

乘用车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.87元

当前股价: 7.11元

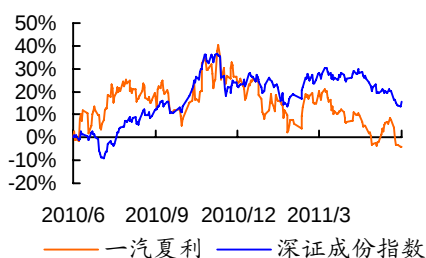
评级调整: 上调

基本资料

深证成份指数	11665.14
总股本(百万)	1595
流通股本(百万)	1595
流通市值(亿)	113
EPS (TTM)	0.09
每股净资产(元)	2.28
资产负债率	60.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
一汽夏利	-1.11	-18.74	-22.30
深证成份指数	-5.26	-9.59	-5.44



相关报告

一汽夏利

000927

推荐

经营业绩探底中，整体上市进行时

近期对公司进行了调研，我们认为，公司是国内老牌汽车企业，短期业绩受日本地震和竞争加剧的冲击，已经接近最差的底部，业绩改善趋势已经形成；同时一汽集团整体上市进程加快，公司投资价值将成为热点。

投资要点:

- **丰田资产贡献大，今年受地震冲击，未来具备提升潜力。**一汽丰田 1-4 月实现销量 16.1 万辆，同比下滑 8.7%，受日本地震导致部件供应短缺影响，预计 6 月开始陆续恢复，预计 7 月份回到历史水平，谨慎预计 11 年一汽丰田投资收益贡献下降 10%；随着丰田公司加大在华业务的重视，一是丰田在全球业务占比（~13%）与在华业务占比（~8%）的不匹配，二是一汽丰田与上海通用、上海大众营收规模的差距，我们认为一汽丰田具备很大的提升空间，12 年之后将进入快速发展阶段。
- **本部减亏负担仍较重，等待产品线提升。**公司本部的夏利和威品牌今年陆续放量，1-4 月份实现销量 10.3 万辆，同比增长 16.99%，超越行业增速。但是由于小排量自主品牌市场竞争较为激烈，公司产品覆盖 A0 和 A00 细分市场盈利能力较差，难以摆脱亏损局面，亏损额 9 个亿左右。随着公司未来推出 A 级轿车，改善盈利能力将得到改善，11 年起始毛利率扭转的大趋势已形成。
- **一汽集团整体上市预期强烈，方案和时间仍不明确。**10 年 7 月，公司控股股东一汽集团发起设立股份有限公司拟进行主业重组改制，我们预计 6 月底将正式挂牌，启动整体上市步伐，但是目前而言方案和最终上市时间仍不明确。一汽集团是国内领先的车企，旗下一汽奥迪、一汽大众等非上市资产质地优良，整体上市方案如果采取吸收合并换股+IPO 的方式将提升公司股票价值。
- **投资建议：**预计公司 11-13 年实现收入 111 亿、131 亿和 154 亿，归属于母公司净利润为 0.90 亿、4.65 亿和 5.84 亿，每股 EPS 为 0.10、0.32 和 0.38 元，我们给予公司丰田资产贡献 11 年 EPS 为 0.81，给予 10 倍，价格为 8.12 元，本部资产由于长期处于亏损，我们谨慎给予 1 倍 PB 定价，接近 0.75 元，我们认为公司合理目标为 8.87 元，给予“推荐”评级。

风险提示:

- 汽车市场持续下滑将影响公司业绩不达预期，一汽集团整体上市存在不确定性，将带来公司价格波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9891	11146	13061	15360
同比(%)	15%	13%	17%	18%
归属母公司净利润(百万元)	300	164	518	611
同比(%)	76%	-45%	217%	18%
毛利率(%)	5.5%	6.4%	6.3%	6.1%
ROE(%)	8.3%	4.3%	12.1%	12.5%
每股收益(元)	0.19	0.10	0.32	0.38
P/E	37.85	69.34	21.90	18.56
P/B	3.15	3.01	2.65	2.32
EV/EBITDA	12	27	12	11

