

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年04月17日

**分析师**

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040

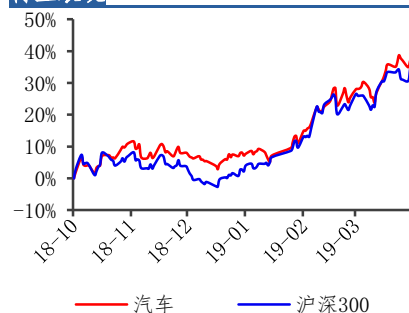
☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

**行业表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;新一轮刺激政策到来前的复盘与思考&gt;&gt;

2019-01-13

&lt;&lt;汽车智能网联化蓄势待发&gt;&gt; 2018-01-23

&lt;&lt;汽车零部件国产化趋势下的投资机会&gt;&gt;

2017-11-20

# 汽车行业混改加速，相关标的有望迎来投资机遇

——汽车行业混改专题报告

**重点推荐公司盈利预测**

股票名称	EPS			PE		
	18E	19E	20E	18E	19E	20E
一汽富维	0.97	1.24	1.55	10.83	11.54	9.23
中国汽研	0.42	0.51	0.61	18.30	17.78	14.88
凌云股份	0.65	0.76	0.97	18.43	14.88	11.69
东风科技	0.47	0.51	0.57	15.43	32.78	29.33
长安汽车	0.15	0.33	0.92	65.09	29.24	10.30
东风汽车	0.28	0.22	0.26	13.00	31.47	26.70

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 混改新周期有望加速推进：**在当前时点，“双百行动”入围企业改革方案均已完成上报，改革行动已经启动，加之今年两会提出进一步推进混改以及将推出第四批混改试点，二者的合力将使混改向更大范围、更深层次发展，2013年开启的混改新周期有望逐步深化。2013年十八届三中全会上确立将发展混合所有制经济作为国企改革的新方向，在社会上引起较大反响，新一轮国企改革开始被加速推进。2014年国资委正式发布“四项改革”试点方案。2015年国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，鼓励非公有资本参与国企混改。2016年国资委出台第一批央企混改“6+1”名单，央企混改开始提速。2017年十九大报告强调深化国有企业。2018年8月公布“双百行动”名单，最终共计404家企业入围，包括224家中央企业及180家地方国企，在以往混改的基础上进一步扩围，深入推进综合改革，将打造一批国企改革尖兵。央企混改正在加速进行中，较多以上市公司为主体进行推进，同时积极参股民企：中央企业及其子企业混改比例已达到70%；截止2018年末，中央企业吸引的各类社会资本占整体所有者权益的36%；在混改的实践形式上，上市公司是非常典型的混合所有制，很多地方推进混合所有制改革都是以上市公司为主体来推进；与此同时，中央企业积极参股民营企业，目前对外参股的混合所有制企业超过5000户。
- 混改有望激发企业活力，提升企业竞争力：**混合所有制的形式，可将单一的国有企业制度的经济模式发展成为以公有制经济为主体、多种所有制经济互相并存共同发展的格局，从而实现多种经济成分之间互相渗透、达到股权多元化。混改的作用主要体现在：①拓宽国有企业融资渠道，利于国有经济与非公经济实现双赢。②有利于提升国有企业的可持续发展能力及运营效率。③有利于打破不同所有制之间的界限，进行不同所有制之间的

资产联合。④充分调动员工主观能动性。

- **汽车行业混改经典案例——北汽新能源：**作为北汽集团全资子公司，北汽新能源成立于 2009 年，率先进入新能源汽车领域。2016 年 3 月启动 A 轮融资，正式开启混改之路，成为北京市第一家启动混改的国企。A 轮共计融资 30 亿元，吸引 22 家非国有资本进入，持股比例 37.5%，加上原有国有股东，北汽新能源共有 26 家股东，融资后北汽新能源估值约 80 亿。2017 年北汽新能源再度启动 B 轮融资，深化国企改革，引入央属企业、京津冀企业、地方企业、新能源汽车产业链伙伴等四方面投资者，共 14 家出资方，其中原有股东 7 家跟投，另有 7 家新进投资者（含两家员工持股平台），B 轮共计融资 111.18 亿。北汽新能源股东数量变为 33 家，其中国有及国有控股股东合计持股 67.55%，员工持股平台持股 0.41%，23 家社会资本股份合计持股 32.04%。B 轮融资完成后北汽新能源估值为 280 亿。B 轮融资的同时完成员工持股计划，96 名骨干员工认购 B 轮增资发行的 2192 万股股份，占公司总股本的 0.41%。2017 年 12 月，与上市公司前锋股份通过资产置换及定增，最终于 2018 年 9 月成功实现借壳上市，成为国内第一家 A 股上市的新能源整车企业。
- **汽车行业混改如火如荼：**汽车行业大量上市公司率先实施限制性股票或股票期权激励计划进行混改，限制性股票或股票期权激励计划是混改中相对容易实施的一种路径，是混改的突破口和催化剂，也是调动管理层积极性和进取精神的重要手段。2018 年以来汽车行业三大央企——一汽、长安、东风分别通过引入战投、股权激励、并购重组等多种方式持续推进混改。一汽集团以零部件公司为切入点，通过一汽富维“双百行动”混改、一汽夏利剥离一汽华利及一汽丰田、一汽轿车置入一汽解放并将乘用车业务置出至股东一汽股份等，积极谋划整体上市；长安汽车 2016 年已进行第一期股票期权激励计划，2019 年或将进行第二期，此外成立全资子公司长安新能源并向其划转新能源相关业务及人员，通过对新能源汽车公司、轻型车事业部、合营公司江铃控股分别引入战投计划，加速混改进度；东风汽车通过“换股”的形式以其对东风小康所持 50% 的股权置换为对小康股份的 26.01% 股权，另外东风汽车零部件对旗下 6 家零部件公司进行整合，纳入两家新设零部件公司东风汽车底盘系统有限公司与东风电驱动系统有限公司。地方国企奇瑞汽车转让旗下高端品牌观致汽车股权，宝能出资 65 亿元成功收购观致 51% 股份，宝能的入主为观致带来了大力的财务支持，同时宝能在国内建立了多个研发基地，并在美国、欧洲及日本设立技术中心，另外宝能强大的物流、金融、服务等实力也将从多个维度对观致赋能，使观致重获新生。

#### ■ 投资建议：

##### ① 一汽富维（600742.SH）：

**投资逻辑：**①公司是一汽大众核心零部件供应商，70% 收入源自一汽大众，紧跟一汽大众五大基地配套建厂，2018-2020 年开启超强产品周期，密集投放 16 款全新及换代车型（含 8 款全新 SUV），并推出全新“捷达”子品牌（含 3 款新车）切入中低端市场。②一汽大众五大战略基地于 2018 年建设完成，产能在原有 190 万辆基础上再度提升 55% 增加 105 万辆，为公司配套份额打开空间。③公司是“双百行动”汽车行业唯一央企上市公

司，一汽集团主动放弃对其控制权，对公司的管理由原来按控股子公司管理变为按参股公司管理，提升公司自主决策权，同时股权激励计划于 19 年 3 月份落地，充分调动员工积极性。

**混改方案：**一汽集团主动放弃对公司控制权，将提高公司在经营策略等方面自主决策效率及话语权，同时股权激励计划落地，公司拟向激励对象授予 2,492.00 万份股票期权，约占公司总股本的 4.91%，激励对象包括公司董事 1 人、高级管理人员 3 人及核心管理人员 158 人，共计 162 人，授予价格为 13.04 元（当前股价为 13.80 元）。公司作为传统国企，现在进行大比例大范围的股权激励必将提高公司员工的工作积极性。

### ②中国汽研（601965.SH）：

**投资逻辑：**①公司作为汽车检测龙头，当前汽车换代周期缩短，新车推出速度加快，给公司带来更大的检测研发业务量。汽车产品换代周期从之前的 6-7 年，逐步缩短至目前的 5-6 年，未来还会进一步缩短。②检测标准趋严，检验项目增加，单车检测费用提升，同时也倒逼车企加大研发加快升级。汽车强检项目个数从最初 12 个扩大到目前 193 个，排放标准国五升国六后检测项目也增多，单车检测费用相对国五提升 10%-20%。③公司的检测研发业务受益于汽车电动化和智能化大趋势，新能源汽车的迅速发展和互联网造成新势力为公司创造量的提升，同时新能源汽车单车检测费用高于传统燃油车，公司在智能网联方面布局领先于全行业，将受益于智能网联的发展。④受益于自主品牌加大研发投入和国际巨头的研发外包。自主品牌主机厂是公司主要客户，自主品牌对新车型的开发需求加大使公司直接受益，另外国际整车巨头的部分研发为降低成本在往中国本土转移，公司受益于国际巨头研发外包的大趋势。⑤公司硬件投入为长期业绩增长打下坚实基础。公司投资 5.53 亿元打造的风洞实验室将于 19 年 Q2 正式运营，预计满产后年贡献收入 1.16 亿元和利润 5260 万元，另外公司投资 5.38 亿元的智能网联汽车综合性能试验道项目也将于 2020 年投产，建成后讲拥有国内第一条 ADAS 测试专用道路，为智能汽车的开发测试保驾护航。⑥18 年国企改革，实施股权激励，加速市场化。

