

2011-01-17

汽车和汽车零部件

一汽夏利 000927.SZ

基本面平稳 静待整体上市

◇ 事件：公司调研

◆2011 年本部扭亏可能性不大 盈利主要看一汽丰田

2010 年前三季度公司本部亏损 7 亿元，其中第三季度亏损 2.65 亿元，导致本部亏损增加的原因主要有：第三季度销售情况惨淡，单季度销售 4.7 万辆，季度环比下降 16%；另一方面公司前期未能拿到节能车补贴，为促进销售垫付了相关费用。公司第四季度销售 7.8 万辆，环比增长 67%，预计第四季度亏损将大比例缩小。

公司今年会有 2 款年型车，预计 2011 年底会有全新 A 级车推出。华利工厂投产后将生产夏利 N5。公司未来将陆续投放的 A 级车、CUV、A0 级车目前由一汽集团投资研发，同时集团也将在广告费用等方面对公司进行支持。由于公司 2011 年没有全新车型，我们预计公司本部还将继续亏损。

历来一汽丰田都是公司利润的来源，2010 年前三季度丰田贡献投资收益 9.6 亿元，是公司净利润的 3.3 倍。2010 年一汽丰田销售 50.6 万辆，2011 年计划销售 55 万辆。

◆产能扩张基本结束 未来资本支出减少

公司目前核定产能在 18 万辆左右，2010 年加班加点生产 25 万辆；2011 年 3 月华利工厂投产，新增产能 15 万辆；公司 40 万台发动机产能项目已于 2010 年投产，目前公司整车、发动机产能扩张告一段落。公司目前变速箱产能不足，部分总成成为外协单位生产，公司进行组装，公司未来一段时间可能的资本支出在于变速箱的产能扩张，但总体投入远小于整车和发动机。

◆自主发动机替换丰田发动机提高公司盈利能力

公司威志和部分老夏利产品采购一汽丰田发动机公司的发动机，2010 年采购大约 5-6 万台，2011 年将逐步被自主发动机 TA1 替代。根据公司关联交易公告数据测算，一汽丰田的发动机采购价格单台在 1.2 万元以上，而根据经验公司自主品牌发动机成本在 8000 元左右，也就是说替换后一台发动机降低成本 4000 元，全部替换降低成本 2-2.4 亿元。

◆整体上市可能尚需时日

我们判断，一旦一汽集团整体上市，公司被吸收合并属大概率事件；由于一汽股份未能在 2010 年底获得政府审批，因此考虑辅导期整体上市至少需要 1 年时间。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	7,280	8,567	10,107	10,915	11,789
营业收入增长率	-6.71%	17.69%	17.97%	8.00%	8.00%
净利润（百万元）	100	176	505	656	824
净利润增长率	-59.49%	75.66%	187.43%	29.85%	25.63%
EPS（元）	0.06	0.11	0.32	0.41	0.52
ROE（归属母公司） （摊薄）	3.04%	5.09%	13.14%	15.27%	16.97%
P/E	137	78	27	21	17
P/B	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	-32	-17	-48	-52	-46

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

当前价格	8.58 元
目标价格	9 元
目标期限	6 个月

分析师：

于特（执业证书编号：S0930510120015）

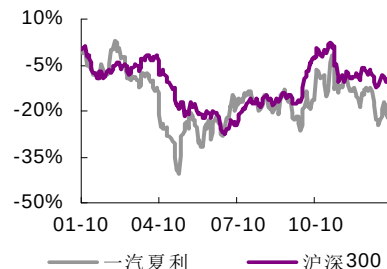
电话：021-22169158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,595
总市值(百万元)	13,687
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低（元）	11.20/6.22
近 3 月日均成交量（百万股）	14.58
主要股东	中国第一汽车集团公司

