



买入

39% ↑

目标价格:人民币 27.20

原目标价格:人民币 24.48

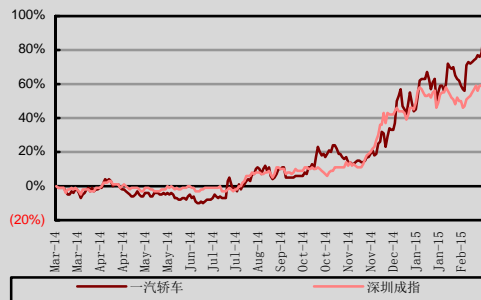
000800.CH

价格:人民币 19.63

目标价格基础: 20 倍 16 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	23.0	14.1	57.8	91.3
相对新华富时 A50 指数	19.8	5.7	30.9	30.0

发行股数(百万)	1,628
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	27,713
3 个月日均交易额(人民币 百万)	482
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
中国第一汽车股份有限公司	53

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 3 月 2 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

彭勇

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

一汽轿车

一汽集团整体上市是汽车行业国企改革首要事件

一汽轿车和一汽夏利是一汽集团控制的仅有的两家整车上市公司, 按照一汽集团的不可撤销承诺, 将分别于 2016 年 6 月 28 日和 7 月 7 日之前解决一汽轿车和一汽夏利同业竞争问题。随着北汽集团在香港的上市, 一汽集团是仅有的未整体上市的国有大型汽车企业, 一汽集团整体上市是汽车行业中国国企改革首要事件。一汽集团收入、净利润及净资产均与上汽集团相差不多, 我们预计一汽集团整体上市后市值有望达到 3,000 亿元左右。一汽股份独立上市再吸收合并一汽轿车和一汽夏利, 或借壳一汽轿车吸收合并一汽夏利, 均是一汽集团整体上市可选方案。我们预计 2014-2016 年一汽轿车每股收益分别为 0.15 元、0.98 元和 1.36 元, 给予 2016 年 20 倍市盈率, 我们将公司合理目标价上调至 27.20 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 一汽集团整体上市后市值有望达到 3,000 亿元左右。根据我们测算 2014 年一汽股份在销量、收入、净利润、净资产等方面与上汽集团基本相当, 其中一汽股份归属于母公司的净利润约为 259.5 亿元, 略低于上汽集团 (万得一致预期), 但一汽股份未来成长性更好。我们预计一汽集团整体上市后, 市值有望达到 3,000 亿元左右。
- 一汽股份独立上市再吸收合并一汽轿车和一汽夏利, 或借壳一汽轿车吸收合并一汽夏利。为了解决同业竞争及集团混合所有制改革等问题, 以上两种方案均是一汽集团整体上市可选方案。考虑到中国一汽持有一汽轿车 53.03% 的股份, 而占盈利绝大部分的一汽-大众的股权只有 51% (一汽集团持股比例即将从 60% 降至 51%), 一汽轿车股价的上升有利于中国一汽提升在整体上市后的整体股份的持股权重。

评级面临的主要风险

- 1) 中国一汽延迟整体上市进度; 2) 中国一汽变更承诺时间; 3) 汽车行业景气度大幅下降, 影响市场估值。

估值

- 我们预计 2014-2016 年一汽轿车每股收益分别为 0.15 元、0.98 元和 1.36 元, 给予 2016 年 20 倍市盈率, 我们将公司合理目标价由 24.48 元上调至 27.20 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	23,385	29,675	35,588	43,947	48,550
变动(%)	(28)	27	20	23	10
净利润(人民币 百万)	(756)	1,007	241	1,598	2,216
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.146	0.978	1.356
变动(%)	(448.9)	(233.1)	(76.4)	570.2	38.6
全面摊薄市盈率(倍)	(42.2)	31.7	134.5	20.1	14.5
价格/每股现金流量(倍)	21.2	22.9	10.8	5.5	7.5
每股现金流量(人民币)	0.93	0.86	1.82	3.57	2.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(137.0)	17.6	25.7	9.4	6.4
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.044	0.293	0.407
股息率(%)	n.a.	1.0	0.2	1.5	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

中国一汽简介.....	3
一汽股份：中国一汽整体上市平台.....	6
中国一汽与上汽集团对比.....	13
整体上市方案猜想及影响.....	15
中国一汽整体上市相关上市公司.....	18
风险提示.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司.....	24

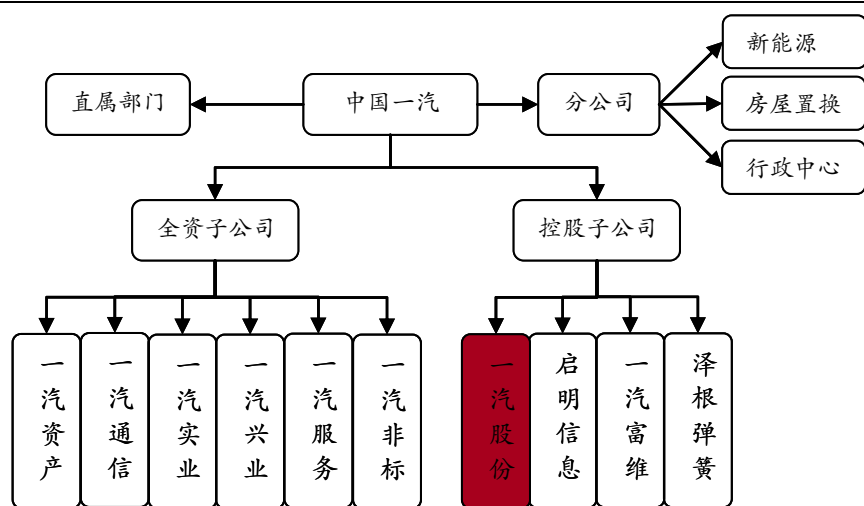
中国一汽简介

中国一汽是“一五”时期国家重点建设项目，1953 年建成，是国内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。

中国一汽已形成了由自主品牌和合资品牌组成的包括乘用车、卡车、客车在内的全系列车型，拥有解放、红旗、奔腾、夏利等自主品牌和一汽-大众、一汽丰田、一汽通用等合资品牌，组建了汽车研发体系、生产体系、辅助体系及衍生体系四大业务体系，形成了东北、华北、华南和西南四大基地，分布在哈尔滨、长春、吉林、大连、北京、天津、青岛、无锡、成都、柳州、曲靖、佛山、海口等城市。

除隶属总部的直属部门外，中国一汽拥有 6 家全资子公司、4 家控股子公司（其中两家上市公司）以及新能源汽车、房屋置换中心、行政中心等分公司。

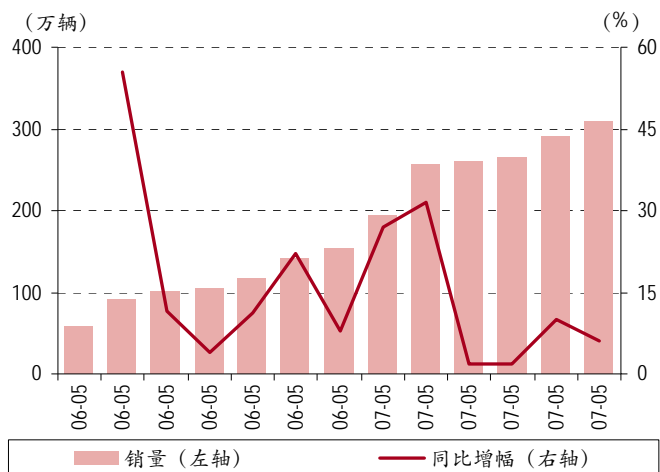
图表 1.中国一汽组织结构图



资料来源：中国一汽网站

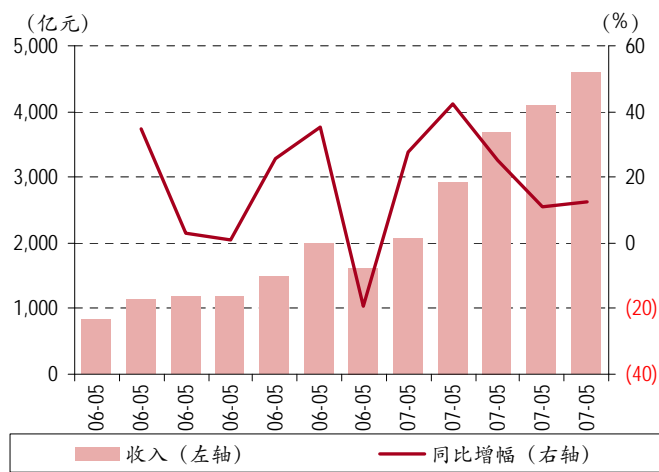
中国一汽 2013 年销售汽车 290.8 万辆，实现销售收入 4,093.8 亿元；2014 年销售汽车 308.6 万辆，我们预计销售收入约为 4,950 亿元。