**混改方案：**公司 18 年上半年实施股票激励计划，向骨干人员授予 895.25 万股，占总股本比例为 0.92%，授予价格为 5.97 元/股，解锁条件以 2016 年为基础，净利润年复合增速不低于 10.00%。实施股权激励之后，公司市场化加速，技术服务业务建立专门销售团队，产业化业务新引进三位职业经理人，运营效率提升值得期待。

### ③凌云股份（600480.SH）：

**投资逻辑：**①汽车防撞系统及车身结构件逐步转向热车型及铝合金，受益于轻量化趋势。公司已与韩国吉恩斯在全国成立 7 家合资公司，切入热成型领域，另外通过德国瓦达沙夫账务铝合金轻量化核心技术。②新能源汽车电池系统产品受益于电动化趋势，公司掌握铝合金电池盒核心技术，电池盒产品 60 亿在手订单在 19 年开始逐步释放业绩。③塑料管路产品卡位精确，为德国大众认可的国六标准尼龙管路的国内唯一供应商，受益于排放标准国五升国六。即将在 2019 年开始逐步实施的国六排放标准明显更为严苛，对汽车管路系统的渗透性、析出性、密封性提出更高要求，公司尼龙管路产品技术领先，必将受益于国六排放标准的执行。④公司 17 年做了首次股票激励后，进行一系列资源整合来降本增效，利润率有提升空

间。⑤集团资产汽车门锁巨头凯毅德或注入上市公司。

**混改方案：**公司是兵器工业集团下首家（目前唯一一家）做股权激励的上市公司。凌云股份 2017 年 9 月初完成首次限制性股票激励计划，向 77 名激励对象授予 413.68 万股限制性股票，授予价格 10.44 元/股。该激励计划有效期为五年，前两年为限售期，解锁条件以 2016 年为基础，2018-2020 年扣非后归母净利润较 2016 年增长依次为 21%、33%、44%。

#### ④东风科技（600081.SH）：

**投资逻辑：**①东风集团旗下零部件业务唯一上市公司，主要配套于东风乘用车、东风商用车、东风日产启辰、东风本田等 OEM。②汽车电子业务突出，车载娱乐系统主要配套于马自达，仪表系统主要配套于 PSA，抬头显示 HUD 主要配套于 PSA、东风日产等。③传统业务：通过与延锋、安道拓合作，汽车饰件配套于东风乘用车、东风商用车、神龙汽车、东风日产、东风本田等。

**混改方案：**通过向东风汽车零部件全体股东东风有限及南方实业发行股份的方式吸收合并东风汽车零部件集团，并向不超过 10 名特定投资者募集不超过 5.00 亿元配套资金。本次吸收合并后可实现零部件集团旗下业务的整体上市，形成更具竞争力的产业集团，提升公司的核心竞争力和可持续发展能力。

#### ⑤长安汽车（000625.SZ）：

**投资逻辑：**①中国兵器装备集团旗下核心整车企业，自主品牌加速电动化及智能化，梳理最新品牌架构为凯程、欧尚、长安乘用车及中高端乘用车四大品牌，推出“香格里拉计划”电动化战略及“北斗天枢”智能化战略，在 2025 年前研发三大新能源专用平台，推出 33 款新能源产品，计划 2025 年实现 L4 级自动驾驶，2019 年推出 CS75 换代、新车轿跑 SUV CS85 Coupe、新能源汽车逸动 ET 等新车型。②福特发布“福特中国 2.0”在华发展规划，加速在华业务转型，计划未来三年内在中国市场推出超过 30 款新车型，涵盖福特和林肯两大品牌，超过 10 款为新能源车型。福特中国将继续深化与其在华合资伙伴——长安汽车和江铃汽车集团的合作。2019 年迎来福特翼虎换代及首款林肯国产化车型 MKC 上市，2020 年福特探险者、林肯 MKZ、飞行家也将进行国产化，长安福特有望迎来业绩拐点。③加速整合长安 PSA 及长安铃木。长安逸动电动版、自主 SUV CS85 由长安 PSA 空置产能代工，化解产能过剩现状；收购长安铃木的日本铃木及铃木中国共 50% 股权，对长安铃木进行资源共享，其生产基地剩余产能为自主品牌代工。

**混改方案：**2016 年已进行第一期股票期权激励计划，2019 年或将进行第二期，此外长安汽车成立全资子公司长安新能源并向其划转新能源相关业务及人员，将新能源业务从传统车业务中完全剥离出来，并拟引入战略投资者且增资股权不低于 51%；旗下轻型车事业部拟引入战投，并以其轻型车业务和资产与投资者共同新设合资公司；合营企业江铃控股拟引入战投且增资股权比例为 50%。

#### ⑥东风汽车（600006.SH）：

**投资逻辑：**①公司是东风集团旗下轻型商用车平台，拥有东风康明斯发动机、东风襄阳旅行车、东风轻型发动机等重要参控股子公司，轻卡产品线结构丰富，2018 年实现总销量 15.4 万辆，剔除郑州日产后同口径对比，

同比增长 8.7%。②国内 2018 年轻卡（含底盘）销量 10.5 万辆，同比增长 9.1%，考虑到国六排放标准于 2019 年开始逐步实施，公司在技术上的领先将为公司带来比较优势。③公司 2018 年实现新能源汽车销量 3.2 万辆，同比增长 9.4%。公司新能源汽车产品结构布局合理，覆盖乘用车、轻卡、客车等，在新能源趋势下有望受益。

**混改方案：**东风汽车集团有限公司通过与小康股份进行“换股”，以其对东风小康所持 50%的股权置换为对小康股份的 26.01%股权，“换股”后东风汽车集团不再持有东风小康任何股权，同时成为小康股份的第二大股东。通过此次混改东风汽车集团将东风小康的业务从东风集团的体制化束缚中剥离出来，使其成为民营企业小康股份的全资子公司，同时实现对民营企业小康股份的参股。另外东风汽车零部件对旗下 6 家零部件公司进行整合，纳入两家新成立的零部件公司东风汽车底盘系统有限公司与东风电驱动系统有限公司，通过系统化、模块化的改革重组进一步发挥东风在零部件行业的优势。

- **风险提示：**①混改进度不及预期；②宏观经济下滑加速风险；③国内汽车市场低迷；④政策风险的影响。

## 目录

1. 混改新周期有望加速推进 .....	8
2. 混改有望激发企业活力，提升企业竞争力 .....	11
3. 汽车行业混改经典案例——北汽新能源 .....	12
4. 汽车行业混改如火如荼 .....	14
4.1 大量上市公司已率先实施股票或股权激励计划 .....	14
4.2 一汽集团——零部件先行，谋划整体上市 .....	17
4.3 长安汽车——新能源业务重组，引入战投 .....	20
4.4 东风汽车——以“换股”实现混改，零部件公司整合 .....	20
4.5 奇瑞汽车——转让高端品牌观致股权，宝能入主 .....	21
5. 投资建议 .....	22
6. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 全国国有企业负债总额及资产负债率 .....	11
图 2: 北汽新能源历年销量 .....	14
图 3: 东风小康股权结构变更 .....	21
表 1: “双百行动”汽车行业入围公司 .....	9
表 2: “双百行动”上市公司名单 .....	9
表 3: 混合所有制改革的基本路径 .....	10
表 4: 国企整车厂员工持股案例 .....	14
表 5: 中国汽研限制性股票授予时的业绩条件及实际完成情况 .....	15
表 6: 中国汽研激励计划的解除限售业绩条件 .....	15
表 7: 中国汽研解除限售安排及比例 .....	16
表 8: 凌云股份限制性股票解锁时间安排和解锁条件 .....	17
表 9: 一汽富维公司董事会成员变更情况 .....	17
表 10: 一汽富维股权激励行权业绩考核目标 .....	18

# 1. 混改新周期有望加速推进

## ■ 2013年开启的混改新周期有望逐步深化。

2013年，在党的十八届三中全会上确立将发展混合所有制经济作为国企改革的新方向，在社会上引起较大反响。先后有多家央企宣布启动混合所有制试点，多个地方国资委亦纷纷出台混合所有制改革的路线图，新一轮国企改革开始被加速推进。

在当前时点，“双百行动”入围企业改革方案均已完成上报，改革行动已经启动，加之今年两会提出进一步推进混改以及将推出第四批混改试点，二者的合力将使混改向更大范围、更深层次发展，2013年开启的混改新周期有望逐步深化。

2014年，国务院国资委正式发布“四项改革”试点方案。2015年国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，鼓励非公有资本参与国企混改。2016年国务院国资委启动《中国国有企业“十项改革试点”落实计划》，同年出台第一批央企混改“6+1”名单（包括东方航空集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建集团、中国船舶集团及浙江省国资委），混改细则得到落实，央企混改开始提速。2016年年底的中央经济工作会议确定重点在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域推进混改试点示范。2017年十九大报告强调，“深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业”，为我国国有企业的深化改革进一步指明了方向和路径。

