



3 July 2011 | 9 pages

汽车行业整体上市“寻宝”

——汽车行业重要事件点评报告

研究员：马春霞 执业证书编号：1230511010009
 86-21-64718888-1270
 machunxia@stocke.com.cn

本报告导读：
 ➢ 一汽集团整合为车企整体上市带来示范效应
 ➢ 关注广汽集团和东风系的价值和交易性的双重投资机会

投资要点：

1、事件

一汽集团主业资产完成股份化改制，并获得国务院国资委批准。

一汽轿车和一汽夏利被注入股份公司，控股股东变更为一汽股份，实际控制人未变。

2011年7月2日，一汽轿车和一汽夏利同时发布公告，称接到一汽集团通知：“国务院国资委批准了一汽集团主业重组改制、发起设立股份有限公司的事宜。”

作为一汽轿车和一汽夏利的共同控股股东，一汽集团将持有的一汽轿车、一汽夏利的全部股份作为其主业资产的一部分，共同发起设立一汽股份。这使得一汽集团持有的一汽轿车、一汽夏利的股份由新设立的一汽股份持有，一汽股份直接持有一汽轿车 8.63 亿股股份，占一汽轿车总股本的 53.03%；一汽股份直接持有一汽夏利 7.61 亿股股份，占一汽夏利总股本的 47.73%。

在本次收购完成后，本公司的控股股东将变更为一汽股份，实际控制人未发生变化，仍为国务院国资委。

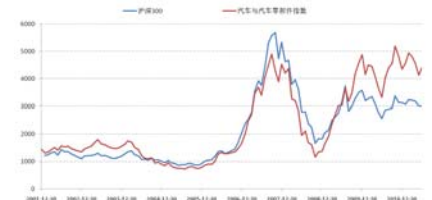
就本次收购，一汽股份将依法向中国证监会递交《收购报告书》及豁免要约收购义务的申请。待中国证监会审核无异议后，一汽股份才实施本次收购。

2、意义

一汽股份的设立，将使一汽集团整体上市更进一步，如上市成功，将有利于整合一汽集团内部资源，消除同业竞争，减少关联交易，提升运行效率，加快其自主品牌的发展，加快追赶上汽集团的步伐，也为汽车行业整合带来示范效应。

行业评级	看好
行业名称	汽车

行业指数走势图



报告撰写人：马春霞





3、一汽集团整体上市模式探讨

1) 一汽股份公开 “IPO” 并同时换股吸收一汽轿车和一汽夏利。

从设立新股份有限公司来看，一汽集团选择 IPO 上市的可能性较大。

IPO 的好处在于方便进行大规模融资，而且实现整体上市后再次融资更为宽松。

缺点就是流程太长，耗费的时间太多。

2) “借壳”一汽轿车

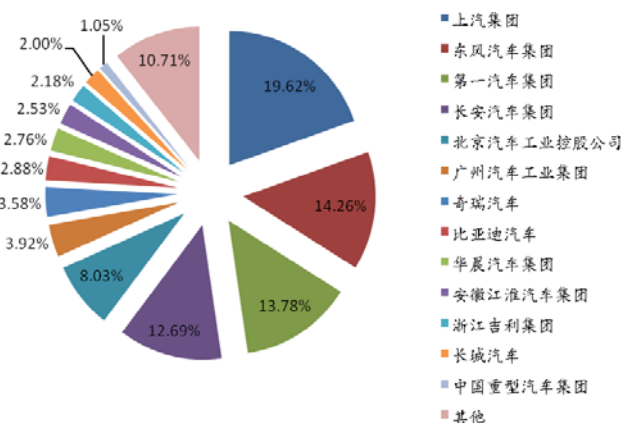
借助一汽轿车平台向集团定向增发，收购集团整车类资产，同时吸收合并一汽夏利，类似于上海汽车整体上市。

