

公司研究 / 更新报告

2014年08月04日

交运设备 / 汽车整车 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.13
合理价格区间(元): 20.0~22.0

姚宏光 执业证书编号: S0570512070002
研究员 0755-82492723
yaoHongguang@mail.htsc.com.cn

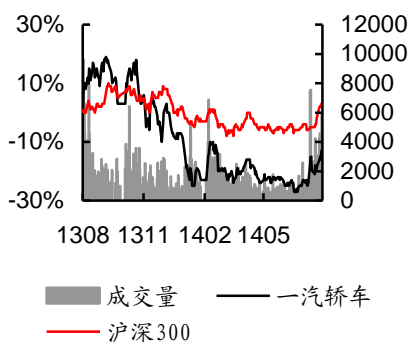
谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@mail.htsc.com.cn

冯冲 执业证书编号: S0570512070069
研究员 010-63134080
fengchong@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《一汽轿车(000800):产品线调整致6月销量增速偏低是短期影响“买入”》2014.07
- 2《一汽轿车(000800):重视长期竞争力培养,3季度后业绩将逐渐兑现“买入”》2014.06
- 3《一汽轿车(000800):新车竞争力强,终端需求在释放“买入”》2014.05

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	1,627.50
流通 A 股(百万)	1411.75
52 周内股价区间(元)	9.40-15.30
总市值(百万)	18,114.08
总资产(百万)	20,404.60
每股净资产(元)	5.45

资料来源: 公司公告

改革星火燎原, 公司迎来买入良机

一汽轿车(000800)

投资要点:

政策当局自上而下推进改革, 纳入一汽是较大概率事件。从推进本轮改革的决心和速度来看, 必定不留死角, 包括一汽在内的央企被纳入改革范围指日可待。目前央企的改革亦呈紧锣密鼓的态势, 2014年7月国资委选定国家开发投资公司、中粮集团、中国医药集团、中国建筑材料集团、中国节能环保集团、新兴际华集团作为首批国企改革试点单位, 试行资本运营、混合经济、治理机制与纪检监察等领域的改革, 为即将开始的大规模铺开阶段积累经验。

同列央企自下而上的改革给一汽增添外在压力。十八大以来, 央企自发性的改革动力明显增强, 部分企业已经感知到改革的效益和不可避免, 从而主动寻求变革。此类企业的代表包括中石化、中信集团、光大集团、国电集团等。作为共和国“长子”的一汽, 在国企改革进程上落后于同在央企序列的其他企业。伴随同列央企的改革不断推进, 改革成果和效益不断获得社会肯定, 一汽进行国企改革的压力与日俱增。

汽车行业的国企改革应接不暇, 一汽已处于落后位置, 加快改革步伐成为必然选项。今年来行业国企改革包括: 1) 江淮汽车收购母公司江汽集团实现整体上市; 2) 金龙汽车通过股权划转控制人变为福汽集团, 预计未来对子公司小股东的收购将提上日程, 与福汽集团企业板块的整合也可值得期待; 3) 广汽运用更为市场化的激励手段, 向 672 名激励对象授予股权, 占公司总股本比例 1%; 4) 北汽集团 7 月 2 日向港交所提交上市申请, 最快将于 3 季度上市。

整体上市是最能代表一汽国企改革阶段性成果的事件。改革、推进市场化的首选方式在于整体上市, 这是因为: 首先, 整体上市实现了混合所有制、公众监督、治理结构调整等多重目标; 其次, 整体上市是公司解决同业竞争化解承诺问题的最佳方式, 事件本身是市场化的体现。

两条线索更加坚定我们的判断:其一, 中央开展对一汽的专项巡视, 是第二批巡视单位中唯一的央企, 表明中央高层对一汽及其改革寄予厚望。其二, 一汽轿车在 4 月 28 日做出整体上市承诺后, 6 月 27 日再次发布该承诺, 可见监管层对严查上市公司履行承诺情况确已动真格。