## ■ 2018年发布“双百行动”，进一步推进混改

2018年3月，国务院国资委发布《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》，国务院国有企业改革领导小组办公室决定选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业，在2018年-2020年期间实施“国有企业改革双百行动”（简称“双百行动”）。此次改革将在以往混改的基础上进一步扩围，如同一家企业同步推进职业经理人试点、董事会职权试点等。将深入推进综合改革，聚焦重点难点，补齐改革短板，打造一批治理结构科学完善、经营机制灵活高效、党的领导坚强有力、创新能力和市场竞争力显著提升的国企改革尖兵，充分发挥典型引领示范带动作用。

### “双百企业”遴选标准：

一是有较强代表性。推荐企业主营业务突出，资产具有一定规模，在行业发展中具有较强影响力，原则上应当是利润中心，而非成本费用中心。二是有较大发展潜力。推荐企业可以是深化改革与经营发展形势较好的核心骨干企业，可以是面临激烈竞争、亟须通过改革提高效率、提升核心竞争力的企业，也可以是暂时处于困难阶段，但有计划、有信心通过改革实现脱困发展的企业。三是有较强改革意愿。推荐企业主要负责人及业务部门能充分理解掌握国企改革精神，能敢为人先、勇于探索、攻坚克难，能在改革重点领域和关键环节率先取得突破。

### 确定名单及改革要求：

2018年8月，国务院国资委下发《国企改革“双百行动”工作方案》，“双百行动”入围的企业名单全部确定，最终共计404家企业入围，包括224家中央企业及180家地方国企。国资委要求入选企业于2018年9月底前上报各自综合改革方案。纳入国企改革“双百行动”名单的企业有三个特点：一是上市公司，试点内容主要集中在混改、员工持股等；二是此前做得较好的试点企业，比如“十项改革试点”等企业也进入双百行动名单，从此前的单项试点转向“一企一策”制定综合改革试点；三是经营困难企业，这类企业



的试点主要集中在如何摆脱困境解决历史遗留问题。国资委要求入围“双百行动”的企业要实现“五大突破、一个坚持”，即在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励机制以及历史遗留问题方面实现突破，同时要坚持党的领导。

**表 1: “双百行动”汽车行业入围公司**

中央企业子企业		地方国有骨干企业
中国第一汽车集团公司	长春一汽富维汽车零部件股份有限公司	广州汽车集团股份有限公司
	一汽吉林汽车有限公司	江铃汽车集团公司
东风汽车集团有限公司	东风特种汽车有限公司	华晨汽车集团控股有限公司

资料来源：国务院国有企业改革领导小组办公室，长城证券研究所

**表 2: “双百行动”上市公司名单**

直接入选			其实控人入选		其子公司入选
一汽富维	东阿阿胶	云赛智联	江铃汽车	江苏国信	中国一重
广汽集团	岳阳林纸	东方创业	卫士通	金陵饭店	东方电气
中航机电	中钢国际	老凤祥	国电南瑞	江西铜业	东方航空
中航电子	钢研高纳	华泰证券	长江电力	山东黄金	南方航空
中海油服	沈阳化工	徐工机械	湖北能源	安阳钢铁	中国中冶
新能泰山	兰太实业	长城军工	上海贝岭	广电运通	中国建筑
石化机械	北新建材	福日电子	北方股份	锡业股份	招商公路
上海电力	中材国际	鲁信创投	光迅科技	厦门象屿	中国国旅
长江电力	中牧实业	兖州煤业	烽火通信	厦门国贸	中煤能源
中国长城	中新药业	郑煤机	长江通信	厦门港务	中国化学
华电重工	中广核技	中原环保	理工光科	青岛双星	中国中车
中工国际	易华录	北部湾港	经纬纺机	特发信息	中国中铁
中储股份	冀东水泥	海汽集团	首钢钢铁	津滨发展	中国铁建
宝钢股份	北方华创	海南橡胶	阳泉煤业	柳工	中国交建
中化股份	厦工股份	云天化	包钢股份		新兴铸管
中钨高新	秦港股份	西部黄金	凌钢股份	杭钢股份	中国电建
五矿发展	山西汾酒	冠农股份	沈阳机床	万华化学	中国核建
招商证券	龙建股份		吉林化纤	陕天然气	葛洲坝

资料来源：选股宝，长城证券研究所

## ■ 2019 年两会提出进一步推进混改

混合所有制改革是中央既定方针，改革的决心不会动摇。2018 年中央企业新增混合所有制 1003 户，地方国有企业新增 1877 户。继 2018 年政府工作报告提出积极稳妥推进混合所有制改革后，2019 年两会上国务院国资委就混改再次做出重要表态：根据中央经济工作会议与《政府工作报告》中提出的总体要求，2019 年要加大分类推进混合所有制改革，推进混改的企业范围将包括：商业一类国有企业、国有资本投资运营公司、10 家“创建世界一流示范企业”、“双百行动”改革试点企业，在加大国企混改力度方面，2019 年将扩大重点领域的混合所有制改革，在重点领域将推出第四批 100 多家混改试点企业。目前第四批混合所有制改革试点企业名单已经初步确定，将超过 100 户。

央企混改正在加速进行中，较多以上市公司为主体进行推进，同时积极参股民企。根据国资委公布数据：

- 目前中央企业及其子企业混改，按照户数的比例已达到 70%；
- 截止 2018 年末，中央企业所有者权益总计 19.9 万亿，其中国有资本共计 12.7 万亿，吸引的各类社会资本共计 7.2 万亿，占整体所有者权益的 36%；
- 在混改的实践形式上，上市公司是非常典型的混合所有制，很多地方推进混合所有制改革都是以上市公司为主体来推进，截止目前中央企业总资产的 65%、营业收入的 61%、利润的 88%来自于上市公司，大部分优质资产在上市公司；
- 与此同时，中央企业在引入各类社会资本参与混改的同时，也在积极地参与各类企业，或者是参股民营企业，据统计，目前对外参股的混合所有制企业超过 5000 户。

**表 3: 混合所有制改革的基本路径**

路径	方法	特点
整体上市	整体上市是企业资产证券化的过程，使企业资产得以在证券市场上进行交易，因此可以成为混合所有制改革的重要途径。	基本模式主要有 5 种： ① 母公司整体上市模式 ② 资产一次性整体上市模式 ③ 主业资产整体上市模式 ④ 多元业务分别上市模式 ⑤ 借壳整体上市模式
民营企业参股	民营企业通过购买国有企业部分或全部资产，成为国有企业的所有者或者股东，参与国有企业重组。	民营企业之所以愿意参股国有企业，是因为国有企业有着很多独特的优势，民营企业通过与国有企业的融合发展，能够利用这些优势，从而弥补自身发展中面临的短板，发挥协同效应，同时国企可将民企的资金、管理等资源进行整合并纳入。
国有企业并购	国有企业作为主并方，主动并购民营企业，并通过增资换股、联合重组、合作上市等方式保留民营资本一定比例的股权，从而实现产权的多元化。	通过国有企业并购实现产权多元化这种模式，过去被广泛应用于国有企业子公司层面的改革。
员工持股	员工持股是现代公司制企业以公司股权为利益载体，借助企业价值追求与员工个人利益协调互动的机制，谋求极大地激发员工的主动性和创造力的一种全新的激励方式。	将企业部分股权转让到员工手中，在企业 and 员工之间结成一种产权纽带关系，形成包括国家股、法人股、其他社会公众股和员工持股的多元股权结构。员工持股已经被西方国家实践证明是行之有效的激励方式，国有大型企业的管理层持股也是混合所有制改革的大势所趋。

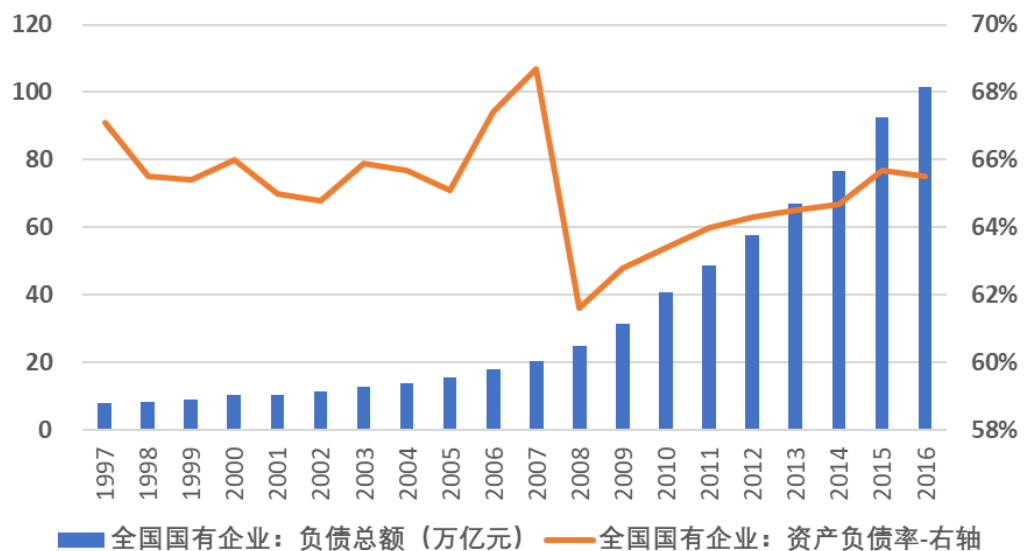
资料来源：邱霞，《混合所有制改革的路径分析》[J]. 西部论坛. 2015 年 3 月，长城证券研究所

