

酌情消费品/汽车及零部件

证券研究报告
公司研究 / 更新报告

一汽轿车 (000800)

增持/维持评级

股价：RMB9.22

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

vaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁云波

(0755)8249 2384

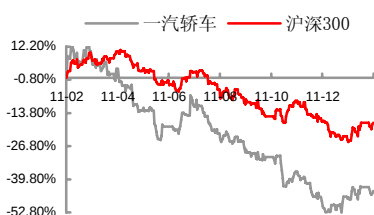
dingyunbo@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,628
流通 A 股 (百万股)	1,628
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	15,006

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

一汽集团整体上市渐行渐近

- **一汽集团整体上市或已进入实质操作阶段。**为推动央企做大做强、实现国有资产保值增值，相关部委自 2004 年以来不断推进央企整体上市。在此背景下，早在 2007 年原一汽集团总经理竺延风即表示，在处理存续资产之后将积极推进集团整体上市。从目前的情况来看，我们认为一汽集团已基本完成了集团资产清理工作，其标志性的事件是：2011 年 6 月 27 日国资委出具了《关于设立中国第一汽车股份有限公司的批复》，批准中国一汽联合一汽资产公司共同发起设立一汽股份。
- **拟上市资产是优质的。**考虑到资产质量与央企主辅分离的因素，除了目前已上市的一汽轿车、一汽夏利资产外，我们认为未来可能整体上市的资产主要还包括一汽大众、一汽丰田等优质整车、零部件资产。2010 年一汽集团营业收入 2940.2 亿元，归属母公司所有者净利润为 143.9 亿元。根据有限的信息估算，一汽大众、一汽丰田等合资企业贡献了集团绝大部分利润。从外资车企面临的全球市场环境来看，我们认为一汽大众、一汽丰田未来持续加强新产品、新技术的市场投放力度是可以预期的。
- **整体上市的 IPO 可选路径较窄。**随着 2011 年 6 月底一汽股份的成立，我们认为集团 IPO 实现整体上市的路径已经非常明确。对于 IPO 的具体形式，由于一汽集团“十二五”期间的扩张规划带来的资金需求，方案可能更类似于中交股份的 IPO 方案，即发行部分新股用于换股吸收合并一汽轿车、一汽夏利的同时，发行部分新股用于融资。从集团迫切需要资本市场支撑其未来扩张规划、形成内生增长能力的角度来判断，一汽集团年内实施整体上市应是大概率事件。
- **一汽轿车：进可攻，退可守。**我们认为，随着未来一段时间市场对于集团整体上市预期的不断强化，一汽轿车股价的向上弹性空间有望逐渐被打开，而即使集团整体上市时点由于不可控的因素影响而延后，在行业景气 2 季度可能回暖的背景下，当前 1.6 倍左右的 PB 估值水平也为投资者此时介入预留了一定的安全边际。基于此，我们维持一汽轿车“增持”评级。
- **风险提示：**集团整体上市进程未达预期；行业景气低迷。

经营预测与估值

营业收入(百万元)	37296	34108	37519	42021
(+/-%)	34.4%	-8.5%	10.0%	12.0%
归属母公司净利润(百万元)	1860	218	528	666
(+/-%)	14.2%	-88.3%	142.3%	26.3%
EPS(元)	1.14	0.13	0.32	0.41
P/E(倍)	8.1	68.1	28.8	22.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

一汽集团整体上市或已进入实质操作阶段

集团整体上市方向早已明确

为推动央企做大做强、实现国有资产保值增值，相关部委自 2004 年以来不断推进央企整体上市。截止 11 年底，“已有 43 家具备整体上市条件的中央企业基本实现了主营业务整体上市或分板块整体上市，占全部中央企业的 36.75%，占拥有控股上市公司中央企业的 47.25%”。在此背景下，早在 2007 年原一汽集团总经理竺延风即表示，在处理存续资产之后将积极推进集团整体上市。

