

一汽夏利 (000927.SZ/000927 CH)

煎熬持续

Rmb3.44

减持

维持

结果公布
财测下修

王志霖

886.2.2181.8730

stephen.wang@kgi.com.tw

魏晓雪 (Coordinator)

86.21.6125.8677

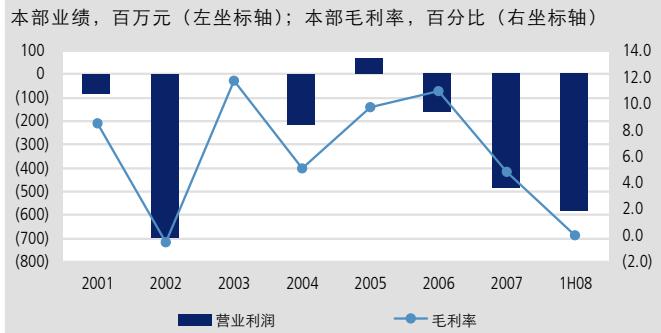
- 08年1H业绩略低于预期，本部亏损速度加快
- 丰田最好的时候赶上夏利最差的时候
- 将08-10年EPS分别由0.14元、0.42元和0.59元下调至0.08元、0.13元和0.29元，目标价由5.2元下调至1.8元，评级维持「减持」

08年1H业绩略低于预期，本部亏损速度加快

公司于近期公布了2008年上半年报，业绩低于预期。08年1H一汽夏利实现主营业务收入40亿元，同比基本持平；实现营业利润3718万元，同比下滑52%；实现净利润1亿元，同比上涨35.5%；EPS为0.06元，达到我们全年预测之43%。分产品看，08年1H本部共销售轿车10万辆，同比增长5.3%。其中，威志增速最快，同比增长71%，上半年销量2.9万；夏利依然为主力产品，销量6.7万，同比下滑2%；NBC平台的威姿与威乐销量4000辆，同比下滑58%。

虽然我们年初对公司的预估为业内最低，但本部加速亏损的状况还是造成业绩表现略低于预期。由于没有新产品的推出，公司整车毛利率几乎降至零，引致本部大幅亏损5.9亿，亏损额已超过去年全年的4.85亿。我们认为，在近两年内，本部业绩反转的机会几乎为零，且年初收购的一汽华利将进一步加重本部经营的困境。

图一：08年1H，本部亏损几乎创历史新高



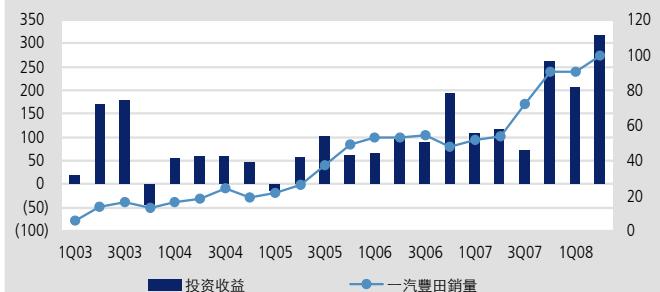
资料来源：凯基证券集团整理

丰田最好的时候赶上夏利最差的时候

08年1H，一汽丰田共销售整车19万辆，同比增长80%；对一汽夏利贡献投资收益人民币5.24亿，同比增长132%，无论销量或利润贡献均创历史新高。但遗憾的是，丰田最好的时刻赶上了一汽夏利本部最差的时刻，因此，一汽夏利的投资者几乎没有享受到任何一汽丰田高增长所带来的收益。展望08年下半年，由于轿车行业库存的高企，未来不排除企业为销库存而采用降价策略。一汽丰田虽自身优秀，但也难免市场冲击，我们判断下半年一汽丰田的投资贡献增速将有所放缓，预估全年投资收益在9.7亿左右。

图二：08年1H，一汽丰田利润贡献再创新高

投资收益，百万元（左坐标轴）；销量，千辆（右坐标轴）



资料来源：凯基证券集团整理

公司评价与投资建议

综上，鉴于公司本部业绩难以反转，且一汽丰田未来投资贡献增速将有所放缓。我们将08-10年EPS分别由0.14元、0.42元和0.59元下调至0.08元、0.13元和0.29元，目标价由5.2元下调至1.8元，相当于每股净资产人民币2.2元的0.8倍PB，评级维持「减持」。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	7,803	374	(550)	(182)	247	0.15
2008F	6,276	113	(828)	(438)	136	0.08
2009F	6,852	123	(905)	(589)	202	0.13
2010F	7,939	198	(953)	(610)	461	0.29
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	2.2	(31.9)	(96.2)	73.0	4.4	7.4
2008F	0.8	(6.4)	(8.6)	40.5	1.2	3.9
2009F	0.7	(5.6)	(12.1)	27.2	1.1	5.6
2010F	0.7	(5.5)	(8.6)	11.9	1.0	11.7
产业	汽车	52周股价 (低/高):	3.2 - 17.4			
12个月目标价 (人民币元)	1.8	市值 (十亿元/美金百万):	5 / 762			
上涨/下跌空间 (%)	(47.7)	流通在外股数 (百万股):	1,595			
上涨空间排名 (percentile, %)	2	不受大股东掌控股数 (百万股):	326			
股利收益率-12/08估 (%)	N.A.	外资持有股数 (百万股):	N.A.			
每股净值-12/08估 (人民币元)	2.2	3个月平均日成交量 (百万股):	10			
价格每股净值比-12/08估 (x)	1.6	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月):	-44.5; -72.3; -73.7			
净负债比率-12/08估 (%)		现金 股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	-12.5; -41.9; -42.5			