

强烈推荐-A (上调)

一汽夏利 000927.SZ

当前股价: 7.62 元

2011 年 7 月 11 日

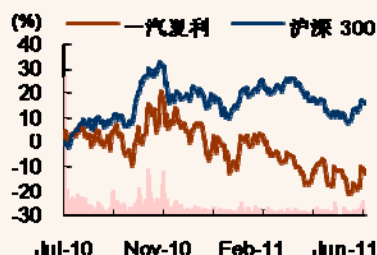
以估值模式的改变看夏利

基础数据

上证综指	2798
总股本(万股)	159517
已上市流通股(万股)	159517
总市值(亿元)	122
流通市值(亿元)	122
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	3.8
资产负债率	61.2%
主要股东	中国第一汽车集团
主要股东持股比例	47.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-13	-7
相对表现	-3	-11	-28



公司部分股权转让一汽股份获批, 集团整合势在必行, 预计一汽股份将实现对一汽夏利吸收合并, 一汽夏利估值模式将发生重大改变。持股 30% 一汽丰田是优质资产, 估算市值在 180 亿, 夏利 2010 年净资产 36.85 亿, 我们认为给予 1.5 倍 PB 较为合理, 合计市值 235 亿。一汽夏利目前市值仅 120 亿, 夏利股价有极大上行空间, 上调评级至“强烈推荐-A”。

□ 估值模式必须发生改变是我们上调评级重要依据。7 月 2 日公司公告称: 一汽集团将持有公司 47.73% 股权作为出资注入一汽股份。一汽股份吸收合并一汽夏利可能性较大。在没有吸收合并情况下, 一汽夏利估值按照 EPS 乘以适当 PE 相对合适; 而在相对确定被并购情况下, 我们认为之前丰田赚钱而夏利亏损以 PE 估值模式导致企业真实价值不能得以充分体现, 在集团吸收合并情况下, 企业真实价值应该由丰田股权加上夏利净资产来体现相对合理, 而且这种估值模式在集团整体上市之后更能得到充分体现。

□ 一汽丰田资产优质, 夏利保守估算。参股 30% 的一汽丰田盈利能力强, 是国内竞争力最强的日系合资品牌, 我们认为一汽丰田 2010 年 PE 应该在 12-15 倍, 保守按照 13 倍测算, 一汽丰田市值 180 亿比较合理。夏利本部给予 1.5 倍保守 PB, 按 2010 年数据, 估算市值应该在 55 亿。

□ 平衡大股东利益, 可能采取现金选择权方案。天汽集团持有夏利 28.8% 股权, 第二大股东利益将成为一汽股份主要考量, 鉴于仍有 23.5% 公众股权, 参考广汽长丰的模式, 我们认为二次现金选择权方式比较适用。

□ 上调投资评级至“强烈推荐-A”: 预计下半年车市将有所好转, 原材料成本压力减弱, 本部将小幅减亏; 丰田复产带动下下半年投资收益增长。预估每股收益 11 年 0.09 元、12 年 0.35 元, 对应 11 年的 PE、PB 分别为 84、3.3, 我们看好一汽集团整体上市带来的价值重估, 上调投资评级至“强烈推荐-A”。

□ 风险提示: 信贷紧缩, CPI 依然高位, 一汽集团整体上市进程缓慢。

汪刘胜

0755-25310137

wangls@cmschina.com.cn

S1090511040037

研究助理

唐楠

tangan@cmschina.com.cn

方小坚

fangxj1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	8567	9891	10534	12114	14537
同比增长	18%	15%	6%	15%	20%
营业利润(百万元)	163	295	109	566	703
同比增长	449%	81%	-63%	418%	24%
净利润(百万元)	176	300	144	553	696
同比增长	76%	71%	-52%	284%	26%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.09	0.35	0.44
PE	69.2	40.6	84.4	22.0	17.5
PB	3.5	3.4	3.2	2.8	2.4

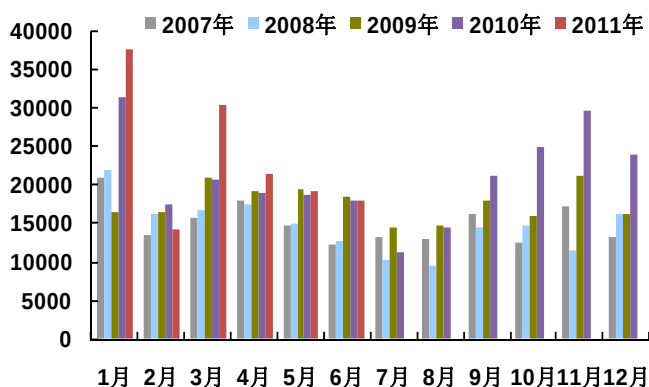
资料来源: 招商证券

一、夏利品牌销量增速超越行业，盈利能力逐渐好转

公司“夏利”、“威”系列全部是 A0 及以下车型，09-10 年销量增速稳定在 15% 以上，2011 年上半年实现销售 14 万辆，同比增长 12.5%，超越行业平均水平，在自主品牌乘用车里表现亮眼。但微型车盈利能力、抗风险能力较差，亏损依然严重。

