

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  
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁云波  
(0755)8249 2384  
dingyunbo@mail.htlhsc.com.cn

# 一汽集团整体上市渐行渐近

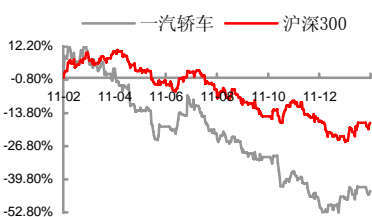
- **一汽集团整体上市或已进入实质操作阶段。**为推动央企做大做强、实现国有资产保值增值,相关部委自 2004 年以来不断推进央企整体上市。在此背景下,早在 2007 年原一汽集团总经理竺延风即表示,在处理存续资产之后将积极推进集团整体上市。从目前的情况来看,我们认为一汽集团已基本完成了集团资产清理工作,其标志性的事件是:2011 年 6 月 27 日国资委出具了《关于设立中国第一汽车股份有限公司的批复》,批准中国一汽联合一汽资产公司共同发起设立一汽股份。
- **拟上市资产是优质的。**考虑到资产质量与央企主辅分离的因素,除了目前已上市的一汽轿车、一汽夏利资产外,我们认为未来可能整体上市的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。

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

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
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

## 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。

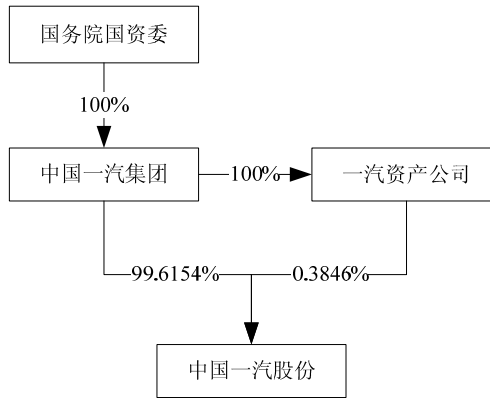
资料来源：华泰联合证券研究所

### 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



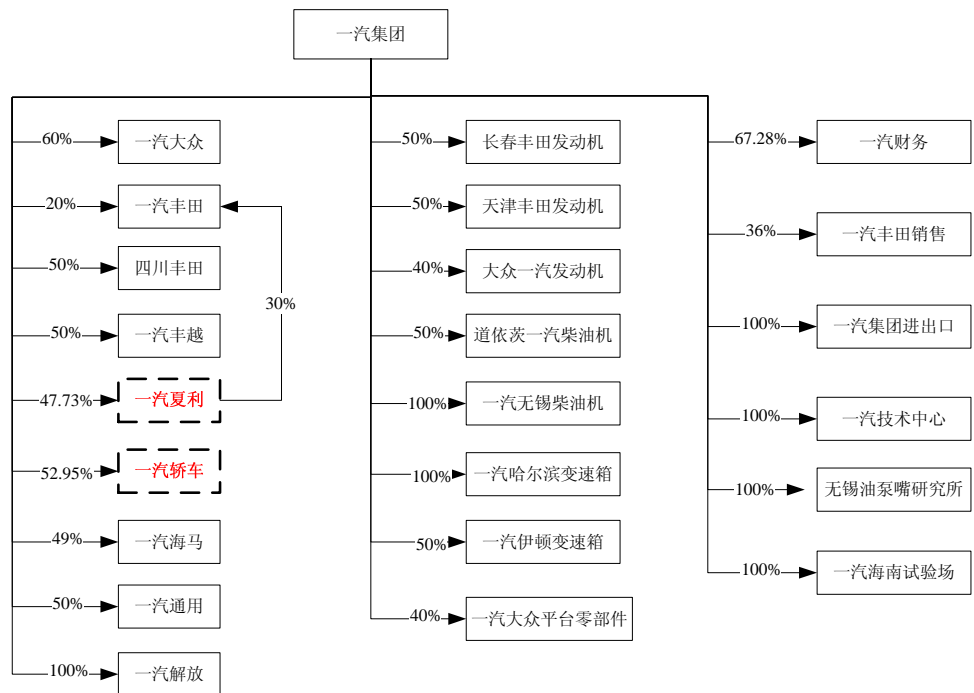
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 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。

