

2012 年 02 月 14 日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 12.00

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(12/02/13)	9.18
深证成分指数(12/02/13)	9585.08
股价 12 个月高/低	18.21/7.83
总发行股数(百万)	1627.50
A 股数(百万)	1411.75
A 市值(亿元)	129.60
主要股东	中国第一汽车集团公司(53.03%)
每股净值(元)	5.47
股价/帐面净值	1.68
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.00 -9.47 -49.25

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-04-27	15.41	持有

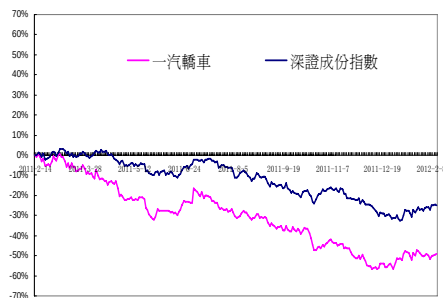
产品组合

整车销售	88.62%
备品	5.02%
其他	6.36%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.55%
券商集合理财	0.6%

股价相对大盘走势



一汽轿车 (000800.SZ)

Buy 买入

控股股东变更为一汽股份，集团上市进入实质操作阶段

结论与建议：

中国一汽作为一汽股份的发起人，将其持有的一汽轿车全部股份（占一汽轿车总股本 53.03%），作为出资注入一汽股份，一汽集团以一汽股份为平台的整体上市进程已步入实际操作阶段。

预计公司 2011、12 年实现净利润分别为 2.9 亿元和 3.4 亿元，YoY 分别下降 84.4%和增长 15.4%；EPS 分别为 0.178 元和 0.206 元。目前 2012 年 P/E 为 45 倍。一汽集团整体上市题材利好，且公司处在估值底部，具有一定的安全边际，鉴于一汽集团整体上市于 2012 年内完成的可能性较大，给予公司长期买入的投资建议，目标价 12 元。

■ **一汽轿车控股股东变为一汽股份：**中国一汽集团将持有的 53.03%一汽轿车股份作为（部分）出资，发起设立一汽股份有限公司，欲将一汽股份作为集团资产整体上市的平台。

■ **一汽集团 2011 年完成销量 260.14 万辆：**一汽集团 2011 年完成销量 260.14 万辆，YoY+1.7%，系国内第三大（按销量）汽车企业，其中一汽大众实现销售 103 万辆，YoY+19%；一汽丰田销售 53.7 万辆，YoY+5%；11 年集团实现主营业务收入 3464 亿元，YoY+26.6%（2010 年一汽集团净利润率为 4.9%）。

■ **优质整车资产整合生成一汽股份：**包括集团持有的一汽解放、一汽吉林、一汽大众、一汽丰田以及一汽轿车、一汽海马股权注入一汽股份，另外还包括研发、物流和部分零部件、模具资产。而一汽富维、启明信息等一汽系零部件资产此次并未注入一汽股份。

■ **一汽轿车主营不佳，整体上市题材利好股价：**一汽轿车 2011 年汽车销售 24.14 万辆，YoY-10.9%；预告报告期净利润 YoY-80%~98%，经营情况捉襟见肘。一汽集团整体上市有实质进展的消息将在题材面利好公司股价，而非业绩推动股价。

■ **盈利预期：**预计公司 2011、12 年实现净利润分别为 2.9 亿元和 3.4 亿元，YoY 分别下降 84.4%和增长 15.4%；EPS 分别为 0.178 元和 0.206 元。目前 2012 年 P/E 为 45 倍。

■ **投资建议：**一汽集团整体上市题材利好，且公司处在估值底部，具有一定的安全边际，鉴于一汽集团整体上市于 2012 年内完成的可能性较大，给予公司长期买入的投资建议，目标价 12 元。