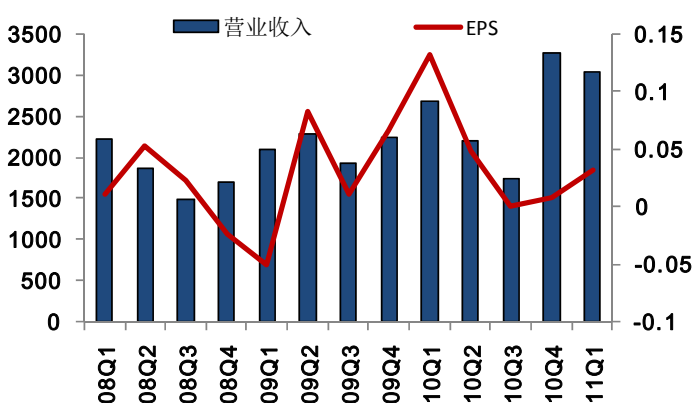
虽然丰田的投资收益贡献逐年增长，但竞争环境日益激烈，车辆售价逐年下滑均侵蚀丰田贡献，公司整体经营一直处于微利状态。公司近两年来在改善车型、提升技术实力、销售渠道下沉等方面改进较多，随着车型结构调整提升盈利能力，渠道改善提高销量，公司盈利能力可能逐渐好转。

图1：一汽夏利月度销售情况（单位：辆）



资料来源：CAAM，招商证券研发中心

图2：一汽夏利季度经营情况



资料来源：Wind，招商证券研发中心

二、丰田股权价值突出

参股 30% 的一汽丰田是公司主要利润来源，上半年受到日本地震影响减产，销量处于不正常时期，影响了夏利的盈利能力，6 月份丰田产能已经基本恢复正常水平，预计下半年补量需求将提升，夏利盈利能力将好转。

从集团整合的角度来说，丰田资产无疑是最有价值的，目前 A 股整车上市公司 2010 年 PE 在 12-16 之间，我们认为给予丰田 12-15 倍的平均估值是合理的。以 2010 年 13 倍 PE 计算，46.11 亿元净利测算，丰田总市值应在 600 亿左右，按照夏利 30% 的股权计算，夏利分享的市值应为 180 亿。

表1：丰田分享市值测算（单位：亿元）

2010净利	PE	市值	持股比例	夏利分享市值
46	12	553	30.00%	166
	13	599		180
	14	646		194
	15	692		207

资料来源：Wind，招商证券研发中心

表2：一汽丰田盈利状况

	2006	2007	2008	2009	2010
净资产	59.6	58.1	69.2	71.8	84.9
营业收入	327.8	410.7	513.0	532.6	686.9
净利润	15.4	20.7	28.8	33.5	46.1
ROE	29.2%	35.2%	45.2%	47.5%	58.9%
销量（万）	20.8	27.1	36.6	38.2	48.4

资料来源：Wind，招商证券研发中心

三、合计市值远超目前水平，向上空间较大

若一汽股份要整体上市，势必收购夏利的全部资产，因此我们认为给予夏利 1.5 倍的 PB 估值较为合理，按照 2010 年每股净资产 2.29 元计算，夏利的合理市值在 55 亿元。加上 30% 一汽丰田的市值，合计市值应该在 235 亿元，夏利目前市值仅 120 亿元，股价上行空间应在 95% 以上。

表 3、一汽夏利合理市值估算

2010 净利	PE	市值	持股比例	夏利分享市值	每股净资产	PB	市值	夏利合计市值
46	12	553	30.0%	166	2.29	1	37	203
	13	599		180		1.5	55	235
	14	646		194		2	73	267
	15	692		207		2.5	91	299

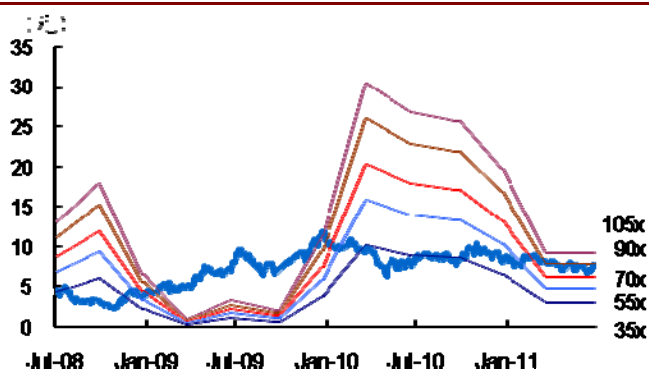
资料来源：Wind，招商证券

表 4、同行业公司估值对比

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09	10	08	09	10	08	09E	10E			
上海汽车	600104	0.1	1	1.6	-86%	900%	60%	183	18	11	2.4	21	1692
一汽轿车	000800	0.7	1	1.1	97%	49%	14%	22	15	13	2.7	21	240
东风汽车	600006	0.2	0.2	0.3	-37%	0.07%	81%	30	30	16	1.5	9.7	91
长安汽车	000625	0.2	0.5	0.9	-44%	142%	89%	28	11	6	1.7	19	255
平均		1.8	2.3	2.8	344%	28%	20%	54	19	12	2.1	17.7	570

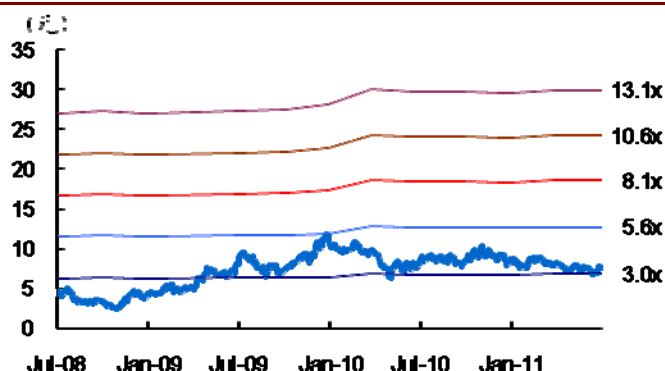
资料来源：Wind，招商证券

图 3：一汽夏利历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心，港澳资讯

图 4：一汽夏利历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心，港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2740	3405	3390	4211	5273
现金	550	665	500	550	1057
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1037	1547	1369	1938	2181
应收款项	42	46	14	16	20
其它应收款	27	15	63	73	87
存货	800	788	1153	1305	1541
其他	284	344	290	328	388
非流动资产	5327	5675	5698	5988	6231
长期股权投资	2134	2499	2055	2055	2055
固定资产	2113	2086	2577	2895	3164
无形资产	401	317	286	257	231
其他	680	772	781	781	780
资产总计	8067	9079	9088	10199	11504
流动负债	4557	4729	5289	5838	6436
短期借款	595	395	1066	1100	900
应付账款	2371	2845	2502	2832	3344
预收账款	614	392	300	340	401
其他	977	1098	1421	1566	1791
长期负债	33	717	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他	33	717	20	20	20
负债合计	4590	5447	5309	5858	6456
股本	1595	1595	1595	1595	1595
资本公积金	1340	1340	1340	1340	1340
留存收益	515	670	814	1367	2063
少数股东权益	27	27	29	39	50
母公司所有者权益	3450	3605	3749	4302	4998
负债及权益合计	8067	9079	9088	10199	11504

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(420)	(864)	(727)	(477)	107
净利润	176	300	144	553	696
折旧摊销	0	0	446	503	551
财务费用	0	0	69	72	55
投资收益	0	0	(1021)	(1365)	(1456)
营运资金变动	0	0	(90)	(265)	229
其它	(596)	(1163)	(275)	25	31
投资活动现金流	506	1298	(364)	(800)	(800)
资本支出	0	0	(800)	(800)	(800)
其他投资	506	1298	436	0	0
筹资活动现金流	(258)	(319)	926	1327	1201
借款变动	0	0	671	34	(200)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(258)	(319)	255	1293	1401
现金净增加额	(172)	115	(165)	50	507

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8567	9891	10534	12114	14537
营业成本	7969	9349	10007	11327	13374
营业税金及附加	157	195	263	242	334
营业费用	534	588	506	581	698
管理费用	523	608	600	691	829
财务费用	54	55	69	72	55
资产减值损失	116	94	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	949	1291	1021	1365	1456
营业利润	163	295	109	566	703
营业外收入	25	250	152	321	200
营业外支出	7	206	103	276	134
利润总额	181	339	158	611	769
所得税	3	37	13	49	62
净利润	179	302	146	562	708
少数股东损益	3	3	2	10	11
母公司所有者净利润	176	300	144	553	696
EPS (元)	0.11	0.19	0.09	0.35	0.44

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	18%	15%	6%	15%	20%
营业利润	449%	81%	-63%	418%	24%
净利润	76%	71%	-52%	284%	26%
获利能力					
毛利率	7.0%	5.5%	5.0%	6.5%	8.0%
净利率	2.1%	3.0%	1.4%	4.6%	4.8%
ROE	5.1%	8.3%	3.8%	12.9%	13.9%
ROIC	5.3%	7.7%	3.4%	10.8%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	60.0%	58.4%	57.4%	56.1%
净负债比率	7.4%	4.4%	11.7%	10.8%	7.8%
流动比率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.6	0.4	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
存货周转率	9.8	11.8	10.3	9.2	9.4
应收帐款周转率	254.6	224.2	347.6	792.4	808.1
应付帐款周转率	3.8	3.6	3.7	4.2	4.3
每股资料(元)					
每股收益	0.11	0.19	0.09	0.35	0.44
每股经营现金	-0.26	-0.54	-0.46	-0.30	0.07
每股净资产	2.16	2.26	2.35	2.70	3.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	70.4	41.3	86.0	22.4	17.8
PB	3.6	3.4	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	7.9	5.0	5.4	3.0	2.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，2年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件领域研究，挖掘汽车配件强势企业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。