.67%	-25.05%	-59.49%	95.63%	341.36%	12.73%
先前预期每股收益(元)				0.123	0.365	0.418
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.147	0.271	0.195
市盈率(倍)	26.09	93.65	60.75	82.49	18.69	16.58
行业优化市盈率(倍)	34.00	45.65	11.10	43.89	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.98	N/A	N/A	0.86	0.05	1.30
已上市流通A股(百万股)	326.13	326.13	326.13	326.13	326.13	326.13
总股本(百万股)	1,595.17	1,595.17	1,595.17	1,595.17	1,595.17	1,595.17

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

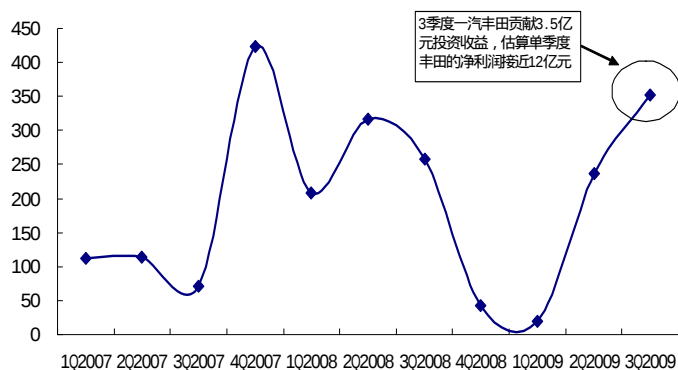
- 公司股价出现异动，今日以 10.12 元涨停价收盘：
 - ◆ 日前中汽协披露 11 月份汽车产销数据，国内汽车再创单月销量新高，共销售各类汽车 133.8 万辆，同比增长 96.4%，环比增长 9.1%，累计销量 1,223 万辆，同比增长 42.4%；
 - ◆ 一汽夏利披露 11 月份汽车产销数据，公司单月销量 21,167 辆，同比增长 83.0%，环比增长 32.0%，1-11 月份累计销售汽车 195,922 辆，同比增长 22.2%；
- 我们于今年 4 月份上调一汽夏利公司评级至“买入”，当时主要逻辑如下：
 - ◆ 公司持有 30%一汽丰田股权价值巨大，这是一汽夏利估值的基础，并且持续看好一汽丰田在中国的发展；
 - ◆ 公司本部近年来亏损主要原因在于新产品无法赢利，解决该问题的根本在于新发动机投产、根据目前市场环境研发的新产品投放市场；
 - ◆ 基于夏利 2010 年改善迹象明显，我们当时大幅上调公司 2010 年 EPS 至 0.365 元；
- 在 2 个季度之后，我们仍然维持前期判断，对公司更新观点如下：
 - ◆ 随着汽车行业的全面回暖，以中高档轿车、沿海等一、二线城市为主的一汽丰田开始出现明显复苏迹象，我们注意到一汽丰田 3 季度单季为一汽夏利贡献 353 百万元的投资收益，这一水平仅次于 07 年 4 季度的最高点。按照年化计算，2010 年一汽丰田的赢利有望超过 45 亿，为一汽夏利贡献 0.80 元以上的 EPS！

- ◆ 我们还注意到目前一汽夏利、一汽丰田在国内各大电视台和平面媒体的广告投放明显增多，公司掀起新一轮市场营销活动，为一汽夏利新车 N5 和一汽丰田明年的重量级高级轿车新皇冠造势，两款新车将成为明年一汽夏利业绩超预期的关键因素；
- 我们认为由于产品结构升级，利润率的提升将成为一汽夏利明年业绩增长的主要驱动力，结合目前公司汽车销量和 3 季度盈利，我们进一步上调公司未来两年 EPS 至 0.541 和 0.610 元，上调幅度分别为 48%和 46%，上调公司未来 6-12 个月目标价至 14.50 元，对应 10、11 年 PE 分别为 27 和 24 倍，给予公司高估值的理由在于 2010 年业绩仍有可能超过我们预期；
- 风险提示：我们对于一汽夏利 2010 年大幅减亏的判断基于我们收集到的公开信息，公司有可能面临发动机投产后成本难以大幅下降、从而导致亏损无法减少的风险；