图表 2.中国一汽历年汽车销量及增幅



资料来源：中国一汽网站，中汽协

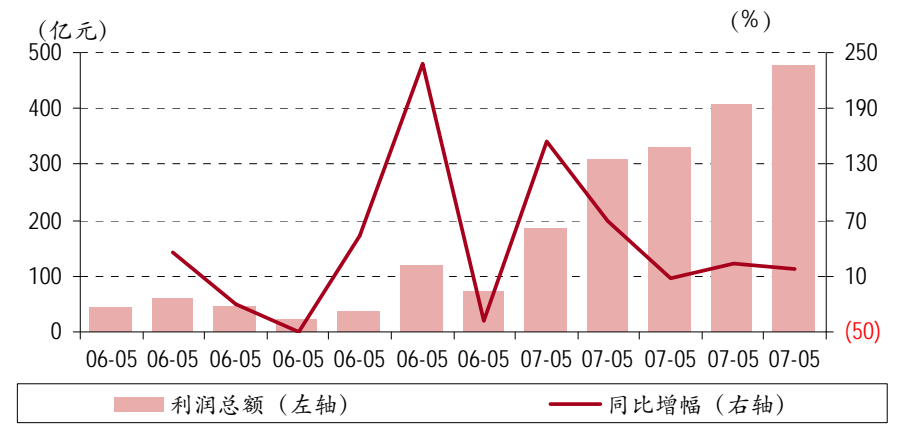
图表 3.中国一汽历年收入及增幅



资料来源：中国一汽网站

根据一汽轿车披露的数据，2010年中国一汽实现利润总额309.6亿元，净利润249.0亿元，归属于母公司所有者的净利润143.9亿元。根据中国一汽官方网站披露，2013年中国一汽实现利润总额476.3亿元，我们估算归属于母公司所有者的净利润约为237.0亿元，与同时期上汽集团净利润基本相当。

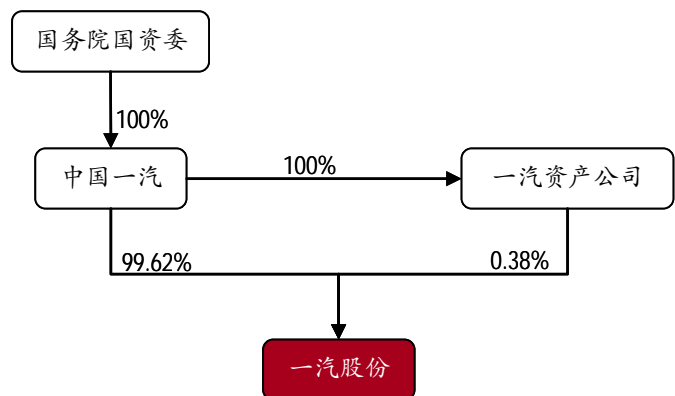
图表 4. 中国一汽历年利润总额及增幅



资料来源：中国一汽网站

根据国务院国资委批复的整体重组改制方案，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（中国第一汽车集团股份有限公司）。一汽股份以整车汽车制造、销售、服务及汽车技术研究、开发及服务为主业。一汽股份将作为中国一汽整体上市平台，注册资本金780亿元人民币。中国一汽直接及间接持有一汽股份100%股权，一汽股份成立后，中国一汽的业务将调整为以对外投资及股权管理为主。

图表 5. 一汽股份股权结构



资料来源：一汽轿车公告

一汽股份涵盖了中国一汽下属整车及核心零部件企业，如一汽-大众、一汽轿车、一汽夏利、一汽解放等。

除了纳入一汽股份的主要资产外，中国一汽控制及关联的企业还有十多家，包括一汽富维(600742.CH)、启明信息(002232.CH)、富奥股份(000030.CH)、长春一东(600148.CH)等四家上市公司，以及其它一些辅助类服务公司。

除了一汽富维、富奥股份、启明信息、长春一东等四家零部件上市公司规模较大外，中国一汽未纳入一汽股份的公司基本都是服务类公司及少量规模较小的零部件公司，并非主业，且相关企业的收入及利润规模在整个中国一汽中占比较低。

图表 6. 中国一汽控制的其它核心企业及关联企业（不含一汽股份）

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	主营业务
一汽富维	21,152	20.14	车轮、内外饰、保险杠等
启明信息	40,855	48.67	汽车电子产品、管理软件
无锡泽根弹簧	137	60	生产弹簧及相关设备
一汽通信	8,646	100	通信网络产品经销及通信网络服务
一汽兴业	205	100	劳务派遣和人才输出
一汽资产经营	51,000	100	一汽集团内部资产处置
一汽实业总公司	11,700	100	已经停止业务活动，待整合
第一汽车服务	1,000	100	汽车文化用品销售
富奥股份	115,000	30.43	散热器总成、减震器总成等
一汽天奇	4,000	33	锻模、标准工具、汽车装配输送系统
一汽综合	1,500	30	污水处理及废物回收
山东蓬翔汽车	20,000	26	改装车、底盘及汽车总成和零部件
长春一东	14,152	23.51	汽车离合器
一汽普雷特	500	20	电镀产品加工、环保设备加工
哈尔滨一汽变速箱	20,000	20	变速器总成、汽车齿轮、锻造件
吉林省汽车零部件	1,000	30	汽车零部件开发、设计、试验与检测

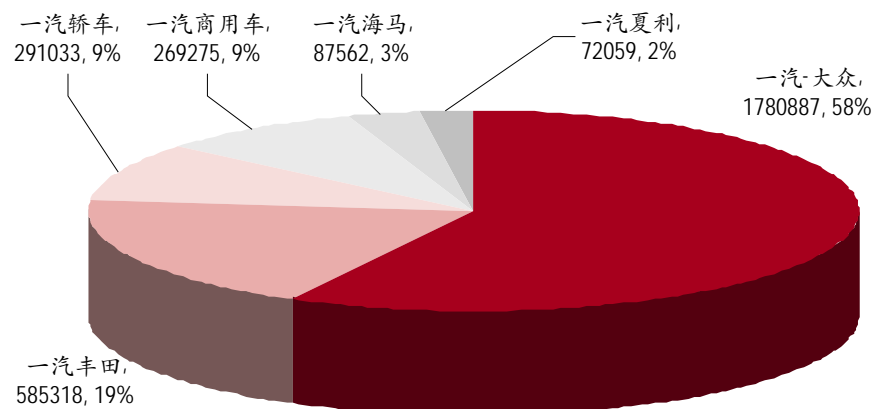
资料来源：一汽轿车公告

一汽股份：中国一汽整体上市平台

一汽股份整合中国一汽整车及核心部件（发动机及变速器）资源

2014年一汽股份销售整车308.6万辆，位居行业第三位，其中乘用车284.9万辆，商用车23.7万辆。乘用车销量主要来自两家合资公司一汽-大众和一汽丰田，商用车销量主要来自一汽解放的中重卡。

图表 7.2014年一汽股份下属公司整车销量及占比



资料来源：中汽协

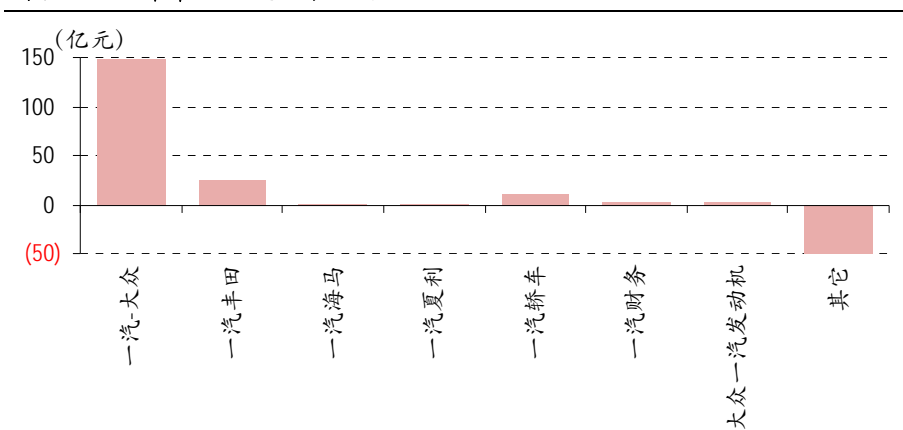
一汽股份涵盖了中国一汽整车和核心零部件（主要是发动机及变速器）资源，下属整车企业包括一汽-大众、天津一汽丰田、四川一汽丰田、一汽解放、一汽轿车、一汽夏利等，并有一汽锡柴（隶属于一汽解放）、一汽大柴（隶属于一汽解放）、大众一汽发动机（大连）、天津一汽丰田发动机、一汽丰田发动机（长春）等众多发动机工厂。

