

央企改革大幕已开，中国一汽率先登场

最近一年行业指数走势



联系信息

彭勇

分析师

SAC 证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

李渤

联系人

libo@ctsec.com

相关报告

- 1 《一汽轿车资产重组事件点评:汽车央企改革大幕开启》 2019-03-28
- 2 《新产品周期+国产提速,宝马时刻到来:豪华车行业深度报告》 2019-03-26
- 3 《铝合金专题:举重若“轻”,“铝”必先行:零部件行业深度报告之四》 2019-03-18

事件: 一汽轿车发布重大资产置换以及发行股份、可转债、支付现金购买资产并募资的公告:(1)公司以除财务公司、鑫安保险之股权及部分保留资产以外的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一汽解放 100%股权中的等值部分进行置换。置出资产的 100%股权将过户至一汽股份。(2)公司向一汽股份增发、发可转债、支付现金来补差额。(3)公司拟以定增及发可转债的方式募集配套资金。

● 猜想一:中国一汽分商用车和乘用车双平台上市

一汽股份将一汽解放资产置入一汽轿车并将一汽轿车的乘用车业务置出后,上市公司将变成一汽集团的商用车上市平台,解放是国内的重卡龙头,2016-2018年重卡市场份额分别为20.2%/21.6%/22.7%,稳居第一。本次资产置换后,一汽轿车将从一个规模有限的乘用车企业转变为国内的商用车巨头。对于将一汽轿车的乘用车业务置换出上市公司,我们认为:一汽股份或将首先放弃对一汽夏利的控制权,然后将置换出的乘用车业务与一汽大众、一汽丰田等优质资产合并上市,打造中国一汽的乘用车上市平台,同时还可以解决一汽股份下属上市公司与非上市公司之间同业竞争的问题。

● 猜想二:央企国家队合并,一汽轿车成为商用车资产重组平台

在一汽集团放弃对下属零部件企业的控制权,东风汽车集团零部件业务注入东风科技后,本次一汽轿车以资产置换和增发形式收购一汽解放,或预示着三大汽车央企集团改革已在路上。考虑到本次一汽轿车资产重组涉及到资产置换,在注入解放商用车业务的同时或将一汽轿车的乘用车业务置出,将上市公司打造成为商用车上市平台。再考虑到三大汽车央企高管相互轮岗,签订战略合作框架协议,以及联合成立 T3 出行联盟应对汽车行业新常态,预计三大集团有望合并,一汽轿车或成为三大央企商用车资产重组平台。

● 注入核心资产,一汽轿车估值几何?股价空间如何测算?

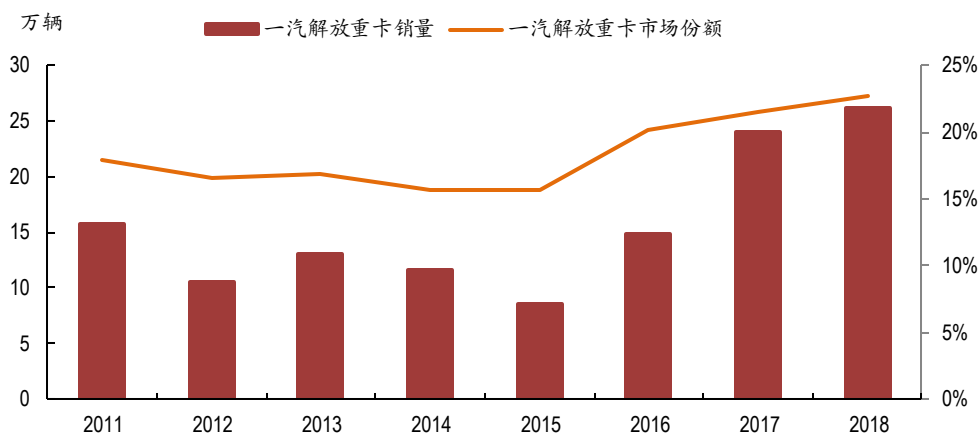
一汽解放 2018 年归母净利润 23.7 亿。一汽轿车 2018 年来自财务公司及鑫安保险的投资收益为 6.4 亿,因此重组后一汽轿车的归母净利润约为 30 亿元,给予 14 倍 PE,那么重组后一汽轿车市值有望达到 420 亿。增发股本测算:根据一汽轿车净资产及在财务公司和鑫安保险的长期股权投资余额计算置出部分净资产约为 51.3 亿,给予 1.5 倍 PB,则置出资产估值为 76.9 亿。一汽解放 2018 年净资产为 192.8 亿,给予 1.0 倍 PB,则置入资产估值为 192.8 亿。将二者差值除以预计增发价格 6.7 元/股,则增发股本约为 17.3 亿股,增发后公司总股本约为 33.5 亿股,对应股价为 12.5 元。

● 投资建议

作为一汽集团商用车上市平台的一汽轿车成为首选投资标的,建议重点关注。另外考虑汽车央企集团改革,或还将涉及长安(000625.SZ)、东风汽车(600006.SH)、东风集团股份(0489.HK)、东风科技(600081.SH)。我们认为,若一汽轿车成为未来三大集团商用车业务上市平台,作为三大集团中自主乘用车业务发展最好的长安汽车或成为三大集团乘用车上市平台,建议重点关注长安汽车,另外也可关注东风汽车。