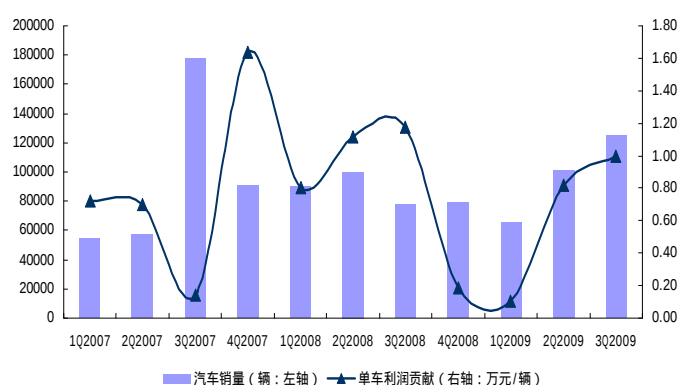
一汽丰田 3 季度盈利大幅提升

- 3 季报显示一汽丰田单季度为夏利贡献 3.5 亿元投资收益，按此计算，一汽丰田单季度盈利接近 12 亿元；
- ◆ 3 季度一汽丰田销售汽车 12.5 万辆，比 2 季度增长 24%，比去年同期增长 61%；
- ◆ 公司销量增长主要来自于新产品 RAV4 上市，这款中高档 SUV 售价超过 20 万元，盈利能力超过另一款量产车型卡罗拉，目前该车型单月销量已超过 8,000 辆，占公司产品结构的 17%；
- 按照 3 季度的赢利估算，明年一汽丰田全年盈利极有可能超过 45 亿元，为一汽夏利贡献 EPS 超过 0.80 元；

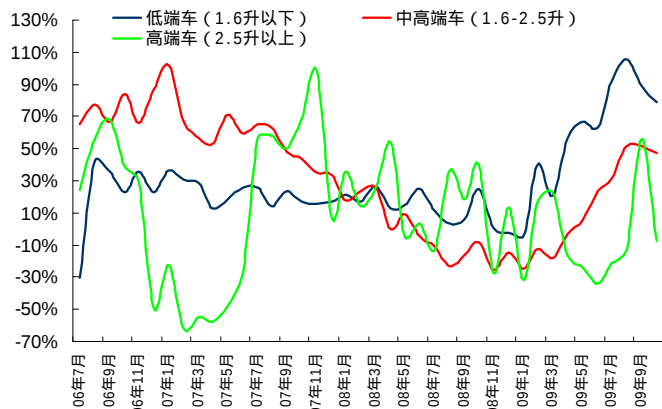
图表1：一汽丰田投资收益分季度走势 单位：百万元



图表2：一汽丰田分季度销量和单车利润贡献



图表3：不同排量轿车单月增速变化



图表4：一汽丰田高盈利的RAV4 占比明显上升

	10月销量	本月同比	本月环比	1-10月销量	累计同比	市场份额	占公司销量比重	同期产品结构
天津一汽丰田	37,421	26%	-9%	318,729	7%	3.9%	100.0%	100.0%
丰田 威驰	3,970	85%	-9%	33,974	2%	0.4%	10.7%	11.2%
丰田 花冠	5,592	44%	-4%	42,974	-6%	0.5%	13.5%	15.4%
丰田 卡罗拉	12,508	-15%	-11%	126,158	-8%	1.5%	39.6%	46.3%
丰田 锐志	4,833	2%	7%	35,040	-14%	0.4%	11.0%	13.8%
丰田 皇冠	2,286	-45%	-32%	27,600	-31%	0.3%	8.7%	13.4%
丰田 RAV4	8,232	N/A	-7%	52,983	N/A	0.6%	16.6%	0.0%

来源：公司公告，汽协，国金证券研究所

明年公司利润率随新产品投放而提升

- 明年夏利和丰田分别有一款重量级新车值得期待：
 - ◆ 夏利 N5 是公司最新研发、根据目前中国经济型轿车市场量身打造的新产品，为了该款新车的市场宣传，目前广告已在国内各大电视台投放，对于一汽夏利而言是很少见的；
 - ◆ 明年一汽丰田最高端产品新皇冠将上市，在预期明年中高档轿车需求回暖和新皇冠高盈利的情况，明年一汽丰田的利润率将继续提升；

图表5：广告已大量投放的夏利 N5



来源：国金证券研究所

图表6：一汽丰田新皇冠



上调公司盈利预测和目标价位

- 我们上调公司未来两年 EPS 至 0.541 和 0.610 元，上调幅度分别为 48%和 46%：
 - ◆ 预测一汽夏利 10、11 年销量分别为 25.7 和 27.3 万辆，同比增长 21%和 6%；
 - ◆ 预测一汽丰田 10、11 年销量分别为 43.3 和 45.6 万辆，同比增长 8%和 5%；