图表 8. 一汽股份下属企业（不含间接持股企业）及持股比例

	公司名称	持股比例 (%)	主营业务
合营公司	一汽丰田（长春）发动机	50	发动机制造
	天津一汽丰田发动机	50	发动机制造
	四川一汽丰田汽车	50	乘用车整车制造
	天津一汽丰田汽车	20	乘用车整车制造
	一汽丰田销售	45.5	整车销售
	一汽通用轻型商用车	50	商用车整车制造
	海南一汽海马汽车销售	50	乘用车整车销售
	一汽海马汽车	49	乘用车整车制造
	一汽夏利	47.73	乘用车整车制造
	一汽轿车	53.03	乘用车整车制造
全资及控股子公司	一汽-大众汽车	60	乘用车整车制造
	一汽财务	70.7985	汽车金融
	一汽解放	100	商用车整车及核心部件
	一汽吉林	100	轻型车整车制造
	一汽客车	100	客车整车制造
	一汽模具	100	模具制造
	一汽铸造	100	铸件制造
	一汽物流	100	整车物流
	一汽进出口	100	进出口
	海南热带汽车试验	100	汽车试验检测
	机械工业第九设计研究院	100	汽车设计
	长春汽车研究所科技服务	100	技术服务
	长春汽车材料研究所	100	科技服务
	一汽巴勒特锻造	48.15	锻件制造
	成都丰田纺织	42	座椅及内饰件
	同方环球（天津）物流	35	整车及零部件物流
	天津艾达自动变速器	20	自动变速器
中发联投资有限公司	20	技术服务	
大众一汽发动机（大连）	40	发动机制造	
联营公司			

资料来源：一汽轿车公告，中国一汽网站

由于一汽股份尚未公告过财务数据，我们以一汽轿车公布的 2010 年中国一汽集团净利润及各子公司的净利润作为参考，我们估计一汽股份主要利润来自一汽-大众、一汽丰田（涵盖一汽与丰田两个整车、两个发动机及一个销售合资公司），其他子公司利润贡献较小。

图表 9. 2010 年中国一汽各子公司利润贡献


资料来源：一汽轿车公告，中银国际研究

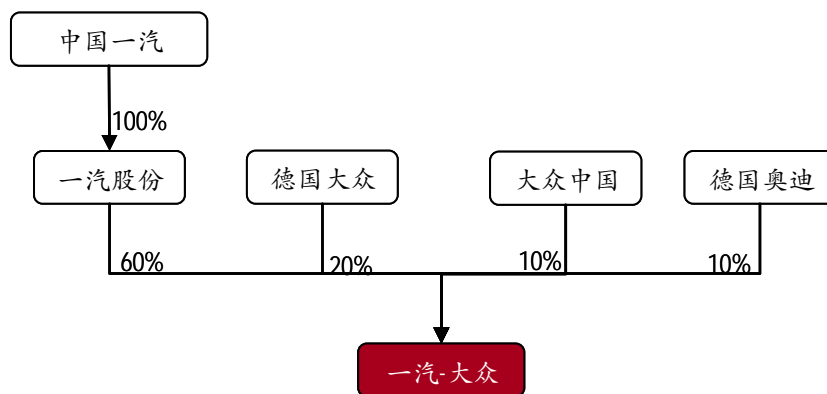
注：一汽-大众利润贡献为中银国际研究估计值；一汽夏利利润贡献含天津一汽丰田 30% 投资收益。

一汽-大众是一汽股份利润主要来源

一汽-大众汽车有限公司（以下简称一汽-大众）于1991年2月6日成立，是由中国第一汽车集团公司、德国大众汽车股份公司、奥迪汽车股份公司和大众汽车（中国）投资有限公司合资经营的大型乘用车生产企业，是我国第一个按经济规模起步建设的现代化乘用车生产企业，其中中国一汽已将其持有的一汽-大众60%转让给一汽股份。

一汽-大众也是国内少有的由中方控股的汽车合资公司，目前中德双方正在进行股权变更事宜谈判，德方希望将持股比例从40%提升到49%。

图表 10. 一汽-大众股权结构

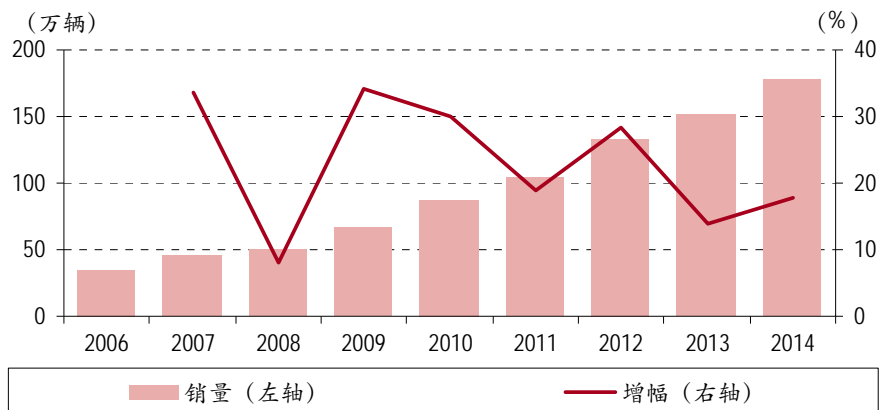


资料来源：中银国际研究

经过二十四年的发展，一汽-大众在长春、成都和佛山建三大基地，拥有轿车一厂、轿车二厂、轿车三厂、轿车四厂、发动机传动器厂、成都发动机厂以及冲压中心等七大专业生产厂，整车产能约为160万辆，并计划在青岛和天津再各新建一个整车生产基地，其中青岛基地已于2014年开工建设。

2014年一汽-大众销售整车178万辆，首次超过上海通用成为国内狭义乘用车销量第一位。2015年一汽-大众计划销售185万辆，有望维持行业第一的地位。

图表 11. 一汽-大众历年汽车销量及增速



资料来源：中汽协

一汽-大众生产和销售奥迪、大众两个品牌车型，其中奥迪品牌车型 5 款，大众品牌车型 6 款。2014 年一汽-大众整车销量占中国一汽总销量的 57.7%，其中奥迪品牌 51.3 万辆，大众品牌销量 126.8 万辆。

一汽-大众产品已覆盖 A0-B 级大众品牌轿车、A-C 级奥迪品牌豪华轿车、A-B 级奥迪品牌豪华 SUV，未来还将继续丰富产品谱系，尤其是大众品牌 SUV 车型。

图表 12. 一汽-大众产品



资料来源：一汽-大众网站

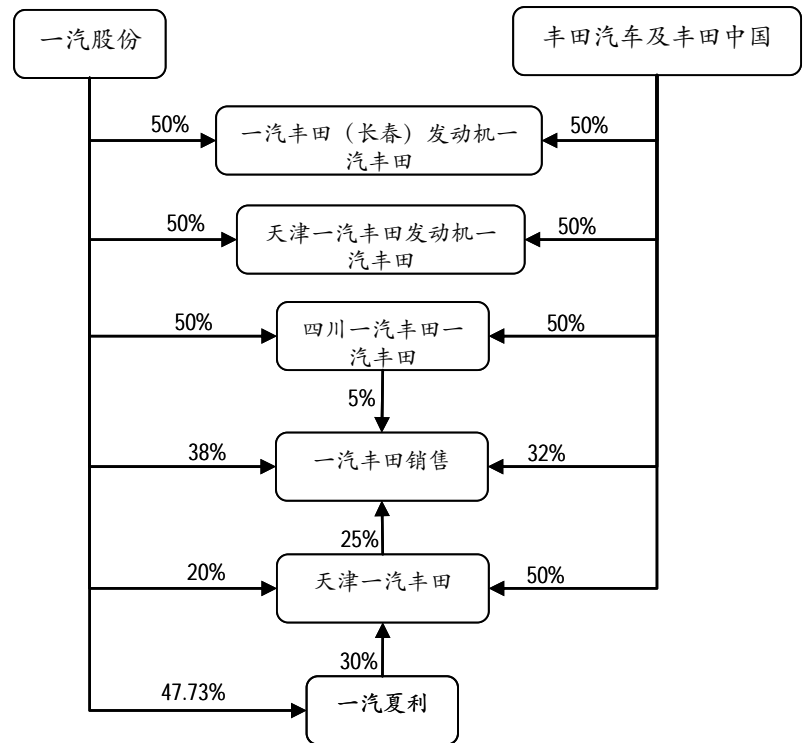
我们估计一汽-大众 2014 年实现税前利润超 600 亿元，远超上海大众、上海通用、华晨宝马等国内其它汽车合资企业，估计奥迪品牌贡献的利润超过 50%。

