

乘用车

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人：邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人：邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12 个月目标价： 12.00 元

当前股价： 9.18 元

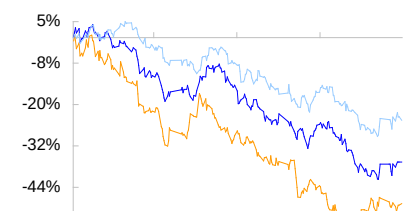
评级调整： 调高

基本资料

上证综合指数	2351.86
总股本(百万)	1627
流通股本(百万)	1411
流通市值(亿)	129
EPS	1.14
每股净资产(元)	5.31
资产负债率	50.35%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
一汽轿车	-2.13	0.30	-20.27
交运设备	6.84	-13.62	-20.25
沪深 300 指数	6.97	-7.92	-9.45



相关报告

一汽轿车

000800

强烈推荐

集团整体上市临近，公司投资价值显现

——基于整体上市假设的价值分析

公司 2 月 1 日公告《一汽股份获得中国证监会豁免要约收购义务批复》，表明中国一汽资产整合完成，集团整体上市进程有加快迹象。本文回顾上汽集团和广汽集团的整体上市案例，对中国一汽可能的整体上市方案进行假设分析。

我们认为：汽车行业处于景气回归，一汽轿车估值修复动力强劲；基于假设，考虑中国一汽整体上市，短期公司将获得估值溢价，并具有长期投资价值。基于假设，价值低估，给予目标价 12 元，“强烈推荐”评级。

投资要点：

- 中国一汽整体上市日益临近，可能的拟上市资产质地优良。一汽股份设立获批，并基本完成集团核心资产的划转，主业整合渐近尾声，集团整体上市正步入正轨。我们预测，未来拟上市资产包括一汽大众、一汽丰田等盈利能力优异的子公司，未来有望持续快速发展。
- 假设一汽股份独立 IPO，吸并关联公司，一汽轿车有望获得估值溢价。从方案可行性出发，一汽股份独立 IPO 并通过换股吸收合并一汽轿车和一汽夏利，概率大；基于假设，参考广汽集团上市，采用市净率定价，博弈各方股东，一汽轿车和一汽夏利有望产生估值溢价。
- 公司估值低，绝对价值凸显，估值修复动力强劲。公司当前 PB 仅 1.64 倍，估值水平低，随汽车行业景气回归和政府采购向自主品牌倾斜，盈利能力有望恢复；基于假设，如果集团整体上市推进，将推动公司估值迅速提升，未来换持一汽股份股权后，资产盈利能力将提升，投资价值显著。
- 催化剂：集团整体上市加快，汽车消费恢复景气
- 投资建议：我们预计集团整体上市进程在加快，基于假设的整体上市方案将创造估值溢价；即使整体上市延后，盈利能力有望随汽车消费的景气回归快速恢复，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.19、0.46 和 0.74 元。目前公司 PB 仅 1.6 倍，考虑整体上市提供的溢价，建议修复至 2.2 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：集团整体上市进程延后，汽车消费需求低迷

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	37296	33762	36839	41914
收入同比(%)	34%	-9%	9%	14%
归属母公司净利润	1860	302	746	1208
净利润同比(%)	14%	-84%	147%	62%
毛利率(%)	20.7%	17.1%	18.1%	19.0%
ROE(%)	21.5%	3.6%	9.8%	16.9%
每股收益(元)	1.14	0.19	0.46	0.74
P/E	7.95	48.93	19.83	12.25
P/B	1.71	1.75	1.95	2.07
EV/EBITDA	4	19	9	6

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、中国一汽整体上市背景简介	3
二、汽车行业的重组整体上市案例分析	4
2.1 上汽集团整体上市回顾	4
2.2 广汽集团整体上市回顾	5
三、中国一汽整体上市猜想	6
3.1 国家积极推动汽车行业整合和央企整体上市	6
3.2 拟上市资产情况	8
3.3 一汽整体上市方案猜想	10
四、一汽轿车投资价值	11
4.1 当期业绩压力大，但绝对价值已低估	11
4.2 整体上市创造估值溢价	11
4.3 投资建议	12

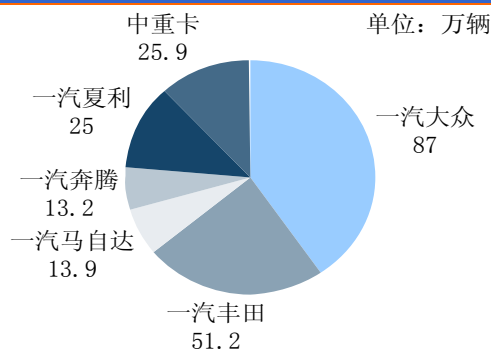
一、中国一汽整体上市背景简介

中国一汽为国资委直管的国有独资企业，行业和政治地位显赫。前身为中国第一汽车制造厂，成立于1953年7月，是我国三大汽车生产基地之一。1992年7月，第一汽车制造厂更名为中国第一汽车集团公司，现为国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国有独资企业。

产品系列齐全，销量规模庞大，地域布局完整。中国一汽由自主品牌和合资品牌构成，包括轿车、中重卡、轻微客全系列车型，组建了研发、生产、辅助及衍生四大业务体系。集团在国内形成了东北、华北和西南三大生产基地，2008年-2010年，实现汽车销量分别为165.5万辆、194.5万辆、266.8万辆。

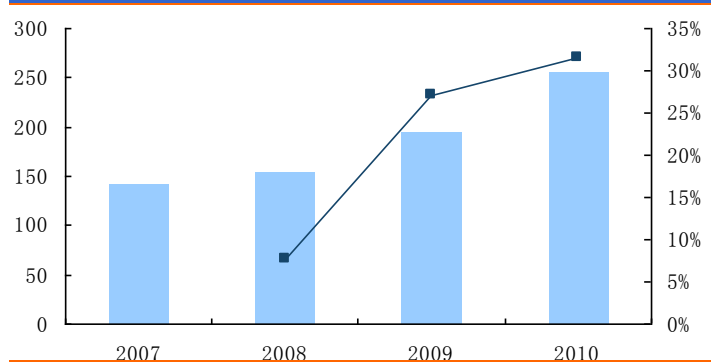
政府推动中国一汽重组改制设立一汽股份，积极准备整体上市。为落实中央和国务院推动国有大中型企业改制上市，振兴东北老工业基地，实现企业可持续发展，中国一汽重组改制设立一汽股份。