图表7：公司销量预测表

单位：辆

	销售均价	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年E	2010年E	2011年E	08/07YOY	09/08YOY	10/09YOY	11/10YOY
销量合计		190,019	196,817	180,280	176,638	212,787	256,740	273,386	-2%	20%	21%	6%
夏利	3.00	179,681	161,858	132,544	120,970	149,383	153,864	158,480	-18%	7%	3%	3%
威姿1.3	5.00	3,421	10,428	1,977	1,084	1,500	1,500	1,500	-45%	0%	0%	0%
威乐	5.00	6,917	24,531	14,073	4,670	5,000	5,000	5,000	-60%	-20%	0%	0%
威志	5.30			31,686	49,914	55,904	60,376	65,206	82%	12%	8%	8%
NBC新车型						1,000	36,000	43,200				20%
天津一汽丰田销量		135,470	208,235	268,648	346,764	400,505	433,136	456,181	29%	15%	8%	5%
威驰	7.5	26,697	36,407	39,395	36,865	41,906	41,906	41,906	5%	14%	0%	0%
老皇冠	8.93	67,389	80,052	63,999	52,249	57,190	28,595	14,298	-6%	9%	-50%	-50%
皇冠	30.38	28,248	42,881	53,111	45,427	28,774	34,529	41,435	5%	-37%	20%	20%
锐志	20.67	13,136	48,895	46,299	46,953	47,364	53,048	63,657	16%	1%	12%	20%
卡罗拉	13.74			65,844	165,270	155,720	179,078	196,986	141%	-6%	15%	10%
RAV4						69,551	95,980	97,900			38%	2%

来源：汽协，国金证券研究所

- ◆ 由于新产品上市，预测一汽夏利本部未来毛利率上升至 10%，本部亏损降至 5 亿以下，预测一汽丰田净利率上升至 7%，实现净利润 4,586 百万元；
- 我们上调公司未来 6-12 个月目标价至 14.50 元，对应 10、11 年 PE 分别为 27 和 24 倍，给予公司高估值的理由在于 2010 年业绩仍有可能超过我们预期，其关键因素来自于一汽夏利本部的减亏幅度超过我们的预期；

图表8：一汽夏利销售收入分拆预测

单位：百万元

单车成本	3.30	3.31	3.33	3.17	3.17	2.83
	4.56%	0.39%	0.41%	-4.64%	0.00%	-10.92%
整车						
平均售价（万元/辆）	3.56	3.53	3.53	3.53	3.53	3.14
增长率（YOY）	-2.88%	-0.99%	0.00%	0.00%	0.00%	-10.92%
销售数量（辆）	180,280	176,638	212,787	256,740	273,386	281,588
增长率（YOY）	-8.40%	-2.02%	20.46%	20.66%	6.48%	3.00%
销售收入（百万元）	6,421.28	6,229.50	7,504.36	9,054.48	9,641.53	8,846.48
增长率（YOY）	-11.04%	-2.99%	20.46%	20.66%	6.48%	-8.25%
毛利率	7.29%	6.00%	5.62%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本（百万元）	5,953.05	5,855.48	7,082.61	8,149.03	8,677.38	7,961.84
增长率（YOY）	-4.22%	-1.64%	20.96%	15.06%	6.48%	-8.25%
毛利（百万元）	468.24	374.02	421.74	905.45	964.15	884.65
增长率（YOY）	-53.30%	-20.12%	12.76%	114.69%	6.48%	-8.25%
占总销售额比重	82.29%	85.58%	87.73%	89.61%	90.18%	89.39%
占主营业务利润比重	40.65%	73.38%	75.66%	86.97%	87.66%	86.70%
发动机						
销售收入（百万元）	17.74	1.82	0.123	1.82	2.01	2.01
增长率（YOY）	-93.23%	-89.71%	0.00%	5.00%	5.00%	0.00%
毛利率	13.23%	11.77%	11.77%	11.77%	11.77%	11.77%
销售成本（百万元）	15.39	1.61	1.61	1.69	1.77	1.77
增长率（YOY）	-91.76%	-89.54%	0.00%	5.00%	5.00%	0.00%
毛利（百万元）	2.35	0.21	0.21	0.23	0.24	0.24
增长率（YOY）	-96.89%	-90.85%	0.00%	5.00%	5.00%	0.00%
占总销售额比重	0.23%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
占主营业务利润比重	0.20%	0.04%	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%
其他						
销售收入（百万元）	1,364.00	1,048.21	1,048.21	1,048.21	1,048.21	1,048.21
增长率（YOY）	113.93%	-23.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.22%	12.92%	12.92%	12.92%	12.92%	12.92%
销售成本（百万元）	1,251.94	912.77	912.77	912.77	912.77	912.77
增长率（YOY）	122.05%	-27.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	112.05	135.43	135.43	135.43	135.43	135.43
增长率（YOY）	51.87%	20.87%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	17.48%	14.40%	12.25%	10.37%	9.80%	10.59%
占主营业务利润比重	9.73%	26.57%	24.30%	13.01%	12.31%	13.27%
销售总收入（百万元）	7803.01	7279.53	8554.39	10104.60	10691.75	9896.70
销售总成本（百万元）	7220.38	6769.86	7997.00	9063.49	9591.93	8876.38
毛利（百万元）	1151.77	509.67	557.39	1041.11	1099.82	1020.32
平均毛利率	14.19%	7.00%	6.52%	10.30%	10.29%	10.31%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：一汽丰田投资收益预测