我们估计 2014 年来自一汽-大众的利润占一汽股份净利润的 90% 以上。

一汽与丰田多家合资公司也是利润重要来源

丰田汽车乘用车国产始于与天汽集团的合作，在中国一汽重组天津夏利后，丰田汽车展开与中国一汽的全面合作，成立了两家汽车整车合资企业——天津一汽丰田和四川一汽丰田，其中前者生产轿车，后者生产 SUV、中轻型客车及混合动力轿车，以及两家发动机生产企业和一家汽车销售公司。天津一汽丰田和四川一汽丰田的产品由一汽丰田销售公司统一进行销售。

图表 13. 一汽与丰田多家合资公司股权结构



资料来源：中银国际研究

2013年RAV4转厂至四川一汽丰田长春工厂后，天津一汽丰田主要生产皇冠、锐志、卡罗拉、花冠及威驰等丰田品牌轿车，近几年产销规模一直保持在40多万辆水平。RAV4转厂后，天津一汽丰田盈利能力和规模均有所下降，这也是导致近两年一汽夏利亏损不断扩大的原因之一。

图表 14. 天津一汽丰田产品



资料来源：一汽丰田销售公司网站

四川一汽丰田原来主要生产丰田柯斯达中轻型客车，年产销规模约为4,000多辆，随后又国产了丰田兰德酷路泽、普拉多两款SUV及混合动力轿车普锐斯。2013年RAV4开始转厂至四川一汽丰田长春工厂后，四川一汽丰田产销量和利润规模均有较大幅度增长。

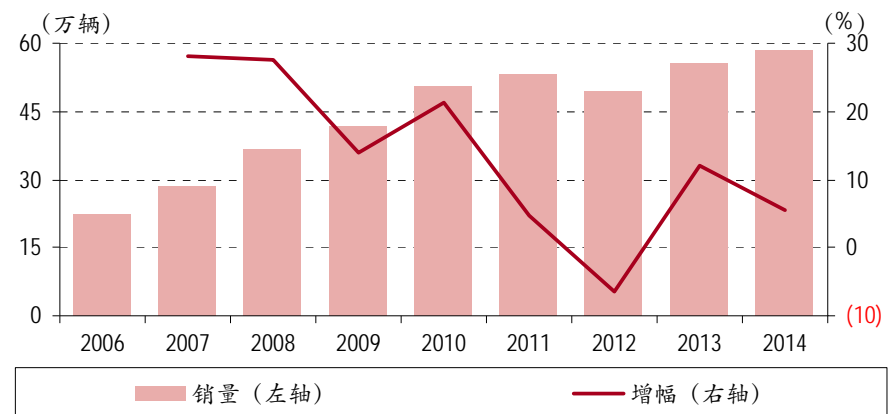
图表 15.四川一汽丰田产品



资料来源：一汽丰田销售公司网站，太平洋汽车网

2014 年一汽丰田销售汽车 58.5 万辆，占一汽股份汽车总销量的 19.0%。由于受到中日关系恶化及新车推出进度不足的影响，一汽丰田销量增速较为缓慢，市场份额有所下降。

图表 16.一汽丰田历年汽车销量及增幅



资料来源：中汽协

我们估计 2014 年一汽丰田的净利润约为 92.5 亿元，为一汽股份贡献的利润约为 38.4 亿元（不含一汽夏利持有的天津一汽丰田 30% 股权的收益），占一汽股份净利润的 12.7%。

一汽股份盈利规模测算

2010 年中国一汽实现销售收入 2,940.2 亿元，利润总额 309.6 亿元，净利润 249.0 亿元，归属母公司所有者的净利润 143.9 亿元。考虑到中国一汽扣除一汽股份以外资产规模较小，利润规模较小，我们估计一汽股份所属资产在 2010 年的归属于归属母公司所有者的净利润约为 140 亿元左右。

根据一汽轿车披露数据，2010 年来自与丰田的合资公司净利润约 25.5 亿元（未考虑通过一汽夏利持有天津一汽丰田的 30% 股权的利润），我们预计 2014 年相关公司为一汽股份贡献的净利润约为 38.4 亿元。

根据一汽轿车和一汽夏利披露的 2010 年财务数据，两家公司为中国一汽贡献了约 11.2 亿元，我们预计 2014 年上述两家公司为一汽股份贡献的净利润约为 -2.3 亿元。

根据我们测算 2010 年一汽-大众净利润约为 246 元，为中国一汽贡献了 147.6 亿元，我们预计 2014 年一汽股份来自一汽-大众的净利润约为 279.0 亿元。

一汽股份所属的一汽解放、一汽客车等资产贡献利润有限，加之所属的一汽技术中心等分公司投入较大，我们预计扣除一汽-大众、一汽丰田合资公司后，其它资产对一汽股份利润是负贡献。

综上，我们预计 2014 年一汽股份的归属于母公司所有者净利润约为 301.3 亿元，略高于 2014 年上汽集团预期净利润规模（万得一致预期 280.3 亿元）。

图表 17. 一汽股份净利润规模

	公司名称	持股比例 (%)	净利润 (万元)		利润贡献 (万元)	
			2010A	2014E	2010A	2014E
合营公司	一汽丰田 (长春) 发动机	50	38,866	88,000	19,433	44,000
	天津一汽丰田发动机	50	70,226	84,000	35,113	42,000
	四川一汽丰田汽车	50	137,574	428,000	68,787	214,000
	天津一汽丰田汽车	20	461,153	250,000	92,231	50,000
	一汽丰田销售	45.5	86,554	75,000	39,382	34,125
	一汽通用轻型商用车	50	-15,494	-15,000	-7,747	-7,500
	海南一汽海马汽车销售	50	886	7,000	443	3,500
	一汽海马汽车	49	28,388	48,000	13,910	23,520
	一汽夏利	47.73	29,968	-94,600	14,304	-45,153
	一汽轿车	53.03	184,431	42,000	97,804	22,273
全资及控股子公司	一汽-大众汽车	60	2,460,000*	4,650,000	1,476,000*	2,790,000
	一汽财务	70.7985	38,803	114,000	27,472	80,710
	一汽解放	100				
	一汽吉林	100				
	一汽客车	100				
	一汽模具	100				
	一汽铸造	100				
	一汽物流	100				
	一汽进出口	100				
	海南热带汽车试验	100				
	机械工业第九设计研究院	100			-484,222*	-350,000
	长春汽车研究所科技服务	100				
	长春汽车材料研究所	100				
	一汽巴特勒锻造	48.15				
	成都丰田纺织	42				
	同方环球 (天津) 物流	35				
	天津艾达自动变速器	20				
中发联投资有限公司	20					
大众一汽发动机 (大连)	40	69,623	280,000	27,849	112,000	
一汽股份净利润合计				1,420,758	3,013,475	

资料来源：一汽轿车公告，中银国际研究

注：2010 年为一汽轿车公告数据，其中标注*的为中银国际研究估计值；2014 年数据为中银国际研究预测值。

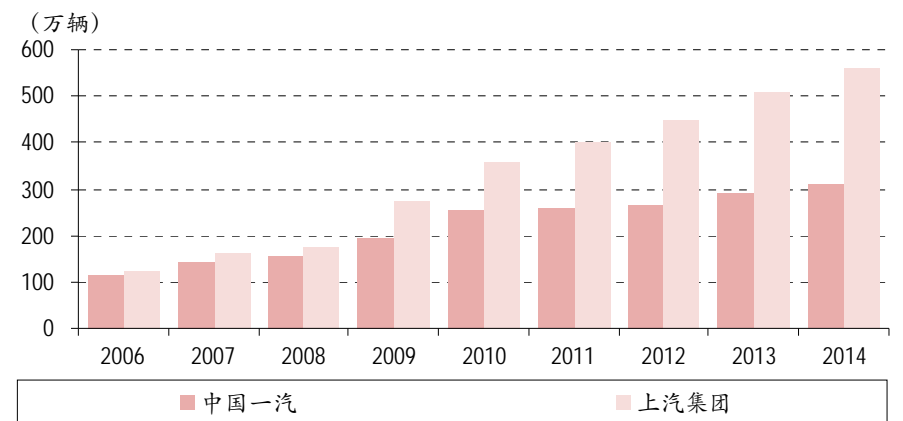
中国一汽与上汽集团对比

中国一汽在销量及收入规模上与上汽集团有一定差距，但两者在净利润、资产规模方面基本相当，我们认为中国一汽整体上市后，其市值应基本与上汽集团相当或略高。

销量规模：上汽集团领先

近五年在上汽通用五菱销量大幅增长带动下，加之一汽丰田在国内发展缓慢，上汽集团与中国一汽的销量差距逐渐拉开，2014年两者销量差距达到253万辆，上汽集团销量是中国一汽的1.8倍。

