

机械、汽车

报告原因: 研究报告

2011 年 1 月 19 日

市场数据: 2010 年 1 月 18 日

收盘价	8.47
52 周内高	11.20
52 周内低	6.22
总市值(百万元)	13655.59
流通市值(百万元)	13655.57

近期股价走势



研究员

白宇

执业证书编号: S0760210080006

电话: 010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

联系人

张小玲

孟军

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

一汽夏利 (000927)

业绩环比提升将超预期

增持

维持评级

公司研究/调研报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	8567	18%	7%	179	72%	0.11	78
2009A	9253	8%	4%	547	207%	0.34	25
2010E	10178	10%	5%	733	34%	0.45	19
2011E	11196	10%	6%	837	14%	0.52	17

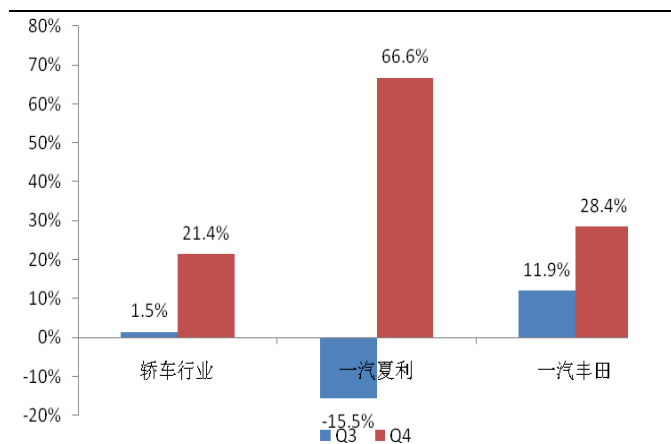
投资要点:

- ◆ **四季度销售情况大有改观, 业绩有望走出低谷。**由于公司车型属于经济型自主品牌, 因此在三季度行业整体下行阶段, 公司销售下滑幅度超过轿车行业平均水平。而在四季度行业情况再次上行后, 公司销售大幅超越行业, 四季度公司销量环比三季度增长 67% 以上。同时, 四季度后天津一汽丰田销量也高于行业。
- ◆ **价格下降、钢价上涨侵蚀本部盈利能力。**公司产品价格较低, 其中夏利系列均价 3-5 万、威系列均价 5-8 万, 对价格、钢价的敏感性都十分高。三季度在行业低谷, 公司降价幅度较大。同时, 三季度以来, 随着通货膨胀形势的进一步严峻, 公司的各种成本也在攀升当中, 因此公司盈利能力近期不会大幅度好转。
- ◆ **规模提升、车型结构上行促进本部盈亏平衡。**目前我国经济型微车行业仍然处于薄利多销的盈利阶段。因此对于公司本部来说扩大生产规模的同时努力促进车型结构上行是改变目前本部亏损的主要手段。近两年来, 公司一直处于较大规模的固定资产建设阶段(图 2), 华利工厂、TA 发动机等项目, 虽然短期对盈利造成一定的压力, 但是中长期来说仍然是公司提升盈利能力的必经之路。明年公司自配发动机比率的提升将会提高公司盈利能力, 使得公司前期工作有所体现。同时, 公司在积极开发 A 级轿车车型, 以提高公司车型结构。
- ◆ **一汽丰田四季度亦将走出低谷。**受丰田众多的召回事件影响, 今年前三季度一汽丰田的销量增速相比通用、大众、日产等传统对手略显平淡。但是四季度以来, 一汽丰田的各个车型销售情况开始好转, 12 月 RAV4 和卡罗拉两款车型销量逐步接近 1 万、2 万辆的水平, 新锐志也达到了 8 千左右。在这几款畅销车型的带动下, 一汽丰田四季度业绩或将大超

预期。

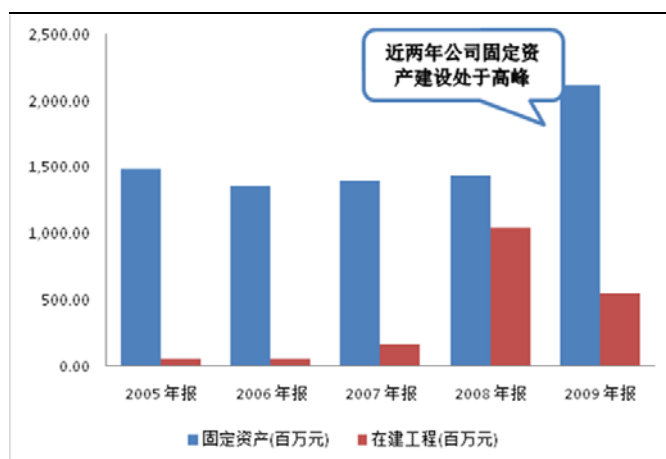
- ◆ **投资策略。**我们预计公司 10 年、11 年营收同比增长 8%、10%，对应 EPS 为 0.34、0.45 元，目前公司股价对应动态 PE 分别为 25、20 倍。虽然目前公司估值略高于行业水平，但是考虑到公司业绩仍处于逐步恢复状态，以及一汽集团上市带来的估值溢价，我们继续维持公司“**增持**”评级。