图1 中国一汽的主要品牌销量（2010年）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图2 中国一汽的年度销量及同比（2007-2010年）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

整体上市渐行渐近，整体上市进程有加快迹象。根据国务院国资委批复的中国一汽整体重组改制方案，中国一汽将整车及关键零部件业务及资产、人员全部投入一汽股份。2011年6月27日，国资委出具《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。至此，中国一汽主业资产整合基本完成，整体上市进程有加快迹象。

表1 中国一汽历史简述

时间	事件
1953年7月	中国一汽前身中国第一汽车制造厂成立。
1992年7月	中国第一汽车制造厂更名为中国第一汽车集团公司。
2010年6月	中国一汽总经理办公会通过《中国一汽主业重组改制方案》。
2011年6月	国资委批复同意中国一汽整体重组改制并上市有关事项。
2011年6月	国资委批复同意设立中国第一汽车股份有限公司。

资料来源：公司网站，中投证券研究所

二、汽车行业的重组整体上市案例分析

2.1 上汽集团整体上市回顾

2011年4月6日，上海汽车公告《发行股份购买资产暨关联交易预案》，正式拉开上汽集团整体上市的大幕。2011年12月30日，公司发布《关于发行股份购买资产实施完成暨股份变动公告》，表明上汽集团整体上市正式完成。

上汽集团整体上市采用上市公司发行股份收购母公司资产实现。上市公司上海汽车向上汽集团及其全资子公司上汽工业有限发行股份，购买华域汽车、东华实业、南汽模具、安吉物流等相关资产。发行价依据基准日前20个交易日均价确定；发行数量依据标的资产的交易价格和发行价格确定。

被收购的主要资产华域汽车 10 年 PE10.29/PB1.79，发行股份价格 PE11.1 倍/PB2.31 倍。华域汽车每股转让价格确定为 9.98 元/股，对应其 10 年市盈率为 10.29 倍，10 年底市净率为 1.79 倍。上海汽车非公开发行股份价格确定为 16.53 元/股，对应其 10 年的市盈率为 11.1 倍，10 年底市净率为 2.31 倍。

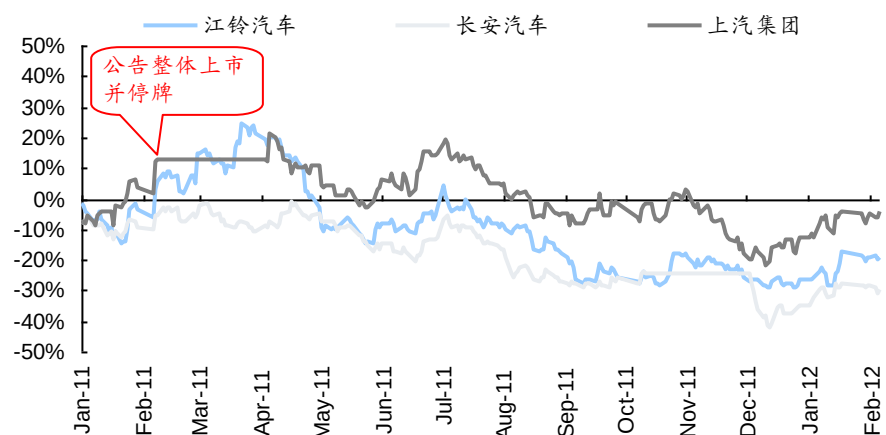
表 2 相关资产估值水平

公司名称	2010 年 EPS	2010 年 BPS	交易价格	PE	PB
华域汽车	0.97 元	5.6 元	9.98 元	10.29	1.79
上海汽车	1.49 元	7.18 元	16.53 元	11.1	2.31

资料来源：Wind，中投证券研究所

注入资产体量较小，并且盈利能力变动不大，股价冲击较小。由于定增注入资产实现整体上市，资产定价相对合理，并且注入资产对上市公司的盈利在上汽集团公告整体上市停牌期间，汽车板块有所反弹，上汽复牌后走势仍然在汽车类上市公司表现出较强的超额收益能力。

图 3 上汽集团整体上市及相关可比公司走势



资料来源：中投证券研究所

2.2 广汽集团整体上市回顾

2011年3月23日，广汽长丰公告《关于广汽集团换股吸收合并广汽长丰报告书》，开启广汽集团回归A股序幕。2012年2月1日，公司发布《广汽集团换股吸收合并本公司相关事宜获得证监会核准的公告》，广汽集团整体上市即将完成。

广汽集团整体上市采用换股吸收合并方案实现。广汽集团向除广汽集团以外的所有广汽长丰股东及国机集团发行A股，并以换股方式吸收合并广汽长丰，以广汽集团承继和承接广汽长丰的全部资产、负债、业务、人员、合同等权力与义务。广汽集团为本次换股吸收合并发行的A股在上交所上市，原内资股将转换成A股并在上交所上市，从而实现广汽集团的整体上市。

标的资产换股价格10年PE48.5/PB3.13，广汽集团发行价格10年PE9.88倍/PB2.19倍。标的资产广汽长丰的换股价格确定为14.55元/股，对应其2010年市盈率为48.5倍，2010年底市净率为3.13倍。该换股价格高于定价基准日前最后一个交易日收盘价14.07元/股和最后一个交易日成交均价14.20元/股，较停牌前20个交易日均价也有约15%的溢价。广汽集团的A股发行价为9.09元/股，对应其2010年市盈率为9.88倍，2010年底市净率为2.19倍（发行前）。

此外，为保护广汽长丰股东利益，由广汽集团、粤财控股和国机集团提供首次现金选择权，按照12.65元/股广汽长丰支付现金对价；由国机集团和粤财控股在广汽集团上市首日均价低于发行价时，提供第二次现金选择权，按照9.09元/股广汽集团（相当于14.55元/股广汽长丰）支付现金对价。

表 3 相关资产估值水平

公司名称	2010年EPS	2010年BPS	换股/发行价格	PE	PB
广汽长丰	0.3元	4.66元	14.55元	48.5	3.13
广汽集团	0.92元	4.16元	9.09元	9.88	2.19