图表 18. 中国一汽与上汽集团销量对比

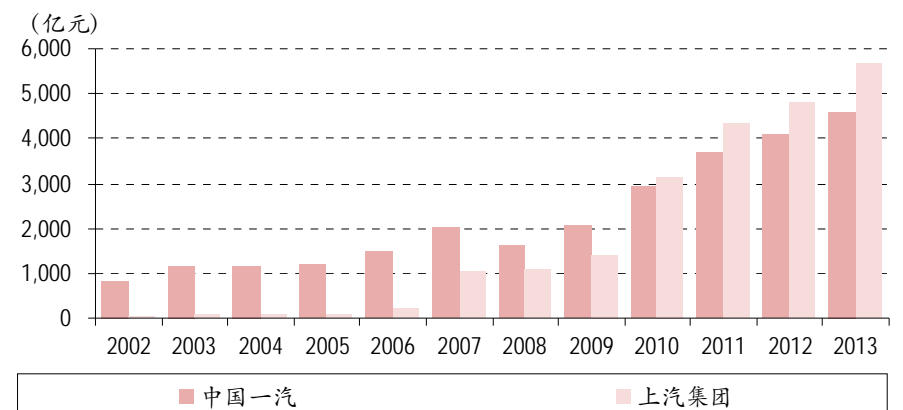


资料来源：上汽集团公告，中汽协

收入规模：中国一汽缩小与上汽集团差距

凭借着更大的销量规模，上汽集团整体收入规模也要大于中国一汽，但中国一汽凭借更高的单车均价，缩小了两者差距，2013年上汽集团收入仅是中国一汽的1.2倍。

图表 19. 中国一汽与上汽集团收入对比



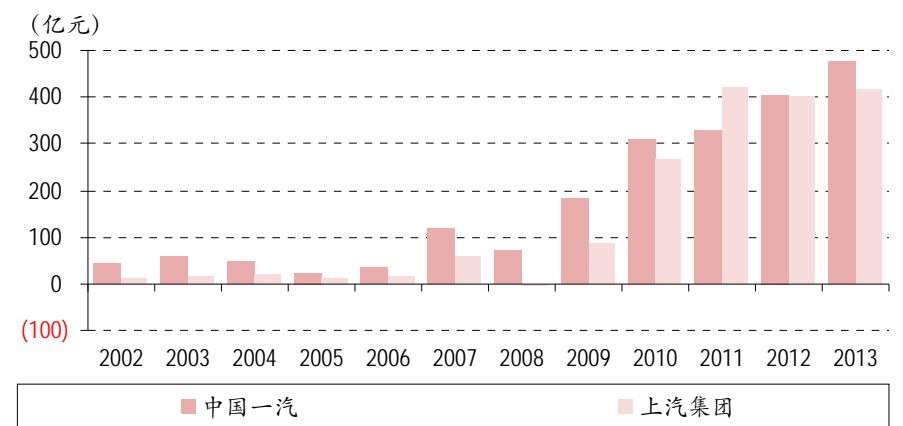
资料来源：上汽集团公告，中国一汽网站

利润规模：凭借一汽大众超强吸金能力，中国一汽反超上汽集团

凭借一汽大众超强的吸金能力，加之中国一汽并表一汽大众，其利润总额含有一汽大众 40% 的少数股东损益，促使中国一汽在利润规模上超过上汽集团，2013 年前者利润总额是后者的 1.1 倍。

根据我们测算，2014 年一汽股份归属于母公司所有者的净利润约为 301.3 亿元，略高于 2014 年上汽集团预期净利润规模（万得一致预期 280.3 亿元）。若将一汽股份持有一汽大众的股权由 60% 降至 51% 进行测算，2014 年一汽股份归属于母公司所有者的净利润约为 259.5 亿元，略低于上汽集团的预期净利润规模。

图表 20. 中国一汽与上汽集团利润总额对比

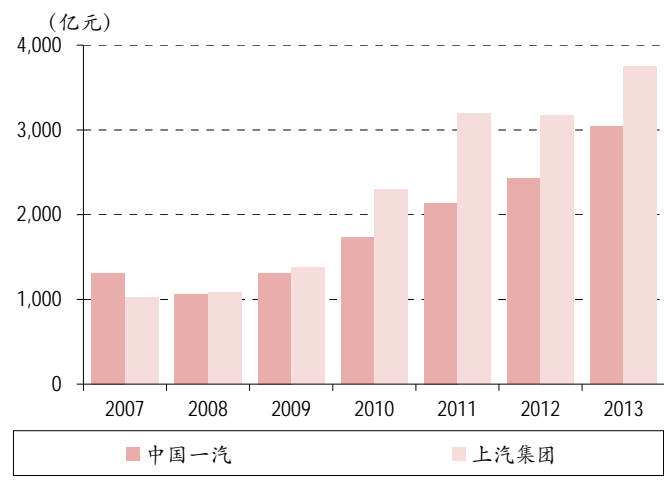


资料来源：上汽集团公告，中国一汽网站

资产规模：中国一汽与上汽集团在资产规模相差不大

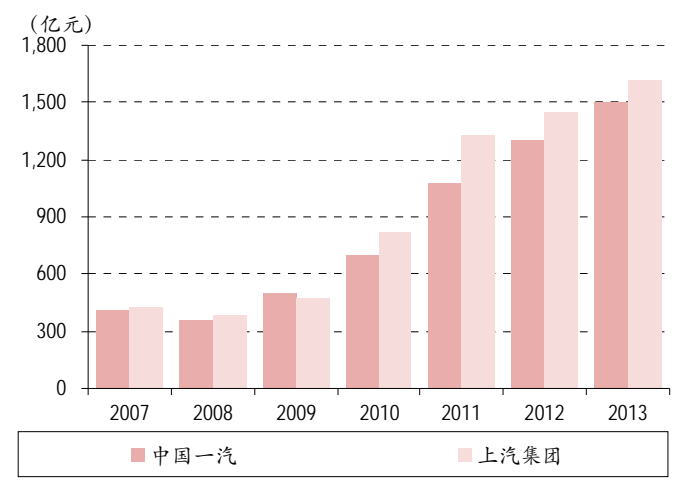
中国一汽与上汽集团在资产总额、所有者权益总额上相差不大，上汽集团均略有领先。

图表 21. 中国一汽与上汽集团资产总额对比



资料来源：上汽集团公告，中国一汽网站

图表 22. 中国一汽与上汽集团所有者权益总额对比



资料来源：上汽集团公告，中国一汽网站

整体上市方案猜想及影响

中国一汽混合所有制改革，并解决同业竞争问题

中国一汽通过整体上市来进行混合所有制改革，并解决企业同业竞争问题，是符合国家完善国有企业治理结构的政策。

2011年6月28日中国一汽专门成立了一汽股份作为未来整体上市平台，并承诺（不可撤销）一汽股份成立五年内解决同业竞争问题，并于2012年4月9日完成对一汽轿车和一汽夏利的收购，并承诺一汽股份完成收购后三年内解决同业竞争问题。

由于中国一汽要在整体上市前完成一汽-大众股权变更协议，我们预计一汽-大众有望在2015年下半年完成股权变更，一汽轿车及一汽夏利或在2015年下半年或2016年初停牌进行中国一汽整体上市重组。

图表 23. 中国一汽整体上市进程



资料来源：一汽轿车及一汽夏利公告

案例：广汽集团吸收合并广汽长丰

汽车行业已有多个集团整体上市案例，如广汽集团吸收合并广汽长丰，并完成从H股回归A股的整体上市工作。

2009年5月21日，广汽集团公布以协议收购方式，收购长丰集团持有的长丰汽车29%的股份（1.51亿股），2009年11月19日，股份交割，广汽集团正式成为长丰汽车的第一大股东，公司更名为广汽长丰。