单位：百万元

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年E	2010年E	2011年E
天津一汽丰田							
销量-辆	135,470	208,235	270,813	365,723	400,505	433,136	456,181
同比增速	74.26%	53.71%	30.05%	35.05%	9.51%	8.15%	5.32%
均价-万元/辆	15.05	15.74	15.17	14.03	14.32	15.12	15.53
同比增速	10.42%	4.58%	-3.66%	-7.52%	2.10%	5.61%	2.65%
销售收入-百万元	20,393	32,783	41,074	51,296	57,354	65,509	70,823
同比增速	92.43%	60.76%	25.29%	24.89%	11.81%	14.22%	8.11%
净利润-百万元	726	1,537	2,071	2,876	3,216	4,586	4,958
净利率	3.56%	4.69%	5.04%	5.61%	5.61%	7.00%	7.00%
同比增速	5.08%	111.61%	34.75%	38.91%	11.81%	42.58%	8.11%
为夏利贡献净利-百万元	207	458	560	831	929	1,325	1,433
占净利润比重	28.50%	29.81%	27.06%	28.90%	28.90%	28.90%	28.90%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	8,118	7,803	7,280	8,554	10,105	10,692
增长率		-3.9%	-6.7%	17.5%	18.1%	5.8%
主营业务成本	-6,966	-7,220	-6,770	-7,997	-9,063	-9,592
% 销售收入	85.8%	92.5%	93.0%	93.5%	89.7%	89.7%
毛利	1,152	583	510	557	1,041	1,100
% 销售收入	14.2%	7.5%	7.0%	6.5%	10.3%	10.3%
营业税金及附加	-270	-209	-185	-217	-257	-272
% 销售收入	3.3%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-426	-444	-418	-496	-586	-620
% 销售收入	5.2%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%
管理费用	-546	-407	-533	-539	-636	-663
% 销售收入	6.7%	5.2%	7.3%	6.3%	6.3%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	-90	-476	-627	-695	-437	-455
% 销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-50	-8	-43	-36	-21	-1
% 销售收入	0.6%	0.1%	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%
资产减值损失	0	-74	-125	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	445	721	825	932	1,328	1,435
% 税前利润	138.2%	426.0%	1859.0%	463.1%	152.7%	146.5%
营业利润	304	162	30	201	869	980
营业利润率	3.8%	2.1%	0.4%	2.4%	8.6%	9.2%
营业外收支	17	7	15	0	0	0
税前利润	322	169	44	201	869	980
利润率	4.0%	2.2%	0.6%	2.4%	8.6%	9.2%
所得税	-1	80	59	-5	-4	-5
所得税率	0.4%	-47.5%	-133.3%	2.2%	0.5%	0.5%
净利润	320	249	104	197	865	975
少数股东损益	0	3	3	1	1	1
归属于母公司的净利润	320	247	100	196	864	974
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	330	249	104	197	865	975
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	233	351	351	291	307	334
非经营收益	-376	-682	-836	-758	-1,231	-1,359
营运资金变动	1,490	-265	-145	-621	90	65
经营活动现金净流	1,677	-346	-527	-890	30	15
资本开支	-111	-233	-542	-105	-1,005	-1,005
投资	-156	311	0	-1	0	0
其他	206	674	572	932	1,328	1,435
投资活动现金净流	-61	752	30	825	323	430
股权募资	2	0	0	0	0	0
债权募资	-1,060	-454	-114	821	-257	-369
其他	0	-119	-101	-77	-96	-76
筹资活动现金净流	-1,059	-572	-215	744	-353	-445
现金净流量	557	-167	-712	679	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,323	972	721	1,400	1,400	1,400
应收款项	1,080	939	589	1,157	1,366	1,446
存货	831	956	820	990	1,122	1,188
其他流动资产	128	183	208	202	229	242
流动资产	3,362	3,049	2,339	3,749	4,117	4,275
% 总资产	47.4%	44.0%	31.8%	44.2%	43.1%	41.2%
长期投资	1,902	1,818	2,076	2,076	2,076	2,076
固定资产	1,441	1,550	2,470	2,290	2,994	3,671
% 总资产	20.3%	22.3%	33.6%	27.0%	31.4%	35.4%
无形资产	389	376	367	360	354	348
非流动资产	3,733	3,887	5,012	4,729	5,427	6,097
% 总资产	52.6%	56.0%	68.2%	55.8%	56.9%	58.8%
资产总计	7,095	6,936	7,351	8,478	9,544	10,373
短期借款	804	450	749	1,593	1,336	967
应付款项	2,944	2,997	3,168	3,400	3,872	4,098
其他流动负债	-78	-28	94	-29	-42	-44
长期贷款	3,670	3,419	4,011	4,964	5,166	5,020
其他长期负债	100	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	116	23	0	0	0
负债	3,799	3,534	4,034	4,964	5,166	5,020
普通股股东权益	3,281	3,380	3,292	3,488	4,352	5,326
少数股东权益	15	22	24	25	26	27
负债股东权益合计	7,095	6,936	7,351	8,478	9,544	10,373