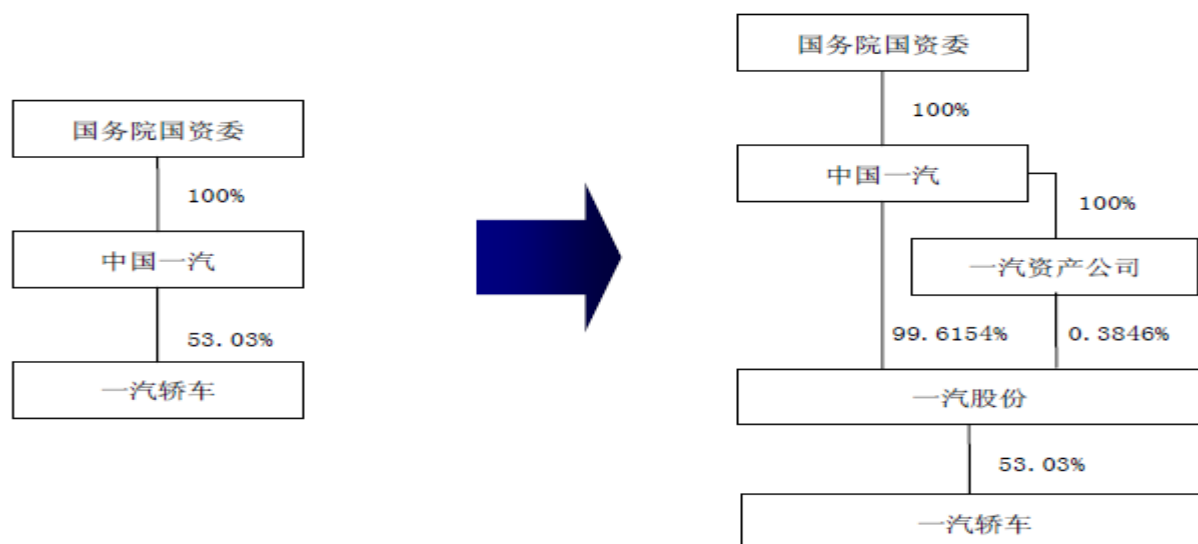
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	1087	1629	1860	290	335
同比增减	%	89.64%	49.80%	14.18%	-84.41%	15.39%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.668	1.001	1.143	0.178	0.206
同比增减	%	89.64%	49.80%	14.18%	-84.41%	15.39%
A 股市盈率(P/E)	X	13.74	9.17	8.03	51.51	44.64
股利(DPS)	RMB 元	0.350	0.427	0.300	0.000	0.000
股息率(Yield)	%	3.81%	4.65%	3.27%	0.00%	0.00%

营运分析

中国一汽集团利用手持的一汽轿车、一汽解放等股份作为出资，发起设立一汽股份。市场认为，一汽股份将作为一汽集团资产整体上市的平台，断断续续传了数年之久的“一汽集团整体上市”事件，开始实质性的操作阶段。

图表一： 本次收购前后公司相关股权控制结构变化



资料来源：《一汽轿车股份有限公司收购报告书》

➤ 一汽集团 2011 年营收 YoY+26.6%，产品结构提升助力营收快速增长。

一汽股份成立于 2011 年 6 月 28 日，未能披露相关的财务数据。相应地，披露了一汽集团近 3 年的报表。

2010 年，一汽集团收入 2940 亿元，YoY+42.38%，实现净利润 248.96 亿元，YoY+56.93%。

2011 年一汽集团实现主营业务收入 3464 亿元，YoY+26.6%，收入增长远好于同期销量 YoY+1.7% 的表现，主要是由于车型产品结构水平上移、高端产品销量增多带来的营收增长。

图表二： 中国一汽集团 08-10 年合并报表主要数据

mn	2010	2009	2008
总资产	172549.79	131178.66	105301.67
负债总额	102805.67	81965.72	69657.57
所有者权益	69744.12	49212.94	35644.10
资产负债率	59.58%	62.48%	66.15%
	2010	2009	2008
收入	294015.52	206502.26	164342.88
主营业务收入	273613.75	191993.94	151577.17
净利润	24895.76	15864.32	6681.02
净资产收益率	35.70%	32.24%	18.74%