综合事件催化及公司下半年基本面趋势向好, 我们认为现在是布局一汽轿车的良好时机, 建议“买入”。

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	29,675.13	41,843.18	56,133.47	61,329.14
+/-%	26.90%	41.00%	34.15%	9.26%
净利润(百万)	1,007.09	1,548.95	3,286.66	3,763.34
+/-%	33.13%	53.80%	112.19%	14.50%
EPS	0.62	0.95	2.02	2.31
PE	17.99	11.69	5.51	4.81

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

正文目录

主要观点:	3
国企改革如火如荼, 外在动力加速一汽变革.....	3
政策当局自上而下推进改革, 一汽纳入是较大概率事件	3
同列央企自下而上的改革给一汽增添外在压力.....	3
汽车行业改革已成星火燎原, 急于改革者将势必落后.....	4
预计整体上市加快, 一汽轿车将因此受益	5
公司基本面趋势向好.....	6
新车密集投放, 下半年业绩将胜于上半年	6
销售放量后摊薄费用能力增强	6
投资建议: “买入”.....	7
风险提示.....	7

图表目录

图 1: 十八大后国企改革主要进程.....	3
图 2: 国资在汽车行业中占比超 7 成	5
图 3: 汽车行业也是充分竞争行业.....	5
图 4: 一汽集团股权架构图.....	6
图 5: 一汽轿车销量.....	6
表格 1: 近期主要央企改革措施和事件	4
表格 2: 汽车行业上市公司年内重要国企改革	4

主要观点:

我们认为一汽的改革步伐将加快，这是基于：1) 政策当局自上而下推进央企改革的动力强劲，一汽纳入改革范围指日可待；2) 同列央企纷纷步入改革行列，并以整体上市为目标，一汽面临的“同群”压力加大，改革的需求更为迫切；3) 汽车行业改革已成星火燎原之势，一汽改革落后于行业节奏，加快步伐成为必然选项。此外，中央巡视组专项巡视一汽及6月28日一汽再次发承诺通过整体上市等方式解决同业竞争问题。

在此背景下，我们认为一汽整体上市的更为确定，时间可能提前，市场的预期也在升温。综合事件催化及公司基本面趋势向好，我们认为现在是布局一汽轿车的良好时机，建议“买入”。