资料来源：上市公司公告，中投证券研究所

表 4 可比公司定价日前后估值水平

公司名称	2010年EPS	2010年BPS	2010/10/27		2011/3/18	
			PE	PB	PE	PB
江铃汽车	1.98	7.1	16.52	4.61	15.65	4.36
上汽集团	1.61	7.16	12.98	2.92	11.45	2.58
江淮汽车	0.9	4.17	15.43	3.33	15.11	3.26
一汽轿车	1.14	5.31	18.23	3.92	15.22	3.28
长安汽车	0.87	4.57	14.49	2.76	11.06	2.11
一汽夏利	0.19	2.26	51.04	4.24	43.91	3.65
福田汽车	1.73	7.64	15.48	3.51	13.77	3.12
中值			15.48	3.51	15.11	3.26
均值			19.96	3.60	17.66	3.20

资料来源：Wind，中投证券研究所

广汽集团整体上市题材支撑，广汽长丰的超额收益巨大！广汽长丰在公布整体上市方案前，曾脱离基本面走出强劲涨势，从2010年9月1日起始至停牌前的2010年10月27日超越上海汽车、长安汽车和江铃汽车的涨幅分别为19%、27%、29%；由于有现金选择权的安全边际支撑，2011年广汽长丰全年涨幅7%，超越

上海汽车、长安汽车和江铃汽车的涨幅 11%、34%、31%，超额收益巨大！成为两年来汽车板块甚至整个 A 股市场的牛股。

图 4 广汽长丰及可比公司收益波动



资料来源：Wind，中投证券研究所

三、中国一汽整体上市猜想

3.1 国家积极推动汽车行业整合和央企整体上市

国家支持汽车行业整合及汽车央企整体上市，并且进程正在加快。近年国家部委对工业产业做大做强加大重视，引导并直接推动强强联合，实现行业整合资源优化，以形成具有国际竞争优势的企业巨头，汽车行业是推动行业整合和央企整体上市的重点行业。

中国一汽是三大集团中唯一一个未启动整体上市。随着上汽、东风、广汽等整体上市的完成，目前中国一汽的整体上市成为国家部委重点推进的公司，我们有信心 2012 年作为汽车行业的调整之年，正是国家推动央企整体上市的较好时机。

表 5 国家鼓励汽车行业整合和央企整体上市

时间	文件名称	重点摘要
1994-3	《汽车工业产业政策》	1, 政策目标：“国家将促进汽车工业投资的集中和产业的重组”； 2, 国家鼓励汽车工业企业通过资产合并、兼并和股份制等形式发展跨部门、跨地区的企业集团
2001-6	《汽车工业十五规划》	1, 加大汽车工业战略性重组的力度，推动强强联合，优化资源配置。培育 2-3 家拥有自主知识产权、具有较强国际竞争力的大型企业集团； 2, 重点任务：“推进汽车行业的战略性重组，引导和推动强强联合； 3, 集中扶持一汽、东风、上汽集团等优强企业尽快壮大实力。鼓励和支持优强企业通过兼并重组和吸收社会资本向产权多元化发展。
2004-5	《汽车产业发展政策》	1, “推动汽车产业结构调整 and 重组，通过市场竞争形成几家具有国际竞争力的大型汽车企业集团，力争到 2010 年跨入世界 500 强企业之列。” 2, 结构调整：第十三条：“国家鼓励汽车企业集团化发展，形成新的竞争格局。通过企业间的战略重组，实现汽车产业结构优化和升级。战略重组的目标是支持汽车生产企业以资产重组方式发展大型汽车企业集团，鼓励形成大型汽车企业集团、企业联盟、专用汽车生产企业协调发展的产业格局。”

