

一汽夏利 (000927.SZ/000927 CH)

左看右看，还是没看到希望

Rmb2.55

减持

维持

结果公布

财测上修

吕 王志霖

886.2.2181.8730

stephen.wang@kgi.com.tw

吕 魏晓雪 (Coordinator)

86.21.6125.8677

■ 3Q08 业绩优于预期，主因本部亏损幅度缩小

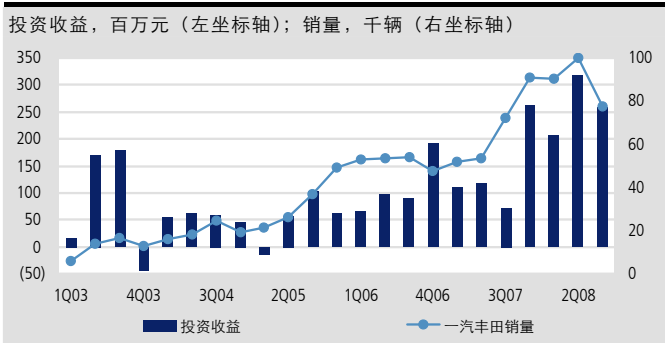
■ 依然看不到本部扭转之时机

■ 将 08-10 年 EPS 分别由 0.08 元、0.13 元和 0.29 元调整至 0.12 元、0.09 元和 0.14 元，维持目标价 1.8 元和「减持」评级

3Q08 业绩优于预期，主因本部亏损幅度缩小

公司于近期公布了 2008 年第三季度报告，业绩优于预期。3Q08 一汽夏利实现主营业务收入 55.9 亿元，同比下滑 4%；实现营业利润 6,818 万元，同比增长 57.5%；实现净利润 1.4 亿元，同比增长 2.4 倍；EPS 为 0.09 元，达到我们全年预测之 113%，业绩优于预期。分产品看，08 年 3Q 本部共销售轿车 13.4 万辆，同比增长 5%。其中，威志增速最快，同比增长 53%，销量为 4 万；夏利依然为主力产品，销量 8.9 万，同比持平；NBC 平台的威姿与威乐销量 5,000 辆，同比下滑 59%。

图一：3Q08 一汽丰田的利润贡献依然保持高位



资料来源：凯基证券集团整理

业绩逆势出现增长的主要原因为：1、三季度本部亏损幅度减小，由上半年的 5.86 亿（1Q 亏损 1.91 亿，2Q 亏损 3.96 亿）缩减至 3Q 单季亏损 8,500 万，1-3Q 共亏损 6.71 亿人民币。这也是三季度业绩超越我们预期的主要原因；2、一汽丰田的投资收益贡献同比增长 1.6 倍（08 年 1-3Q，一汽丰田共销售整车 26.8 万辆，同比增长

50.4%）；3、公司获得 4,200 万税收减免。

依然看不到本部扭转之时机

从销量的角度来讲，我们并没有看到致使本部业绩出现大幅逆转的希望，而三季度的亏损减少，只能更多的解释为原材料价格出现逆转，成本压力得到有效纾缓。而从图二可以看出，代表公司营运能力的几项指标在三季度持续恶化。且公司现金流量表中，经营性现金流和筹资性现金流大幅下滑，分别为 -5.2 亿和 -3.6 亿，导致 1-3Q 现金流量的净增加额为 -7.68 亿元。我们担忧，在悲观的市场需求下，公司的持续投资和萎靡不振的销量将给一汽夏利带来较大的经营风险。

图二：公司营运能力指标持续下滑

(天)	2008 一季报	2008 中报	2008 三季报
营业周期	33.6	40.1	46.6
存货周转天数	30.7	37.9	43.9
应收账款周转天数	2.9	2.3	2.8

资料来源：Wind&凯基证券集团整理

公司评价与投资建议

我们从不否认一汽丰田是家优秀的汽车企业，但我们需要提醒投资者的是，一汽丰田的中方股东为一汽集团，而非一汽夏利，一汽夏利仅拥有一汽丰田 30% 的利润分配权，这与长安汽车（000625.SZ, Rmb3.67, 减持）拥有长安福特马自达和长安铃木不是一个概念。且展望 09 年，在没有类似于卡罗拉销量等级（卡罗拉 08 年销量有望超过 15 万）的车型推出背景下，一汽丰田难有 08 年的利润增速。综上，我们将 08-10 年 EPS 分别由 0.08 元、0.13 元和 0.29 元调整至 0.12 元、0.09 元和 0.14 元，维持目标价 1.8 元，相当于每股净资产人民币 2.2 元的 0.8 倍 PB，目前潜在下跌空间 29.4%，评级维持「减持」。

至12月31日	主营业务收入 (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	7,392	148	(894)	(503)	186	0.12
2009F	7,148	129	(919)	(551)	148	0.09
2010F	7,551	151	(951)	(595)	221	0.14
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	0.6	(5.0)	(7.0)	21.9	1.0	5.3
2009F	0.5	(4.2)	(9.0)	27.4	0.8	4.1
2010F	0.5	(3.9)	(7.0)	18.4	0.8	5.8
产业	汽车	52 周股价 (低/高): 2.4 - 17.4				
12个月目标价 (人民币元)	1.8	市值 (十亿元/美金百万): 4/565				
上涨/下跌空间 (%)	(29.4)	流通在外股数 (百万股): 1,595				
上涨空间排名 (percentile, %)	3	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): 6				
价格每股净值比-12/08估 (x)	1.1	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月): -35.4; -64.2; -79.3				
净负债比率-12/08估 (%)	12.3	股价相对表现 % (3, 6, 12个月): 3.2; -16; -41.7				