2011年3月广汽集团发布整体上市计划，拟向广汽长丰除广汽集团以外的其他股东发行A股，换取其持有的广汽长丰股份，并且广汽集团和国机集团向除广汽集团以外的所有股东提供现金选择权。换股吸并后，广汽集团完成A股IPO并在上交所挂牌，原广汽长丰股东获得现金退出或通过换股成为广汽集团的股东。

广汽集团于2010年10月28日起开始停牌，约5个月后（2011年3月23日）复牌公布整体上市方案，随后1年后（2012年3月29日）完成整体上市工作。

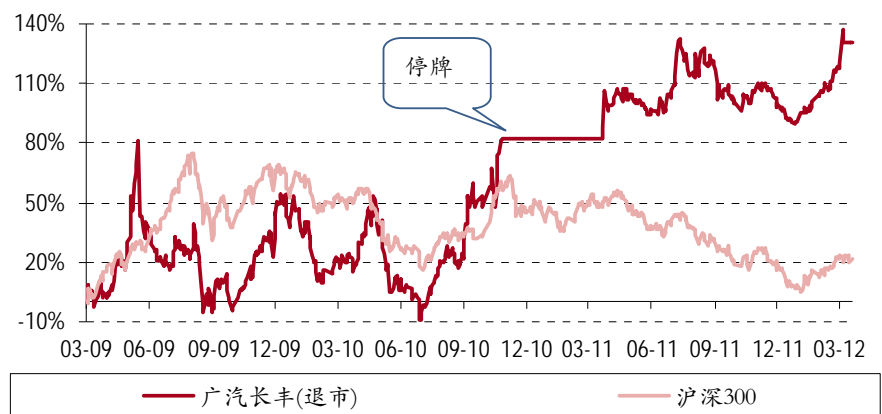
考虑到换股价格更高，且提供第二次现金选择权，绝大部分流通股股东都选择了换股。

图表 24. 广汽集团吸收合并广汽长丰方案

广汽长丰停牌前 20 日均价	12.65 元/股	
换股价格	14.55 元/股	较广汽长丰停牌前 20 日均价溢价 15%
广汽集团 A 股发行价	9.09 元/股	相当于广汽集团 2011 年动态市盈率 12 倍
换股比例	1:1.6	
首次现金选择权	12.65 元/股	换股前, 按停牌前 20 日均价
二次现金选择权	9.09 元/股	换股后, 按照广汽集团 A 股发行价

资料来源: 广汽集团公告

在广汽长丰停牌前及复牌后, 其股价均有较好的表现, 大幅超越同期沪深 300 指数。

图表 25. 广汽集团吸收合并广汽长丰过程中广汽长丰股价变化


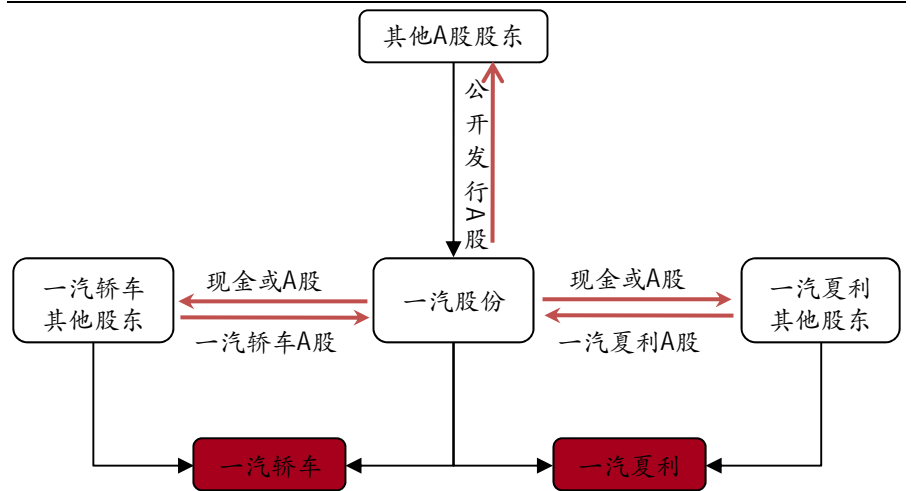
资料来源: 万得

方案一: 一汽股份吸收合并一汽轿车和一汽夏利, 同时 IPO 上市

参考广汽集团吸收合并广汽长丰案例, 中国一汽整体上市或采取一汽股份吸收合并一汽轿车和一汽夏利后, 再在 A 股 IPO 上市。

按照 2014 年一汽股份的净利润测算, 我们预计其上市后总市值约为 3,000 亿元, 考虑到流通股不得低于 10% 的要求, 其流通股市值约为 300 亿元。假设一汽轿车和一汽夏利所有股份全部转股成一汽股份的股份, 大股东的股份将会被限售, 其它股东持有的股份市值约为 210 亿元 (按照 2015 年 3 月 2 日一汽轿车和一汽夏利收盘价测算), 离流动市值 300 亿元尚有一定差距, 若果按照现有价格停牌做整体上市, 一汽股份至少需要公开发行 90 亿元市值的股票。

图表 26. 一汽股份吸收合并一汽轿车及一汽夏利，并 IPO 发行新股募资



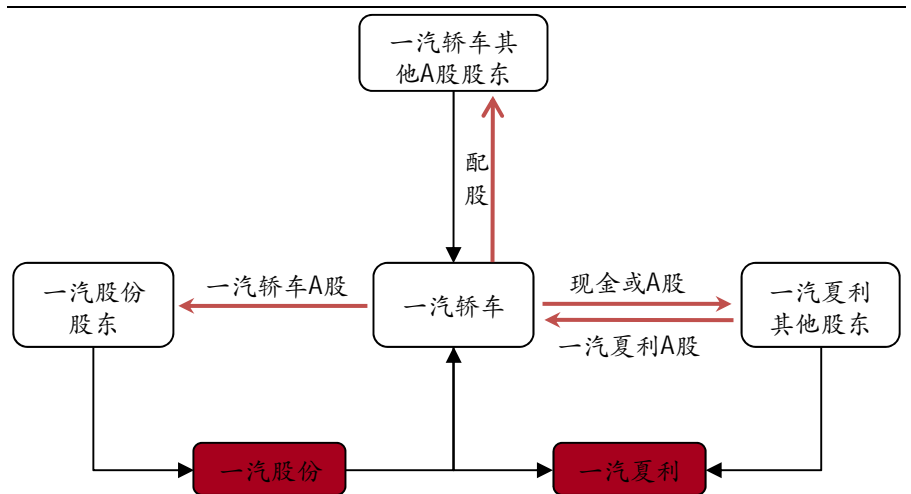
资料来源：中银国际研究

若一汽轿车和一汽夏利扣除大股东股份以外的市值达到 300 亿元左右（即一汽轿车及一汽夏利市值在 2015 年 3 月 2 日收盘价基础上再上涨 43%），且一汽轿车和一汽夏利股东均同意转股为一汽股份的股份，一汽股份可不公开发行 A 股也可达到流通市值达到 10% 的要求。

方案二：借壳一汽轿车，吸收合并一汽夏利

由于一汽轿车市值较大，且原是中国一汽下属乘用车上市公司，我们认为中国一汽另外一个整体上市方案有可能是借壳一汽轿车，并吸收合并一汽夏利。考虑到流通市值的要求，还需要对一汽轿车原有股东实现配股，从而满足中国一汽整体上市后流通股不低于 10% 的要求。当然，若一汽轿车和一汽夏利扣除大股东股份以外的市值达到 300 亿元左右，且一汽轿车和一汽夏利股东均同意转股为一汽股份的股份，即可不需要配股也可达到流通市值要求。

图表 27. 借壳一汽轿车并吸收合并一汽夏利



资料来源：中银国际研究

中国一汽整体上市相关上市公司

与一汽集团关联的上市公司有一汽轿车 (000800.CH)、一汽夏利 (000927.CH)、海马汽车 (000572.CH)、一汽富维 (600742.CH)、启明信息 (002232.CH)、富奥股份 (000030.CH)、长春一东 (600148.CH)。