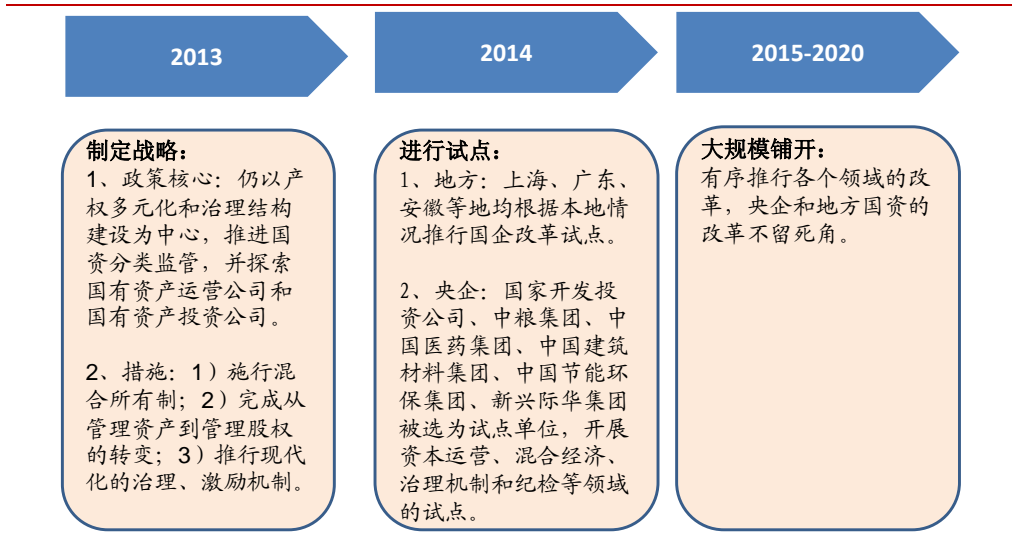
国企改革如火如荼，外在动力加速一汽变革

政策当局自上而下推进改革，一汽纳入是较大概率事件

政策当局自上而下推进国企改革的气氛极其浓厚。十八大定下的国企改革战略如今已经进入深水区，战略层面的构想正通过试点方式演绎，瓜熟蒂落为期不远。

从推进本轮改革的决心和速度来看，必定不留死角，包括一汽在内的央企被纳入改革范围指日可待。继去年以来地方国资国企改革在上海、广东、安徽等地试水后，央企的改革亦呈紧锣密鼓的态势。2014年7月国资委选定国家开发投资公司、中粮集团、中国医药集团、中国建筑材料集团、中国节能环保集团、新兴际华集团作为首批国企改革试点单位，试行资本运营、混合经济、治理机制与纪检监察等领域的改革，为即将开始的大规模铺开阶段积累经验。一汽作为重要的央企，且为央企汽车行业龙头，将大概率成为下一轮推行改革的对象。

图 1: 十八大后国企改革主要进程



资料来源: 华泰证券研究所整理

同列央企自下而上的改革给一汽增添外在压力

除了自上而下的改革可能很快推及一汽，同列央企的改革亦对其产生了极大的压力。十八大以来，央企自发性的改革动力明显增强，部分企业已经感知到改革的效益和不可避免，从而主动寻求变革。此类企业的代表包括中石化、中信集团、光大集团、国电集团等。中石油在近期亦表示将加大改革力度。

作为共和国“长子”的一汽集团，在国企改革进程上落后于同在央企序列的其他企业。伴随同列企业的改革不断推进，改革成果和效益不断获得社会肯定，一汽进行国企改革的压力与日俱增。

我们注意到，自主进行改革的央企中，除已整体上市的企业外，绝大部分将整体上市作为改革的重要目标之一。中信集团以极快的速度在香港整体上市，即给一汽及其他承诺整体上市的起到很好的垂范作用。

表格1： 近期主要央企改革措施和事件

企业	时间	改革措施
中石化	2014年	积极推行混合所有制。公司拟对中石化油品销售业务板块现有资产、负债进行审计、评估的基础上进行重组，并且同时引入社会和民营资本参股，实现混合所有制经营。据悉，中石化已经就出售下游销售公司30%股权事宜启动首轮竞投。
中信集团	2014年	实现境外整体上市。2014年3月26日公告中信集团赴港上市方案，将旗下资产悉数纳入上市公司，集团资产涉及2250亿人民币。
光大集团	2014年	重组股权，为整体上市铺路。8月1日国务院批准光大集团重组方案。中国光大总公司将由国有独资企业改制为股份制公司，并更名为“中国光大集团股份公司”，由财政部和中央汇金投资有限责任公司发起设立。改制后，中国光大总公司全部资产、负债、机构和人员由中国光大集团股份公司承继。至此，财政部、汇金公司、光大集团、光大银行股权关系终被全面理清，三十年来光大集团北京、香港两个总部无法并表的问题也就此解决完毕。预计光大集团定将适时引进战略投资者，条件成熟时将实现整体上市。
国电集团	2014年	7月31日，国电电力发布《关于中国国电集团公司进一步解决与国电电力同业竞争问题有关事项》的公告。国电集团将继续坚持整体上市战略，继续将国电电力作为常规发电业务整合平台，逐步将火电及水电业务资产注入国电电力。

资料来源：华泰证券研究所整理

汽车行业改革已成星火燎原，急于改革者将势必落后

汽车行业的国企改革应接不暇。年初至今，汽车行业国企改革好戏轮番上演：1) 江淮汽车收购母公司江汽集团实现整体上市；2) 金龙汽车通过股权划转控制人变为福汽集团，预计未来对子公司小股东的收购将提上日程，与福汽集团企业板块的整合也可值得期待；3) 广汽运用更为市场化的激励手段，向672名激励对象授予股权，占公司总股本比例1%；4) 7月2日北汽股份向港交所提交上市申请，最快将于3季度上市。在这轮行业的国企改革中，一汽已处于落后位置，加快改革步伐成为必然选项。