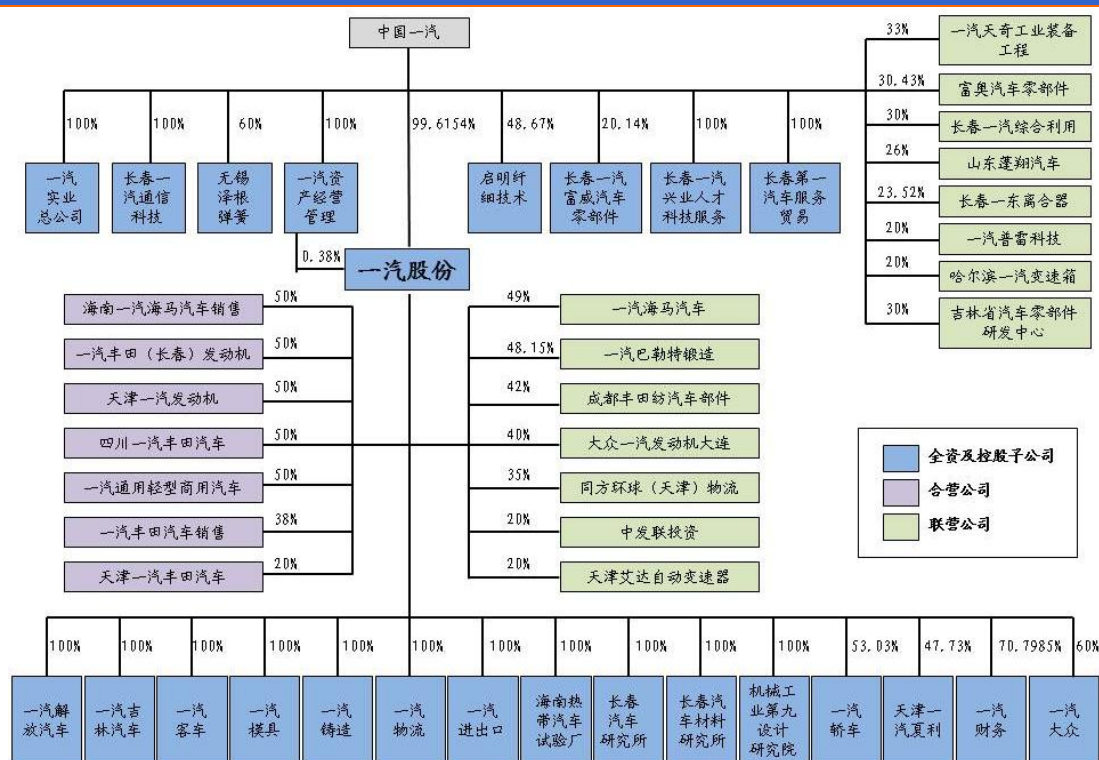
2006-3	《我国国民经济和社会发展十五规划纲要》	第三篇第十一章第二节：“引导企业在竞争中兼并重组，形成若干产能百万辆的企业。”
2006-12	《国家发展改革委关于汽车工业结构调整意见的通知》	1，各级政府部门应该大力推进汽车生产企业之间的跨地区、跨部门联合重组，实现强强联合； 国家发改委将按照汽车企业集团的资产隶属关系整理产品公告，推进企业集团化发展。
2007-4	《中国汽车十一五发展规划》	1，企业应通过自主开发、联合开发、兼并重组等多种途径实施品牌战略。国家提倡通过自主开发和自主创新发展自主品牌产品，支持零部件企业积极开发产品。通过产业重组、强强联合，加快形成大型企业集团，面向国内外两个市场，成为汽车产业自主发展的主力军。民营企业要建立长远发展战略目标，充分发挥自身优势，建立现代化的管理方式，通过联合、兼并、重组加快产品技术升级，提高专业化、规模化生产水平。
2009-3	《汽车产业调整和振兴规划》	1，以结构调整为主线，推进汽车企业兼并重组； 2，利用市场机制和宏观调控手段，推动企业兼并重组，整合要素资源，提高产业集中度，实现汽车产业组织结构优化升级。 3，兼并重组取得重大进展，形成2—3家产销规模超过200万辆的大型汽车企业集团，4—5家产销规模超过100万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额90%以上的汽车企业集团数量由目前的14家减少到10家以内。 4，鼓励一汽、东风、上汽、长安等大型汽车企业在全国范围内实施兼并重组。
2009-6	《吉林省人民政府关于落实国家汽车产业调整和振兴规划的实施意见》	2，政策：支持中国一汽实施国内外的兼并重组，巩固一汽的国内龙头地位，根据兼并重组具体情况，为其提供政策性支持。长春富奥、长春富维、吉林东光、长春旭阳等重点零部件企业要抓住机遇，尽快开展兼并、并购、重组工作，力争进入国内大型零部件企业集团前列。
2010-9	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号）	1，目标：进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划，做强做大优势企业。以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作。 2，政策扶持：充分发挥资本市场推动企业重组的作用。进一步推进资本市场企业并购重组的市场化改革，健全市场化定价机制，完善相关规章及配套政策，支持企业利用资本市场开展兼并重组，促进行业整合和产业升级。鼓励上市公司以股权、现金及其他金融创新方式作为兼并重组的支付手段，拓宽兼并重组融资渠道，提高资本市场兼并重组效率。 3，汽车行业首次被列为兼并重组重点行业的首位。
2011-4	《我国国民经济和社会发展十二五规划纲要》	1，引导企业兼并重组：“坚持市场化运作，发挥企业主体作用，完善配套政策，消除制度障碍，以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土、电子信息、医药等行业为重点，加快发展拥有国际知名品牌和核心竞争力的大型企业。”
2011-4	《工业和信息化部副部长苏波上海国际车展高峰论坛演讲》	1，十二五期间汽车工业发展的主要任务中的第二条“推动产品优化升级，实现由汽车大国向汽车强国转变的标志。十二五期间，应充分发挥市场机制的作用，积极推动企业的组织结构调整，鼓励大企业集团整合要素资源，进一步加大兼并重组的力度，针对不同车型采取横向并购的方式，做大做强大型汽车，提高全行业规模效应和企业竞争力。”
2011-7	全国企业兼并重组工作经验交流会	1，广州汽车、东风汽车、浙江吉利等在会议上介绍了其兼并重组经验。 2，工信部部长苗圩强调“企业兼并重组工作要全面落实《国务院关于促进企业兼并重组的意见》提出的各项任务。要切实抓好汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土、电子信息 and 医药等重点行业企业兼并重组。

资料来源：Wind，中投证券研究所

3.2 拟上市资产的基本面分析

根据一汽夏利 2011 年 12 月 30 日收购报告书，中国一汽将划转给一汽股份整车及关键零部件资产包括 15 家控股子公司、14 家合营或联营子公司。包括一汽解放、一汽轿车、一汽夏利、一汽大众、一汽丰田、一汽巴特勒锻造、大众一汽发动机等整车和零部件相关资产。

图 5 一汽股份股权结构



资料来源：上市公司公告，中投证券研究所

中国一汽上市后，品牌和盈利能力优势明显，将成为 A 股盈利能力最强的蓝筹汽车公司。由于一汽股份设立未满三年，尚无财务经营数据，使用中国一汽 08-10 年报表数据，对拟上市资产进行简单预估。一汽股份净资产收益率从 08 年的 18.74% 提升至 10 年的 35.7%！而上汽集团的净资产收益率为 27.78%。如果中国一汽整体上市完毕，将成为 A 股盈利能力最强的蓝筹汽车公司！

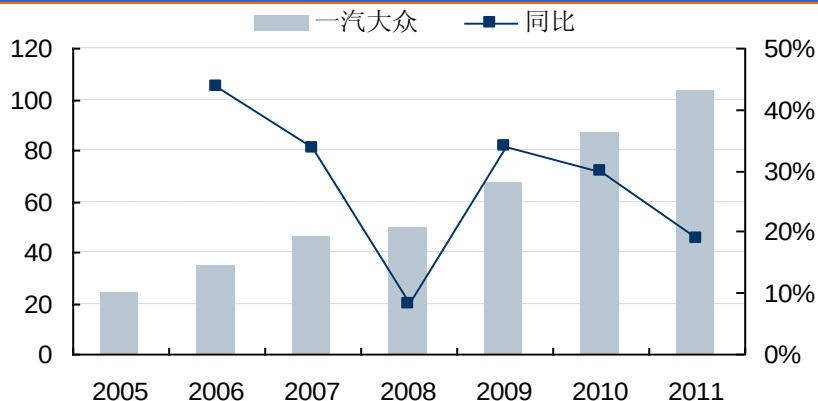
表 6 中国一汽简要合并财务报表数据（亿元）

资产负债表	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
总资产	1725.5	1311.8	1053.0
总负债	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	2010 年度	2009 年度	2008 年度
总收入	2940.1	2065.0	1643.4
主营业务收入	2736.1	1919.9	1515.8
净利润	248.9	158.6	66.8
净资产收益率（%）	35.7	32.2	18.74

