



运输设备业/可选消费品

一汽轿车 (000800)

一汽集团整体上市迈出第一步

——集团发起设立股份公司事件点评


陈锡伟
 021-38676385
 chenxiwei@gtjas.com
 S0880209020384

本报告导读：

一汽整体上市步伐启动，四个相关上市公司中，更推荐一汽轿车、一汽富维。

事件：

- 一汽轿车、一汽夏利发布公告，称收到一汽集团函告：一汽集团将进行主业重组改制，发起设立股份有限公司。
- 作为公司的控股股东，一汽集团拟将持有的一汽轿车、一汽夏利股权作为其主业资产的一部分出资到拟新设立的股份有限公司。这将导致一汽集团持有的一汽轿车、一汽夏利股权由拟新设立的股份有限公司持有，但公司的实际控制人不变，仍为国资委。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：22.50

上次预测：26.00

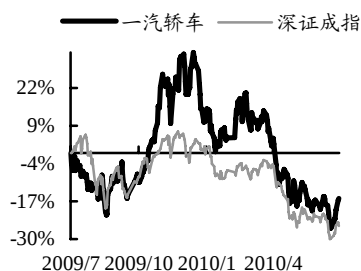
当前价格：17.29

2010.07.22

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.16-27.55
总市值 (百万元)	27,342
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,628/1,412
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	220

52周内股价走势图



相关报告

《经营稳健+重组题材，为攻守兼备品种》	2010.03.19
《发展平稳 估值合理》	2009.08.17
《风景这边独好》	2009.04.22

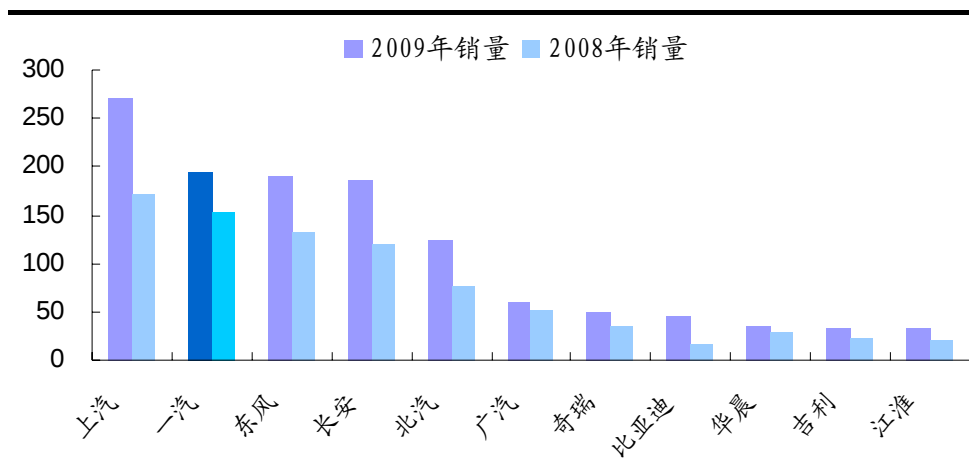
评论：

- **整体上市途径猜想。**我们判断，既然已经成立了新股份公司，则新股份公司直接 IPO 的可能性更大些，即使是第二种途径，一汽轿车是更优的资产整合平台。具体对相关公司的受益程度，还要看整合途径以及换股价格等而定。
- **维持对一汽轿车、一汽富维的“增持”评级。**对随着今后整体上市途径的日趋明朗，各相关公司的估值将得到合理体现，就推荐顺序而言，我们更倾向于基本面优良、估值有优势的公司，即使不考虑一汽集团上市预期，目前一汽轿车的估值也较安全（2010 年 PE12 倍）。因此，维持对一汽轿车、一汽富维的“增持”评级，维持对一汽夏利的“中性”评级。
- **行业观点：建议三季度配置增长较为确定的公司。**尽管行业处于同比增速下滑的“下坡”途中，但目前较低估值已反映了市场的悲观预期，我们维持中期策略报告《防守反击》中观点，认为行业处于由高速增长向正常稳定增长回归，而稳定增长类公司估值水平下降空间很小，建议在行业进入淡季的三季度战略性配置增长较为确定的公司，推荐江铃汽车、潍柴动力、上海汽车、福田汽车、一汽轿车、一汽富维。