4、大汽车集团整体上市是大势所趋

汽车行业作为资金密集型行业，上市融资对公司的发展意义非常重大。加上在国家政策引导下，汽车行业的整体上市大戏不断上演。

首先，随着汽车市场的激烈竞争，各大集团新一轮的投资计划将陆续出炉，试图在未来的竞争中站稳脚跟的大型汽车集团将斥巨资与合作伙伴展开竞赛，无疑需要大笔的资金投入；另外，各大汽车集团的加快自主品牌建设，从公布自主品牌计划的各大汽车集团庞大的资金需求来看，这同样需要大笔的资金输入。而且，在政策层面上，对企业整体上市来说也是形势利好。

图 1：2010 年国内各大汽车集团市场份额情况



资料来源：浙商证券研究所





表 1: 国内前六大汽车集团主要 A 股资本运作平台

汽车集团	上汽集团	东风集团	一汽集团	长安集团	北汽集团	广汽集团
整车平台	上海汽车 (60014)	东风汽车 (600006)	一汽轿车 (000800) 一汽夏利 (000927)	长安汽车 (000625) 江铃汽车 (000550)	福田汽车 (600166)	广汽长丰 (600991)
零部件平台	华域汽车 (600741) 上柴股份 (600841)	东风科技 (600081)	一汽富维 (600742) 一汽富奥 (000030) 启明信息 (002232)	东安动力 (600178) 云内动力 (000903)		

资料来源: 浙商证券研究所

我们从综合公司战略、整合动机以及业务协同性角度来继续追寻汽车行业大集团整合的投资机会。

1) 广汽集团: 广汽长丰股价具有安全保障, 广汽集团具有估值优势

(1) 广汽集团以换股方式吸收合并公司。

广汽集团将通过换股方式吸收合并广汽长丰, 换股比例为 1.6: 1, 即每 1 股广汽长丰股票可以换取 1.6 股广汽集团 A 股股票, 广汽长丰换股价格为 14.55 元/股, 广汽集团 A 股发行价为 9.09 元/股。同时, 广汽集团将提供两次现金选择权; 方案实施完成后, 广汽长丰将注销。

(2) 广汽长丰现有股东的权利

首次现金选择权: 广汽长丰现有股东可以将其所持有的广汽长丰股票按照 12.65 元/股的价格全部或部分申报行使首次现金选择权, 将股票出售给广汽集团或国机集团或粤财控股。

转股: 将持有的广汽长丰股票换为广汽集团股票。

转股后, 也有两种方案可选择:

二次现金选择权: 如果广汽集团 A 股上市首个交易日股票交易均价低于 9.09 元/股, 投资者有权按照 9.09 元/股价格将持有的广汽集团 A 股出售给国机集团或粤财控股(广汽集团 A 股上市首日购买者没有这个权利);

持有广汽集团股票。

(3) 二次现金选择权提供了股价安全保障, 锁定了最大亏损幅度

显然, 这两次现金选择权相当于两份认沽权利, 第一份认沽权利的行权价为 12.65 元, 第二份认沽权利的行权价为 14.55 元 (=9.09*1.6)。不过, 投资者只能选择其中一份。由于第二份认沽权利的行权期长, 且行权价高, 故第二份认沽权利的价值远高于第一份, 理性的投资者应当选择后者。

另一方面, 从投资广汽集团角度考虑, 如果方案进展顺利, 14.55 元的二次现金选择相当于目前价格(15.99 元)买进, 最多到期时每股亏损 1.44 元, 锁定了最大亏损幅度。





（4）广汽集团竞争优势突出，估值优势明显

公司拥有完善的汽车产业和产品链

目前，广汽集团主要控股公司 10 家，主要合营公司 5 家，直接投资的主要参股公司 5 家。涵盖汽车研发、乘用车和商用车整车制造、汽车零部件、商贸服务和汽车金融保险等完整产业链条，形成了覆盖华南，辐射华中、长三角和环渤海地区的产业格局。