## 2. 混改有望激发企业活力，提升企业竞争力

混合所有制的形式，可将单一的国有企业制度的经济模式发展成为以公有制经济为主体、多种所有制经济互相并存共同发展的格局，从而实现多种经济成分之间互相渗透、达到股权多元化。国有企业具备资金实力等方面的优势，但在其追求公平的背景下在效率方面也存在一定的短板，如企业的融资渠道、员工的工作积极性等。

我国国有企业主要布局于关系国家安全及国民经济命脉的重要行业领域，普遍资金需求大，财政部统计数据显示，其资产负债率平均达 60% 以上，而部分民营企业却处于有钱无处投的局面，因此对拓宽投融资渠道的需求明确。2013 年十八届三中全会提出，将发展混合所有制作为深化国企改革的重要突破口。中央明确提出，国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式，有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。

图 1: 全国国有企业负债总额及资产负债率



资料来源: Wind, 财政部, 长城证券研究所

混合所有制改革的作用主要体现为以下几点:

- **拓宽国有企业融资渠道，利于国有经济与非公经济实现双赢。**对于国有企业来说，有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力，国有经济可将更多的社会资本引入到国有企业，以国有资本为主导带动更多的社会资本共同发展，广泛、迅速筹集资金，扩大生产经营规模或发展新产业，从而起到“四两拨千斤”的作用。对于民营企业来说，将获得更多投资机会，得以进入某些垄断行业，如电力、石油石化、电信、航空、军工是混合所有制改革的重点领域，这些领域以前正是许多民营企业难以进入、被视为垄断的行业，从这个角度来看混改给民营企业提供了更多发展机会。混合所有制可以有效解决一部分资金因缺少投资领域而闲置、同时又有许多企业急需大量资金的双方痛点，通过股份化，可以打破地区、行业及部门等的限制，将分散的资金集中到能够有效运用的主体上，使那些有发展前途的企业得到充足的资金，有利于合理配置社会资源，优化经济结构，迅速发展社会生产。混合所有制

改革将促进国有经济与非公经济的相互融合与有机统一，使得双方优势资源互补，最终实现双赢。

- **有利于提升国有企业的可持续发展能力及运营效率。** 由于之前国有企业是国有经济利益的唯一载体，政府是国有企业的唯一投资主体，因此政府对国有企业日常运营的干预便无法避免，而企业内部又不存在其他经济主体与国有经济主体互相制衡，因此造成国有企业在运营过程中所出现的政企不分、机制僵化、效率低下等弊端，一直以来饱受诟病。混合所有制经济体制为实现政企分开创造了产权条件，这是由于在混合所有制下，政府作为出资者之一，只能按照公司章程行使权利，不能从外部任意支配或左右企业，从而有效地限制政府机构对企业的干预，同时非国有经济出资方同样也是企业经营的参与者，势必也将关注企业的长期发展，通过参与到企业的运营决策并提供经验与资源实现与企业的共同发展。混合所有制经济通过非公经济的引入可将国企的治理结构进行有效优化，健全激励约束机制，对国有企业提高可持续发展能力及长期竞争力无疑将起到促进作用，从而提高国企的运营效率。
- **有利于打破不同所有制之间的界限，进行不同所有制之间的资产联合。** 各类企业可以通过互相参股、合并、改组，组建股份公司，提高规模经济效益，增强企业竞争力，培育具有全球竞争力的世界一流企业。在多种所有制并存条件下，它是各种所有制互相渗透，在较大范围组织紧密型经济联合的重要途径。这是任何所有制或经营形式所不具备的功能，也是混合所有制重要的积极作用。
- **充分调动员工主观能动性。** 混合所有制改革的主要途径之一为员工持股。通过员工持股，实现核心员工与公司形成利益共同体，促进公司与员工共同成长，利于激励并留住企业内部核心优秀人才，形成一种有效的长期激励机制，将充分调动员工的主观能动性，进一步提升公司运营活力

### 3. 汽车行业混改经典案例——北汽新能源

北京新能源汽车股份有限公司（简称“北汽新能源”）是北汽集团的全资子公司，成立于2009年，在被称为中国新能源汽车“元年”2014年的前5年便率先进入新能源汽车领域，是北汽集团旗下负责新能源汽车产销的主要平台。在混改方面，北汽新能源是国内首家进行混改、首批践行国有企业员工持股的新能源汽车企业。

#### （1）混改过程

##### ■ A轮融资30亿，估值80亿

2016年3月北汽新能源启动增资扩股工作实施A轮融资，正式开启混改之路，成为北京市第一家启动混改的国企。A轮共计融资30亿元，吸引22家非国有资本进入，持股比例37.5%，加上原有国有股东，北汽新能源共有26家股东，融资后北汽新能源估值约80亿。

##### ■ B轮融资逾110亿，估值280亿

2017年北汽新能源再度启动B轮融资，深化国企改革，引入央属企业、京津冀企业、地方企业、新能源汽车产业链伙伴等四方面投资者，包括中国信达、中冀投资、星网工业

园、国轩投资等 14 家出资方，其中原有股东 7 家跟投，另有 7 家新进投资者（含两家员工持股平台），B 轮共计融资 111.18 亿。北汽新能源股东数量变为 33 家，其中国有及国有控股股东合计持股 67.55%，员工持股平台持股 0.41%，23 家社会资本股份合计持股 32.04%。B 轮融资完成后北汽新能源估值为 280 亿，较 A 轮涨了三倍多。北汽新能源成为一家国有控股的混合所有制公司，其控股股东北汽集团及其关联方合计持有公司 41.19% 股份。

#### ■ 员工持股计划：激发核心员工积极性

北汽新能源作为北京市属国有控股混合所有制企业员工持股试点之一，员工持股计划与 B 轮融资同步进行，于 2017 年 7 月正式完成。共计 96 名管理、技术、营销和专业方面的骨干员工，通过两个有限合伙公司作为持股平台，与外部投资者同期同股同价，认购 B 轮增资发行的 2192 万股股份，占公司总股本的 0.41%，同时公司表示 96 名已经入股的员工只是第一批，公司预留了相应股份为将来新加入北汽新能源的高端人才提供有竞争力的股权激励体系。员工持股计划将有效激发公司管理层及核心员工的工作积极性，同时促使北汽新能源的混改再进一步。

#### ■ 借壳成功上市，国内新能源整车第一股

由于北汽新能源 2015 年亏损，2016 年开始盈利，根据证监会 IPO 相关规则若实现 A 股上市最快要等到 2019 年，考虑到市场竞争日趋激烈、新能源补贴政策退坡等因素，北汽新能源需加快上市步伐，因此采取了借壳上市的方式，最终通过由 S\*ST 前锋收购北汽新能源相关资产于 2019 年 9 月成功借壳上市。

2017 年 12 月，上市公司北京前锋电子股份有限公司发布公告，其控股股东国有股权无偿划转至北汽集团，北汽集团成为前锋电子控股股东。2018 年 6 月，S\*ST 前锋发布公告，前锋股份以截至 2017 年 10 月 31 日拥有的全部资产和负债作为置出资产，与北汽集团截至 2017 年 10 月 31 日持有的北汽新能源股份中的等值部分进行置换。北汽新能源 100% 股权交易作价 288.5 亿元，S\*ST 前锋置出资产作价 1.87 亿元，差价部分 286.6 亿元由 S\*ST 前锋通过向北汽集团及其他北汽新能源股东发行股份进行购买，同时 S\*ST 前锋向不超过 10 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集不超过 20 亿元配套资金。2018 年 7 月北汽新能源 100% 股权全部过户至前锋股份，前锋股份也已完成对北汽集团的置出资产交付义务。2018 年 8 月，“北京前锋电子股份有限公司”变更为“北汽蓝谷新能源科技股份有限公司”。2018 年 9 月 27 日，北汽新能源 A 股正式宣布挂牌，成为国内第一家 A 股上市的新能源整车企业。

### (2) 混改成效

#### ■ 与国轩高科强强联合，促进产业链整合

A 轮融资中，新能源汽车动力电池巨头国轩高科全资子公司合肥国轩以自有资金 3.072 亿元认购北汽新能源新增股份，增资完成后合肥国轩持有北汽新能源 1.2 亿股。B 轮融资中，合肥国轩联合北京弘卓资本投资 10.6 亿元，增资完成后持有北汽新能源 2 亿股。