1. 整体上市迈出第一步

- **一汽集团整体上市是大势所趋。**作为最早成立的中国汽车集团，一汽集团一直是共和国汽车业的骄傲，但近两年在汽车销量排行榜上被上汽集团超越，2009 年一汽集团、上汽集团销量分别为 194.5 万辆、270.5 万辆，差距进一步拉大，同时一汽与东风的差距也在缩小（东风 09 年销量为 189.8 万辆）。在广汽决定赴港上市后，前几大汽车集团中只剩下一汽和北汽没有整体上市了。汽车作为资金密集型行业，上市融资对公司的发展意义重大。
- **整体上市进程有望加快。**此次新设立股份公司，尽管存在上市途径和上市时间上的不确定性，但我们认为是迈出了坚实的第一步，集团整体上市后续进程有望加快。

图 1：一汽集团 09 年销量与上汽差距拉大，与东风、长安差距缩小。



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

2. 整体上市途径猜想

关于集团整体上市的模式，我们想到以下几种途径：

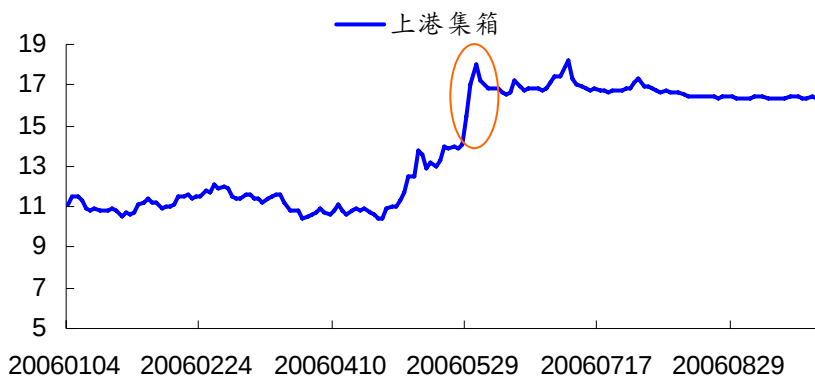
1) 新成立的股份公司 IPO 并同时吸收合并一汽轿车、一汽夏利，类似于上港集团吸收合并上港集箱。

“上港模式”：

- 上港集团发行股份全部作为合并对价，换取上港集箱除上港集团所持股份外、未行使现金选择权的股份及第三方因现金选择权的行使而持有的全部股份。换股吸收合并后，原上港集箱（上港集团所持股份除外）将全部转换为上港集团新发行的股票。上港集箱将注销法人资格。
- 上港集团发行 24.2 亿股，每股发行价为 3.67 元。上港集箱换股价格为 16.5 元，即每股上港集箱可以换取 4.5 股上港集团新发行股份。
- 16.5 元对应上港集箱 PE25 倍、PB4.02 倍，处于当时行业合理估值之内，但与停牌前一天（2006 年 5 月 29 日）的收盘价 15.47 元有 6.65% 的溢价，公告后两天涨幅达 16%。