资料来源：上市公司公告，中投证券研究所

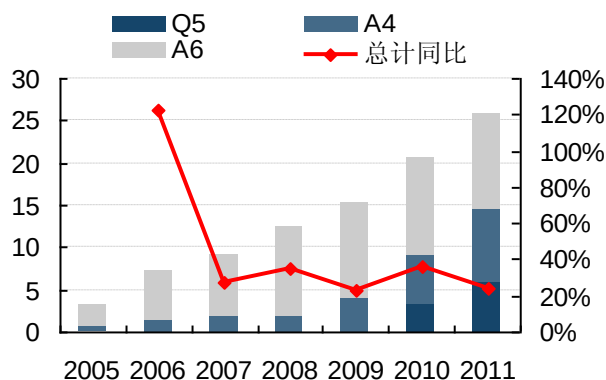
一汽大众是中国一汽旗下核心子公司，是集团利润的重要来源，高端轿车霸主。一汽大众拥有大众和奥迪两大品牌，品牌质量优势明显，产品长期供不应求。随着成都、佛山工厂的产能释放，产能瓶颈渐次打开，销量有望快速增长。同时，一汽大众作为大众汽车在华业务的重要组成，有望通过加快新产品投放速度，进一步提升旗下产品，特别是高端品牌奥迪产品的竞争优势和市场份额。

图 6 一汽大众近年销量及增速



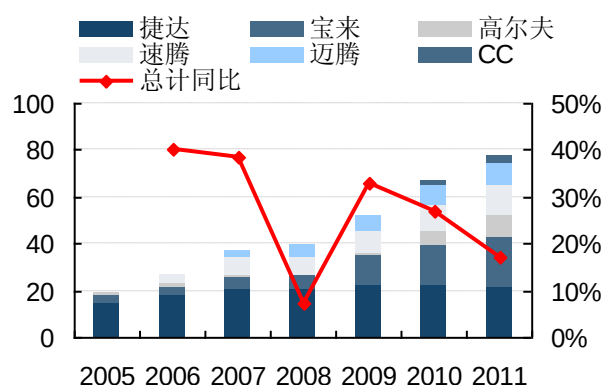
资料来源：CAAM，中投证券研究所

图 7 一汽奥迪品牌车型销量



资料来源：CAAM，中投证券研究所

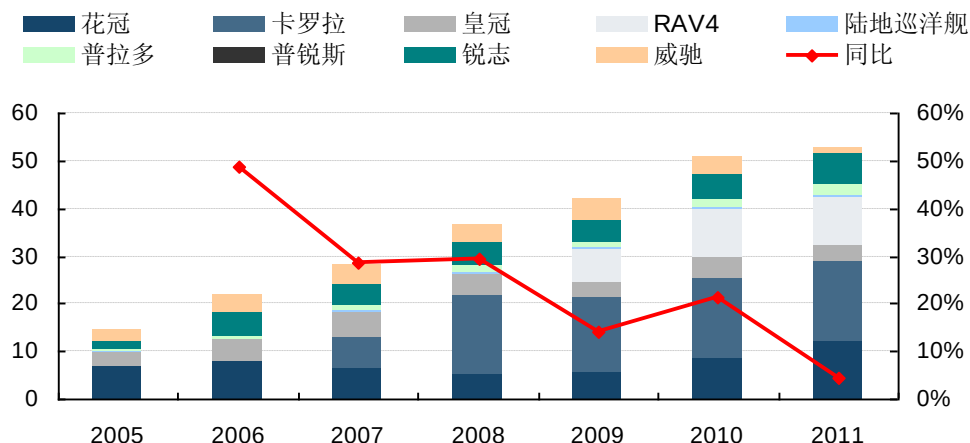
图 8 一汽大众品牌车型销量



资料来源：CAAM，中投证券研究所

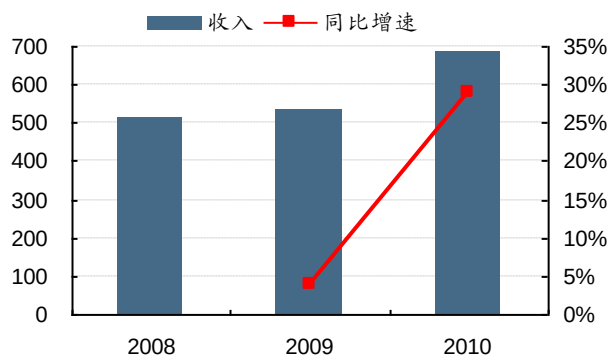
一汽丰田是中国一汽旗下另一核心子公司，旗下有花冠、卡罗拉、RAV4、皇冠等多款主力车型。丰田汽车是世界三大汽车生厂商之一，在北美、欧洲都地区都占有较高的市场份额。近年来，丰田汽车在国内的发展较慢，市场份额有所下降，与其在世界汽车市场的地位不符合。未来中国地区汽车市场的巨大前景，极大可能使丰田汽车加大中国市场的拓展力度。一汽丰田作为丰田汽车在中国区域的重要组成部分，有望获得技术与车型支持，得到快速发展。