汽车行业国资集中度高、充分竞争，是改革的最佳发力点，改革将愈演愈烈。汽车行业是典型的国资主导行业，超过7成的控股股东为国有背景。同时，我们亦观察到汽车是典型的竞争企业。国资主导+竞争领域将是国资改革的首要发力点，行业内的改革将现“乱花渐欲迷人眼”的态势。

表格2： 汽车行业上市公司年内重要国企改革

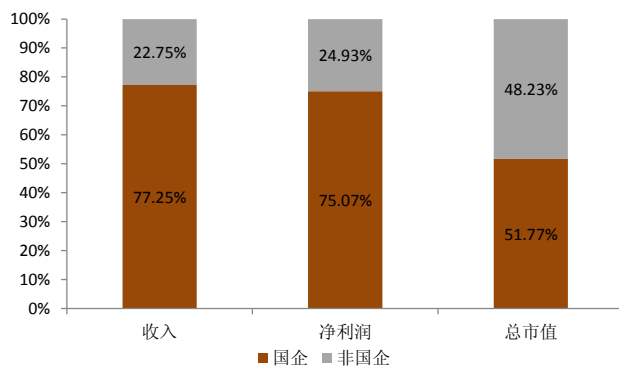
公司	时间	事件
江淮汽车	2014年	整体上市。7月11日公告通过向江汽全体股东发行股份的方式吸收合并江汽集团。重组完成后江汽集团全部资产、负债、业务及与业务、资产直接相关的员工并入江淮汽车，江汽集团将予以注销。重组完成后，江淮汽车将及整车生产及汽车零部件业务于一体，有利于取得规模效应，提升上市公司核心竞争力，同时也有利于资源

共享，帮助公司实现采购与生产协同、技术研发协同、市场销售协同以及财务协同等。

金龙汽车	2014年	股权划转。7月31日证监会批复同意原控股股东海翼集团持有公司股权无偿划转给福汽集团。自此,福汽合计持有金龙汽车34.22%股权,成为公司控股股东。
广汽集团	2014年	股权激励。广汽集团7月15日公告,公司拟以7.70元/股作为行权价格,向672名激励对象授予总计6435万份股票期权,约占股本总额643502万股的1.00%。
北汽集团	预计2014年	整体上市。香港媒体披露北汽股份已于7月2日提交港股上市申请。公司计划筹资约20亿美元,最早将于今年第三季度在香港上市。