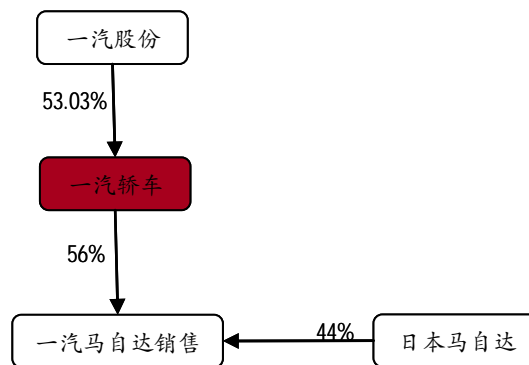
本次中国一汽整体上市主要是解决同业竞争问题，其下属的一汽轿车和一汽夏利均属于乘用车行业，公司控股子公司一汽-大众和合营公司一汽丰田也属于乘用车行业，存在着同业竞争问题，并且整体上市相关资产已注入一汽股份（整体上市平台）。本次中国一汽整体上市与一汽富维、启明信息、富奥股份及长春一东等四家已上市汽车零部件企业无关。中国一汽持有上市公司海马汽车下属的一汽海马汽车和海南一汽海马销售公司的少数股东权益，中国一汽并非上述两家公司的实际控制人，且相关权益已注入一汽股份，中国一汽整体上市与海马汽车关系不大。

一汽轿车

一汽轿车是中国第一汽车集团公司发展自主品牌乘用车的骨干企业，现有红旗、奔腾、欧朗和 Mazda 等乘用车产品系列。

一汽轿车一直是一汽集团自主品牌乘用车生产基地，前期主要是自主研发和引进国外先进技术生产红旗系列轿车，如红旗 98、红旗世纪星、红旗明仕和红旗 18 等，先后引进过德国奥迪、美国福特和日本日产整车或发动机技术。

图表 28. 一汽轿车股权结构



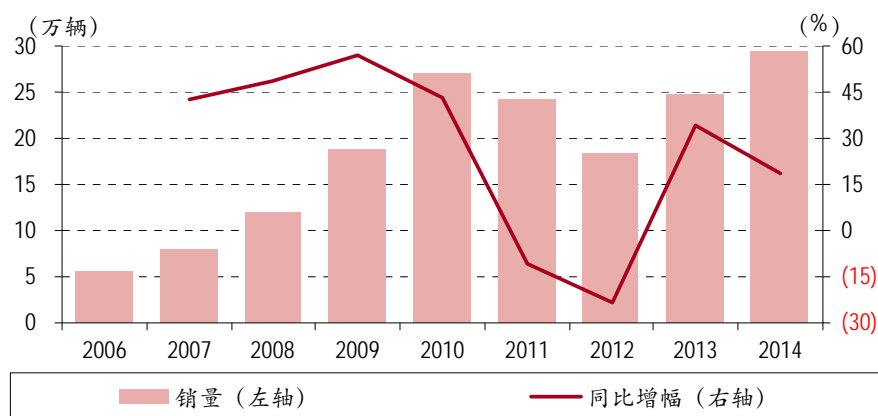
资料来源：一汽轿车公告

2003 年公司展开与日本马自达的技术合作，引进马自达 6 轿车产品，公司进入快速成长轨道，当年即创造了产销 5 万辆整车的历史记录。

2006 年公司自主业务开创新篇章，吸收使用马自达 6 技术的奔腾 B70 推出，进军经济型轿车生产领域，自此公司自主品牌业务快速发展，目前自主品牌产销规模已达总销量的 50% 以上。

近十年一汽轿车从年销量不足 5 万辆的小厂成长为年产销量接近 30 万辆的中等规模的乘用车企业。

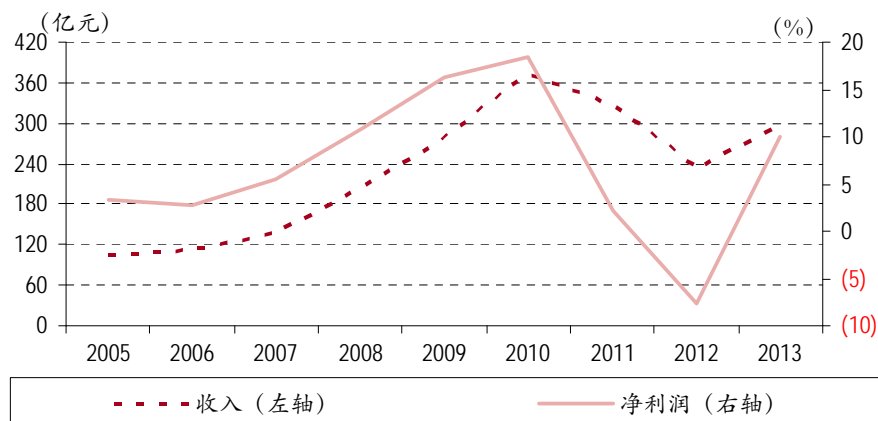
图表 29. 一汽轿车历年销量及同比增幅



资料来源：中汽协

由于一汽轿车产品盈利能力较差，且开支较大，导致利润率较低，利润规模较小，占整个一汽集团利润仅有百分之几。

图表 30. 一汽轿车历年收入及净利润



资料来源：一汽轿车公告

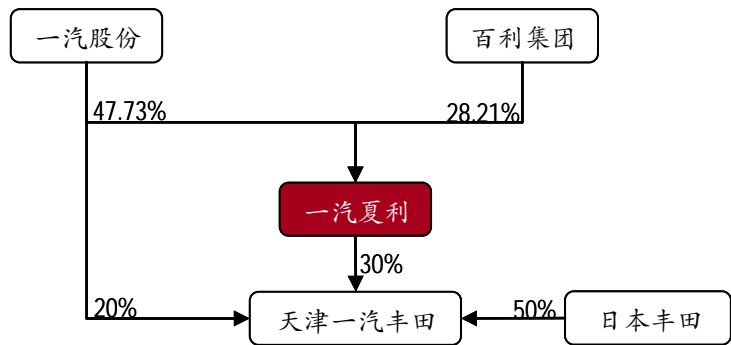
考虑到中国一汽持有一汽轿车 53.03% 的股份，而占盈利绝大部分的一汽-大众的股权只有 51%（一汽集团持股比例即将从 60% 下降至 51%），一汽轿车股价的上升是有利于中国一汽提升在整体上市后的 一汽股份的持股权重的。

一汽夏利

天津一汽夏利汽车股份有限公司是中国第一汽车集团公司控股的经济型轿车制造企业，主要生产“夏利”、“威志”系列轿车，2002 年一汽集团受让天津集团持有的天津夏利 50.98% 的股权，从此天津夏利纳入一汽集团版图。

