

湘财证券研究所

浦俊懿

Tel: 021-68634510-8078

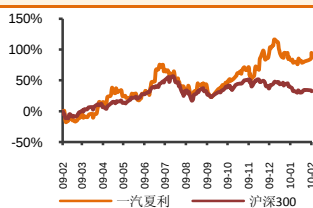
E-Mail: pjy2938@xcsc.com

刘金钵

Tel: 021-68634510-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

一汽夏利近一年走势：



公司评级

评级 增持（维持）

事件：公司于2月24日发布业绩预增公告，称09年实现净利润约16000-18500万元，实现基本每股收益0.100-0.116元，同比增长50%-100%。

点评：

□ 盈利增长主要源自一汽丰田投资收益增加

公司盈利主要由本部利润与一汽丰田投资收益构成，由于本部业务自06年来处于持续亏损状态，因此投资收益成为公司利润的主要来源。公司09年的利润增长主要源于销量增长带来的盈利提升，09年本部共实现轿车销售21.22万辆，同比增长21.4%，而公司参股30%的一汽丰田实现各车型销售41.73万辆，同比增长14%。

□ 本部有望受益于新产品推出与发动机基地建成投产

公司本部产品包括夏利系列及威系列轿车，其中夏利系列09年共销售14.75万辆，同比增长21.9%，占总销量的70%左右；威系列共销售6.47万辆，同比增长16.2%。两大系列产品销售增速均落后于行业平均增速，显示产品市场竞争力较弱。不过，公司已于09年11月推出夏利N5，而新威姿也有望在2010年上市。两款新车的上市，将帮助公司解决产品线日趋老化的问题，有助于提升产品销量。我们预计公司本部2010年轿车销售将增长20%，达到25.5万辆左右。

为了提升产品技术水平，降低发动机采购成本，公司还积极进行40万台发动机基地的建设，其一期工程已于09年底建成投产，产能为15万台，主要生产CA3GA2 和 CA4GA1 两款发动机，用于配套夏利N5与新威姿。我们认为，随着新车型的推出和配套发动机的量产，公司本部业务将逐步改善，亏损额有望逐年降低，09年本部亏损7.5亿左右，2010年收窄至5亿左右。

□ 一汽丰田将为公司贡献稳定收益

公司参股30%的一汽丰田产品线主要包括轿车（威驰、花冠、皇冠、锐志、卡罗拉）及SUV（RAV4、普拉多、陆地巡洋舰）。由于丰田09年初对行业的悲观判断，使得其产能与零部件配套供应能力严重落后于市场需求，市场份额下滑较为严重，其高档车产品，如皇冠、锐志、卡罗拉、普拉多等都出现了销售同比下降。不过，经过调整后，公司产能在09年下半年已有一定程度的释放。在综合考虑中高档乘用车市场的持续回暖、新产品推出以及召回事件对销售的冲击后，我们预计一汽丰田2010年销售增长10%左右，将为公司贡献投资收益13亿元左右。

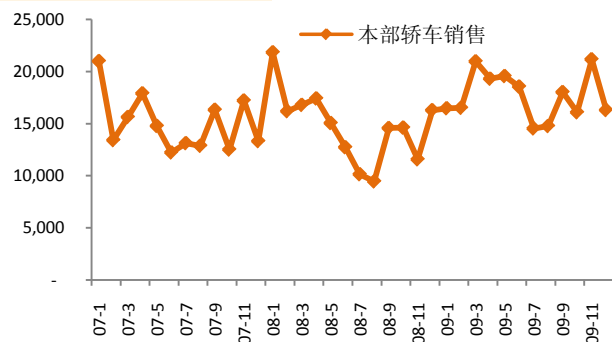
□ 维持公司“增持”评级；

预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.11 元、0.44 元、0.52 元，对应当前股价，PE 分别为 97.3 倍、24.3 倍、20.6 倍，估值较为合理，给予公司增持评级。

□ 风险提示：

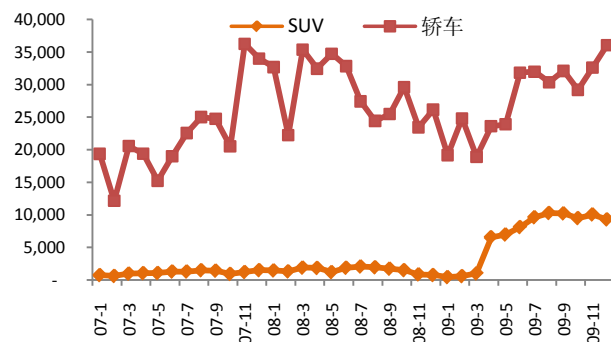
本部减亏幅度不及预期；一汽丰田销售受召回事件冲击大于预期；钢材等原材料价格大幅上涨；