表格 1：央企整体上市的政策背景

时间	政策内容
2004 年 6 月	国资委发布了《关于推动中央企业清理整合所属企业减少企业管理层次有关问题的指导意见》，提出了央企整合的初步思路。
2005 年 8 月	五部委联合发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中明确提出：“在解决股权分置问题后，支持绩优大型企业通过其控股的上市公司定向发行股份实现整体上市；支持上市公司以股份等多样化支付手段，通过吸收合并、换股收购等方式进行兼并重组，推动上市公司做优做强。”
2005 年 11 月	证监会发布《关于提高上市公司质量意见》，对整体上市给予充分肯定，表示“支持具备条件的优质大型企业实现整体上市”。
2005 年 11 月	国务院在《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》中提到，“支持其采用吸收合并、定向增发等方式在境内资本市场上实现集团整体上市，彻底解决与上市公司之间的不当关联交易和同业竞争的问题”。
2006 年 12 月	国资委在《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中提到，“鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司”。
2007 年	国资委提出把央企整体上市作为“做大做强央企”的一个战略措施，并制定了以“两个阶段、四种模式”为核心内容的央企整体上市的初步框架。“两个阶段”是指先剥离托管，后整体上市；“四种模式”分别为 A+H 模式、反向收购母公司模式、换股吸收合并模式、换股 IPO 模式。

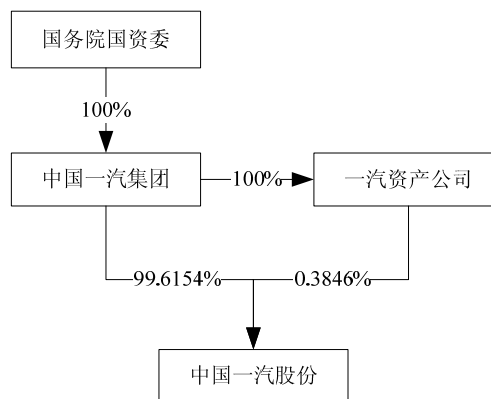
资料来源：华泰联合证券研究所

集团资产清理工作基本完成

一汽集团整体上市首先需要解决的关键难题即是：错综复杂的资产清理和内部企业治理。从目前的情况来看，我们认为一汽集团已基本完成了集团资产清理工作，其标志性的事件是：2011 年 6 月 27 日国资委出具了《关于设立中国第一汽车股份有限公司的批复》，批准中国一汽联合一汽资产公司共同发起设立一汽股份。新成立的一汽股份注册资本 780 亿元，其中一汽资产公司现金出资 3 亿元，中国一汽所持有的一汽轿车、一汽夏利股权作为出资的一部分被划入新成立的一汽股份。

此外，一汽大众作为集团最为重要的盈利企业，其中方股权能否注入未来的上市公司是影响一汽集团整体上市的重要因素。根据公开的信息判断，我们认为一汽集团可能已通过股权转让的方式顺利获得外资方的支持，未来一汽大众的中外双方持股比例或将从目前的 60:40 调整为 51:49。

图 1： 一汽股份股权结构



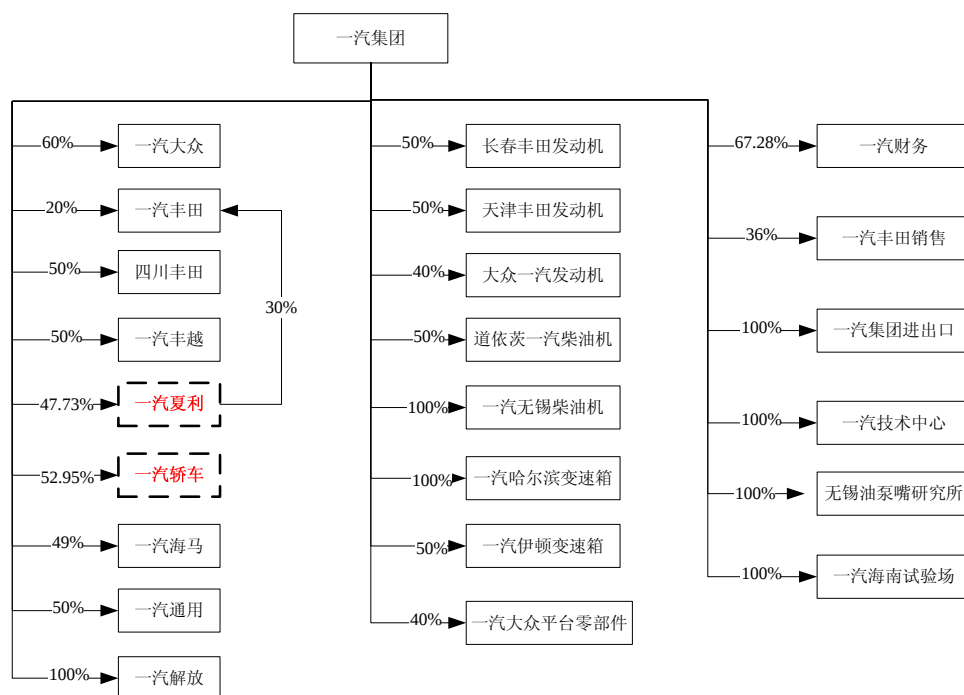
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