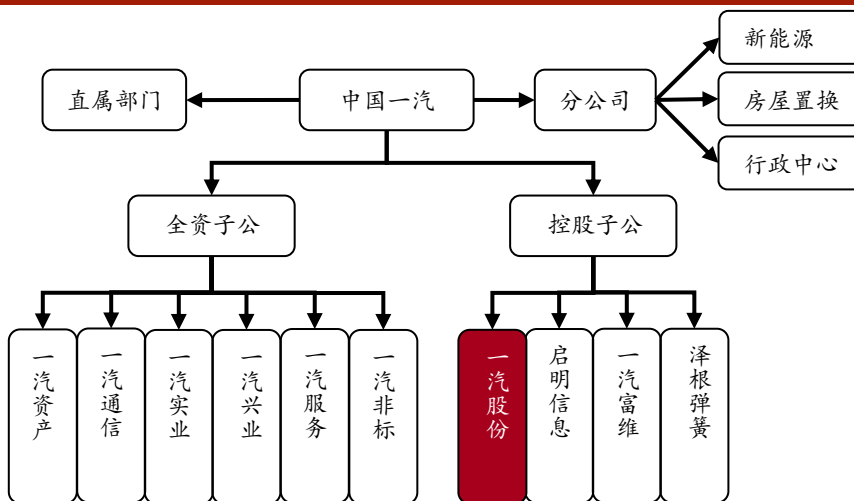
风险提示: 汽车央企整合改革不及预期,一汽轿车重组不及预期。

图 1：一汽解放重卡销量及市占率



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图 2：一汽集团股权结构图



数据来源：中国一汽网站，财通证券研究所

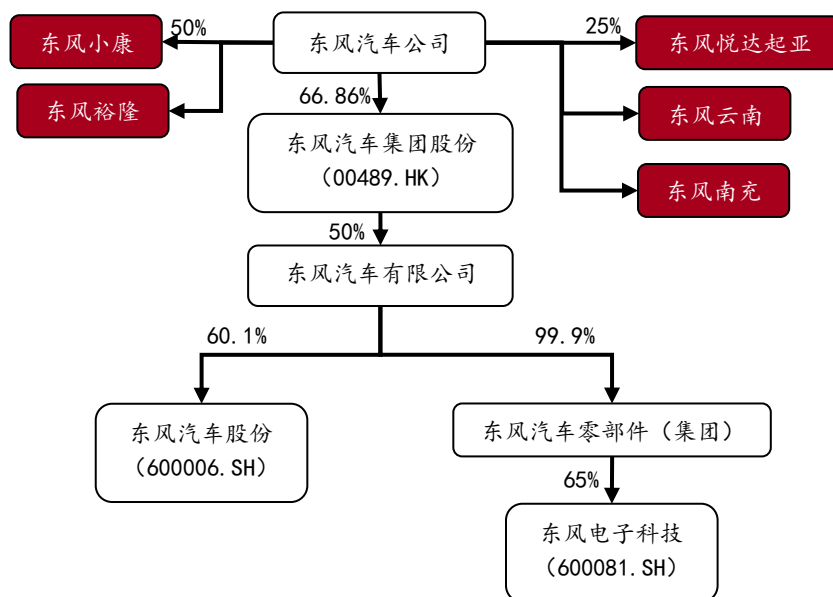
表 1：一汽股份持有一汽集团旗下众多优质资产

	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
	全资及控股子公司	一汽夏利	47.73
一汽轿车		53.03	乘用车整车制造
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

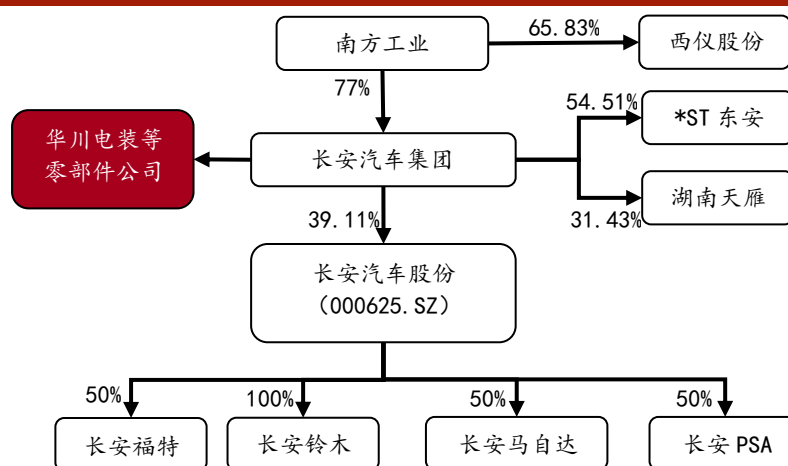
数据来源：一汽轿车公告，一汽官网，财通证券研究所

图 3：东风汽车组织结构图



数据来源：财通证券研究所

图 4：长安集团组织结构图



数据来源：财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。