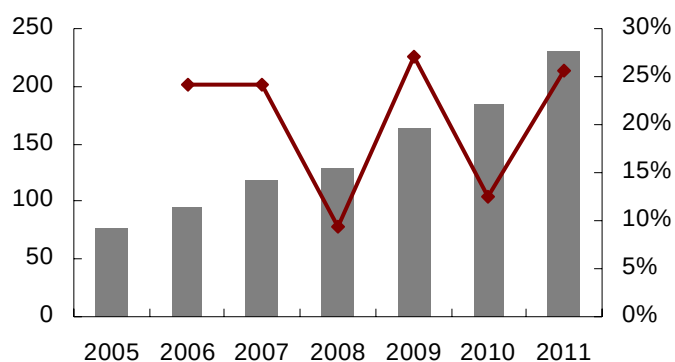
资料来源：《一汽轿车股份有限公司收购报告书》

➤ 一汽大众、一汽丰田最具看点。

一汽股份现有的汽车品牌中，仍数与大众和丰田合资的车型最具竞争力，一汽大众-奥迪受益于中国豪华车市场的快速跃进，销量 5 年 CAGR 达到 27%。

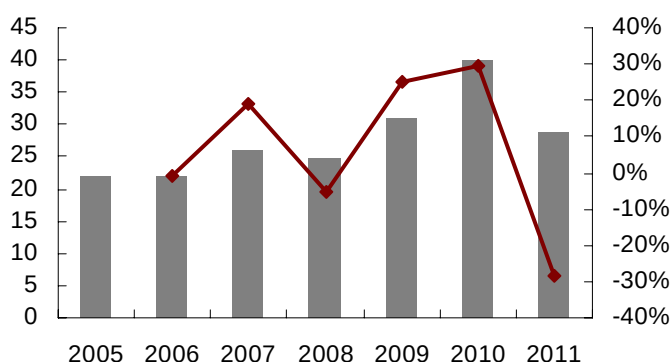
商用车方面则有一汽解放和一汽吉林，为新中国成立后，历史最悠久的商用车派系。

图表三： 一汽集团乘用车月度销量及 YoY:



资料来源：中汽协，群益证券

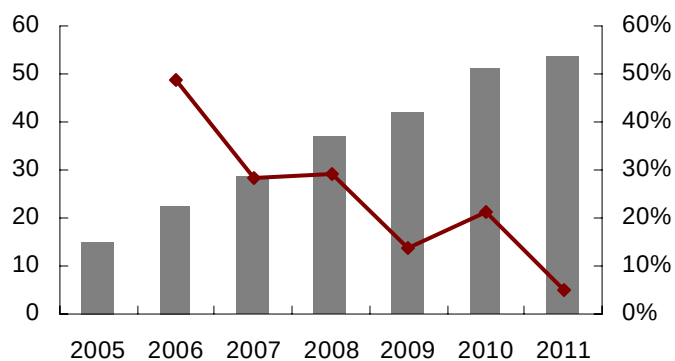
图表四： 一汽集团商用车月度销量及 YoY:



资料来源：中汽协，群益证券

图表五： 一汽丰田销量及 YoY:

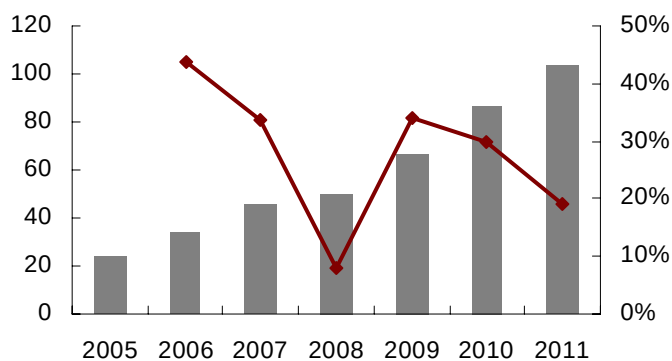
(单位：万辆)



资料来源：中汽协，群益证券

图表六： 一汽大众销量及 YoY:

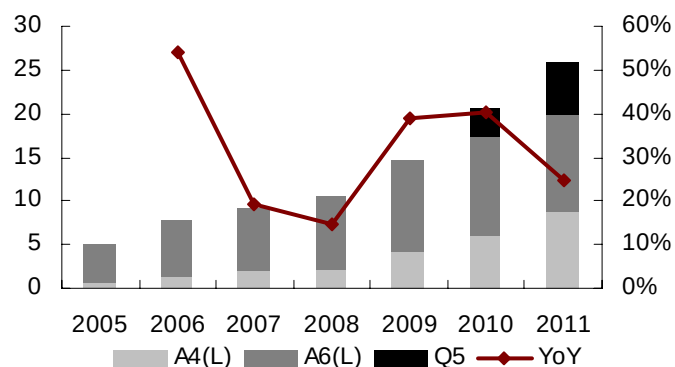
(单位：万辆)