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.201	0.155	0.063	0.123	0.541	0.610
每股净资产	2.057	2.119	2.064	2.187	2.728	3.339
每股经营现金净流	1.051	-0.217	-0.330	-0.558	0.019	0.009
每股股利	0.000	0.000	0.060	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.76%	7.31%	3.04%	5.61%	19.85%	18.28%
总资产收益率	4.51%	3.56%	1.36%	2.31%	9.05%	9.39%
投入资本收益率	-1.91%	-17.83%	-35.97%	-13.31%	-7.61%	-7.16%
增长率						
主营业务收入增长率	14.25%	-3.88%	-6.71%	17.51%	18.12%	5.81%
EBIT增长率	N/A	490.04%	31.62%	10.85%	-37.09%	4.02%
净利润增长率	26.33%	-22.88%	-59.49%	95.63%	341.36%	12.73%
总资产增长率	-3.71%	-2.24%	5.98%	15.33%	12.58%	8.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.8	8.6	2.3	8.6	8.6	8.6
存货周转天数	42.9	45.2	47.9	45.2	45.2	45.2
应付账款周转天数	88.9	91.2	95.2	91.2	91.2	91.2
固定资产周转天数	65.5	70.9	79.5	57.9	56.4	59.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.73%	-15.35%	0.84%	5.48%	-1.46%	-8.09%
EBIT利息保障倍数	-1.6	-56.2	-14.5	-19.5	-20.6	-678.1
资产负债率	53.55%	50.96%	54.88%	58.56%	54.13%	48.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	27
买入	0	0	1	1	44
持有	0	0	1	1	51
减持	0	0	0	0	6
卖出	0	0	0	0	4
评分	0	0	2.50	2.50	2.37

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-27	持有	8.22	N/A
2 2008-04-10	持有	7.34	N/A
3 2008-04-27	持有	7.21	N/A
4 2008-06-03	持有	6.20	N/A
5 2008-08-27	持有	3.31	N/A
6 2008-10-26	持有	3.00	N/A
7 2009-04-28	买入	6.28	8.00 ~ 8.00
8 2009-06-04	买入	7.10	8.00 ~ 8.00

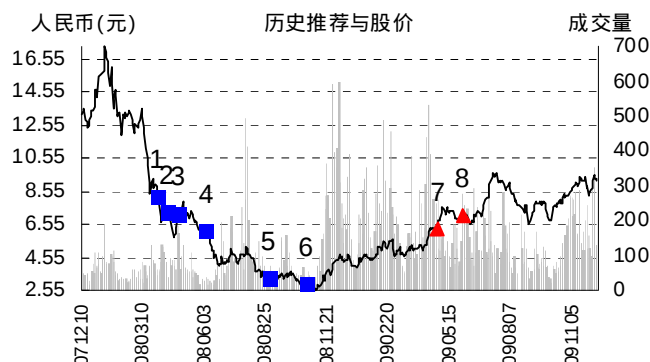
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。