图表 1：一汽夏利与轿车行业销量环比



资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究所

图表 2：固定资产投资情况

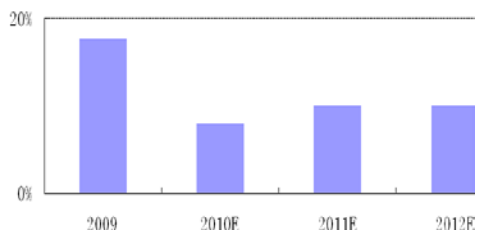


资料来源：公司公告 山西证券研究所

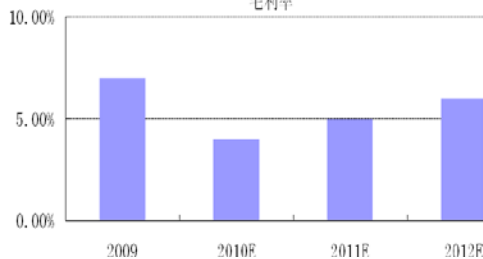


报表预测

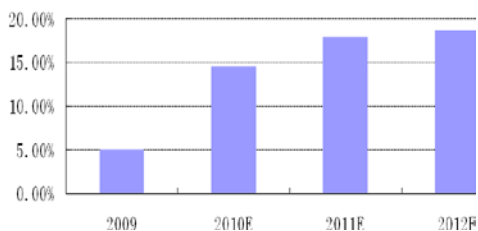
销售收入增长率



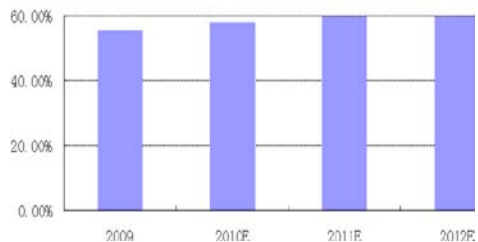
毛利率



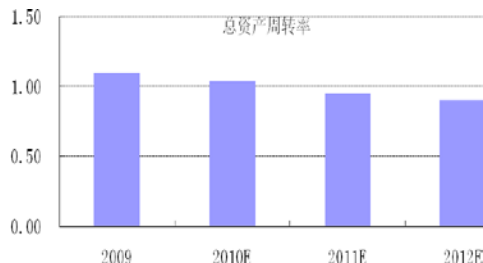
ROE



资产负债率



总资产周转率



利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8567.28	9252.66	10177.93	11195.72
减: 营业成本	7968.79	8882.56	9669.03	10523.98
营业税金及附加	156.65	169.18	186.10	204.71
营业费用	534.39	508.90	559.79	615.76
管理费用	523.48	555.16	610.68	671.74
财务费用	53.80	39.44	86.93	142.21
资产减值损失	115.88	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	949.07	1450.00	1667.50	1800.00
营业利润	163.37	547.43	732.91	837.31
利润总额	181.16	547.43	732.91	837.31
减: 所得税	2.62	0.00	0.00	0.00
净利润	178.54	547.43	732.91	837.31
减: 少数股东损益	2.81	8.61	11.52	13.16
归属母公司股东净利润	175.73	538.83	721.39	824.15
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	413.73	92.53	101.78	111.96
应收和预付款项	1390.11	1028.88	1626.80	1288.72
存货	799.91	1288.86	984.85	1489.90
长期股权投资	2133.98	3583.98	5251.48	7051.48
投资性房地产	20.94	16.03	11.12	6.21
固定资产和在建工程	2661.87	2556.47	2401.07	2195.67
无形资产和开发支出	402.12	346.47	290.82	235.16
资产总计	7823.31	8913.54	10667.92	12379.10
短期借款	595.00	1104.92	2251.47	3195.58
应付和预收款项	3718.72	4045.92	4314.89	4694.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	32.66	32.66	32.66	32.66
负债合计	4346.38	5183.51	6599.02	7923.06
股本	1595.17	1595.17	1595.17	1595.17
资本公积	1339.85	1339.85	1339.85	1339.85
留存收益	514.97	759.47	1086.82	1460.79
归属母公司股东权益	3449.99	3694.50	4021.84	4395.81
少数股东权益	26.93	35.54	47.06	60.23
股东权益合计	3476.93	3730.03	4068.90	4456.04
负债和股东权益合计	7823.31	8913.54	10667.92	12379.10
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-402.96	2.64	-156.32	158.45
投资性现金净流量	506.30	-500.00	-500.00	-500.00
筹资性现金净流量	-257.79	176.16	665.57	351.72
现金流量净额	-154.44	-321.20	9.25	10.18

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。