公司受益国内汽车消费升级换代。

广汽集团目前的产品以中高档乘用车为主，是国内中高档乘用车市场的龙头企业，2010 年，广汽集团在中国中高级轿车市场拥有高达 23.9% 的市场份额，持续占据绝对优势。

从汽车行业长期需求趋势来看，中国汽车行业从 2010 年开始进入二次购车时代，换车需求将逐渐成为需求主力，相应的中高级轿车和个性化如 SUV/MPV 车型成为市场增长最快的细分市场，广汽集团产品结构中这类车型占到 69%。

投资周期来看，2011 年是广汽集团利润增速最低的一年。

2012 年开始将是收获之年，利润增速将不断提高。随着丰田本田品牌加大研发新车型的力度和加速先进技术的转移，2012 年起日系品牌竞争力将逐渐恢复。

从市销率来看，广汽集团在乘用车板块中有绝对的估值优势。

以 9.09 元股价，以公司可接受的最大换股量计算，公司市值空间不足 600 亿元，A 股市值只有 50 亿元，对应公司 2010 年销售收入 598 亿元，公司市销率为 0.98，为同类公司最低。

表 2：A 股主要乘用车类市销率比较

上海汽车	0.50
一汽轿车	0.57
长安汽车	0.68
海马汽车	0.78
广汽集团	0.98

资料来源：WIND 资讯，浙商证券研究所

流通股本小，存在一定的估值溢价。

按照公司盈利预测：2011 年存续公司可实现收入 786.45 亿，增长 31.4%；实现归属于母公司所有者的净利润 50.28 亿元，同比增长 16.1%，则合并后广汽集团的每股收益为 0.78 元；考虑到广汽集团在 A 股发行的股本占总股本的比例在 4.46%~7.10%，A 股流通股本占比较小或将使公司股价存在一定的溢价空间。





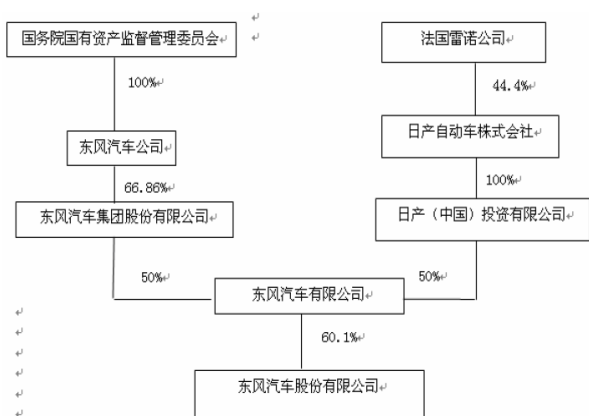
2) 东风集团

目前，随着一汽股份设立，一汽集团整体上市更进一步；广汽集团拟借力广汽长丰回归 A 股，长安集团的整体上市也如火如荼，作为我国最早成立的中国汽车集团之一的二汽集团（东风汽车集团）一直是中国汽车业的骄傲。

虽然集团的整体上市是一个相当漫长的过程，不过东风集团作为央企，在 A 股的整体上市将是顺势而为。

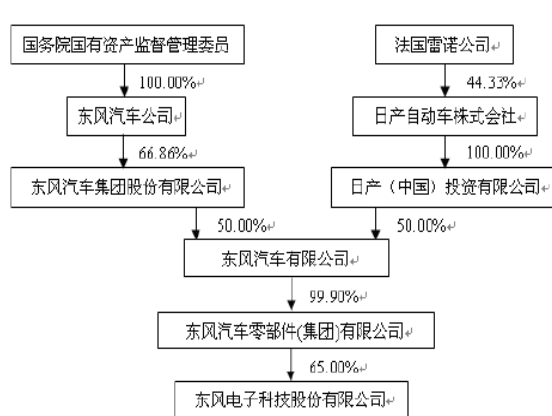
目前，东风汽车公司除了香港上市的东风集团之外，目前在 A 股市场有东风科技(600081)和东风汽车（600006）两家上市公司，其中东风汽车主营东风轻型商用车，一旦东风集团回归 A 股实现整体上市，很可能将会以东风汽车作为平台，毕竟东风汽车主营构成更贴近东风集团。按照央企整合上市的改革思路，其整合上市的预期相当强烈，想象空间极大。