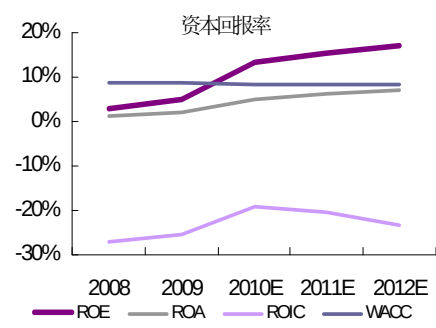
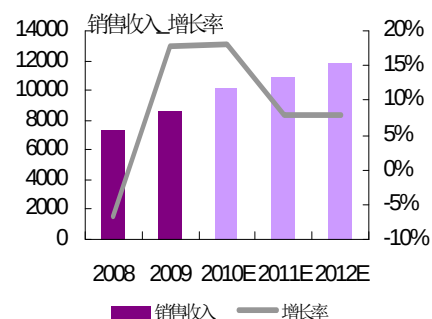
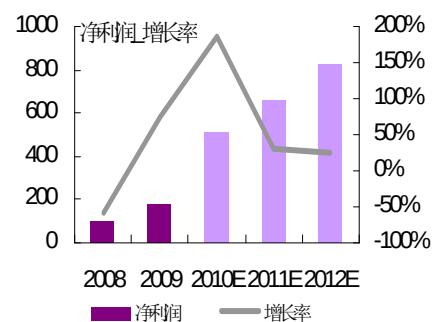
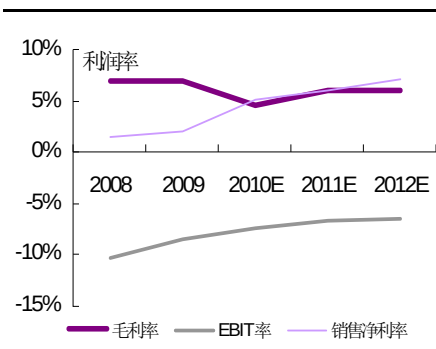
股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.67	6.13	-7.17
绝对收益	-6.97	-0.95	-18.39

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,280	8,567	10,107	10,915	11,789
营业成本	6,770	7,969	9,645	10,261	11,081
折旧和摊销	284	-161	399	406	412
营业税费	185	157	185	200	216
销售费用	418	534	505	540	578
管理费用	533	523	586	628	672
财务费用	43	54	66	127	134
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	825	949	1,300	1,495	1,719
营业利润	30	163	493	644	815
利润总额	44	181	515	669	840
少数股东损益	3	3	3	3	4
归属母公司净利润	100.04	175.73	505.10	655.87	823.97

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	7,351	8,067	10,159	10,883	11,747
流动资产	2,339	2,740	4,559	4,892	5,279
货币资金	721	550	1,819	1,965	2,122
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	25	42	50	54	58
应收票据	521	1,037	1,223	1,321	1,426
其他应收款	42	27	43	37	36
存货	820	800	1,080	1,149	1,241
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,054	2,134	2,784	3,531	4,391
固定资产	1,431	2,113	1,912	1,669	1,379
无形资产	365	400	380	361	343
总负债	4,034	4,590	6,286	6,554	6,854
无息负债	3,285	3,995	3,508	3,735	4,006
有息负债	749	595	2,779	2,818	2,848
股东权益	3,317	3,477	3,873	4,329	4,893
股本	1,595	1,595	1,595	1,595	1,595
公积金	1,636	1,696	1,772	1,871	1,995
未分配利润	61	159	476	830	1,266
少数股东权益	24	27	30	33	37

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-527	-420	-69	1,228	1,409
净利润	100	176	505	656	824
折旧摊销	284	-161	399	406	412
净营运资金增加	-847	104	1,326	111	123
其他	-64	-538	-2,298	55	49
投资活动产生现金流	26	506	-679	-798	-890
净资本支出	-367	-402	50	50	30
长期投资变化	2,054	2,134	-650	-748	-860
其他资产变化	-1,661	-1,226	-79	-100	-60
融资活动现金流	-214	-258	2,018	-285	-362
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	299	-154	2,184	40	30
无息负债变化	201	710	-487	228	270
净现金流	-715	-171	1,270	146	157