公司一季度收入超预期增长，达到 30.49 亿，同比增长 13.5%，但是购置税和补贴退出，加剧自主品牌的竞争，盈利能力仍处底部。

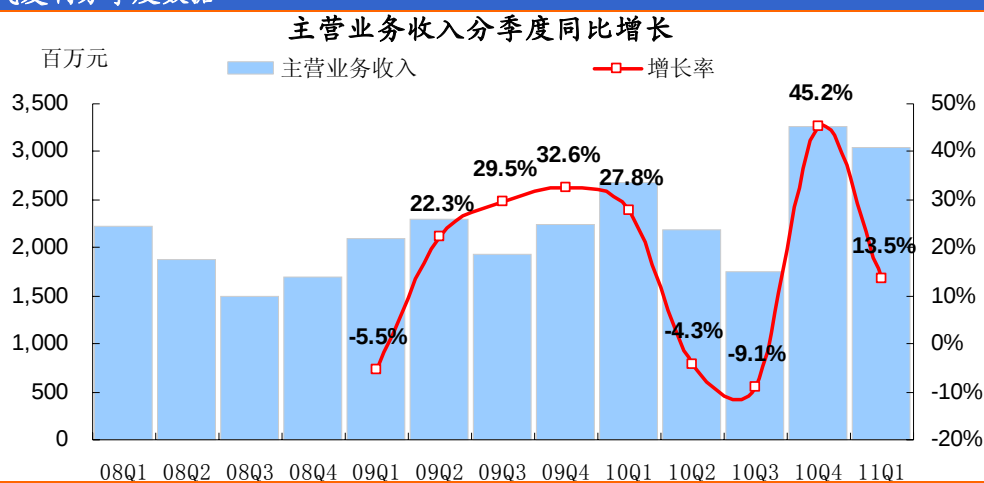
销售情况来看，尽管面临汽车市场增速回调，但是公司新产品 N5 和威系列开始上量，带动公司本部 1-4 月份累计销量实现增长 16.99%。

表 1 一汽夏利的季度盈利性数据

财务指标 (百万)	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	环比	同比
营业总收入	2293.77	1925.53	2245.69	2687.15	2194.4	1750	3260	3049	-6.5%	13.5%
营业成本	2059.29	1897.62	2041.11	2546.86	2072.1	1741	2989	2896	-3.1%	13.7%
营业费用	128.54	127.02	201.54	126.17	105.96	107.4	248.3	132.9	-46.5%	5.4%
管理费用	155.19	146.8	124.41	147.08	121.25	119.9	219.3	165.9	-24.4%	12.8%
财务费用	10.53	22.9	8.47	16.67	11.19	8.09	18.68	14.12	-24.4%	-15.3%
营业利润	136.39	19.65	83.05	213.58	76.86	-21	25.42	36.08	41.9%	-83.1%
投资收益	236.01	352.91	341.4	420.75	298.75	244.12	327.6	265.07	-19.09%	-37.00%
利润总额	146.27	20.23	88.89	213.92	75.21	3.15	46.72	53.25	14.0%	-75.1%
所得税	13.49	1.50	-12.71	1.46	-1.83	1.97	35.16	0.88	-97.5%	-39.7%
归属于母公司净利润	131.79	17.74	101.1	211.35	76.43	0.45	11.45	51.45	349.3%	-75.7%
EPS	0.08	0.01	0.06	0.13	0.05	0.00	0.01	0.03	200.0%	-76.9%
毛利率	10.2%	1.4%	9.1%	5.2%	5.6%	0.5%	8.3%	5.0%	-39.7%	-3.8%
营业费用率	5.6%	6.6%	9.0%	4.7%	4.8%	6.1%	7.6%	4.4%	-42.7%	-7.1%
管理费用率	6.8%	7.6%	5.5%	5.5%	5.5%	6.9%	6.7%	5.4%	-19.1%	-0.6%
营业利润率	5.9%	1.0%	3.7%	7.9%	3.5%	-1.2%	0.8%	1.2%	51.8%	-85.1%
实际所得税率	9.2%	7.4%	-14.3%	0.7%	-2.4%	62.5%	75.3%	1.7%	-97.8%	142.1%

资料来源：一汽夏利历年年报，中投证券研究所

图 1 一汽夏利分季度数据



资料来源：一汽夏利历年报表，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3405	4117	5493	7086	营业收入	9891	11146	13061	15360
现金	665	958	1812	2774	营业成本	9349	10437	12244	14427
应收账款	46	52	61	72	营业税金及附加	195	235	63	74
其它应收款	15	100	96	92	营业费用	588	668	794	923
预付账款	344	384	450	530	管理费用	608	683	801	942
存货	788	880	1032	1216	财务费用	55	3	-10	-31
其他	1547	1743	2042	2402	资产减值损失	94	94	94	94
非流动资产	5675	5538	5374	5225	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2499	2538	2538	2538	投资净收益	1291	1150	1500	1750
固定资产	2086	2279	2300	2250	营业利润	295	175	576	681
无形资产	317	304	290	276	营业外收入	250	50	50	50
其他	772	417	247	162	营业外支出	206	40	40	40
资产总计	9079	9655	10866	12311	利润总额	339	185	586	691
流动负债	4729	5178	5867	6696	所得税	37	20	64	75
短期借款	395	395	395	395	净利润	302	165	522	616
应付账款	2845	3206	3757	4418	少数股东损益	3	1	4	5
其他	1490	1577	1716	1883	归属母公司净利润	300	164	518	611
非流动负债	717	679	679	679	EBITDA	693	312	713	805
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.19	0.10	0.32	0.38
其他	717	679	679	679	主要财务比率				
负债合计	5447	5857	6547	7375	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	27	29	33	38	成长能力				
股本	1595	1595	1595	1595	营业收入	15.5%	12.7%	17.2%	17.6%
资本公积	1340	1340	1340	1340	营业利润	86.5%	-40.7	229.0	18.3%
留存收益	670	834	1352	1963	归属于母公司净利润	75.8%	-45.4	216.6	18.0%
归属母公司股东权益	3605	3769	4287	4898	获利能力				
负债和股东权益	9079	9655	10866	12311	毛利率	5.5%	6.4%	6.3%	6.1%
现金流量表					净利率	3.0%	1.5%	4.0%	4.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	8.3%	4.3%	12.1%	12.5%
经营活动现金流	-864	-869	-657	-819	ROIC	22.4%	12.7%	55.8%	103.1
净利润	302	165	522	616	偿债能力				
折旧摊销	344	135	147	154	资产负债率	60.0%	60.7%	60.2%	59.9%
财务费用	55	3	-10	-31	净负债比率	7.25%	6.74%	6.03%	5.36%
投资损失	-1291	-1150	-1500	-1750	流动比率	0.72	0.80	0.94	1.06
营运资金变动	-591	-16	154	181	速动比率	0.54	0.61	0.75	0.86
其它	317	-5	30	11	营运能力				
投资活动现金流	1298	1165	1500	1750	总资产周转率	1.15	1.19	1.27	1.33
资本支出	494	0	0	0	应收账款周转率	100	226	230	230
长期投资	0	-13	0	0	应付账款周转率	3.58	3.45	3.52	3.53
其他	1792	1152	1500	1750	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-319	-3	10	31	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.10	0.32	0.38
短期借款	-200	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	-0.54	-0.41	-0.51
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.26	2.36	2.69	3.07
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	37.85	69.34	21.90	18.56
其他	-119	-3	10	31	P/B	3.15	3.01	2.65	2.32
现金净增加额	115	293	853	962	EV/EBITDA	12	27	12	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434