投资机会：如果一汽集团采取“上港模式”，则要看换股价的高低，但为了顺利通过方案，换股价应该较市价有一定溢价，但如果市价已经偏离合理价格，则下跌的概率较大。

图 2：上港集箱在集团 IPO 公告后两天（2006 年 6 月 6-7 日）涨幅 16%。



数据来源：国泰君安证券研究

2) 借助一汽轿车平台向集团定向增发，收购集团整车类资产，同时吸收合并一汽夏利，类似于上海汽车整体上市。

表 1：上汽集团整体上市步骤。

时间	事件
2004 年 11 月 29 日	2004 年公司大股东上汽集团实施改制重组，将与汽车主业相关的资产作为出资，于 2004 年 11 月 29 日正式设立上海汽车集团股份有限公司。于是上汽集团持有公司 70% 的股权变更为上汽股份持有。2004 年末公司总股本 32.75 亿元，其中上汽股份占总股本的 70%，社会公众股占总股本的 30%。
2006 年 8 月	上海汽车董事会决议：向上汽股份增发 32.75 亿股，收购其拥有的整车企业股权、关键汽车零部件企业股权与汽车业务密切相关的金融企业股权以及本部的部分资产，增发价格 5.82 元。
2006 年 11 月	定向增发收购资产完成交易交割，总股本增加至 65.5 亿股，上汽股份持有 83.83%，社会股东持有 16.17%。
2007 年 3 月 8 日，	2007 年 3 月 8 日，上海市国资委同意将上汽股份持有的公司 54.9 亿股划转给上汽集团。此次国有股划转后，公司的总股本仍为 65.5 亿股，上汽股份不再持有公司的股份，上汽集团直接持有公司 54.9 亿股，占总股本的 83.83%。
2007 年 7 月 27 日	上汽股份办理了工商注销登记手续。

数据来源：国泰君安证券研究

一汽轿车是资产注入平台的更优选择。按照规定，总股本大于 4 亿股的，社会公众股持股比例不低于 10%。以目前一汽轿车 16.28 亿股计，最多可以向一汽集团增发 60.2 亿股，目前一汽轿车股价为 16.4 元，因此增发收购的资产评估值最多可为 990 亿元。以上海汽车 09 年净资产 425 亿来衡量，一汽轿车增发 60 亿股应该够了，而一汽集团旗下其他上市公司一汽富维、启明信息作为集团资产注入平台显然规模偏小。而一汽夏利的股东除了一汽集团之外，还有天津汽车工业（集团）有限公司（持有一汽夏利 29.8% 股权），因此就执行效率而言，一汽轿车是资产注入平台的更优选择。

表 2: 相关公司增发最大规模测算。(单位: 亿股、元、亿元)

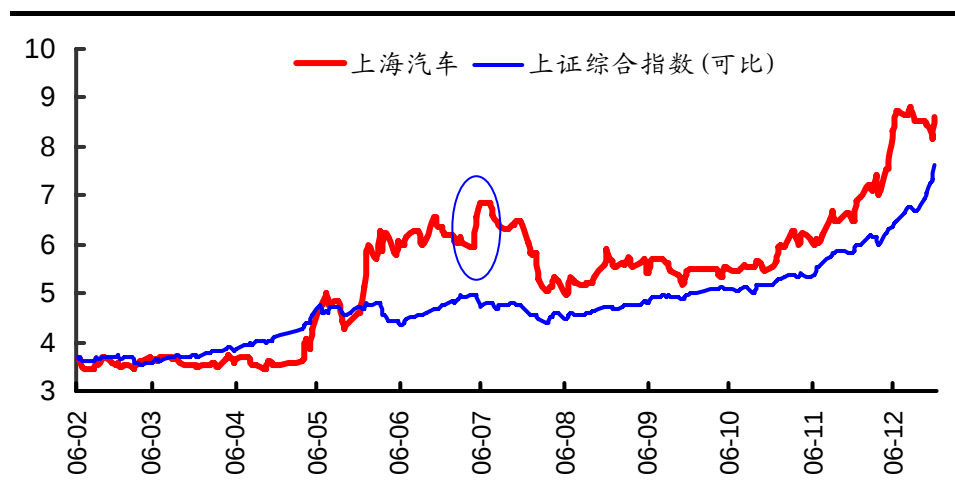
	总股本	一汽集团持股	最大新增股本	增发后总股本	一汽集团持股比例	最新股价	最大增发收购资产评估值
一汽轿车	16.3	8.6	60.2	76.5	90.0%	16.44	990
一汽夏利	16.0	7.6	67.4	83.4	90.0%	8.99	606
一汽富维	2.1	0.4	14.8	16.9	90.0%	21.04	311
启明信息	2.9	1.4	12.1	15.0	90.0%	12.21	147

