

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

一汽夏利 (000927)

推荐 (维持)

2010 年本部与一汽丰田均将改善

2010 年 4 月 14 日

余 兵 汽车行业高级研究员

86-21-62078960

yubing006@pingan.com.cn

王德安 汽车行业研究员

86-21-62078709

Wangdean002@pingan.com.cn

事 项

一汽夏利披露2009年报：实现营业收入85.67亿元，同比增长17.7%；净利润1.75亿元，增长75.66%。每股收益0.11元，每股净资产2.16元。拟每10股派发现金股利0.7元（含税）。

主要观点

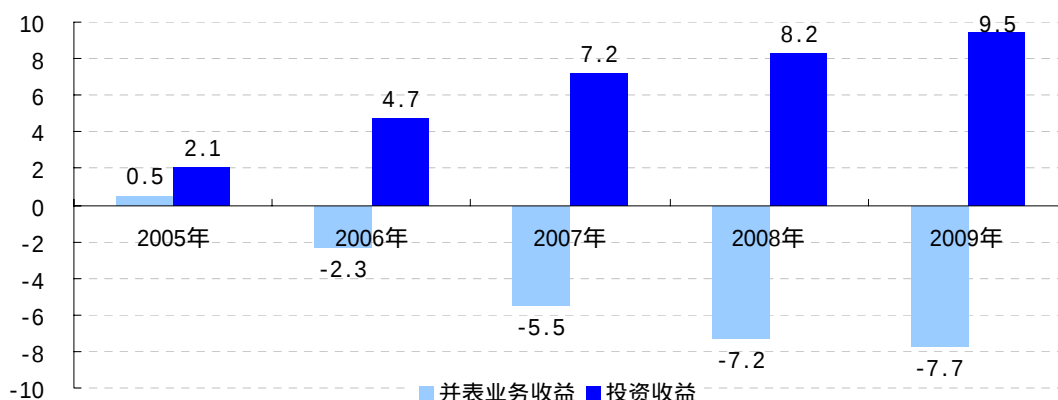
公司业绩略低于我们预期，其中：本部业绩符合预期，一汽丰田业绩低于预期。

在我们2009年12月24号的一汽夏利深度报告《2010年本部改善、新品助一汽丰田利润提升》中，我们指出：“1、夏利本部谷底已过：2010年夏利本部受益于新车上市、发动机新基地量产、华利工厂逐步建成投产。公司产销规模将上升，产品类别渐丰，单车成本下降，亏损额降低。2、一汽丰田2010将发力中高档：一汽丰田错失09年轿车业强劲复苏，在整体产销量增幅逊色于行业的同时，产销结构亦偏低。来年产销结构将优化；RAV4、新皇冠将助2010年丰田利润率提升。”目前看，公司09年状况符合我们预期，2010年本部与投资收益均有望改善。

1、09年本部与投资收益依然此消彼长：自06年以来，本部经济型轿车业务亏损额逐步扩大，主要来自持股30%一汽丰田的投资收益则大幅增长。09年本部与投资收益分别创下“谷底”与“峰值”。我们期待2010年一汽夏利符合我们前期深度报告中的判断，即：本部谷底已过，一汽丰田2010年发力中高端。

图表1 一汽夏利本部业绩与投资收益

单位：亿元



资料来源：公司公告

2、本部量增利减：本部经济型轿车销量增20%，母公司收入增长18%，单车均价略降（09年夏利销量结构偏低，主要是夏利品牌销量占比较大），毛利率同比持平。全资子公司一汽华利亏损1亿元。

图表2 一汽夏利本部各经营简况

单位：亿元、万辆、万元/辆

项目	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
并表业务盈利	-1.9	0.5	-2.3	-5.5	-7.2	-7.7
夏利销量	13.0	19.0	20.2	18.0	17.7	21.2
单车均价	4.3	3.7	4.3	4.3	4.1	4.0
毛利率	8.9%	13.9%	13.4%	7.4%	7.0%	7.0%