图 9 一汽丰田主要车型销量



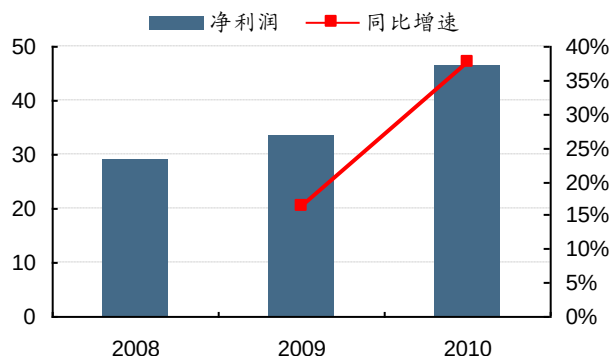
资料来源：CAAM，中投证券研究所

图 10 一汽丰田近三年收入



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

图 11 一汽丰田近三年净利润

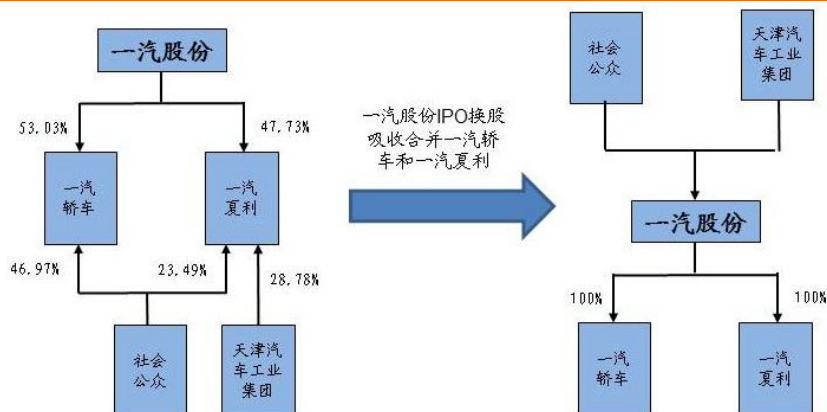


资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

3.3 一汽整体上市方案猜想

一汽股份可能单独 IPO 并换股吸收合并一汽轿车和一汽夏利。一汽股份整合完集团整车及关键零部件资产，股份制改革渐进尾声，一汽股份整体 IPO 上市确定性增强。为解决一汽股份与一汽轿车、一汽夏利的同业竞争问题，一汽股份单独 IPO 并换股吸收合并一汽轿车和一汽夏利的方案可能性大。

图 12 一汽股份独立 IPO 并吸收合并一汽轿车和一汽夏利



资料来源：CAAM，中投证券研究所

中国一汽核心资产将通过一汽股份上市，一汽轿车在换股中有望产生估值溢价。中国一汽整体上市是今年央企整体上市的重要任务，上市进程将得到部委的支持。而吸并方案中，一汽股份为获得子公司各方股东的支持，一汽夏利和一汽轿车都将获得有吸引力的换股对价及补偿方案，以尽快实现整体上市。广汽集团的案例是极好的例子。

四、一汽轿车投资价值

4.1 当期业绩压力大，但绝对价值已低估

公司当期业绩压力大，但绝对价值已低估，安全边际显著。公司 11 年净利润大幅下滑，严重低于预期，主要受销量下滑影响；同时，资本开支大增，有做低业绩压制股价的嫌疑；同时自主品牌奔腾、红旗，仍是国家和集团重点发展方向，竞争实力和盈利能力有望改善。

市净率（PB）通常是汽车行业投资的重要估值指标。汽车行业是重资产行业，周期波动对盈利影响大，PB 通常是衡量资产价值的重要标准。一汽轿车 11 年业绩预告在 0.02-0.23 元之间，PE 接近 50 倍，但 PB 约 1.64 倍，股价明显低估。

表 7 主要汽车公司估值水平

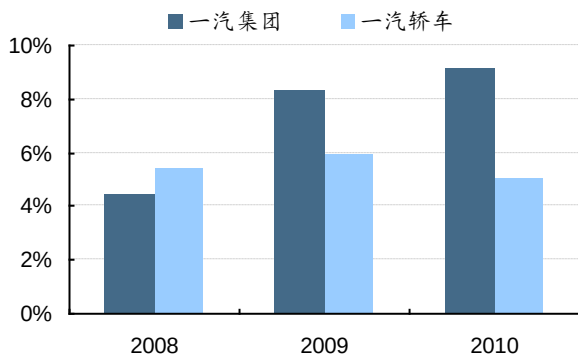
	EPS(11 预期)	BPS (11Q3)	当前价格	PE	PB
江铃汽车	2.16	8.02	21.98	10.16	2.74
上汽集团	1.59	8.32	15.76	9.88	1.89
长安汽车	0.29	3.05	4.26	14.76	1.40
悦达投资	1.66	4.16	12.42	7.50	2.99
广汽长丰	0.61	4.47	16.12	26.36	3.61
一汽夏利	0.14	2.30	6.72	46.96	2.92
长城汽车	1.14	5.21	13.41	11.76	2.57
中值				11.76	2.74
均值				18.20	2.59
一汽轿车	0.20	5.47	8.96	49.8	1.64

资料来源：Wind，中投证券研究所

4.2 基于假设方案，整体上市创造估值溢价

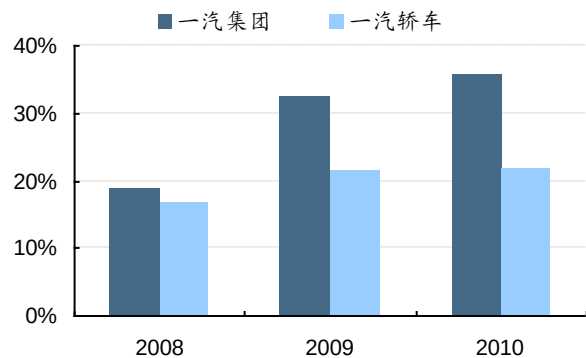
一汽股份拟上市资产质地优良，盈利能力强。一汽股份整合了中国一汽整车及关键零部件资产，包括盈利能力优异的一汽大众和一汽丰田。随着大众汽车和丰田汽车加大中国市场的开拓力度，竞争优势与市场份额有望巩固。因此，若一汽股份换股发行价合理，对于吸并的标的一汽轿车和一汽夏利来说，投资价值显著。

图 13 中国一汽与一汽轿车的净利率比较



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

图 14 中国一汽与一汽轿车的净资产收益率比较



资料来源：上市公司公告、中投证券研究所

基于假设方案，集团整体上市将为公司带来估值溢价，提升目前估值水平。
 中国一汽的整体上市，需考虑多方利益，考虑上市公司原有股东利益，可能推出合理换股对价及补偿方案，以顺利实现整体上市。参考广汽长丰换股方案出台前后的股价走势，相对汽车行业出现了较大的超额收益，一汽轿车和一汽夏利都有望复制这一历程。随着一汽股份上市预期不断确定，公司股价近期向上动力将增强。