数据来源: 国泰君安证券研究

投资机会: 要看注入资产是否能增厚一汽轿车业绩, 但一般而言, 资产注入对公司业绩都会有所增厚。

举例来说, 上海汽车 2006 年 6 月末的净资产为 114 亿元, 净利润为 5.41 亿元, 每股收益为 0.165 元, 每股净资产为 3.56 元。而根据其资产注入的备考合并报表, 公司 2006 年 6 月末的净资产将为 303 亿元, 增加约 1.65 倍; 净利润为 13.90 亿元, 增加约 1.57 倍; 每股收益为 0.212 元, 增加约 28%; 每股净资产为 4.62 元, 增加约 30%, 业绩有一定增厚。因此, 股价在公告后两天涨了 15%。

图 3: 上海汽车在资产注入公告后两天 (2006 年 7 月 12-13 日) 涨幅 15%。



数据来源: 国泰君安证券研究

3) 其他途径。

比如集团在香港上市, 也不排除其可能性, 因为毕竟也有东风汽车、中国重汽“部分资产先在 A 股上市, 整体资产后在香港上市”的先例。

总体而言, 我们判断, 既然已经成立了新股份公司, 则新股份公司直接 IPO 的可能性更大些, 即使是第二种途径, 一汽轿车作为资本整合平台的可能性要比一汽夏利大。具体对相关公司的受益程度, 还要看整合途径以及换股价格等而定。

3. 投资建议：维持一汽轿车、一汽富维“增持”评级

综上所述，一汽集团整体上市迈出了第一步，如上市成功，将有利于整合一汽集团内部资源，提升运行效率，有利于其自主品牌乘用车和商用车的发展，加快其追赶上汽集团的步伐。

随着今后整体上市途径的日趋明朗，各相关公司的估值将得到合理体现，就推荐顺序而言，我们更倾向于基本面优良、估值有优势的公司，即使不考虑一汽集团上市预期，目前一汽轿车的估值也较安全（2010年PE12倍）。因此，**维持对一汽轿车、一汽富维的“增持”评级，维持对一汽夏利的“中性”评级。**

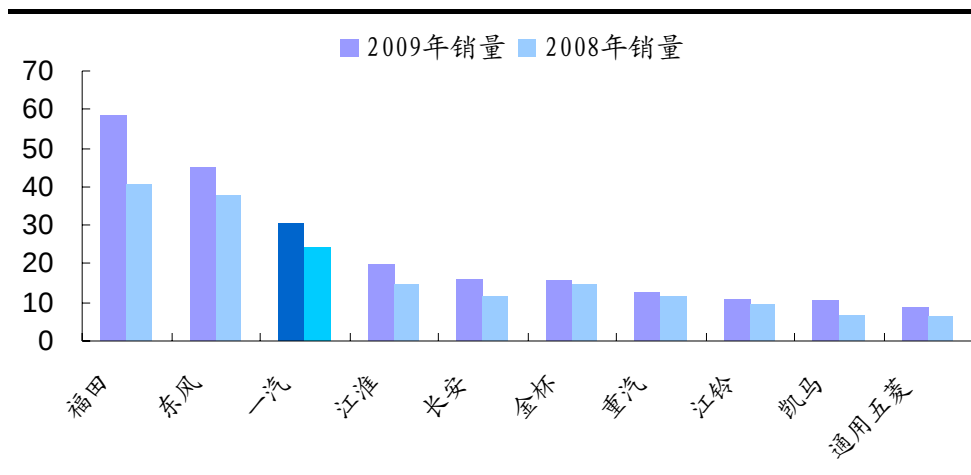
行业观点：建议三季度配置增长较为确定的公司。尽管行业处于同比增速下滑的“下坡”途中，但目前较低估值已反映了市场的悲观预期，我们维持中期策略报告《防守反击》中观点，认为行业处于由高速增长向正常稳定增长回归，而稳定增长类公司估值水平下降空间很小，建议在行业进入淡季的三季度战略性配置增长较为确定的公司，**推荐江铃汽车、维柴动力、上海汽车、福田汽车、一汽轿车、一汽富维。**