资料来源：中汽协，群益证券

图表七： 一汽大众-奥迪销量及 YoY:

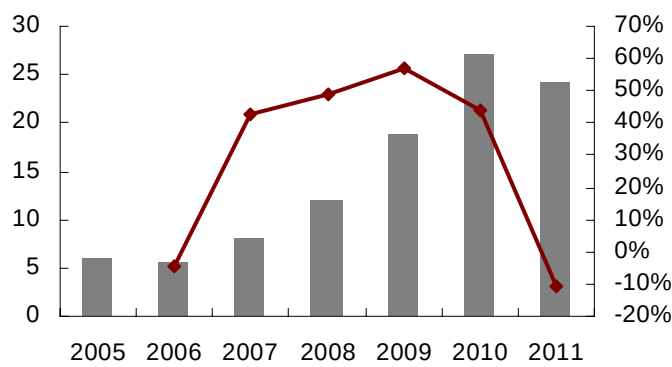
(单位：万辆)



资料来源：中汽协，群益证券

图表八： 一汽轿车销量及 YoY:

(单位：万辆)



资料来源：中汽协，群益证券

图表九： 2011 年国内乘用车销售前十企业

排名	企业	销量	份额
1	上汽通用五菱	1,217,882	8.42%
2	上海通用	1,185,585	8.19%
3	上海大众	1,165,827	8.06%
4	一汽大众	1,034,888	7.15%
5	东风日产	808,588	5.59%
6	北京现代	739,800	5.11%
7	奇瑞汽车	634,311	4.38%
8	重庆长安	543,128	3.75%
9	一汽丰田	529,046	3.66%
10	比亚迪	448,484	3.10%
合计		8,307,539	57.40%

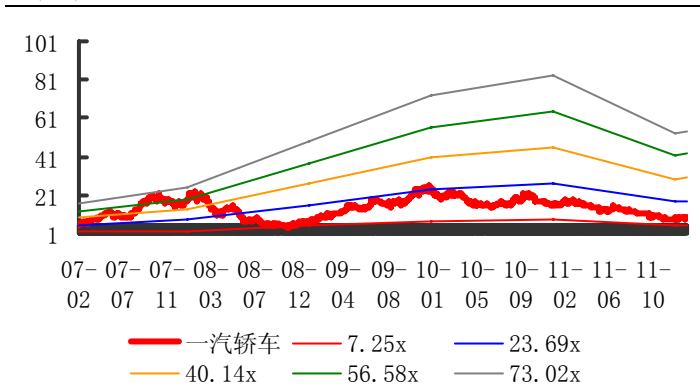
图表十一： 资料来源：中汽协，群益证券

图表十： 2011 年国内商用车销售前十企业

排名	企业	销量	份额
1	东风汽车	648,301	16.08%
2	北汽福田	632,288	15.68%
3	一汽集团	279,266	6.93%
4	金杯股份	272,668	6.76%
5	江淮汽车	270,532	6.71%
6	江铃汽车	183,796	4.56%
7	重庆长安	134,887	3.34%
8	长城汽车	121,736	3.02%
9	南汽集团	113,827	2.82%
10	陕汽集团	108,632	2.69%
合计		2,765,933	68.59%