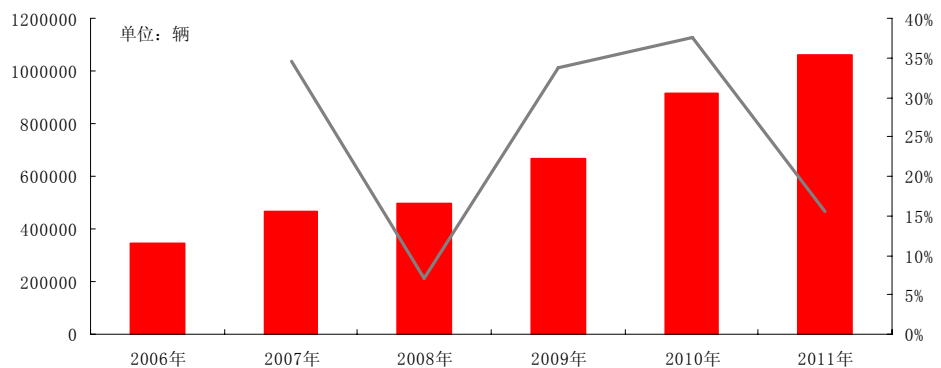
表格 2：一汽集团 08 年~10 年简要合并财务数据表（亿元）

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
<b>利润表</b>			
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

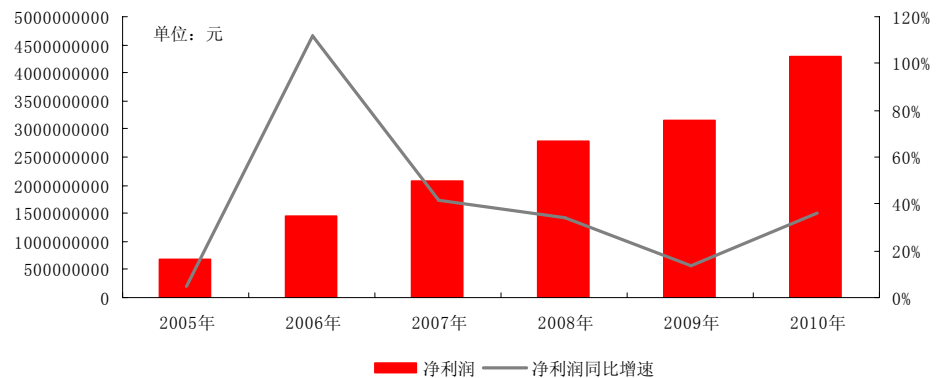
表格 3：一汽大众产能分布

	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
<b>流动资产</b>	12653	12066	14686	15431	<b>营业收入</b>	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	营业税金及附加	1847	1688	1857	2080
其他应收	18	73	78	119	营业费用	2286	2797	2705	3017
预付账款	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
其他流动资产	6920	5919	6994	7638	资产减值损失	-1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5021	6089	6652	6677	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	748	748	748	748	投资净收益	104	150	180	200
固定资产	2864	3728	4371	4546	<b>营业利润</b>	2256	267	635	803
无形资产	403	565	517	469	营业外收入	13	10	11	11
其他非流动资产	1005	1048	1016	914	营业外支出	21	19	20	20
<b>资产总计</b>	17675	18155	21338	22108	<b>利润总额</b>	2248	258	626	794
<b>流动负债</b>	8432	9385	12029	12116	所得税	322	36	87	111
短期借款	0	3363	4541	7110	净利润	1926	222	539	683
应付账款	5788	4775	6028	3273	少数股东损益	66	4	11	17
其他流动负债	2643	1248	1460	1733	归属母公司净	1860	218	528	666
<b>非流动负债</b>	467	261	261	261	EBITDA	2890	1147	1990	2549
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.14	0.13	0.32	0.41
其他非流动负债	467	261	261	261					
<b>负债合计</b>	8898	9646	12289	12377	<b>主要财务比率</b>				
少数股东	132	136	147	164	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	1628	1628	1628	1628	<b>成长能力</b>				
资本公积	2485	2485	2485	2485	营业收入	34.4%	-8.5%	10.0%	12.0%
留存收益	4532	4261	4789	5456	营业利润	18.4%	-88.2%	137.9	26.5%
归属母公司	8644	8374	8901	9568	归属母公司净	14.2%	-88.3%	142.3	26.3%
<b>负债和</b>	17675	18155	21338	22108	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.7%	17.7%	17.7%	18.0%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%
					ROE(%)	21.5%	2.6%	5.9%	7.0%
					ROIC(%)	22.2%	2.3%	5.2%	5.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	50.3%	53.1%	57.6%	56.0%
					净负债比率(%)	0.0%	35.7%	37.0%	57.4%
					流动比率	1.50	1.29	1.22	1.27
					速动比率	1.27	1.03	0.92	0.96
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.32	1.90	1.90	1.93
					应收账款周转	180	85	57	62
					应付账款周转	5.66	5.32	5.72	7.41
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	1.14	0.13	0.32	0.41
					每股经营现金	1.44	-0.95	0.55	-0.67
					每股净资产(最)	5.31	5.15	5.47	5.88
					<b>估值比率</b>				
					P/E	8.07	68.90	28.44	22.52
					P/B	1.74	1.79	1.69	1.57
					EV/EBITDA	4	9	5	4

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。