公司的前身是天津市微型汽车厂，1997 年改制成立天津汽车夏利股份有限公司，1999 年在深圳证券交易所挂牌上市。

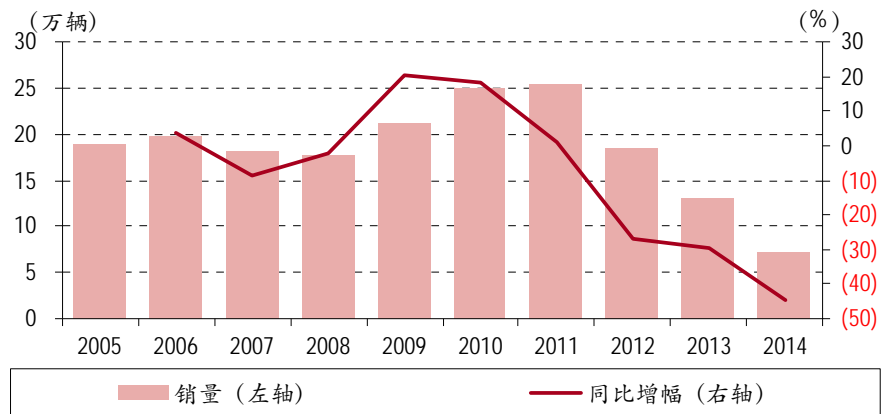
图表 31. 一汽夏利股权结构



资料来源：一汽夏利公告

由于产品老旧，无有竞争力的新产品投放，一汽夏利年产销规模逐步下降，2014 年产销规模仅有 7.2 万辆，尚不足部分汽车企业的单月销量。

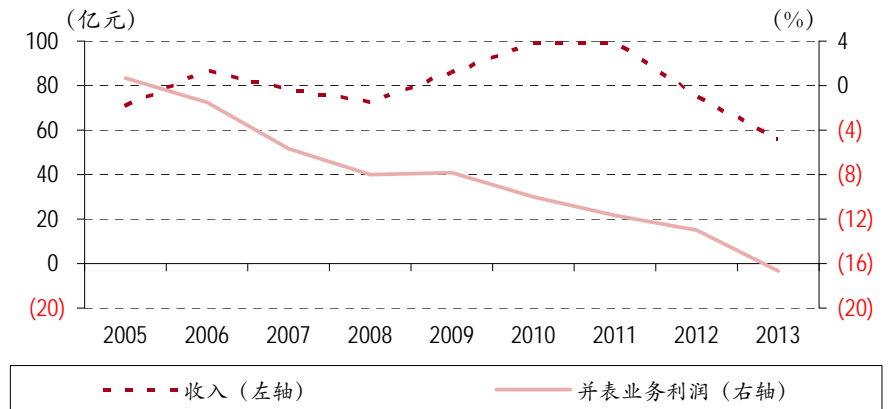
图表 32. 一汽夏利历年销量及同比增幅 单位：万辆



资料来源：一汽夏利公告，中汽协

自 2006 年开始一汽夏利并表业务一直处于亏损阶段，从 2012 年开始收入开始大滑坡，其亏损额逐渐扩大。

图表 33. 一汽夏利历年收入及并表业务利润

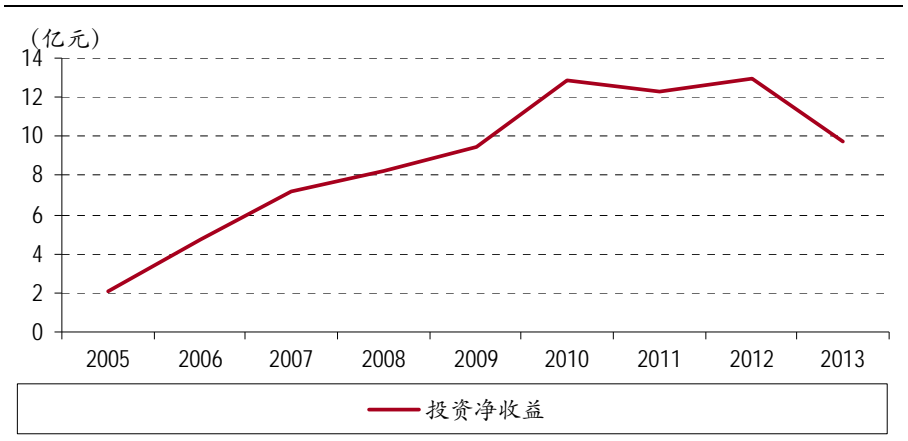


资料来源：一汽夏利公告

注：并表业务利润=营业利润-投资净收益

来自天津一汽丰田等的投资收益持续走高,但从2012年开始RAV4开始转厂至长春及日系车受中日关系影响,一汽夏利来自联营及合营企业的投资收益开始下降。

图表 34.一汽夏利历年来自联营及合营企业的投资收益



资料来源: 一汽夏利公告

风险提示

- 1) 中国一汽整体上市进度延迟;
- 2) 中国一汽变更承诺时间;
- 3) 汽车行业景气度大幅下降, 影响市场估值水平。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	23,385	29,675	35,588	43,947	48,550
销售成本	(20,746)	(24,151)	(29,469)	(36,326)	(39,992)
经营费用	(2,876)	(3,672)	(4,918)	(4,795)	(4,841)
息税折旧前利润	(238)	1,852	1,202	2,827	3,718
折旧及摊销	(876)	832	1,042	1,183	1,327
经营利润(息税前利润)	(1,114)	1,021	159	1,643	2,391
净利息收入/(费用)	(39)	(89)	(73)	(43)	(17)
其他收益/(损失)	194	223	245	266	269
税前利润	(959)	1,154	330	1,864	2,640
所得税	206	(121)	(63)	(239)	(395)
少数股东权益	(4)	(26)	(28)	(29)	(32)
净利润	(756)	1,007	241	1,598	2,216
核心净利润	(756)	1,009	244	1,600	2,218
每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.146	0.978	1.356
核心每股收益(人民币)	(0.465)	0.620	0.150	0.983	1.363
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.044	0.293	0.407
收入增长(%)	(28)	27	20	23	10
息税前利润增长(%)	(1,913)	(192)	(84)	931	46
息税折旧前利润增长(%)	(126)	(879)	(35)	135	32
每股收益增长(%)	(449)	(233)	(76)	570	39
核心每股收益增长(%)	(449)	(233)	(76)	555	39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(959)	1,154	330	1,864	2,640
折旧与摊销	876	832	1,042	1,183	1,327
净利息费用	39	89	74	45	20
运营资本变动	1,878	(252)	2,534	3,966	1,330
税金	206	(121)	(65)	(243)	(401)
其他经营现金流	(531)	(308)	(958)	(1,013)	(669)
经营活动产生的现金流	1,510	1,394	2,958	5,802	4,247
购买固定资产净值	(2,579)	(1,414)	(976)	(1,529)	(1,218)
投资减少/增加	108	14	223	243	254
其他投资现金流	9	19	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,462)	(1,382)	(753)	(1,286)	(964)
净增权益	0	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	500	0	0	0	(2,000)
支付股息	0	0	(326)	(71)	(478)
其他融资现金流	20	(98)	(142)	(37)	(23)
融资活动产生的现金流	520	(98)	(468)	(109)	(2,501)
现金变动	(433)	(86)	1,737	4,407	782
期初现金	1,804	1,371	1,285	3,022	7,429
公司自由现金流	(952)	12	2,206	4,518	3,285
权益自由现金流	(491)	(77)	2,131	4,470	1,262

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,383	1,285	3,022	7,429	8,211
应收帐款	106	185	208	256	283
库存	2,458	2,626	3,386	4,178	4,606
其他流动资产	4,895	7,325	6,500	5,000	5,000
流动资产总计	8,842	11,420	13,116	16,864	18,100
固定资产	4,909	6,993	6,721	6,905	6,824
无形资产	1,602	1,603	1,811	1,975	1,948
其他长期资产	978	1,071	1,071	1,071	1,071
长期资产总计	7,489	9,666	9,603	9,950	9,844
总资产	16,331	21,086	22,719	26,814	27,944
应付帐款	5,652	9,302	11,059	13,594	14,962
短期债务	2,000	2,000	2,000	2,000	0
其他流动负债	564	547	550	550	550
流动负债总计	8,215	11,849	13,609	16,144	15,513
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	442	537	470	480	480
股本	1,628	1,628	1,628	1,628	1,628
储备	5,979	6,980	6,892	8,413	10,142
股东权益	7,607	8,607	8,519	10,040	11,769
少数股东权益	66	92	121	150	182
总负债及权益	16,331	21,086	22,719	26,814	27,944
每股帐面价值(人民币)	4.67	5.29	5.23	6.17	7.23
每股有形资产(人民币)	3.69	4.30	4.12	4.95	6.02
每股净负债/(现金)(人民币)	0.39	0.44	(0.63)	(3.34)	(5.05)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(1.0)	6.2	3.4	6.4	7.7
息税前利润率(%)	(4.8)	3.4	0.4	3.7	4.9
税前利润率(%)	(4.1)	3.9	0.9	4.2	5.4
净利率(%)	(3.2)	3.4	0.7	3.6	4.6
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.2
利息覆盖率(倍)	(28.5)	11.4	2.1	34.7	103.3
净权益负债率(%)	8.2	8.2	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	(42.2)	31.7	134.5	20.1	14.5
核心业务市盈率(倍)	(42.2)	31.7	130.7	20.0	14.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(58.5)	43.9	181.1	27.7	20.0
市净率(倍)	4.2	3.7	3.8	3.2	2.7
价格/现金流(倍)	21.2	22.9	10.8	5.5	7.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(137.0)	17.6	25.7	9.4	6.4
周转率					
存货周转天数	41.7	31.3	30.8	31.4	33.0
应收帐款周转天数	2.3	1.8	2.0	1.9	2.0
应付帐款周转天数	86.7	92.0	104.4	102.4	107.3
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	32.3	29.6	29.9	29.9
净资产收益率(%)	(9.5)	12.4	2.8	17.2	20.3
资产收益率(%)	(6.8)	4.9	0.6	5.8	7.4
已运用资本收益率(%)	(11.4)	10.0	1.5	14.4	19.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

上汽集团(600104.CH/人民币 24.28, 买入)

广汽集团(601238.CH/人民币 8.68, 持有)

长春一东(600148.CH/人民币 21.30, 未有评级)

一汽富维(600742.CH/人民币 32.19, 未有评级)

富奥股份(000030.CH/人民币 9.15, 未有评级)

海马汽车(000572.CH/人民币 5.87, 未有评级)

一汽夏利(000800.CH/人民币 7.21, 未有评级)

启明信息(002232.CH/人民币 13.29, 未有评级)

以 2015 年 3 月 2 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371