附录：一汽集团资料

一汽集团主营业务板块按领域划分为：研发、乘用车、商用车、毛坯零部件、辅助和衍生经济等六大体系。现有员工12.36万人，资产总额1052.8亿元。一汽集团形成了卡车、轿车、轻微型车、客车多品种、宽系列的产品格局。拥有解放、红旗、奔腾、夏利、威志等自主品牌和大众、奥迪、丰田、马自达等合资合作品牌。

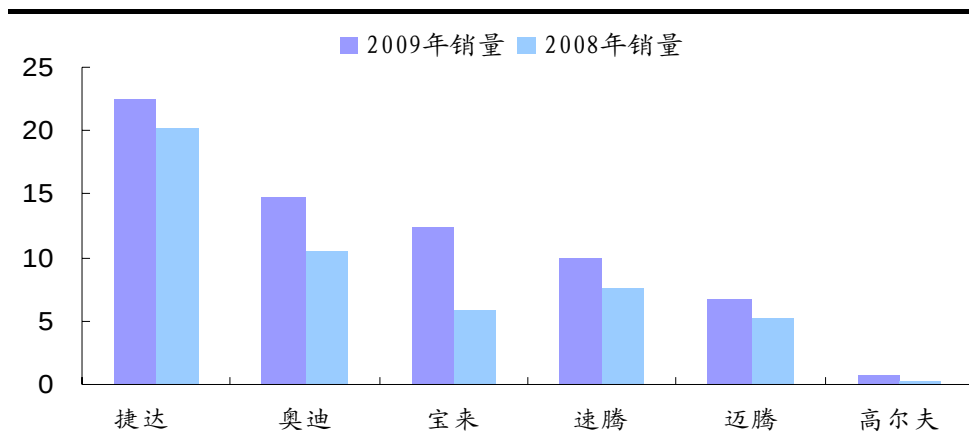
2008-2009年，一汽集团分别销售汽车153万辆、194万辆，分别实现营业收入1618亿元、2065亿元。

图 4：商用车企业销量排行。（单位：万辆）



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

图 5: 一汽-大众旗下品牌销量。(单位: 万辆)



数据来源: 乘联会、国泰君安证券研究

表 3: 乘用车企业销量排行。(单位: 万辆)

企业名称	2009 年销量	2008 年销量	同比增长%
上汽通用五菱汽车股份有限公司	98	59	66.68
上海大众汽车有限公司	73	49	48.59
上海通用汽车有限公司	71	43	63.97
一汽-大众汽车有限公司	67	50	34.12
北京现代汽车有限公司	57	29	93.65
东风日产乘用车部	52	35	48.06
重庆长安汽车股份有限公司	52	27	95.16
奇瑞汽车股份有限公司	50	36	40.50
比亚迪汽车有限责任公司	45	17	162.40
*一汽丰田销售公司	42	37	14.00
广汽本田汽车有限公司	37	31	19.39
浙江吉利控股集团有限公司	33	22	48.36
长安福特马自达汽车有限公司	32	20	54.46
神龙汽车有限公司	27	18	51.64
东风悦达起亚汽车有限公司	24	14	69.98
天津一汽夏利汽车股份有限公司	21	18	20.15
东风本田汽车有限公司	21	16	28.39
广汽丰田汽车有限公司	21	17	21.85
哈飞汽车股份有限公司	19	15	27.15
东风汽车公司	19	11	72.70
一汽轿车股份有限公司	19	12	57.03
长城汽车股份有限公司	16	7	112.40
重庆长安铃木汽车有限公司	15	12	20.90
金杯汽车股份有限公司	15	10	40.08
南京长安汽车有限公司	14	5	193.83
江西昌河汽车有限责任公司	14	10	31.22
安徽江淮汽车股份有限公司	12	6	111.82
一汽海马汽车有限公司	9	10	-5.09
东南(福建)汽车工业有限公司	8	4	128.05
上海汽车股份有限公司	8	3	189.11
中国第一汽车集团公司	6	3	100.42