资料来源：公司公告

图表3 一汽夏利本部各品牌季度销量

单位：辆

品牌	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
威乐	2205	1002	1234	229	1743	801	1824	1577
威志	14683	14664	10228	10339	14574	15808	15221	7468
威姿	559	244	104	177	406	107	84	78
夏利	37372	29286	22591	31721	37226	40696	30185	39424
合计	54819	45196	34157	42466	53949	57412	47314	48547

资料来源：中国汽车工业协会

3、一汽丰田销量增4.4%，净利增16%：一汽丰田错失09年国内汽车景气，且中高档车比例下降：09年一汽丰田销量同比仅增长4.4%，与09年我国汽车业高景气极不相符。09年公司产销结构偏低，主要是其1.6L以下车同比增长，中高档车尤其是皇冠车型下滑幅度较大，这也和新皇冠投产前期调整生产线有关。公司单车均价降低，净利率同比提高，净利润实现了16%的增长。

09年轿车业快速复苏，日系车企应对不足，主要是08年底对行业的悲观判断导致日系车企核心零部件供应跟不上市场回暖的脚步，工厂产能也略显吃紧。统计显示，2009年日系轿车占比下滑较多，达6个百分点；广汽丰田、一汽丰田2009年销量增幅明显落后于南北大众、上海通用、长安福特等其它合资企业。

图表4 一汽丰田经营简况

单位：亿元、万元/辆

项目	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
总资产	55.7	87.1	113.3	130.3	109.8	152.9
净资产	38.7	45.6	59.6	58.1	69.2	71.8
销售收入	106	203	327	410	513	532
净利润	6.9	7.3	15.4	20.7	28.8	33.5
净利率	6.5%	3.6%	4.7%	5.0%	5.6%	6.3%
ROE	17.9%	15.9%	25.8%	35.6%	41.6%	46.6%
单车均价	13.63	15.2	14.94	14.53	14.01	13.94
单车净利润	0.89	0.54	0.70	0.73	0.79	0.88

资料来源：公司公告

图表5 一汽丰田各品牌销量

单位:辆

品牌	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
威驰	36407	39395	36865	42675
花冠	80052	64015	52249	57111
皇冠	42881	53111	45427	32856
锐志	48895	46299	46953	44287
普锐斯	2152	414	899	271
卡罗拉	0	65844	165270	157457
特锐 SUV	296	14	0	0
陆地巡洋舰 SUV	2706	2512	4762	2524
普拉多 SUV				11906
RAV4	6077	11028	13641	68212
合计	219466	282632	366066	414637

资料来源：中国汽车工业协会

4、乐观预期2010年

1) 本部将逐渐改善：随着发动机新基地量产、华利工厂的建成投产，一汽夏利新车逐步上市，公司本部将焕发崭新面貌，亏损额将逐年降低。此外，一汽夏利作为一汽集团自主品牌生产基地承担着集团产销量增长的重要任务。集团提出全力打好“三年两改观”攻坚战的发展目标也为公司 2010 年业绩增长提供动力。

产品阵容扩大：新品“夏利 N5”轿车在 09 年 11 月投放，同时，威姿 V1 计划 2010 年上半年上市。TA1 发动机排放达国 3、国 4 标准项目等按时完成，TA1 搭载 AMT 变速器等项目正在稳步推进中。公司投资的华利公司年产 15 万辆轿车的新基地建设项目已于 2009 年启动，预计在 2010 年底建设完成。

本部产能利用率还有提升空间：公司 09 年产能利用率较高。但我们认为公司产能还有提升空间，尤其是威系列产品。夏利品牌由代工工厂生产，目前双班可达产能 10 万辆；本部工厂生产 NBC+N5+V1，双班可达 15 万辆。则公司产能合计为 25 万辆，产能利用率还有提升空间。我们判断 N5、V1 2010 年产销量可达 6—7 万辆。

华利厂将于 2010 年底建成，亏损额逐年降低：08 年一汽夏利以 30 万元受让一汽华利全部股权，一汽华利最终将形成一个新的轿车整车生产基地，形成 15 万辆的年产能。08 年 4 月华利开始并入一汽夏利报表，当年亏损 1.25 亿，09 年仍亏损 1 亿元左右。随着 2010 年该基地的建成投产，亏损额有望降低。