资料来源: 华泰证券研究所整理

图 2: 国资在汽车行业占比超 7 成



资料来源: wind, 华泰证券研究所

图 3: 汽车行业也是充分竞争行业



资料来源: 华泰证券研究所

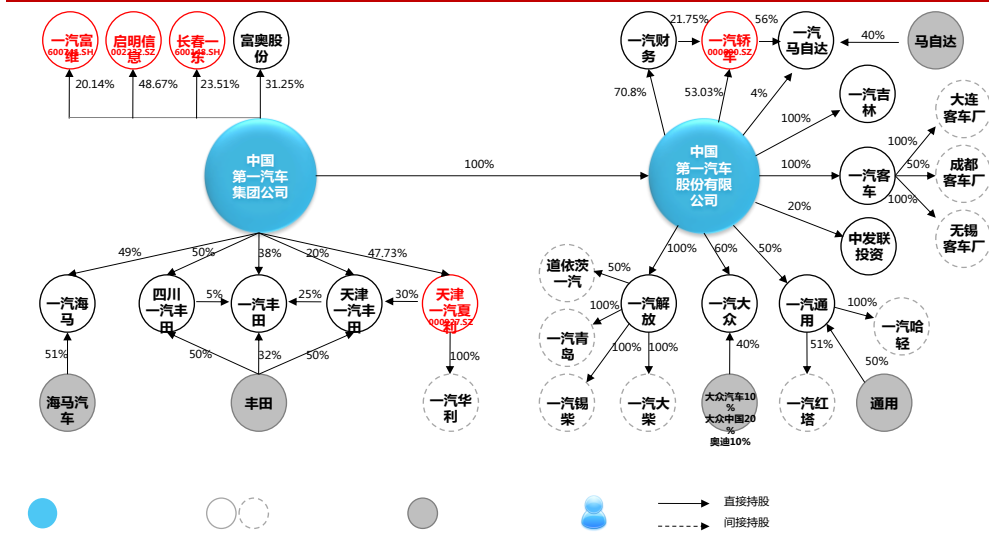
预计整体上市加快，一汽轿车将因此受益

我们认为整体上市是最能代表一汽改革阶段性成果的事件。一汽体系内子业务复杂，整体市场化程度较低，存在大企业病。改革、推进市场化的首选方式在整体上市，这是因为：首先，整体上市实现了混合所有制、公众监督、治理结构调整等多重目标；其次，整体上市是公司解决同业竞争化解承诺问题的最佳方式，因而事件本身是市场化的体现。

一汽整体上市提速，作为“壳公司”一汽轿车将受益。综合上述的分析，我们判断一汽整体上市将提速，这是基于：1) 政策当局自上而下推进央企改革的动力强劲，一汽纳入改革范围指日可待；2) 同列央企纷纷步入改革行列，并以整体上市为目标，一汽面临的“同群”压力加大，改革的自我需求更为迫切；3) 汽车行业改革已成星火燎原之势，一汽改革落后于行业，加快步伐成为必然选项。

两条线索更加坚定我们的判断：其一，中央开展对一汽的专项巡视，是第二批巡视单位中唯一的央企，表明中央高层对一汽及其改革寄予厚望。其二，一汽轿车在4月28日做出整体上市承诺后，6月27日再次发布该承诺，可见监管层对严查上市公司履行承诺情况确已动真格。

图 4: 一汽集团股权架构图



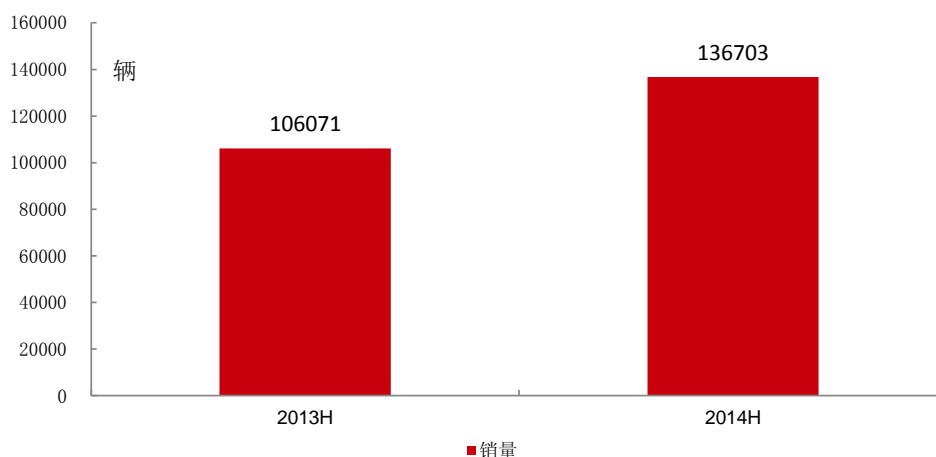
资料来源: 华泰证券研究所

公司基本面趋势向好

新车密集投放, 下半年业绩将胜于上半年

公司自 2013 年来陆续投放了 X80、B70 新型车、新马 6 (阿特兹)、CX-7 等。其中, 阿特兹正处于爬坡期, 6 月单月销量上升至 4061 辆, 预计稳定后可上探到 6000 辆/月销量; X80 有望恢复到 6000 辆/月; CX-7 定价 19.98 万-27.38 万, 这个区间消费者基数大, 稳定后月销有望达 3000-4000 辆。如此, 我们预测全年一汽轿车全年销量将超过 30 万, 同比增速超过 30%, 下半年业绩逐季向好。

图 5: 一汽轿车销量



资料来源: 乘联会, 华泰证券研究所

销售放量后摊薄费用能力增强

基于公司后续新车型马自达 CX-7、1.8T 版 X80 将陆续投放, 公司产销规模仍处于快速增长阶段。虽然高投入的品牌推广费用影响公司业绩释放, 但随着 3 季度后阿特兹等新车型的放量, 公司销售收入将在目前水平上大幅跃升, 公司承担营销费用的能力大幅增强。

