

## 整体上市步伐逼近，关注两种收益类型

公司简报

### ◆投资建议:

我们强烈看好一汽集团乘用车资产整体登陆资本市场带来的两类高确定性投资收益，建议投资者特别关注。

### ◆推荐逻辑:

大势所趋，我们看好集团层面消除同业竞争所带来重大投资机遇。一汽集团整合旗下乘用车生产资源、避免同业竞争、统一借助资本市场平台实现集团整体销量和业绩提升，将是不可逆转的趋势，我们对这一可预期事件带来的重大投资机遇保持相当乐观态度，建议投资者特别关注。

把握两大阶段投资收益的性质，近期主题投资收益显著，中长期期待对价溢价收益。我们认为，投资一汽轿车的收益将主要来自两个方面，具体为：

(1) 中短期内，市场预期逐渐提升带来的主题投资收益。近期中纪委巡视组对一汽集团核查催化引发的主题收益已达 25% 以上，预计后期一汽集团层面的变革信息仍将带来可观的主题收益空间。(2) 待整体上市方案落实之后，股权对价的溢价收益。根据历史经验，吸收合并整体上市等方式将为已上市公司股东带来 20% 以上的换股对价收益（当然，一汽本次的具体方案有待公司进一步公布，这一预判是我们根据历史类似案例做出的大概率判断，供参考）。

2014 年自主品牌业绩低预期，主要源于费用高企和马自达品牌力持续偏弱，预计 2015 年一汽轿车整体销售平稳增长。2014 年自主品牌预计销售 18 万辆，显著好于往年水平，但业绩却出现单季度亏损，主要影响因素来自于新车上市导致的费用提升。马自达品牌力较弱，导致单车价格出现较大幅度下滑。我们预计 2015 年一汽轿车整体销售较 14 年平稳提升，其中主要贡献因素将来自于奔腾系列车型。

◆盈利预测：预计 2014-16 年公司每股收益分别为 0.32、0.71、0.96 元，一汽轿车是我们在 2015 年强烈看好的高确定性、预期绝对收益较高的投资标的之一，目标价 22 元，首次覆盖给予买入评级。

◆风险提示：一汽集团整体上市出现超预期推迟；奔腾及马自达等销售出现大幅度下滑。

### 业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	23,385	29,675	34,353	37,342	39,785
营业收入增长率	-28.38%	26.90%	15.76%	8.70%	6.54%
净利润(百万元)	-756	1,007	528	1,172	1,571
净利润增长率	-448.87%	-233.13%	-47.55%	121.81%	34.11%
EPS(元)	-0.46	0.61	0.32	0.71	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	-9.94%	11.70%	5.65%	11.13%	12.99%
P/E	-35	26	50	23	17
P/B	3	3	3	3	2

### 买入(首次)

当前价/目标价：15.96/22.00 元

目标期限：6 个月

### 分析师

王浩(执业证书编号：S0930514090001)

021-22169108

[wanghao1@ebsecn.com](mailto:wanghao1@ebsecn.com)

### 联系人

刘洋

021-22169156

[liuyang82@ebsecn.com](mailto:liuyang82@ebsecn.com)

### 市场数据

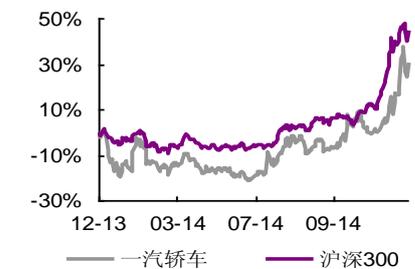
总股本(亿股)：16.28

总市值(亿元)：262.68

一年最低/最高(元)：9.32/16.80

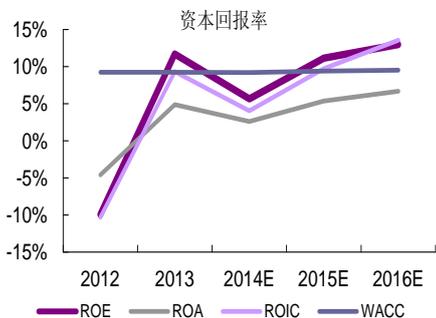
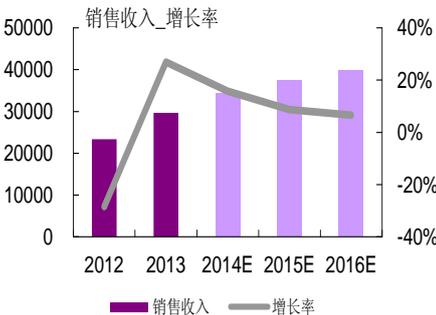
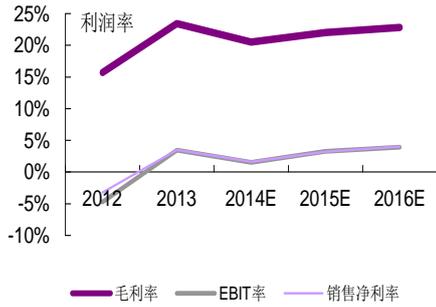
近 3 月换手率：129.12%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.52	4.39	-14.61
绝对	21.09	4.77	34.99