发动机新基地量产：09 年公司 40 万台发动机新基地一期项目竣工转固，该项目分两期共投入 13.25 亿元。主要为公司规划中的 40 万台整车产销目标配套，能为一汽夏利全系列车型配套，将大大提升公司各系列车型的技术水平及市场竞争力；新基地生产的 CA3GA2、CA4GA 等发动机还能够为一汽集团其它公司配套。目前发动机新基地仅为新车 N5、V1 配套。

终端销售能力提高：夏利 2009 年新建 36 家 4S 店、293 家销售服务便利店。

2) 一汽丰田销售结构将明显改善：根据我们对 2010 年轿车业判断（即：1.6L 以上车型同比增长 20%），2010 年中高档轿车将有较好表现。09 年 12 月至今皇冠车型表现较佳，我们判断新皇冠将挑战一汽奥迪在高档公务与商务车市场的领先地位。

2010 年 RAV4 与新皇冠将提升公司利润率：09 年新品 RAV4 上市后取得优异成绩，销量直逼 SUV 龙头东风本田 CRV，09 年下半年月均销量在 8000 辆以上。但该产品对 2009 年业绩贡献仅有 8 个月。2010 年 RAV4 将与新皇冠共同提升公司利润率。

5、盈利预测与投资建议：预计公司 2010 本部销售 23.8 万辆，增长 12%，单车均价提高。一汽丰田销售 52.6 万辆，同比增 37%，销量结构明显改善。预计 2010、2011 年一汽夏利每股收益分别为 0.4 元、0.52 元，维持“推荐”评级。

图表6 一汽夏利年度、季度经营简况

单位：万元

项目	年度		季度			
	2008 年	2009 年	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
营业总收入	727953	856728	210228	229378	192553	224569
资产减值损失	12503	11588			2895	8693
投资净收益	82486	94907	1876	23601	35291	34147
营业外净收入	1462	1779	149	988	58	1605
净利润	10004	17573	-8016	13179	1774	10636
每股收益(元)	0.063	0.110	-0.050	0.083	0.011	0.067
毛利率	7.0%	7.0%	6.3%	10.2%	1.4%	9.1%
销售费用率	5.7%	6.2%	3.9%	5.6%	6.6%	8.7%
管理费用率	7.3%	6.1%	4.6%	6.8%	7.6%	5.5%
财务费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	1.2%	0.4%
三项费率	13.7%	13.0%	9.1%	12.8%	15.4%	14.7%

资料来源：公司公告

图表7 一汽夏利盈利预测

单位 :万元

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
一、营业总收入	866266	782842	727953	856728	998292	1118087
二、营业总成本	880856	846178	807464	935299	1071174	1194098
营业成本	750219	724829	676986	796879	920425	1028640
营业税金及附加	27128	20896	18486	15665	19966	22362
销售费用	43543	44508	41839	53439	62892	69321
管理费用	55496	45048	53334	52348	57901	64290
财务费用	5421	4297	4316	5380	5990	6485
资产减值损失	-950	6599	12503	11588	4000	3000
三、其他经营收益						
投资净收益	47479	72076	82486	94907	136409	158746
四、营业利润	32888	8741	2975	16337	63527	82735
加：营业外收入	1086	3215	7278	2475	2500	3000
减：营业外支出	657	2492	5816	696	700	750
五、利润总额	33317	9464	4437	18116	65327	84985
减：所得税	9318	-7956	-5913	262	300	320
六、净利润	23999	17419	10350	17854	65027	84665
减：少数股东损益	9	0	346	281	975	1270
归属于母公司所有者的净利润	23990	17168	10004	17573	64052	83395
七、每股收益(元)	0.15	0.11	0.06	0.11	0.40	0.52

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

一汽夏利深度报告——2010年本部改善、新品助一汽丰田利润提升（2009年12月24日）
减档前行，耐力致胜——汽车行业2010年投资策略（2009年11月26日）
一汽夏利2009中报点评——期待一汽丰田销售回暖（2009年8月26日）
一汽夏利调研简报——未来三年本部经营将大幅改观（2009年6月4日）
一汽夏利动态分析——RAV4为一汽丰田发展提供空中加油（2009年5月10日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257