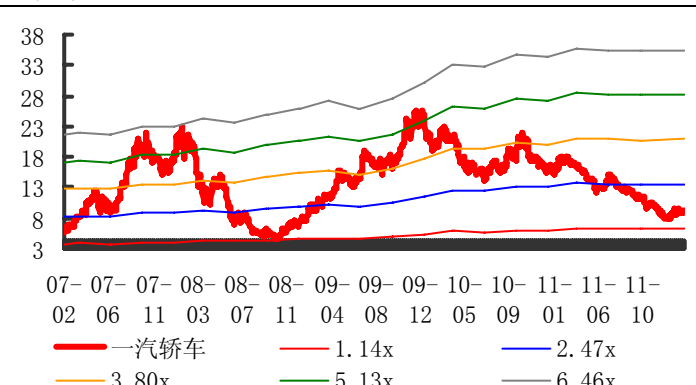
图表十二： 资料来源：Wind

图表十三： 一汽轿车 P/E band



资料来源：Wind

图表十四： 一汽轿车 P/B band



资料来源：Wind

图表十五： 一汽股份全资及控股企业

序号	企业名称	注册资本 (万元)	权益比例	主营业务/产品
1	一汽解放汽车有限公司	798,500	100.00%	中重型载重车整车及关键零部件的生产销售
2	一汽吉林汽车有限公司	347,340	100.00%	轻、微型汽车及其配件的研发、设计、制造、销售
3	一汽客车有限公司	40,647	100.00%	客车、客车底盘、中型卡车变形车及相关的零部件和总成的生产销售/解放牌客车和底盘
4	一汽模具制造有限公司	5,000	100.00%	模具和焊接夹具开发、设计、制造、销售及技术服务；设备的安装及技术服务
5	一汽铸造有限公司	78,710	100.00%	铸件产品与铸件模具的设计、研发、加工制造、销售；铸造工艺工装设计；铸造工程设计；技术咨询服务
6	一汽物流有限公司	12,878	100.00%	物流服务；汽车租赁；汽车维修；经营建筑材料、五金交电、普通机械、汽车配件；设备维修；技术咨询、技术服务；劳务服务
7	中国第一汽车集团进出口有限公司	120,000	100.00%	进出口业务服务、国际招标
8	海南热带汽车试验有限公司	50,000	100.00%	试验检验；检测检定；汽车维修
9	机械工业第九设计研究院有限公司	5,000	100.00%	汽车行业的工厂设计、咨询、监理、总承包业务
10	长春汽车研究所科技服务有限公司	3,000	100.00%	技术服务、技术咨询、技术改造、技术开发
11	长春汽车材料研究所科技咨询服务有限公司	300	100.00%	全国汽车行业的科技服务及科技咨询
12	一汽轿车股份有限公司	162,750	53.03%	整车及汽车配件的生产、销售；物流服务；汽车维修
13	天津一汽夏利汽车股份有限公司	159,517	47.73%	生产及销售经济型轿车、发动机、变速器及相关产品的开发设计
14	一汽财务有限公司	112,880	70.80%	汽车金融业务
15	一汽-大众汽车有限公司	781,200	60.00%	整车和相关的总成、零部件及汽车配件的生产、销售、售后服务

资料来源：《一汽轿车股份有限公司收购报告书》

图表十六：一汽股份合营/联营企业

序号	企业名称	注册资本 (万元)	权益比例	主营业务/产品
1	海南一汽海马汽车销售有限公司	2,000	50.00%	轿车整车及配件销售
2	一汽丰田(长春)发动机有限公司	8454 万美元	50.00%	发动机及零部件的生产、售后服务
3	天津一汽丰田发动机有限公司	24801 万美元	50.00%	发动机制造生产，现生产 A 系列、ZR 系列发动机及部分铸件产品
4	四川一汽丰田汽车有限公司	30700 万美元	50.00%	整车和相关的总成、零部件及汽车配件的生产、销售、售后服务
5	一汽通用轻型商用汽车有限公司	120,000	50.00%	整车和相关的总成、零部件及汽车配件的生产、销售；物流服务
6	一汽丰田汽车销售有限公司	2500 万美元	38.00%	销售国产丰田汽车
7	天津一汽丰田汽车有限公司	30803 万美元	20.00%	轿车及其零部件的开发，制造以及合营公司产品在国内外市场的销售和售后服务
8	一汽海马汽车有限公司	120,000	49.00%	整车及其总成、零部件的研发、制造、销售
9	一汽巴勒特锻造有限公司	5400 万美元	48.15%	锻件的制造；锻造模具的开发、设计；锻造设备的设计、制造；技术咨询；技术服务
10	成都丰田纺汽车部件有限公司	1556 万美元	42.00%	相关零部件的开发、生产、销售；售后服务
11	大众一汽发动机大连有限公司	9780 万欧元	40.00%	发动机总成及相关零部件的生产、销售、售后服务
12	同方环球（天津）物流有限公司	500 万美元	35.00%	负责丰田汽车在中国合资及全资事业体的物流管理、企划、业务咨询等，涵盖商品车、生产用零部件、售后服务备件
13	中发联投资有限公司	30,000	20.00%	实业投资；技术咨询和技术服务；技术进出口业务
14	天津艾达自动变速器有限公司	1205 万美元	20.00%	变速器总成的制造、销售；技术服务