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>23,385</b>	<b>29,675</b>	<b>34,353</b>	<b>37,342</b>	<b>39,785</b>
营业成本	19,707	22,718	27,310	29,127	30,714
折旧和摊销	876	832	975	1,020	1,050
营业税费	1,040	1,432	1,512	1,606	1,711
销售费用	2,295	2,898	3,298	3,510	3,740
管理费用	1 3 9	1 600	1,683	1,867	2,069
财务费用	39	89	79	56	-39
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	172	201	180	220	230
<b>营业利润</b>	<b>-981</b>	<b>1,132</b>	<b>624</b>	<b>1,372</b>	<b>1,834</b>
<b>利润总额</b>	<b>-959</b>	<b>1,154</b>	<b>647</b>	<b>1,402</b>	<b>1,869</b>
少数股东损益	4	26	22	20	17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-756.47</b>	<b>1,007.09</b>	<b>528.22</b>	<b>1,171.65</b>	<b>1,571.34</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>16,331</b>	<b>21,086</b>	<b>21,085</b>	<b>22,210</b>	<b>23,751</b>
流动资产	8,842	11,420	12,088	13,712	15,979
货币资金	1,371	1,285	1,718	1,867	3,284
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	88	80	102	117	116
应收票据	3,617	6,909	6,277	7,097	8,031
其他应收款	18	105	87	85	110
存货	2,458	2,62	2 970	3,418	3,511
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	978	1,071	1,089	1,111	1,134
固定资产	3,379	5,816	5,826	5,504	4,949
无形资产	1,013	1,090	1,036	984	935
<b>总负债</b>	<b>8,657</b>	<b>12,387</b>	<b>11,618</b>	<b>11,551</b>	<b>11,503</b>
无息负债	6,657	10,387	9,014	10,533	11,503
有息负债	2,000	2,000	2 6 4	1 018	0
<b>股东权益</b>	<b>7,673</b>	<b>8,700</b>	<b>9,467</b>	<b>10,659</b>	<b>12,248</b>
股本	1,628	1,628	1,642	1,642	1,642
公积金	3,487	3,481	3,714	3,714	3,714
未分配利润	2,492	3,499	3,997	5,168	6,740
少数股东权益	66	92	114	135	152

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,510</b>	<b>1,394</b>	<b>-19</b>	<b>2,075</b>	<b>2 4 4</b>
净利润	-756	1,007	528	1,172	1,571
折旧摊销	876	832	975	1,020	1,050
净营运资金增加	-1,705	-655	1,877	124	27
其他	3,094	210	-3,400	-241	-184
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-2,462</b>	<b>-1,382</b>	<b>-327</b>	<b>-302</b>	<b>-93</b>
净资本支出	-2,578	-1,413	-513	-500	-300
长期投资变化	978	1,071	-18	-22	-23
其他资产变化	-862	-1,04	2 4	2 0	230
<b>融资活动现金流</b>	<b>520</b>	<b>-97</b>	<b>779</b>	<b>-1,623</b>	<b>-954</b>
股本变化	0	0	14	0	0
债务净变化	500	0	604	-1,587	-1,018
无息负债变化	294	3,729	-1,373	1,519	970
<b>净现金流</b>	<b>-433</b>	<b>-86</b>	<b>433</b>	<b>149</b>	<b>1,417</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-28.38%	26.90%	15.76%	8.70%	6.54%
净利润增长率	-448.87%	-233.13%	-47.55%	121.81%	34.11%
EBITDA/EBITDA 增长率	-125.53%	-878.81%	-19.08%	48.67%	17.36%
EBIT/EBIT 增长率	-1913.44%	-191.62%	-48.73%	130.87%	29.52%
<b>估值指标</b>					
PE	-35	26	50	23	17
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	-114	15	19	12	9
EV/EBIT	-24	27	54	22	16
EV/NOPLAT	-31	30	63	26	18
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	15.73%	23.44%	20.50%	22.00%	22.80%
EBITDA 率	-1.02%	6.24%	4.36%	5.97%	6.57%
EBIT 率	-4.76%	3.44%	1.52%	3.24%	3.93%
税前净利润率	-4.10%	3.89%	1.88%	3.76%	4.70%
税后净利润率 (归属母公司)	-3.23%	3.39%	1.54%	3.14%	3.95%
ROA	-4.61%	4.90%	2.61%	5.37%	6.69%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-9.94%	11.70%	5.65%	11.13%	12.99%
经营性 ROIC	-10.31%	9.32%	4.05%	9.72%	13.55%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.08	0.96	1.09	1.25	1.47
速动比率	0.78	0.74	0.83	0.94	1.15
归属母公司权益/有息债务	3.80	4.30	3.59	10.34	-
有形资产/有息债务	7.37	9.75	7.69	20.84	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	-0.46	0.61	0.32	0.71	0.96
每股红利	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.92	0.85	-0.01	1.26	1.50
每股自由现金流(FCFF)	-0.47	0.60	-0.58	0.88	1.24
每股净资产	4.63	5.24	5.70	6.41	7.37
每股销售收入	14.25	18.08	20.93	22.75	24.24

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com