数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

表 4：一汽集团全资子公司。

企业名称	主营业务/主要产品
中国第一汽车集团公司技术中心	整车和零部件以及工艺、材料的研发、试制、试验
一汽解放汽车有限公司	解放品牌中、重型卡车和发动机、车桥、变速箱三大总成等
一汽客车有限公司	客车底盘和远征牌、太湖牌、华西牌大客车
一汽专用汽车有限公司	解放品牌中、重型卡车专用车、改装车
长春一汽轻型车厂	3吨载重卡车和1吨载重客车底盘
机械工业第九设计研究院	工厂工程设计、承包、监理和资质认证
一汽铸造有限公司	铸件生产及铸造工艺设计、工装设计制造
一汽模具制造有限公司	整车覆盖件模具设计与制造
中国第一汽车集团进出口公司	进出口贸易、外事联络、国际招标和国际物流
长春一汽工艺装备有限公司	非标准工艺装备制造
长春一汽装备技术开发制造有限公司	数控加工中心、天车制造
长春一汽蓝迪自动化工程有限公司	机器人技术开发、涂料与工业炉技术开发
长春一汽嘉信热处理电镀科技有限公司	热处理和电镀设备制造、零件加工
长春一汽综合利用有限公司	铸钢丸、铝合金锭、铸造回炉料、中水洁净水
中国第一汽车集团哈尔滨轻型车厂	轻型卡车、皮卡车
中国第一汽车集团哈尔滨变速箱厂	重、轻型车变速箱
一汽吉林汽车有限公司	微型客车、卡车
一汽山东汽车改装厂	解放品牌中、重型卡车专用车、改装车
中国第一汽车集团柳州特种汽车厂	解放品牌中、重型卡车、专用车、特种车
海南汽车试验研究所	湿热带各类汽车试验、技术服务

数据来源：一汽集团网站、国泰君安证券研究

表 5：一汽集团控股子公司。

企业名称	主营业务/主要产品
一汽轿车股份有限公司	红旗品牌系列轿车、奔腾轿车和马自达6轿车
一汽-大众汽车有限公司	大众品牌捷达、宝来、高尔夫、开迪轿车和奥迪品牌A4、A6轿车
长春一汽四环汽车股份有限公司	中、重型卡车变型车、改装车和车箱、车轮总成
启明信息技术股份有限公司	启明星ERP（企业资源计划系统）系列软件
一汽丰田（长春）发动机有限公司	V6系列高技术环保发动机
天津一汽夏利汽车股份有限公司	夏利系列和NBC系列经济型轿车
天津一汽丰田汽车有限公司	丰田品牌威驰、花冠、皇冠、锐志轿车
一汽丰田汽车销售有限公司	营销在中国生产的丰田品牌轿车、多功能运动车
深圳一汽汽车有限公司	汽车营销和售后服务
四川一汽丰田汽车有限公司	丰田品牌兰德酷路泽、普拉多多功能运动车、柯斯达豪华客车
一汽海马汽车有限公司	普力马、福美来轿车
天津一汽丰田发动机有限公司	A系列发动机、ZZ和SZ发动机等
一汽财务有限公司	为集团成员单位提供结算、信贷服务和保险经纪业务等
一汽陆捷物流有限公司	整车和零部件物流及包装、配送服务

数据来源：一汽集团网站、国泰君安证券研究

作者简介:**陈锡伟:**

1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士，2005 年 8 月进入国泰君安研究所，任汽车、旅游酒店研究员，2005 年获 CPA 资格。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		