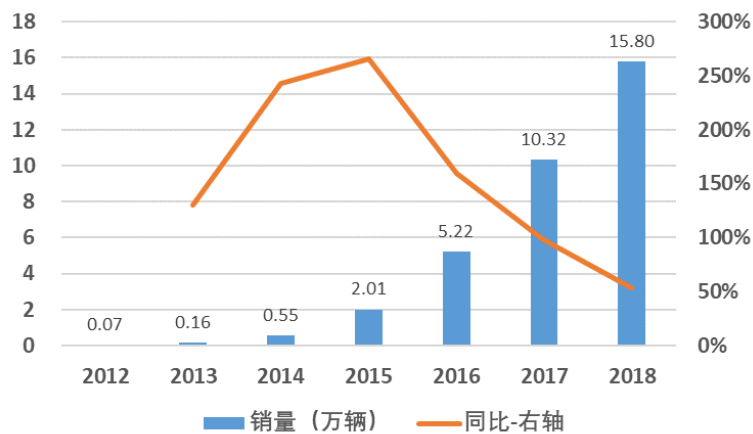
国轩高科是一家拥有新能源动力锂电池以及输配电设备两大业务的上市公司，在新能源汽车动力电池方面进行深度材料布局，经验丰富。早在 2015 年，国轩高科与北汽新能源在产品、运营、产业、资本等多领域便已展开深度合作，双方签订战略合作协议。2016 年 11 月国轩高科青岛基地一期投产，其生产的新型锂电池配套北汽新能源 EC180，促使“国民车”成为 2017 年度最畅销的新能源乘用车之一。

北汽新能源通过借壳上市成为纯电动汽车第一股,通过与锂电池行业第一股国轩高科在资本方面的强强联合,极大促进了双方在产业链整合和生态系统建设方面的合作。

### ■ 产品转型, 发展高端品牌

作为中国新能源汽车行业的龙头企业,北汽新能源是国内首家年产销超过 10 万辆的纯电动车企,并于 2017 年实现 10.32 万辆纯电动车销量,市占率达 23%,超越特斯拉成为全球纯电动汽车市场的年度销量冠军。2018 年销量 15.8 万辆,同比增长 53.1%,2012-2018 年销量年复合增速达 144.8%。

图 2: 北汽新能源历年销量



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

北汽新能源成功上市后在资金渠道、品牌影响力等方面均获得质的提升。2019 年一季度销量 2.5 万辆,同比增长 20.46%,销量仍保持增长。随着 2019 年新能源补贴的退坡,尤其是取消低续航里程的补贴,北汽新能源开始转型升级,开启品牌向上战略。2019 年 1 月,北汽新能源发布新车——紧凑型纯电动 SUV EX5,搭载 62 kWh 三元锂动力电池组,综合续航里程达 415 km; 高端品牌 ARCFOX 全新车型在 2019 年 3 月日内瓦国际车展发布,其量产版将实现 L3 自动驾驶。

## 4. 汽车行业混改如火如荼

汽车行业大量上市公司率先实施限制性股票或股票期权激励计划进行混改; 2018 年以来汽车行业三大央企——一汽、长安、东风分别通过引入战投、并购重组、股权激励等多种方式持续推进混改; 地方国企奇瑞汽车的旗下高端品牌观致通过引入宝能系入股而重获新生。

### 4.1 大量上市公司已率先实施股票或股权激励计划

近年来,汽车行业中的央企、地方国企等通过限制性股票或股票期权激励计划进一步打开了企业的成长空间,限制性股票或股票期权激励计划是混改中相对容易实施的一种路径,是混改的突破口和催化剂,也是调动管理层积极性和进取精神的重要手段。

表 4: 国企整车厂员工持股案例

公告时间	公司	方案	公告后一年股价变动情况
2014年9月19日	广汽集团	股票期权激励计划, 13位董事和高管及607位核心员工, 共获授股票期权6434.86万份, 占总股本的1.00%	+127.8%
2015年11月9日	上汽集团	员工持股计划, 有2321名员工参与, 认购金额不超过116745万份	+28.2%
2016年8月12日	长安汽车	股票期权激励计划, 203位公司董事、高管、核心技术和管理人员, 共获授期权2927.5万份, 约占总股本的0.628%	-9.2%
2016年8月30日	江淮汽车	股票期权激励计划, 354位公司管理骨干及技术业务骨干, 共获授股票期权1885.20万份, 约占总股本的1%	-13.4%
2016年10月10日	安凯客车	股票期权激励计划, 152位公司管理骨干及技术业务骨干, 共获授股票期权694.68万份, 约占总股本的1%	+80.5%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

以具有代表性的广汽集团、上汽集团为例, 在进行混改之后其股价及盈利能力均有所改善。广汽集团在2014年9月19日公告并实施股票期权激励计划一年后, 股价上涨127.8%, 2014、2015、2016年毛利率分别为15.27%、15.64%、19.95%。上汽集团在2015年11月9日公告员工持股计划, 并于2017年1月21日实施, 实施日一年后的股价上涨37.5%, 2016、2017、2018前三季度的年毛利率分别为12.87%、13.47%、13.37%。

汽车检测龙头中国汽研(601965.SH)、兵器工业集团旗下零部件龙头凌云股份(600480.SH)等公司也都通过限制性股票进行混改。

## ■ 中国汽研

中国汽研于2017年12月发布第一期限限制性股票激励计划, 授予业绩条件为公司授予激励对象限制性股票前一财务年度扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于7.19%、归属于上市公司股东的净利润增长率不低于2.42%及主营业务收入占比不低于90%, 于2018年3月完成授予登记: 向激励对象共计授予895.25万股股票, 约占公司总股本的0.93%, 限制性股票的授予价格为5.97元/股, 激励对象总人数为137人, 包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员及子公司高级管理人员和核心骨干。股权激励计划有效期为5年, 限售期为授予完成登记之日起24个月内, 解除限售安排为本次股权激励计划授予的限制性股票自激励对象获授限制性股票授予完成登记之日起满24个月后, 激励对象在未来36个月内分3期解除限售。

**表 5: 中国汽研限制性股票授予时的业绩条件及实际完成情况**

	授予条件	2016年实际数据
扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率	不低于7.19%	7.19%
扣非后归属于上市公司股东的净利润增长率	不低于2.42%	2.42%
主营业务收入占比	不低于90%	98.97%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

**表 6: 中国汽研激励计划的解除限售业绩条件**

解除限售期	考核指标
第一个解除限售期	(1) 解除限售日前一财务年度净资产收益率不低于 8.00%；(2) 以 2016 年为基础，解除限售日前一个财务年度净利润复合增长率不低于 10.00%；(3) 解除限售日前一个财务年度 EVA (经济增加值) 达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于 0；(4) 解除限售日前一个财务年度主营业务收入占比不低于 98%。上述 (1)、(2) 指标均不低于公司近三年平均水平、公司上一年度实际水平以及对标企业 75 分位水平。
第二个解除限售期	(1) 解除限售日前一财务年度净资产收益率不低于 8.50%；(2) 以 2016 年为基础，解除限售日前一个财务年度净利润复合增长率不低于 10.00%；(3) 解除限售日前一个财务年度 EVA (经济增加值) 达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于 0；(4) 解除限售日前一个财务年度主营业务收入占比不低于 98%。上述 (1)、(2) 指标均不低于公司近三年平均水平、公司上一年度实际水平以及对标企业 75 分位水平。
第三个解除限售期	(1) 解除限售日前一财务年度净资产收益率不低于 9.00%；(2) 以 2016 年为基础，解除限售日前一个财务年度净利润复合增长率不低于 10.00%；(3) 解除限售日前一个财务年度 EVA (经济增加值) 达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于 0；(4) 解除限售日前一个财务年度主营业务收入占比不低于 98%。上述 (1)、(2) 指标均不低于公司近三年平均水平、公司上一年度实际水平以及对标企业 75 分位水平。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

**表 7：中国汽研解除限售安排及比例**

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占限制性股票数量的比例
第一个解除限售期	自限售期满后的首个交易日起至 12 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解除限售期	自限售期满后的 12 个月后的首个交易日起至限售期满后的 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解除限售期	自限售期满后的 24 个月后的首个交易日起至限售期满后的 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

中国汽研于 2018 年年报中表示将进一步推进混改。在确保达成第一期限制性股票行权目标的基础上，积极谋划第二期激励方案，系统推进混合所有制改革，探索实现股权结构多元化。

### ■ 凌云股份

凌云股份是兵器工业集团下首家（目前唯一一家）做股权激励的上市公司，授予价格为 10.44 元/股，公司释放业绩动力十足。2017 年 9 月初公司限制性股票激励计划落地，向董事长、董事、高级管理人员、核心技术骨干等共计 77 名对象授予 413.68 万股限制性股票（占总股本比例为 0.92%），授予价格 10.44 元/股。该激励计划有效期为五年，前两年为限售期，解锁条件以 2016 年为基础，2018-2020 年扣非后归母净利润较 2016 年增长依次为 21%、33%、44%。