图 1 一汽夏利轿车销售



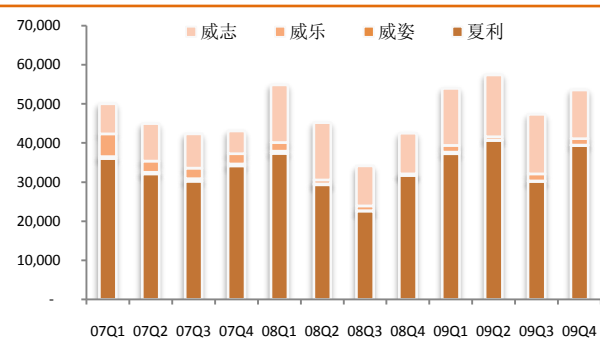
资料来源：公司公告、湘财证券研究所

图 2 一汽丰田月度乘用车销售



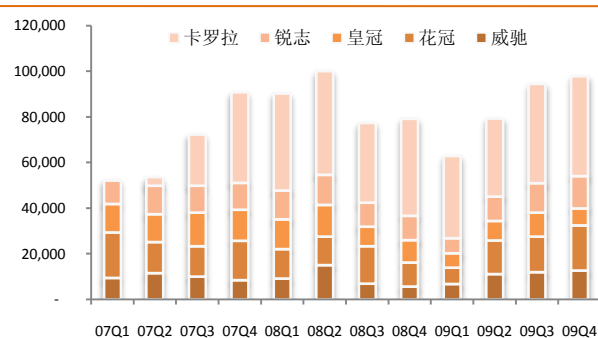
资料来源：公司公告、湘财证券研究所

图 3 一汽夏利轿车销售结构



资料来源：CAAM，湘财证券研究所

图 4 一汽丰田轿车销售结构



资料来源：CAAM，湘财证券研究所

表格 1 一汽夏利销量预测

单位：辆	2008	2009	2010E	2011E
夏利	120,970	147,531	166,235	188,453
威志	49,914	58,064	66,774	73,451
NBC 系列（威姿、威乐）	5,754	6,627	22,000	26,400
合计	176,638	212,222	255,008	288,304

资料来源：CAAM，湘财证券研究所

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E
威驰	36,865	42,675	46,089	50,698
花冠\卡罗拉	217,519	214,568	240,316	259,541
锐志	46,953	44,287	48,716	52,613
皇冠	45,427	32,856	37,784	42,696
RAV4		68,212	70,258	77,284
合计	346,764	402,598	443,164	482,833

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

附：三张报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2339	3098	3067	3229	营业收入	7280	8642	10181	11412
现金	721	1005	900	875	营业成本	6770	8081	9173	10180
应收账款	25	208	59	175	营业税金及附加	185	181	214	240
其他应收款	42	91	99	101	营业费用	418	510	601	673
预付账款	208	224	268	290	管理费用	533	561	664	774
存货	820	853	865	873	财务费用	43	55	59	45
其他流动资产	521	716	876	915	资产减值损失	125	0	0	0
非流动资产	5012	5110	6055	6767	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2054	2057	2055	2055	投资净收益	825	941	1300	1420
固定资产	1431	1901	2889	3638	营业利润	30	194	770	921
无形资产	365	372	377	364	营业外收入	73	0	0	0
其他非流动资产	1162	780	734	709	营业外支出	58	0	0	0
资产总计	7351	8208	9121	9995	利润总额	44	194	770	921
流动负债	4011	4752	5015	5240	所得税	-59	21	39	46
短期借款	749	1208	907	801	净利润	104	175	732	875
应付账款	1804	2039	2380	2605	少数股东损益	3	7	36	49
其他流动负债	1458	1505	1729	1834	归属母公司净利润	100	168	696	826
非流动负债	23	25	24	25	EBITDA	298	574	1326	1691
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.06	0.11	0.44	0.52
其他非流动负债	23	25	24	25	主要财务比率				
负债合计	4034	4777	5039	5265	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	24	32	68	116	成长能力				
股本	1595	1595	1595	1595	营业收入	-7.0%	18.7%	17.8%	12.1%
资本公积	1340	1340	1340	1340	营业利润	-66.0%	622.4%	258.5%	19.5%
留存收益	357	464	1080	1679	归属于母公司净利润	-41.7%	85.9%	274.4%	18.6%
归属母公司股东权益	3292	3399	4015	4614	获利能力				
负债和股东权益	7351	8208	9121	9995	毛利率(%)	7.0%	6.5%	9.9%	10.8%
现金流量表					净利率(%)	1.4%	2.2%	6.8%	7.2%
单位: 百万元					ROE(%)	3.0%	5.5%	17.3%	17.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	15.4%	18.1%	45.5%	41.4%
经营活动现金流	-527	-529	545	453	偿债能力				
净利润	104	193	732	875	资产负债率(%)	54.9%	58.2%	55.2%	52.7%
折旧摊销	226	324	497	725	净负债比率(%)	18.57%	25.29%	17.99%	15.22%
财务费用	43	55	59	45	流动比率	0.58	0.65	0.61	0.62
投资损失	-825	-961	-1300	-1420	速动比率	0.35	0.44	0.41	0.42
营运资金变动	-145	-342	683	-100	营运能力				
其他经营现金流	71	201	-125	328	总资产周转率	1.02	1.11	1.17	1.19
投资活动现金流	26	527	-230	-91	应收账款周转率	44	28	32	35
资本支出	558	400	1500	1500	应付账款周转率	3.83	4.21	4.15	4.08
长期投资	-3	1	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	581	927	1270	1409	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.11	0.44	0.52
筹资活动现金流	-214	287	-421	-386	每股经营现金流(最新)	-0.33	-0.33	0.34	0.28
短期借款	349	459	-302	-105	每股净资产(最新摊薄)	2.06	2.13	2.52	2.89
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	123.10	66.23	17.69	14.91
资本公积增加	27	0	0	0	P/B	3.74	3.62	3.07	2.67
其他筹资现金流	-590	-172	-119	-281	EV/EBITDA	34	17	8	6
现金净增加额	-715	284	-106	-24					

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。