PE 已失真，关注 PB 提升空间。参考广汽上市案例，广汽长丰换股前业绩低迷，致使相对于换股价 PE 显著高于市场可比公司，但 PB 与可比公司均值比较接近。一汽轿车 11 年 PB 约 1.64 倍，与行业中值及均值有较大距离，因此我们认为公司 PB 水平有望借整体上市预期刺激，提升至行业中值及均值附近，我们保守给予 2.2 倍 PB 估值。

表 8 广汽集团吸收合并广汽长丰期间可比公司定价日前后估值水平

公司名称	2010 年 EPS	2010 年 BPS	2010/10/27		2011/3/18	
			PE	PB	PE	PB
中值			15.48	3.51	15.11	3.26
均值			19.96	3.60	17.66	3.20
广汽长丰	0.30	4.66			48.5	3.13

资料来源：Wind，中投证券研究所

表 9 目前一汽轿车与可比乘用车估值水平

	EPS(11 预期)	BPS (11Q3)	当前价格	PE	PB
中值				12.46	2.83
均值				19.27	2.59
一汽轿车	0.20	5.47	8.96	49.8	1.64

资料来源：Wind，中投证券研究所

4.3 投资建议

我们预计集团整体上市进程将在近期展开，公司估值提升动力强劲；即使整体上市延后，盈利能力有望随汽车消费景气回归快速恢复，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.19、0.46 和 0.74 元。公司 PB 仅 1.6 倍，基于整体上市的假设，将创造估值溢价，建议修复至 2.2 倍，目标价 12 元，给予“强烈推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12653	11959	12815	14501	营业收入	37296	33762	36839	41914
现金	3628	3558	3612	4115	营业成本	29577	27976	30188	33948
应收账款	86	133	126	143	营业税金及附加	1847	1672	1824	2075
其他应收款	18	40	39	42	营业费用	2286	2532	2652	2934
预付账款	62	136	119	144	管理费用	1449	1418	1474	1677
存货	1939	1950	2062	2319	财务费用	-14	-81	-60	-20
其他流动资产	6920	6141	6856	7738	资产减值损失	-1	7	3	5
非流动资产	5021	4765	4517	4285	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	748	726	729	731	投资净收益	104	134	147	162
固定资产	2864	3086	3112	3040	营业利润	2256	372	905	1458
无形资产	403	422	438	455	营业外收入	13	10	11	11
其他非流动资产	1005	531	238	60	营业外支出	21	21	20	21
资产总计	17675	16724	17332	18787	利润总额	2248	362	897	1448
流动负债	8432	7660	9127	10968	所得税	322	52	128	207
短期借款	0	0	778	1728	净利润	1926	310	768	1241
应付账款	5788	5249	5801	6556	少数股东损益	66	7	22	33
其他流动负债	2643	2411	2547	2684	归属母公司净利润	1860	302	746	1208
非流动负债	467	467	467	467	EBITDA	2890	548	1113	1714
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.14	0.19	0.46	0.74
其他非流动负债	467	467	467	467					
负债合计	8898	8126	9593	11435	主要财务比率				
少数股东权益	132	140	162	195	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1628	1628	1628	1628	成长能力				
资本公积	2485	2485	2485	2485	营业收入	34.4%	-9.5%	9.1%	13.8%
留存收益	4532	4346	3465	3045	营业利润	17.6%	-83.5%	143.1	61.0%
归属母公司股东权益	8644	8458	7577	7157	归属于母公司净利润	13.9%	-83.7%	146.8	61.9%
负债和股东权益	17675	16724	17332	18787	获利能力				
					毛利率	20.7%	17.1%	18.1%	19.0%
					净利率	5.0%	0.9%	2.0%	2.9%
					ROE	21.5%	3.6%	9.8%	16.9%
					ROIC	42.7%	5.8%	17.7%	30.4%
					偿债能力				
					资产负债率	50.3%	48.6%	55.4%	60.9%
					净负债比率	0.00%	0.00%	8.11%	15.11%
					流动比率	1.50	1.56	1.40	1.32
					速动比率	1.26	1.30	1.17	1.10
					营运能力				
					总资产周转率	2.32	1.96	2.16	2.32
					应收账款周转率	180	147	136	149
					应付账款周转率	5.66	5.07	5.46	5.49
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.14	0.19	0.46	0.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	0.20	0.49	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	5.31	5.20	4.66	4.40
					估值比率				
					P/E	7.95	48.93	19.83	12.25
					P/B	1.71	1.75	1.95	2.07
					EV/EBITDA	4	19	9	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附录：中投证券汽车行业近 1 年来发布的报告