**表 8: 凌云股份限制性股票解锁时间安排和解锁条件**

解锁期	解锁时间起点	可解锁数量占比	扣非后归母净利润增速考核指标	ROE 考核指标
第一个解锁期	2019 年 9 月	40%	2018 年净利润较 2016 年增长 21%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平	2018 年 ROE 达到 6.00%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平
第二个解锁期	2020 年 9 月	30%	2019 年净利润较 2016 年增长 33%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平	2019 年 ROE 达到 6.30%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平
第三个解锁期	2021 年 9 月	30%	2020 年净利润较 2016 年增长 46%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平	2020 年 ROE 达到 6.50%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平

资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 4.2 一汽集团——零部件先行，谋划整体上市

一汽集团以零部件公司为切入点，积极谋划整体上市。

一汽集团旗下上市公司包括一汽富维（600742.SH）、一汽轿车（000800.SZ）、一汽夏利（000927.SZ）、富奥股份（000030.SZ）、启明信息（002232.SZ）及长春一东（600148.SH）。目前零部件公司一汽富维入选国家“双百行动”混改名单，通过变更实际控制人、股权激励计划正在积极进行混改；一汽轿车通过与控股股东一汽股份进行资产置换，实现置入一汽解放，同时将乘用车业务置出至一汽股份；一汽夏利向拜腾转让一汽华利全部股权以及向控股股东一汽股份出售优质资产一汽丰田从而解决与一汽轿车同业竞争问题。通过零部件公司的一系列动作，一汽集团混改大幕开启。

### （1）一汽富维“双百行动”进行混改

一汽集团旗下长春一汽富维汽车零部件股份有限公司是入围“双百行动”中汽车行业内的唯一央企上市公司。一汽富维 2018 年 8 月 17 日发布公告，入围国企改革“双百行动”的企业名单。

#### ■ 控股股东及实际控制人发生变更

2018 年 10 月 12 日起，公司的董事会人数由 9 人修改为 7 人，其中一汽集团提名董事人数由 5 人修改为 2 人，其余董事由公司董事会提名。一汽集团在公司董事会中已不具有绝对控制权。公司董事会成员具体变动情况如下表所示：

**表 9: 一汽富维公司董事会成员变更情况**

时间	董事会成员 一汽集团提名		变动
	总人数	董事人数	
2018 年 9 月 19 日之前	9	5	-
2018 年 9 月 19 日	8	4	一汽集团提名的董事江辉辞职
2018 年 9 月 25 日	8	4	公司董事会提名张志新为公司九届董事候选人
2019 年 10 月 8 日	7	2	一汽集团提名的董事王振勃（任一汽集团专职外部董事）、张普霞（任一汽集团公司财务部副部长）辞职
2018 年 10 月 12 日	7	2	公司股东大会审议通过修改《公司章程》等议案，将公司董事会人数由 9 名修改为 7 名，

公司董事会提名候选人张志新当选为公司九届董事会董事
---------------------------

资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司第一大股东为中国第一汽车集团有限公司，持股比例为 20.14%，公司于 2018 年 11 月 15 日发布公告：

- 公司不存在持股比例 50% 以上控股股东或可以实际支配公司 30% 以上股份表决权的投资者；
- 任一股东均无法通过其实际支配的表决权决定董事会半数以上成员的任选；
- 公司不存在依其可实际支配的股份表决权足以对股东大会的决议产生重要影响的投资者；

综上所述，公司股权结构较为分散，任一股东均无法对股东大会的决议产生重要影响，公司企业性质由国有控股企业更改为目前**无控股股东及实际控制人**。

另外，根据“一汽集团关于进一步优化长春一汽富维汽车零部件股份有限公司董事会结构的通知（中国一汽发【2018】328 文件）”：

- 一汽集团确认在公司“董事会结构调整后，将富维公司纳入集团公司参股公司序列管理。”，一汽集团对公司的管理由原来按控股子公司管理变为按参股公司管理。
- 一汽集团自 2018 年 11 月起不再合并长春一汽富维汽车零部件股份有限公司财务报表，对该公司的股权投资按权益法核算。
- 一汽集团通过向长春一汽富维汽车零部件股份有限公司推荐董事、监事，参加董事会、监事会的方式维护股东利益，以实现国有资产的保值增值。
- 长春一汽富维汽车零部件股份有限公司董事会结构调整后，按照其公司章程一汽集团已不具有绝对控制权，且按一汽集团战略，未来一段时间一汽集团不会通过增加董事提名人数的方式谋求公司控制权。
- 在长春一汽富维汽车零部件股份有限公司九届八次董事会审议关于控股股东及实际控制人发生变更议案时，公司全体董事投了赞成票，一汽集团认可长春一汽富维汽车零部件股份有限公司董事会对企业性质不再是国有控股企业、目前无控股股东及实际控制人的判断。

一汽集团在股比未发生变动的情况主动放弃一汽富维控制权并认可一汽富维企业性质的改变，我们认为此举是一汽集团改革序幕的正式开启，将促进一汽富维股权多元化，利于公司引入战略投资者，提升公司在资本市场的活跃程度从而引进各类优质资本，为公司市场化做好先期准备。

#### ■ 发布股权激励计划

一汽富维于 2019 年 3 月 28 日发布第一期股票期权激励计划：公司拟向激励对象授予 2,492.00 万份股票期权，约占公司总股本的 4.91%，其中首次授予 2,292.00 万份，约占公司总股本的 4.51%，预留 200.00 万份，约占公司总股本的 0.39%。行权价格为每股 13.04 元，激励对象包括公司董事 1 人、高级管理人员 3 人及核心管理人员 158 人，共计 162 人。

**表 10: 一汽富维股权激励行权业绩考核目标**

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2019 年营业收入不低于 145.15 亿元，2019 年基本每股收益不低于 1.05 元<按照 50,765.616 万股计算>，2019 年存货周转率不低于 13。
第二个行权期	2020 年营业收入不低于 159.15 亿元；2020 年基本每股收益不低于 1.15 元<按照 50,765.616 万股计算>，2020 年存货周转率不低于 13。
第三个行权期	2021 年营业收入不低于 175.71 亿元，2021 年基本每股收益不低于 1.27 元<按照 50,765.616 万股计算>，2021 年存货周转率不低于 13。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

股权激励计划授予的股票期权占总股本的比例高达 4.91%，比例很高，足见其改革决心。作为传统国企，进行大比例大范围的股权激励必将提高公司员工的工作积极性。按照一汽富维股权激励的行权业绩条件，2019、2020、2021 年的营业收入增速将分别不低于 6.67%、9.65%、10.41%，EPS 增速分别不低于 8.25%、9.52%、10.43%，可见公司对于未来三年业绩具有较强信心。股权激励计划的提出，进一步加速一汽富维“双百行动”混改，将充分调动公司董事、高级管理人员及核心管理人员的主管能动性，实现核心员工与公司形成利益共同体，促进公司与员工共同成长，利于激励并留住公司核心优秀人才，形成一种有效的长期激励机制，将进一步提升公司运营活力。

## (2) 一汽夏利剥离一汽华利、一汽丰田

2018 年 9 月，一汽夏利发布公告，公司将以 1 元的价格将全资子公司天津一汽华利的 100% 股权转让给南京知行，后者为造车新势力拜腾汽车的母公司并将同时承担一汽华利 8 亿元的债务。拜腾接手一汽华利后获得造车资质，同时一汽夏利将较大债务负担的一汽华利剥离。

2018 年 11 月 28 日，一汽集团旗下一汽夏利发布公告，一汽夏利拟向控股股东一汽股份转让其所持一汽丰田 15% 的股权。继 2016 年一汽夏利出售一汽丰田 15% 股权给一汽股份后，时隔两年，再次将手中剩余的 15% 股权出售给控股股东。一汽夏利剥离天津一汽丰田，将进一步解决同业竞争问题，是一汽集团谋求整体上市的信号。

## (3) 一汽轿车置入一汽解放，置出乘用车业务，为一汽集团整体上市做好铺垫工作

一汽轿车于 2019 年 4 月 11 日晚间发布公告：一汽轿车拟将其拥有的除一汽财务、鑫安保险股份及部分保留资产外的其他全部资产和负债作为置出资产，与一汽股份持有的实施部分资产调整后的一汽解放 100% 股权中的等值部分进行置换；置入资产与置出资产的差额部分，一汽轿车以增发、发可转债、支付现金的方式向一汽股份进行购买，并通过定增、可转换债券的方式募集配套资金。

一汽解放是一汽集团旗下自主研发、生产及销售轻、中、重型卡车的商用车企业，近三年在重卡细分领域稳居第一。2018 年一汽解放共实现整车销售 33.68 万辆，同比增长 7%，其中重卡销量 26.13 万辆，同比增长 9%，占据 2018 年全国重卡市场份额 22.76%，位居行业第一。一汽解放是国内商用车重卡细分领域龙头企业，本次一汽股份将一汽集团优质资产一汽解放注入一汽轿车，一汽轿车主营业务将更改为商用车整车制造及汽车金融业务等，将成为一汽集团的商用车上市平台。同时，一汽轿车将乘用车业务过户至一汽股份，可解决一汽股份与下属上市公司一汽轿车的同业竞争问题，一汽股份可将该乘用车业务与一汽大众、一汽丰田等优质资产进行打包重组，整合为一汽集团的乘用车上市平台。