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-6.71%	17.69%	17.97%	8.00%	8.00%
净利润增长率	-59.49%	75.66%	187.43%	29.85%	25.63%
EBITDA 增长率	61.14%	91.09%	-61.61%	-7.63%	12.67%
EBIT 增长率	36.62%	-2.67%	1.31%	-2.46%	6.37%
估值指标					
PE	137	78	27	21	17
PB	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	-32	-17	-48	-52	-46
EV/EBIT	-20	-21	-22	-23	-21
EV/NOPLAT	-22	-21	-22	-23	-21
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	6	5	4	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	7.00%	6.99%	4.57%	6.00%	6.00%
EBITDA 率	-6.42%	-10.43%	-3.39%	-2.90%	-3.03%
EBIT 率	-10.33%	-8.54%	-7.34%	-6.63%	-6.53%
税前净利润率	0.61%	2.11%	5.10%	6.13%	7.12%
税后净利润率 (归属母公司)	1.37%	2.05%	5.00%	6.01%	6.99%
ROA	1.41%	2.21%	5.00%	6.06%	7.04%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.04%	5.09%	13.14%	15.27%	16.97%
经营性 ROIC	-26.93%	-25.26%	-19.36%	-20.26%	-23.31%
偿债能力					
流动比率	0.58	0.60	0.73	0.75	0.78
速动比率	37.85%	42.56%	55.73%	57.55%	59.40%
归属母公司权益/有息债务	4.40	5.80	1.38	1.52	1.70
有形资产/有息债务	9.19	12.70	3.48	3.70	3.97
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.06	0.11	0.32	0.41	0.52
每股红利	0.05	0.07	0.13	0.17	0.21
每股经营现金流	-0.33	-0.26	-0.04	0.77	0.88
每股自由现金流(FCFF)	0.38	-0.19	-1.13	-0.30	-0.32
每股净资产	2.06	2.16	2.41	2.69	3.04
每股销售收入	4.56	5.37	6.34	6.84	7.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

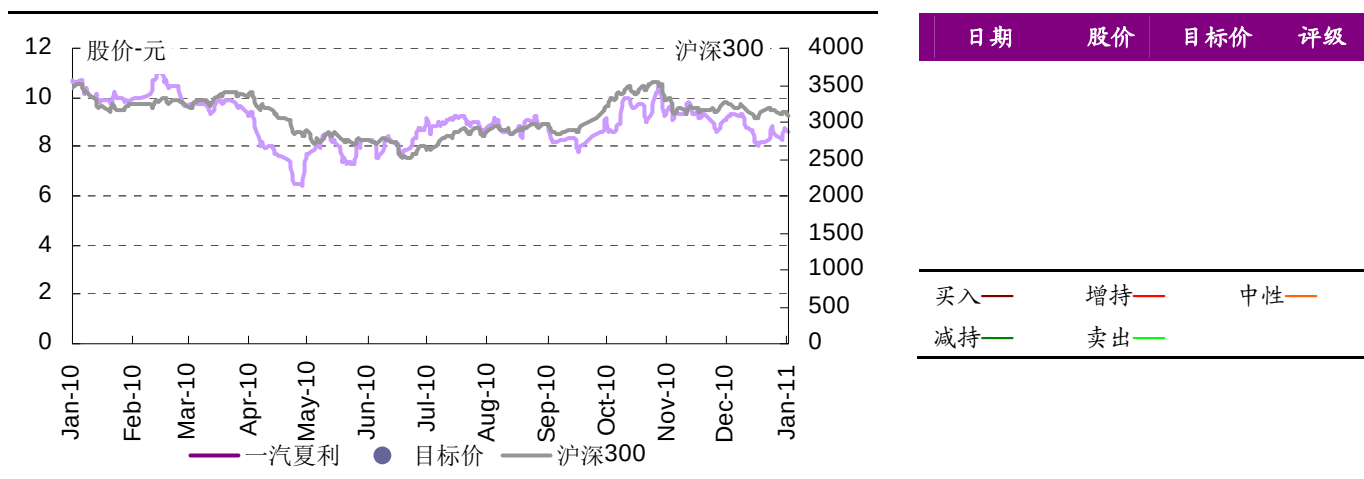
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

一汽夏利（000927）

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；

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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。