拟上市资产是优质的

一汽集团资产结构

截止 2010 年底，一汽集团拥有全资子公司 16 个、控股子公司 15 个。其中上市公司 4 个，分别为一汽轿车、一汽夏利、一汽富维、启明信息。考虑到资产质量与央企主辅分离的因素，除了目前已上市的一汽轿车、一汽夏利资产外，我们认为未来可能整体上市的资产主要还包括一汽大众、一汽丰田等优质整车、零部件资产。此外，虽然解放商用车的资产盈利能力较差，但考虑到产业布局的需要，其进入整体上市的资产包也应是较为确定的。

图 2： 可能整体上市的主要资产



资料来源：华泰联合证券研究所

合资企业盈利能力强

2010 年一汽集团的总资产规模为 1725.5 亿元，营业收入 2940.2 亿元，归属母公司所有者净利润为 143.9 亿元。从目前有限的信息估算，一汽大众、一汽丰田等合资企业贡献了集团绝大部分利润。

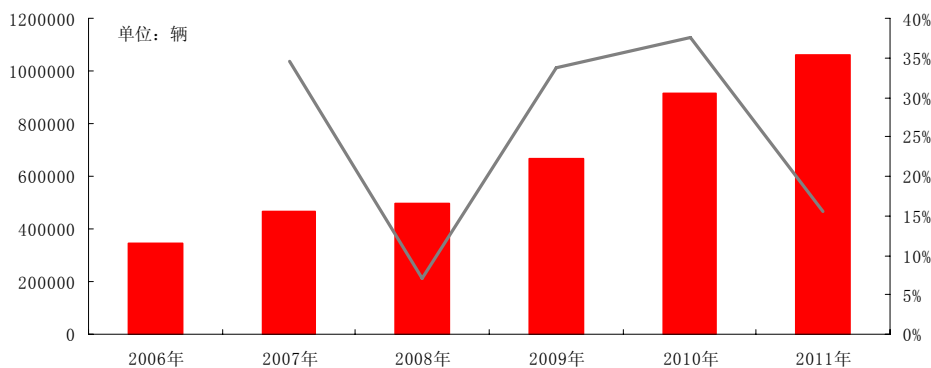
表格 2：一汽集团 08 年~10 年简要合并财务数据表（亿元）

资产负债表	2010 年	2009 年	2008 年
总资产	1725.5	1311.8	1053.0
负债总额	1028.1	819.7	696.6
所有者权益	697.4	492.1	356.4
资产负债率（%）	59.58	62.48	66.15
利润表			
营业收入	2940.2	2065.0	1643.4
营业成本	2685.4	1940.1	1611.0
营业利润	305.9	167.6	74.5
利润总额	309.6	183.4	77.7
净利润	249.0	158.6	66.8
归属母公司所有者净利润	143.9	93.7	37.5

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

近两年来，大众汽车在中国不断投放诸如配置 DCT 双离合变速器、TSI 增压缸内直喷等先进技术的产品，成功塑造了行业技术领导者的形象，大众系产品的市场口碑不断提升。一汽大众作为大众汽车在中国重要的合资企业，产品定位较高，相继投入生产的高端车型包括奥迪 A6、A4、CC、Q5 等。从大众汽车面临的全球市场环境来看，我们认为，其未来有望通过一汽大众加速其高端新产品的中国市场投放速度，从而进一步巩固奥迪品牌在中国市场的竞争优势，这一点可从一汽大众现有的产能布局得到一定的印证。未来随着成都、佛山工厂产能的充分释放，制约一汽大众业绩的产能瓶颈将得到有效解决。