### 4.3 长安汽车——新能源业务重组，引入战投

长安汽车通过对新成立的新能源汽车公司、轻型车事业部、合营公司江铃控股分别引入战投计划，加速混改进度。

#### (1) 新能源业务划转至新成立的新能源汽车公司

2018年5月，长安汽车成立全资子公司——重庆长安新能源汽车科技有限公司，主营新能源汽车、相关零部件的研发、制造。

2018年8月，长安汽车发布公告称，为适应新能源汽车业务发展，公司拟进行内部资产重组，将其与新能源业务相关的部分资产以及与其相关的部分业务、人员划转至其全资子公司重庆长安新能源汽车科技有限公司，划转资产的资产总额约为11.35亿元。长安汽车将新能源业务从传统车业务中剥离出来，完成了新能源业务的重组，并成立了以新能源业务为主的独立法人公司。

#### (2) 新能源汽车公司引入战投计划

2018年10月，长安汽车发布公告称，将其全资子公司重庆长安新能源汽车科技有限公司通过增资扩股的形式，拟引入不少于三名战略投资者，且增资的股权比例不低于51%，本次增资旨在加速“香格里拉计划”的布局落地实施。长安汽车于2018年10月发布了新能源战略——“香格里拉计划”，宣布将在新能源汽车领域投资1000亿元，在2025年前研发三大新能源专用平台，推出33款新能源产品。

#### (3) 轻型车事业部引入战投计划

2019年2月，长安汽车旗下轻型车事业部拟引入战略投资者，并以其拥有的轻型车相关业务和资产与投资者共同投资新设一家合资公司。根据长安最新梳理的品牌架构，目前长安主要分为凯程、欧尚、长安乘用车及中高端乘用车四大品牌，其中长安凯程即长安轻型车的全新品牌，主营业务为长安旗下所有的商用车业务，目前主要车型为睿行系列MPV及神骐系列皮卡等，2018年全年实现销量8万辆，同比增长27.9%。

#### (4) 合营企业江铃控股引入战投计划

2019年4月，长安汽车合营企业江铃控股拟引入一名战略投资者进行增资，采取公开挂牌交易，以现金方式进行，增资股权比例为50%，增资完成后长安汽车所持股比由50%降至25%。

长安汽车通过对新能源汽车、轻型车事业部、江铃控股计划引入战投，进一步加速混改进度，为公司带来新的资本支持的同时，也可为公司带来新的商业模式等。

### 4.4 东风汽车——以“换股”实现混改，零部件公司整合

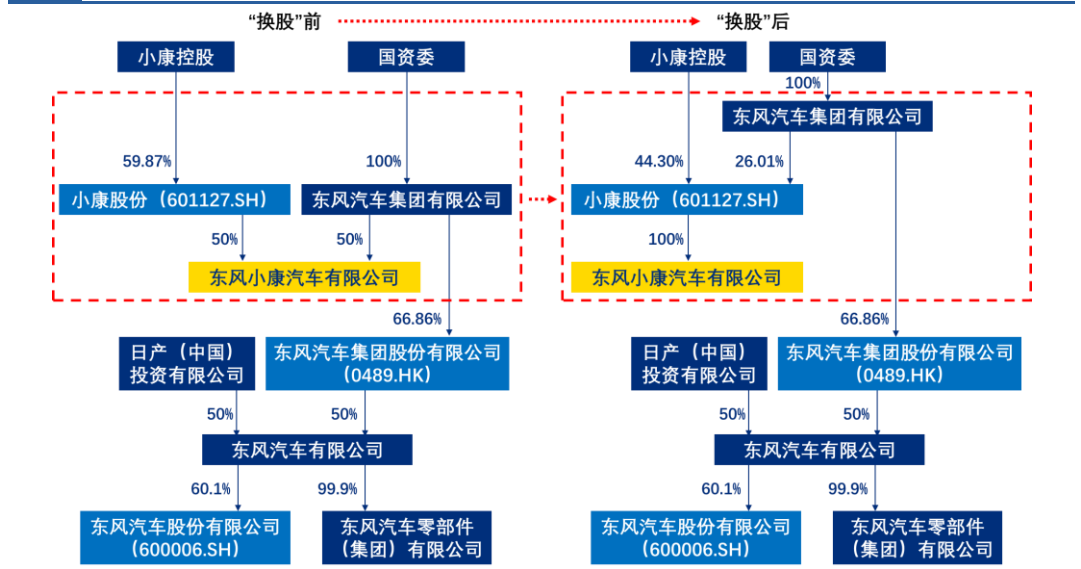
#### (1) 通过“换股”方式，剥离业务的同时参股民企

2018年11月，小康股份（601127.SH）通过发行股份购买资产的方式，向东风汽车集团有限公司（以下简称“东风汽车集团”）购买其所持有的东风小康汽车有限公司（以下简称“东风小康”）50%股权。在此次交易之前小康股份已持有控股子公司东风小康50%股权，此次交易完成后小康股份持有东风小康100%股权。在此次交易之前东风汽车集团未持有小康股份任何股权，此次交易东风汽车集团以其持有的东风小康50%股权作为对价，

认购小康股份向其发行的 A 股股份，此次交易完成后东风汽车集团对小康股份的持股占比为 26.01%，成为小康股份的第二大股东。

东风汽车集团以“换股”的方式实现混改，将东风小康的业务从东风汽车集团的体制化束缚中剥离出来，使其成为民营企业小康股份的全资子公司，同时实现对民营企业小康股份的参股。

图 3: 东风小康股权结构变更



资料来源：公司公告，长城证券研究所

## (2) 对旗下 6 家零部件公司进行整合

2018 年 11 月，东风汽车零部件（集团）有限公司新成立两家子公司——东风汽车底盘系统有限公司与东风电驱动系统有限公司，东风汽车底盘系统有限公司由原旗下东风汽车车轮有限公司、东风汽车泵业有限公司、东风汽车悬架弹簧有限公司、东风汽车传动轴有限公司 4 家零部件公司整合而成，东风电驱动系统有限公司由原旗下东风汽车电子有限公司及东风汽车电气有限责任公司整合而成。东风汽车零部件对 6 家零部件公司进行系统化、模块化的整合，创新体制机制，推动转型升级，通过改革重组进一步发挥东风在零部件行业的优势。

## (3) 东风科技吸收合并东风汽车零部件

2019 年 2 月，东风汽车零部件（集团）有限公司控股上市公司东风电子科技股份有限公司发布公告，拟通过向东风汽车零部件全体股东东风有限及南方实业发行股份的方式吸收合并东风汽车零部件集团，并向不超过 10 名特定投资者募集不超过 5.00 亿元配套资金。本次交易后可实现零部件集团旗下业务的整体上市，形成更具竞争力的产业集团，提升上市公司的核心竞争力和可持续发展能力。

## 4.5 奇瑞汽车——转让高端品牌观致股权，宝能入主

观致汽车成立于 2007 年 12 月，是奇瑞汽车和以色列量子公司 Quantum(2007)LLC 双方各持股 50% 成立的合资公司，是国内自主车企中第一个推出的高端品牌，主要车型包括观致 3、观致 3 SUV、观致 5 SUV 等。由于以色列在汽车方面并非传统强国，观致在技术上更多依赖于奇瑞的基础。

2017年3月，以物流起家、以保险著称的宝能投资集团旗下造车新势力宝能汽车有限公司成立，注册资本10亿元，同年10月，宝能汽车总投资约140亿元开展新能源汽车项目，11月份，与昆明市政府签订战略合作协议，包括建设50万辆新能源汽车整车及零部件项目。

2017年观致成立十周年，尽管观致旗下车型本身获得了业界好评，但由于价格居高不下而一直处于“叫好不叫座”的尴尬局面。2017年7月观致汽车股权转让挂牌，最终2018年1月宝能出资65亿元成功收购观致51%股份，奇瑞和量子公司持股分别下降至25%及24%。宝能集团计划持续五年，每年至少投资100亿用于观致的产品研发。宝能集团董事长姚振华表示：“在宝能集团加入后，未来观致汽车将发力新能源和智能网联，并将在智能网联方面为车辆引入斑马操作系统。”

宝能入主观致后，观致的产品迭代速度开始加快。观致旗下首款纯电动车型观致3 EV500于2018年11月在广州车展亮相，其综合续航里程达450公里，并于2018年12月进入工信部第314批产品公示目录，预计2019年上市。宝能的入主为观致带来了大力的财务支持，同时宝能在国内建立了多个研发基地，并在美国、欧洲及日本设立技术中心，另外宝能强大的物流、金融、服务等实力也将从多个维度对观致赋能。