上汽集团 - 春节销售旺，锁定一季报——1 月产销快报点评	2012-02-07
宇通客车 - 销量季节性回落，未来确定性增长——1 月产销快报点评	2012-02-06
江铃汽车 - 春节放大销量下滑，需求反映经济仍处谷底——1 月产销快讯点评	2012-02-03
上汽集团 - 龙头地位稳固，投资价值显著——11 年业绩预告点评	2012-02-01
骆驼股份 - 4 季度略低预期，行业整合将巩固未来高增长	2012-01-31
天润曲轴 - 等待需求回归，静候王者归来——业绩预告修正点评	2012-01-20
福田汽车 - 投资仍需等待行业景气回归——12 月销量点评	2012-01-17
中国重汽 - 春节提前备货，销量超预期——十二月产销点评	2012-01-16
汽车整车 - 中投汽车月报 A（商用车情报速递）——客车平稳，重卡谷底，轻卡压力大	2012-01-16
亚夏汽车 - 快速扩张的汽车经销区域龙头	2011-12-20
汽车行业 2012 年度投资策略 - 景气终将回归，透析发展主线，把握结构性投资机遇	2011-12-13
骆驼股份 - 汽配第一股——穿越周期成长的铅酸电池寡头	2011-12-07
宇通客车 - 出口订单打开新兴市场，广阔空间支撑稳定增长	2011-11-09
中国重汽 - 去库存化渐进尾声，需求恢复还需等待——十月产销点评	2011-11-09
上海汽车 - 增速如期回调，坚定价值判断——10 月产销点评	2011-11-08
悦达投资 - 坚实基础已奠定，成长步伐仍很快	2011-11-04
中鼎股份 - 短期业绩有压力，长期成长有潜力——三季报点评	2011-10-30
亚太股份 - 需求低迷致使业绩下滑，未来增长还看多元扩张——三季报点评	2011-10-28
上海汽车 - 竞争优势推升销量，业绩稳定凸显价值——三季报点评	2011-10-27
松芝股份 - 车载空调“空”增长，轨道交通与冷链运输市场仍需培育——三季报点评	2011-10-27
宇通客车 - 公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评	2011-10-26
星宇股份 - 三季度恢复明显，车灯替代值得期待——三季报点评	2011-10-25
骆驼股份 - 三季度搬迁影响，四季度确定性爆发——三季报点评	2011-10-25
上海汽车 - 预计三季度 EPS 为 0.46 元，股价低估严重，投资价值显现	2011-10-13
中国重汽 - 重卡环比持续向上，反弹机会渐行渐近	2011-09-22
潍柴动力 - 产业升级和排放要求将支撑公司的长期垄断地位	2011-08-30
上海汽车 - 低估值反映盈利担忧、再出发等待需求信心	2011-08-29
风帆股份 - 业绩符合预期，三季报检验整合预期	2011-08-27
中鼎股份 - 成本压力趋于尾声，成长潜力持续挖掘	2011-08-26
松芝股份 - 车用空调受制成本，轨道交通明年放量	2011-08-25
亚太股份 - 上下游压力挤压业绩，等待最坏时刻过去	2011-08-21
骆驼股份 - 坚实业绩打底，等待预期兑现	2011-08-19
星宇股份 - 2 季度多种利空冲击，车灯替代趋势仍然向好	2011-08-19
天润曲轴 - 确定的高增长，少见的低估值	2011-08-17
上海汽车 - 把握业绩确定性，等待估值提升点	2011-08-03
上海汽车 - 把握业绩确定性，等待估值提升点	2011-08-03
宇通客车 - 公交订单夯实业绩，成长速度保持稳健	2011-08-02
天润曲轴 - “产品+市场”多元化抵御重卡波动性，高成长将延续	2011-08-01
风帆股份 - 环保风暴冲击生产，涨价幅度决定业绩	2011-07-29
汽车零部件 II - 铅酸电池拐点明确，行业景气持续爆发	2011-07-27
宇通客车 - 大公交体系重构，大中客景气延续	2011-07-26
中鼎股份 - 收购外企实现技术引进，进入油封市场巩固成长	2011-07-25

骆驼股份-行业整合趋势下，有望快速成长为铅酸电池寡头	2011-07-22
星宇股份-激励挖掘潜力，剑指车灯龙头	2011-07-11
中鼎股份-技术突破拓延空间，竞争环境走出低谷	2011-07-05
银轮股份-调整增发底价至 16.31 元：领航冷却系统，进军尾气处理	2011-06-27
天润曲轴-定增扩张已确定，估值压力近尾声	2011-06-14
星宇股份-启动世界车灯“中国造”——把握车灯的技术突破机遇	2011-06-12
一汽夏利-经营业绩探底中，整体上市进行时	2011-06-03
风帆股份-行业整合预期强烈，业绩或将低位起飞	2011-05-19
亚太股份-合作聚拢资源，打造总成龙头	2011-05-06
汽车零部件 II -坚定看好技术突破和行业整合的投资机遇	2011-05-06
上海汽车-结构分化加速洗牌，品牌优势扩大盈利	2011-04-28
风帆股份-行业整合机遇扩大竞争优势，新产品仍处孕育期	2011-04-26
天润曲轴-高增长在延续，长线投资机遇渐行渐近	2011-04-26
潍柴动力-上半年压力呈现，下半年静待扭转	2011-04-25
亚太股份-一季度受制多种因素，机遇还看多元化扩张	2011-04-19
中鼎股份-订单旺盛且上移明显，关注今年产品升级带来的投资价值	2011-04-15
上海汽车-通过对上海大众和上海通用经营数据的独到分析，坚定看好上海汽车的投资价值	2011-04-08
潍柴动力-业绩超预期，持续创新巩固优势地位	2011-04-06
上海汽车-投资中国乘用车的最佳选择	2011-04-01
松芝股份-迈向轨道交通与冷链物流的制冷龙头	2011-03-28
亚太股份-主营业绩稳定，深度挖掘“技术外溢+ABS 潜力”	2011-03-25
交运设备-日本地震对汽车工业的短中期影响	2011-03-15
亚太股份-技术外溢与 ABS 潜力终将带来质变！	2011-03-01
宇通客车-大中客景气持续推升业绩	2011-02-25
天润曲轴-签单北京奔驰，放量加快来临	2011-02-22
中鼎股份-核心小部件，升级大故事	2011-02-13
天润曲轴-年报靓丽，第四季度暴增，来源于重轴产销两旺	2011-01-30
天润曲轴-马疾飞千里，凤鸣震宇内	2011-01-24
亚太股份-增发并购暂时中止，不改公司长期方略	2011-01-24
宇通客车-配股投资新市场，拓展成长新空间	2011-01-12
潍柴动力-垄断已形成，多元在路上	2011-01-05
亚太股份-远交近攻，运筹帷幄	2011-01-05
银轮股份-法规明朗，11 年助跑，12 年腾飞	2010-12-29
天润曲轴-彰显鲲鹏之志，可待凤舞九天	2010-12-23
亚太股份-ABS 处于敏感期，爆发在即	2010-12-04
天润曲轴-步伐在加快，预期在加强	2010-11-26
天润曲轴-迈向世界级的发动机零部件供应商	2010-11-10
上海汽车-三季度高增长，全年超预期成定局	2010-10-28
宇通客车-行业景气，盈利稳定增长，深掘成长性和低估值	2010-10-26
上海汽车-优势积聚明显，开启全球霸业	2010-10-22
宇通客车-盈利频超预期，估值低亮点多-深度报告	2010-10-14

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

邓学，清华大学汽车工程系硕士、学士，参与多项汽车产业部委研究课题，2010 年加盟中投证券研究所

邢卫军，中投证券研究所汽车行业分析师，2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位，2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434