图 2：东风汽车股权关系图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 3：东风科技股权关系图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

东风科技的股权转让提升资产注入预期

2010 年 7 月 7 日东风汽车公司将其持有的东风科技公司 65% 的股份转让给东风汽车零部件有限公司，同时东风汽车零部件有限公司在收购报告中承诺：

1) 没有在未来 12 个月内改变东风科技主营业务或者对东风科技主营业务做出重大调整的计划；

2) 没有在未来 12 个月内对东风科技或其子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或东风科技拟购买或置换资产的重组计划。

但此次股权转让后，市场对于东风零部件整体注入东风科技有了较高的预期。

东风科技是东风集团唯一的汽车零部件上市公司，极有可能将其作为公司整合汽车零部件业务的平台，目前东风零部件事业部下属总共有 17 家公司，除了东风科技以外，还有 16 家公司，该部分总资产是东风科技的 3 倍左右，未来可能注入的资产总值要远远超过东风科技自身。





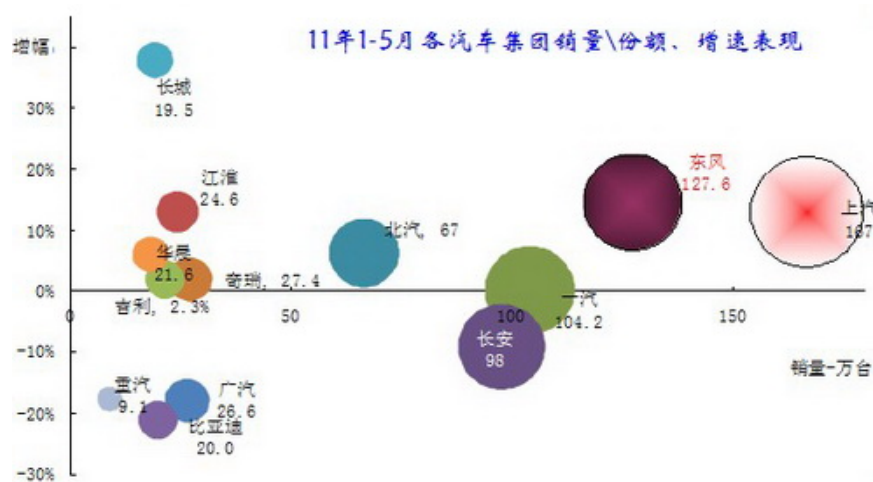
东风集团进行了 10 年来最大范围的人事调整

从 2009 年 3 月份东风党代会换届开始,酝酿近一年的东风集团高层人事调整拉开序幕。2010 年 1 月 5 日,东风集团公开发布旗下众多子公司多位高层变动的消息,调整涉及东风商用车、东风汽车股份有限公司、东风本田、东风汽车公司办公室等众多业务板块。其中,集团领导不再兼任具体板块的领导职位,是这次人事调整的一个重要特点;另外,东风汽车位于十堰的零部件公司、东风有限装备公司和十堰管理部均作出重大调整。

东风内部人事调整对东风未来整体的发展具有战略意义。首先,这次人事调整大幅度的提升了各个板块之间的融合;第二,这次人事调整传达了一个信号,东风集团要下大力气加强对各个板块的管理。