## 5. 投资建议

### 1) 一汽富维 (600742.SH):

**投资逻辑：**①公司是一汽大众核心零部件供应商，70%收入源自一汽大众，紧跟一汽大众五大基地配套建厂，2018-2020年开启超强产品周期，密集投放16款全新及换代车型（含8款全新SUV），并推出全新“捷达”子品牌（含3款新车）切入中低端市场。②一汽大众五大战略基地于2018年建设完成，产能在原有190万辆基础上再度提升55%增加105万辆，为公司配套份额打开空间。③公司是“双百行动”汽车行业唯一央企上市公司，一汽集团主动放弃对其控制权，对公司的管理由原来按控股子公司管理变为按参股公司管理，提升公司自主决策权，同时股权激励计划于19年3月份落地，充分调动员工积极性。

**混改方案：**一汽集团主动放弃对公司控制权，将提高公司在经营策略等方面自主决策效率及话语权，同时股权激励计划落地，公司拟向激励对象授予2,492.00万份股票期权，约占公司总股本的4.91%，激励对象包括公司董事1人、高级管理人员3人及核心管理人员158人，共计162人，授予价格为13.04元（当前股价为13.80元）。公司作为传统国企，现在进行大比例大范围的股权激励必将提高公司员工的工作积极性。

### 2) 中国汽研 (601965.SH):

**投资逻辑：**①公司作为汽车检测龙头，当前汽车换代周期缩短，新车推出速度加快，给公司带来更大的检测研发业务量。汽车产品换代周期从之前的6-7年，逐步缩短至目前的5-6年，未来还会进一步缩短。②检测标准趋严，检验项目增加，单车检测费用提升，同时也倒逼车企加大研发加快升级。汽车强检项目个数从最初12个扩大到目前193个，排放标准国五升国六后检测项目也增多，单车检测费用相对国五提升10%-20%。③公司的检测研发业务受益于汽车电动化和智能化大趋势，新能源汽车的迅速发展和互联网造成新势力为公司创造量的提升，同时新能源汽车单车检测费用高于传统燃油车，公司在智能网联方面布局领先于全行业，将受益于智能网联的

发展。④受益于自主品牌加大研发投入和国际巨头的研发外包。自主品牌主机厂是公司主要客户，自主品牌对新车型的开发需求加大使公司直接受益，另外国际整车巨头的部分研发为降低成本在往中国本土转移，公司受益于国际巨头研发外包的大趋势。⑤公司硬件投入为长期业绩增长打下坚实基础。公司投资 5.53 亿元打造的风洞实验室将于 19 年 Q2 正式运营，预计满产后年贡献收入 1.16 亿元和利润 5260 万元，另外公司投资 5.38 亿元的智能网联汽车综合性能试验道项目也将于 2020 年投产，建成后讲拥有国内第一条 ADAS 测试专用道路，为智能汽车的开发测试保驾护航。⑥18 年国企改革，实施股权激励，加速市场化。

**混改方案：**公司 18 年上半年实施股票激励计划，向骨干人员授予 895.25 万股，占总股本比例为 0.92%，授予价格为 5.97 元/股，解锁条件以 2016 年为基础，净利润年复合增速不低于 10.00%。实施股权激励之后，公司市场化加速，技术服务业务建立专门销售团队，产业化业务新引进三位职业经理人，运营效率提升值得期待。

### 3) 凌云股份 (600480.SH):

**投资逻辑：**①汽车防撞系统及车身结构件逐步转向热车型及铝合金，受益于轻量化趋势。公司已与韩国吉恩斯在全国成立 7 家合资公司，切入热成型领域，另外通过德国瓦达沙夫账务铝合金轻量化核心技术。②新能源汽车电池系统产品受益于电动化趋势，公司掌握铝合金电池盒核心技术，电池盒产品 60 亿在手订单在 19 年开始逐步释放业绩。③塑料管路产品卡位精确，为德国大众认可的国六标准尼龙管路的国内唯一供应商，受益于排放标准国五升国六。即将在 2019 年开始逐步实施的国六排放标准明显更为严苛，对汽车管路系统的渗透性、析出性、密封性提出更高要求，公司尼龙管路产品技术领先，必将受益于国六排放标准的执行。④公司 17 年做了首次股票激励后，进行一系列资源整合来降本增效，利润率有提升空间。⑤集团资产汽车门锁巨头凯毅德或注入上市公司。

**混改方案：**公司是兵器工业集团下首家（目前唯一一家）做股权激励的上市公司。凌云股份 2017 年 9 月初完成首次限制性股票激励计划，向 77 名激励对象授予 413.68 万股限制性股票，授予价格 10.44 元/股。该激励计划有效期为五年，前两年为限售期，解锁条件以 2016 年为基础，2018-2020 年扣非后归母净利润较 2016 年增长依次为 21%、33%、44%。

### 4) 东风科技 (600081.SH):

**投资逻辑：**①东风集团旗下零部件业务唯一上市公司，主要配套于东风乘用车、东风商用车、东风日产启辰、东风本田等 OEM。②汽车电子业务突出，车载娱乐系统主要配套于马自达，仪表系统主要配套于 PSA，抬头显示 HUD 主要配套于 PSA、东风日产等。③传统业务：通过与延锋、安道拓合作，汽车饰件配套于东风乘用车、东风商用车、神龙汽车、东风日产、东风本田等。

**混改方案：**通过向东风汽车零部件全体股东东风有限及南方实业发行股份的方式吸收合并东风汽车零部件集团，并向不超过 10 名特定投资者募集不超过 5.00 亿元配套资金。本次吸收合并后可实现零部件集团旗下业务的整体上市，形成更具竞争力的产业集团，提升公司的核心竞争力和可持续发展能力。

### 5) 长安汽车 (000625.SZ):

**投资逻辑：**①中国兵器装备集团旗下核心整车企业，自主品牌加速电动化及智能化，梳理最新品牌架构为凯程、欧尚、长安乘用车及中高端乘用车四大品牌，推出“香格里拉计划”电动化战略及“北斗天枢”智能化战略，在 2025 年前研发三大新能源专用平台，推出 33 款新能源产品，计划 2025 年实现 L4 级自动驾驶，2019 年推出 CS75 换代、新车轿跑 SUV CS85 Coupe、新能源汽车逸动 ET 等新车型。②福特发布

“福特中国 2.0”在华发展规划，加速在华业务转型，计划未来三年内在中国市场推出超过 30 款新车型，涵盖福特和林肯两大品牌，超过 10 款为新能源车型。福特中国将继续深化与其在华合资伙伴——长安汽车和江铃汽车集团的合作。2019 年迎来福特翼虎换代及首款林肯国产化车型 MKC 上市，2020 年福特探险者、林肯 MKZ、飞行家也将进行国产化，长安福特有望迎来业绩拐点。③加速整合长安 PSA 及长安铃木。长安逸动电动版、自主 SUV CS85 由长安 PSA 空置产能代工，化解产能过剩现状；收购长安铃木的日本铃木及铃木中国共 50% 股权，对长安铃木进行资源共享，其生产基地剩余产能为自主品牌代工。

**混改方案：**2016 年已进行第一期股票期权激励计划，2019 年或将进行第二期，此外长安汽车成立全资子公司长安新能源并向其划转新能源相关业务及人员，将新能源业务从传统车业务中完全剥离出来，并拟引入战略投资者且增资股权不低于 51%；旗下轻型车事业部拟引入战投，并以其轻型车业务和资产与投资者共同新设合资公司；合营企业江铃控股拟引入战投且增资股权比例为 50%。

#### 6) 东风汽车 (600006.SH):

**投资逻辑：**①公司是东风集团旗下轻型商用车平台，拥有东风康明斯发动机、东风襄阳旅行车、东风轻型发动机等重要参控股子公司，轻卡产品线结构丰富，2018 年实现总销量 15.4 万辆，剔除郑州日产后同口径对比，同比增长 8.7%。②国内 2018 年轻卡（含底盘）销量 10.5 万辆，同比增长 9.1%，考虑到国六排放标准于 2019 年开始逐步实施，公司在技术上的领先将为公司带来比较优势。③公司 2018 年实现新能源汽车销量 3.2 万辆，同比增长 9.4%。公司新能源汽车产品结构布局合理，覆盖乘用车、轻卡、客车等，在新能源趋势下有望受益。

**混改方案：**东风汽车集团有限公司通过与小康股份进行“换股”，以其对东风小康所持 50% 的股权置换为对小康股份的 26.01% 股权，“换股”后东风汽车集团不再持有东风小康任何股权，同时成为小康股份的第二大股东。通过此次混改东风汽车集团将东风小康的业务从东风集团的体制化束缚中剥离出来，使其成为民营企业小康股份的全资子公司，同时实现对民营企业小康股份的参股。另外东风汽车零部件对旗下 6 家零部件公司进行整合，纳入两家新成立的零部件公司东风汽车底盘系统有限公司与东风电驱动系统有限公司，通过系统化、模块化的改革重组进一步发挥东风在零部件行业的优势。

## 6. 风险提示

①混改进度不及预期；②宏观经济下滑加速风险；③国内汽车市场低迷；④政策风险的影响。



### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>