图 3： 一汽大众历年销量及同比增速



资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

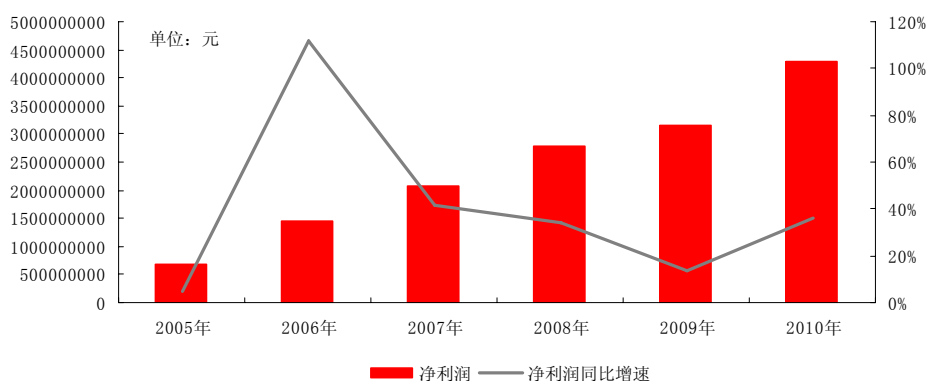
表格 3：一汽大众产能分布

	城市	产能
一汽大众	长春	技术产能 75 万辆。
	成都	规划产能 45 万辆，初期产能 30 万辆。
	佛山	规划产能 30 万辆，初期产能 15 万辆。

资料来源：华泰联合证券研究所

相对于欧美车系在中国市场上的开放、积极进取的战略，以丰田为代表的日系车企则显得较为保守，尤其是在新技术、新产品的市场推广力度上更是与大众等车企相距甚远，导致一汽丰田等日系合资车企在过去几年的市场爆发期表现差强人意，市场占有率逐年下滑。与欧美市场相比，中国狭义乘用车市场未来几年仍可预期的平稳增长无疑是丰田汽车不得不重新审视其中国市场策略的内在动因，未来加强新产品、新技术的市场投放力度应是大概率事件，这也使得我们对于一汽丰田未来的业绩弹性寄予了乐观的期待。

图 4： 一汽丰田净利润及同比增速



资料来源：一汽夏利公告，华泰联合证券研究所

整体上市的 IPO 可选路径较窄

此前，市场对于一汽集团整体上市的方案主要有四种：IPO 并吸收合并一汽轿车与一汽夏利、借壳一汽轿车、拆分上市（即一汽大众等资产注入一汽轿车，一汽丰田等资产注入一汽夏利）、完整保留一汽夏利，将一汽大众、一汽丰田等优质资产注入一汽轿车。我们认为，后两种方案可视为集团对于现实利益约束而备用的权宜之计，两种方案均不利于集团的资源整合和企业治理，市场对于其出局的预期早已非常充分。

随着 2011 年 6 月底一汽股份的成立，现在看来，我们认为集团 IPO 实现整体上市的路径已经非常明确。对于 IPO 的具体形式，由于一汽集团“十二五”期间的扩张规划带来的资金需求，方案可能更类似于中交股份的 IPO 方案，即发行部分新股用于换股吸收合并一汽轿车、一汽夏利的同时，发行部分新股用于融资。此方案的关键之处在于，IPO 新股发行与换股吸收合并互为前提，任一子方案未获监管部门或者股东大会通过，均会导致整体上市进程的延期。对此，我们的判断倾向于认为监管层面的政策

风险要小于股东博弈风险,但只要换股吸收合并的对价及补偿方案合理、地方利益协调得当,股东大会层面上风险也应当是可控的。

影响集团整体上市时点的另外两个重要因素包括:A股二级市场环境与一汽轿车、一汽夏利的股价,前者主要影响IPO的融资成本与规模,后者则主要影响换股吸收合并的成本。然而,由于前述两个因素均具有不可控性,尤其在二级市场环境的趋势目前仍难有清晰判断的背景下,我们更倾向于从集团迫切需要资本市场支撑其未来扩张规划、形成内生增长能力的角度来判断整体上市的时点----年内实施IPO整体上市应是大概率事件。

一汽轿车：进可攻，退可守

2012年1月20日,公司发布了2011年度业绩预告修正公告,预计累计归属于上市公司股东的净利润为3720.16万元~37201.58万元,比上年同期下降80%~98%,严重低于市场预期。考虑到集团整体上市可能对一汽轿车会计处理的影响,我们谨慎预计公司11年~13年EPS分别为0.13元、0.32元、0.41元;每股净资产分别为5.15元、5.47元、5.88元。