资料来源：《一汽轿车股份有限公司收购报告书》

图表十七：除一汽股份外，中国一汽控制的其他核心子企业及其业务的主要情况

序号	企业名称	注册资本 (万元)	权益比例	主营业务/产品
1	长春一汽富维汽车零部件股份有限公司	21,152	20.14%	车轮、内外饰件、保险杠等汽车零部件的生产销售
2	启明信息技术股份有限公司	40,855	48.67%	汽车电子产品的生产销售；管理软件、集成服务、数据中心开发销售
3	长春一汽通信科技有限公司	8,646	100.00%	通信网络产品经销及通信网络服务
4	一汽资产经营管理有限公司	51,000	100.00%	一汽集团内部资产处置
5	长春一汽兴业人才科技服务有限公司	205	100.00%	为用人单位组织劳务派遣和人才输出以及科技咨询服务
6	一汽实业总公司	11,700	100.00%	已经停止业务活动，待整合
7	无锡泽根弹簧有限公司	137	60.00%	生产弹簧及相关设备；销售本公司产品

资料来源：《一汽轿车股份有限公司收购报告书》

图表十八：中国一汽未纳入合并范围的主要关联企业的基本情况

序号	企业名称	注册资本(万元)	权益比例
1	富奥汽车零部件股份有限公司	115,000	30.43%
2	一汽天奇工艺装备工程有限公司	4,000	33.00%
3	长春一汽综合利用有限公司	1,500	30.00%
4	山东蓬翔汽车有限公司	20,000	26.00%
5	长春一东离合器股份有限公司	14,152	23.51%
6	一汽普雷特科技股份有限公司	500	20.00%
7	哈尔滨一汽变速箱股份有限公司	20,000	20.00%
	吉林省汽车零部件研发中心有限公司	1,000	30.00%

资料来源：《一汽轿车股份有限公司收购报告书》

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER $\geq$ 30%)；买入 Buy (30% > ER $\geq$ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER $\leq$ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER $\leq$ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	20245	27745	37296	32475	33950
经营成本	15747	21613	29577	26767	28205
营业税金及附加	986	1375	1847	1543	1613
销售费用	1656	2025	2286	2403	2478
管理费用	642	921	1449	1526	1426
财务费用	-75	-26	-14	49	34
资产减值损失	96	14	-1	50	1
投资收益	99	81	104	120	180
营业利润	1291	1906	2256	257	373
营业外收入	9	7	13	15	15
营业外支出	24	17	21	20	20
利润总额	1276	1895	2248	252	368
所得税	177	250	322	38	51
少数股东损益	11	16	66	-76	-18
归属于母公司所有者的净利润	1087	1629	1860	290	335

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	1926	2794	3628	2312	2603
应收帐款	2927	5621	7006	6306	6495
存货	1295	1500	1939	1963	2037
流动资产合计	6292	10227	12653	10755	11508
长期投资净额	712	699	748	614	528
固定资产合计	1737	2089	2864	2435	2629
在建工程	703	788	780	1637	1703
无形资产	373	332	403	383	364
资产总计	10130	14419	17675	16351	16819
流动负债合计	3458	6625	8432	6998	7138
长期负债合计	53	50	467	504	564
负债合计	3512	6675	8898	7502	7703
少数股东权益	51	113	132	32	35
股东权益合计	6567	7631	8644	8817	9081
负债和股东权益总计	6618	7744	8776	16351	16819

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	1169	2144	2343	-703	843
投资活动产生的现金流量净额	-1241	-797	-964	-1253	-1065
筹资活动产生的现金流量净额	-532	-546	-492	640	512
现金及现金等价物净增加额	-604	801	887	-1316	290

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。