东风集团竞争优势突出

图 4: 2011 年—5 月各汽车集团销量、份额、增速表现



资料来源: 浙商证券研究所

表 3: 4 大集团 2011 年累计销量构成分析

集团	1-5 月销量 年	狭义乘用车			狭义乘用车 车 汇总	重中轻卡			重中轻卡 汇总
		轿车	MPV	SUV		轻卡	中卡	重卡	
一汽	本期	780291	26765	68145	875201	27540	21550	76272	125362
	增幅	4%	-6%	32%	6%	-38%	13%	-31%	-28%
东风	本期	592105	59193	154394	805692	141713	41574	100213	283500
	增幅	6%	122%	29%	14%	40%	2%	3%	19%
上汽	本期	975209	40049	53701	1068959	31755	0	20268	52023
	增幅	20%	11%		24%	-9%		22%	1%
长安	本期	419128	2311	11016	432455	108117	0	1813	109930
	增幅	11%	-3%	37%	11%	-5%		18%	-5%

资料来源: WIND 资讯, 浙商证券研究所





表 4: 4 大集团 2011 年累计销量构成分析

集团	1-5 月销量 年	大中轻客			大中轻客 汇总	微车		微车 汇总	总计
		大客	轻客	中客		微卡	微客		
一汽	本期	1050	200	3459	4709	7776	29125	36901	1042173
	增幅	93%	-9%	112%	96%	-34%	12%	-2%	0%
东风	本期	987	9529	4296	14812	49620	122175	171795	1275799
	增幅	20%	-11%	0%	-6%	52%	69%	64%	20%
上汽	本期	793	20533	1236	22562	36740	490564	527304	1670848
	增幅	-43%	26%	-3%	19%	-15%	-2%	-3%	13%
长安	本期	0	25536	682	26218	78850	332746	411596	980199
	增幅		23%	-33%	20%	-18%	-27%	-26%	-9%

资料来源: WIND 资讯, 浙商证券研究所

2011 年, 东风集团的开局表现突出。在前 4 大汽车集团中, 销量排名第二的东风集团增速最高。因为东风集团在 2010 年后期销量较保守稳健, 在政策退出后的产品强势增长, 其微车的同比 64% 的高增长, 这与其他厂家的负增长成为鲜明的对比。

在中国汽车企业排行榜上, 虽然东风日产和东风本田在销量排名中仅为第五和第十二位, 但是两者的盈利能力却排名第一和第五。

东风汽车和东风科技基本面良好

东风汽车

主营东风系列、东风日产系列商用车、东风康明斯发动机, 产品主要有轻卡、皮卡、SUV、MPV、客车底盘等车型。

公司的投资要点为: 公司业绩贡献点主要在于东风康明斯发动机业务、郑州日产和襄樊旅行车。其中,

- 1) 东风康明斯保证了公司稳定的收入来源;
- 2) 郑州日产, 受益汽车细分子行业 MPV 和 SUV 的结构化增长;
- 3) 襄樊旅行车, 又一受益快速增长细分市场, 销量和盈利均稳定增长;
- 4) 关注中高端产品市场开拓和新能源汽车业务

具体请参考 2011 年 5 月 9 号发布的研究报告<<东风汽车(600006)调研报告——近看东风康明斯, 远看新产品放量>>。

东风科技

公司现有业务可分为四块汽车零部件业务和一块汽车贸易业务。

其中, 内饰件业务主要为东风商用车和神龙汽车配套, 同时近期也开拓了陕汽等新客户, 未来的增长主要依赖于其与伟世通的合资企业;

制动系统业务主要为东风商用车配套, 其为商用车配套的气压式防抱死制动系统 (ABS) 是此块业务未来的增长点, 但短期内受制于外资品牌的价格战;

汽车仪表业务未来的增长点来自于自主研发产品的投产;





有色铸造业务中的合资企业湛江德利极具市场竞争力，未来有望贡献更多利润。

假设不考虑东风集团 A 股整体上市的预期，仅从基本面的角度来看，目前东风汽车和东风科技的估值也较安全，2011 年 PE 分别为 9 倍和 17 倍。因此，无论是从价值投资还是从整体上市的交易性机会来说，东风汽车和东风科技均具有一定的吸引力。





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