我们认为,在狭义乘用车需求景气2季度可能回暖的背景下,即使不考虑集团整体上市预期给一汽轿车带来的估值溢价,公司目前1.6倍左右的PB估值水平也具有较高的安全边际。换句话说,随着未来一段时间市场对于集团整体上市预期的不断强化,一汽轿车股价的向上弹性空间有望逐渐被打开;而即使集团整体上市时点由于不可控的因素影响而延后,当前的PB估值水平也为投资者此时介入预留了一定的安全边际,正可谓“进可攻,退可守”。基于此,我们维持一汽轿车“增持”评级。

风险提示

集团整体上市进程未达预期;行业景气低迷。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12653	12066	14686	15431	营业收入	37296	34108	37519	42021
现金	3628	3211	3420	3315	营业成本	29577	28088	30897	34450
应收账款	86	298	327	321	营业税金及附	1847	1688	1857	2080
其他应	18	73	78	119	营业费用	2286	2797	2705	3017
预付账	62	135	297	248	管理费用	1449	1364	1426	1597
存货	1939	2430	3572	3789	财务费用	-14	54	180	275
其他流	6920	5919	6994	7638	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动	5021	6089	6652	6677	公允价值变动	0	0	0	0
长期投	748	748	748	748	投资净收益	104	150	180	200
固定资	2864	3728	4371	4546	营业利润	2256	267	635	803
无形资	403	565	517	469	营业外收入	13	10	11	11
其他非	1005	1048	1016	914	营业外支出	21	19	20	20
资产总	17675	18155	21338	22108	利润总额	2248	258	626	794
流动负	8432	9385	12029	12116	所得税	322	36	87	111
短期借	0	3363	4541	7110	净利润	1926	222	539	683
应付账	5788	4775	6028	3273	少数股东损益	66	4	11	17
其他流	2643	1248	1460	1733	归属母公司净	1860	218	528	666
非流动	467	261	261	261	EBITDA	2890	1147	1990	2549
长期借	0	0	0	0	EPS (元)	1.14	0.13	0.32	0.41
其他非	467	261	261	261	主要财务比率				
负债合	8898	9646	12289	12377	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股	132	136	147	164	成长能力				
股本	1628	1628	1628	1628	营业收入	34.4%	-8.5%	10.0%	12.0%
资本公	2485	2485	2485	2485	营业利润	18.4%	-88.2%	137.9	26.5%
留存收	4532	4261	4789	5456	归属母公司净	14.2%	-88.3%	142.3	26.3%
归属母	8644	8374	8901	9568	获利能力				
负债和	17675	18155	21338	22108	毛利率(%)	20.7%	17.7%	17.7%	18.0%
现金流					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%
单位:百万元					ROE(%)	21.5%	2.6%	5.9%	7.0%
会计年	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	22.2%	2.3%	5.2%	5.6%
经营活	2343	-1547	896	-1092	偿债能力				
净利润	1926	222	539	683	资产负债率(%)	50.3%	53.1%	57.6%	56.0%
折旧摊	648	827	1175	1471	净负债比率(%)	0.0%	35.7%	37.0%	57.4%
财务费	-14	54	180	275	流动比率	1.50	1.29	1.22	1.27
投资损	-104	-150	-180	-200	速动比率	1.27	1.03	0.92	0.96
营运资	-102	-2792	-855	-3361	营运能力				
其他经	-11	292	37	40	总资产周转率	2.32	1.90	1.90	1.93
投资活	-964	-1791	-1599	-1293	应收账款周转	180	85	57	62
资本支	1151	1721	1733	1548	应付账款周转	5.66	5.32	5.72	7.41
长期投	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投	187	-70	134	255	每股收益(最新)	1.14	0.13	0.32	0.41
筹资活	-492	2921	912	2280	每股经营现金	1.44	-0.95	0.55	-0.67
短期借	0	3363	1179	2569	每股净资产(最)	5.31	5.15	5.47	5.88
长期借	0	0	0	0	估值比率				
普通股	0	0	0	0	P/E	8.07	68.90	28.44	22.52
资本公	-4	0	0	0	P/B	1.74	1.79	1.69	1.57
其他筹	-488	-441	-267	-289	EV/EBITDA	4	9	5	4
现金净	853	-417	209	-104					

数据来源：华泰联合证券研究所