投资建议：“买入”

综合事件催化及公司基本面趋势向好，我们认为现在是布局一汽轿车的良好时机，建议“买入”。

预计 2014-2016 年公司 EPS 分别为 0.95、2.02 和 2.31 元，对应 11.13 元收盘价的 PE 估值为 11.69、5.51 和 4.81 倍。给予 2015 年 10 倍估值，目标价 20.0-22.0 元，维持“买入”评级。

风险提示

1) 整体上市低于预期；2) 新车销量低于预期。

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11420	15318	23676	29698
现金	1285	1314	4309	9102
应收账款	80	126	169	181
其他应收账款	105	101	136	159
预付账款	416	1172	1750	1501
存货	2626	3954	5219	5718
其他流动资产	6909	8652	12094	13036
非流动资产	9666	9298	8695	7864
长期投资	1071	1040	1050	1047
固定资产投资	5816	6181	5970	5362
无形资产	1090	1005	920	835
其他非流动资产	1689	1072	755	620
资产总计	21086	24616	32371	37562
流动负债	11849	13834	18262	19661
短期借款	2000	235	0	0
应付账款	7607	10030	13852	14953
其他流动负债	2242	3569	4410	4708
非流动负债	537	506	516	513
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	537	506	516	513
负债合计	12387	14340	18778	20173
少数股东权益	92	120	150	182
股本	1628	1628	1628	1628
资本公积	2483	2483	2483	2483
留存公积	4497	6046	9332	13096
归属母公司股	8607	10156	13443	17206
负债和股东权益	21086	24616	32371	37562

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	1394	2552	3902	5263
净利润	1033	1577	3317	3795
折旧摊销	832	1301	1462	1580
财务费用	89	64	20	-21
投资损失	-201	-220	-235	-250
营运资金变动	-425	-259	-744	144
其他经营现金	66	89	82	15
投资活动现金	-1382	-694	-652	-491
资本支出	1414	861	791	660
长期投资	-88	-30	10	-3
其他投资现金	-55	136	150	165
筹资活动现金	-97	-1829	-255	21
短期借款	0	-1765	-235	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-6	0	0	0
其他筹资现金	-91	-64	-20	21
现金净增加额	-86	29	2995	4793

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	29675	41843	56133	61329
营业成本	22718	33307	44345	48450
营业税金及附加	1432	2029	2728	2987
营业费用	2898	3200	3600	3800
管理费用	1600	1700	1800	1900
财务费用	89	64	20	-21
资产减值损失	6	6	20	20
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	201	220	235	250
营业利润	1132	1756	3855	4443
营业外收入	28	30	30	30
营业外支出	6	9	9	8
利润总额	1154	1777	3876	4465
所得税	121	200	559	670
净利润	1033	1577	3317	3795
少数股东损益	26	28	30	32
归属母公司净利	1007	1549	3287	3763
EBITDA	2053	3122	5337	6002
EPS	0.62	0.95	2.02	2.31

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	26.9%	41.0%	34.2%	9.3%
营业利润	15.4%	55.1%	119.5%	15.3%
归属母公司净利	33.1%	53.8%	112.2%	14.5%
获利能力				
毛利率(%)	23.4%	20.4%	21.0%	21.0%
净利率(%)	3.4%	3.7%	5.9%	6.1%
ROE(%)	11.7%	15.3%	24.5%	21.9%
ROIC(%)	10.3%	15.5%	24.7%	21.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.7%	58.3%	58.0%	53.7%
净负债比率(%)	16.15%	1.64%	0	0
流动比率	0.96	1.11	1.30	1.51
速动比率	0.74	0.81	1.00	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.59	1.83	1.97	1.75
应收账款周转率	213	243	228	209
应付账款周转率	3.72	3.78	3.71	3.36
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.62	0.95	2.02	2.31
每股经营现金流	0.86	1.57	2.40	3.23
每股净资产(最新)	5.29	6.24	8.26	10.57
估值比率				
PE	15.97	11.69	5.51	4.81
PB	1.87	1.58	1.20	0.93
EV EBITDA	8	5	3	3

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

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

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82492388 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn