

## 汽车国企改革全面加速，资产证券化为投资主线

## 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

吴鹏

分析师

SAC 证书编号: S0160518110001

wupeng@ctsec.com

## 相关报告

- 《4月汽车及零部件行业月报:行业迎复苏拐点,超配汽车正当下》 2019-04-15
- 《央企改革大幕已开,中国一汽率先登场:一汽轿车资产重组事件点评》 2019-04-12
- 《2019年汽车及零部件行业一季报前瞻:行业筑底,进入布局时刻》 2019-04-02

## 投资要点:

## ● 汽车国企改革风起云涌,后续有望全面加速

今年以来汽车行业国企改革动作频频: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;一汽轿车以资产置换和发行股份的形式收购一汽解放,种种迹象预示汽车行业国企改革正式进入加速期。汽车行业属于重资产行业,存在明显规模经济性,尤其在行业进入低速增长的新常态后车企通过做大规模,从而拥有更低成本以提升竞争力实属必要。我们认为,本轮汽车行业国企改革酝酿已久,在此行业竞争加剧的节点纷纷推出也符合行业发展规律,预计随着汽车行业走向更为成熟的阶段,行业格局有望进一步集中,国企“做大做强”诉求增强,国企改革有望加速推进。

## ● 资产证券化是汽车国企改革最大投资主线

我们认为,国有企业“做大做强”是国企改革的根本目的,具体实现途径主要包括:1)推进整体上市;2)发挥国有控股上市平台的资源整合优势进行资产证券化,如资产置换、购买大股东资产、借壳上市和公开发行股票等。当前汽车国企中,尚存较大国企改革操作空间与可能的包括一汽集团、北汽集团和长安集团。一汽集团的国企改革或存在3条方向:1)将一汽解放注入一汽轿车后,仍有可能继续注入乘用车业务,实现整体上市;2)乘用车业务单独IPO;3)一汽、东风、长安3家合并,一汽轿车或成为三大央企商用车资产重组平台。北汽集团的国企改革方向或为:1)福田转让宝沃多数股权解决了北汽集团内部同业竞争问题,为北京汽车股份(1958.HK)回归A股打下基础,北汽蓝谷(600733.SH)或成为北京汽车股份回归A股的上市平台;2)北汽集团零部件业务推进资产证券化,或注入集团控股上市平台渤海汽车(600960.SH)。长安集团的国企改革方向或为:1)长安集团零部件业务资产证券化,或注入集团控股上市平台东安动力(600178.SH)、ST天雁(600698.SH);2)一汽、东风、长安3家合并,长安汽车或成为三大央企自主乘用车资产重组平台。

## ● 投资建议

一汽集团国企改革方向最为确定,建议重点关注一汽轿车(000800.SZ);建议关注北汽集团国企改革涉及标的北汽蓝谷(600733.SH)、渤海汽车(600960.SH);长安集团国企改革建议关注长安汽车(000625.SZ)、东安动力(600178.SH)、ST天雁(600698.SH)。

**风险提示:**汽车行业国企改革力度不及预期;一汽集团、北汽集团、长安集团国企改革进度不及预期。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (04.18)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000625	长安汽车	471.62	9.82	1.49	0.14	0.44	6.59	70.14	22.32	买入

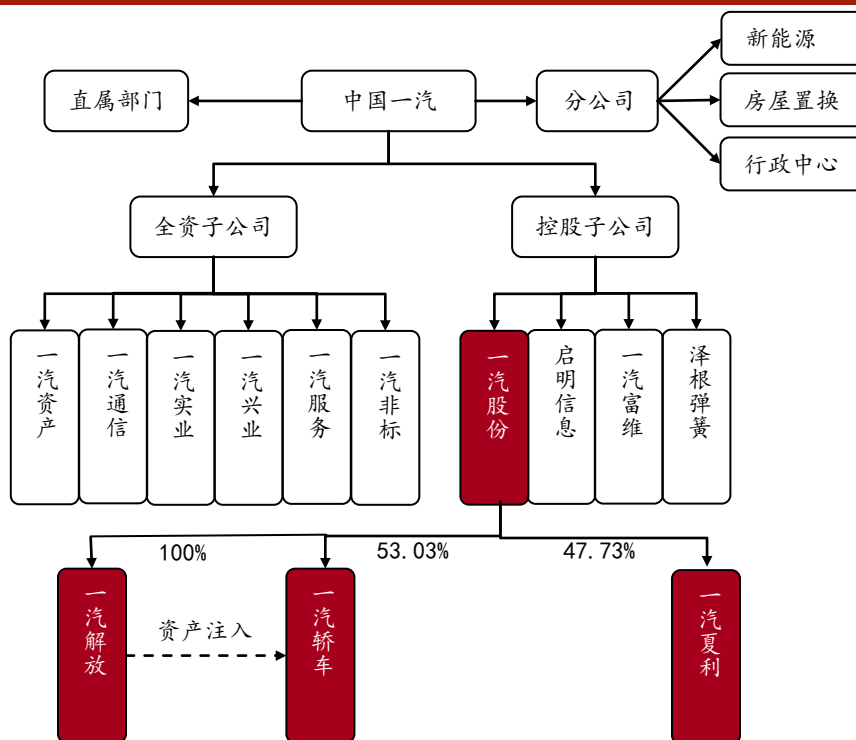
数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 一汽集团：体外资产庞大，国企改革空间巨大

一汽集团下属的零部件业务已通过一汽富维、富奥股份、长春一东和启明信息实现了上市，整车业务当前仅有一汽解放通过资产置换的形式注入到一汽轿车，体外仍有一汽大众、一汽丰田等核心资产尚未上市。我们认为，当前一汽集团绝大部分优质乘用车业务尚未上市，后续资产证券化的空间极大。

考虑到本次一汽解放通过资产置换的形式注入到一汽轿车，我们认为后续一汽集团的国企改革或存在3条方向：1) 本次资产重组可能是一汽集团整体上市的前奏，首先注入优质资产一汽解放，待后续一汽大众等股权落定后，再分步注入一汽集团乘用车及核心零部件业务，实现集团整体上市；2) 本次将一汽解放注入一汽轿车同时将其乘用车业务置出，或将一汽轿车打造成商用车上市平台，后续乘用车业务或单独IPO；3) 考虑到一汽、东风、长安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，预计三大集团合并概率较大，一汽轿车或成为三大央企商用车资产重组平台。建议重点关注一汽轿车。

图 1：一汽集团股权结构图



数据来源：中国一汽网站，财通证券研究所

**表 2：一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
	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
	联营公司	一汽巴勒特锻造	48.15
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

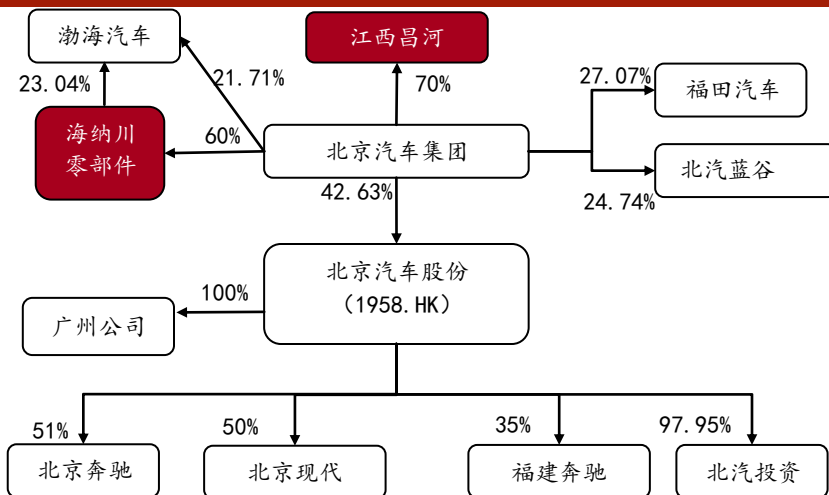
数据来源：一汽轿车公告，一汽官网，财通证券研究所

### 北汽集团：零部件业务尚未上市，北京汽车回归 A 股存在可能

北汽集团整车业务已通过北京汽车（1958.HK）、北汽蓝谷（600733.SH）、福田汽车（600166.SH）实现上市，但江西昌河、海纳川零部件业务尚未纳入到上市平台。

我们认为，北汽集团的国企改革方向或为：1) 福田转让宝沃多数股权解决了北汽集团内部的内业竞争问题，为北京汽车股份回归 A 股打下基础，北汽蓝谷或为北京汽车股份回归 A 股的上市平台；2) 北汽集团零部件业务海纳川零部件推进资产证券化，或注入集团控股的零部件上市平台渤海汽车。建议关注北汽蓝谷、渤海汽车。

图 2：北汽集团股权结构图



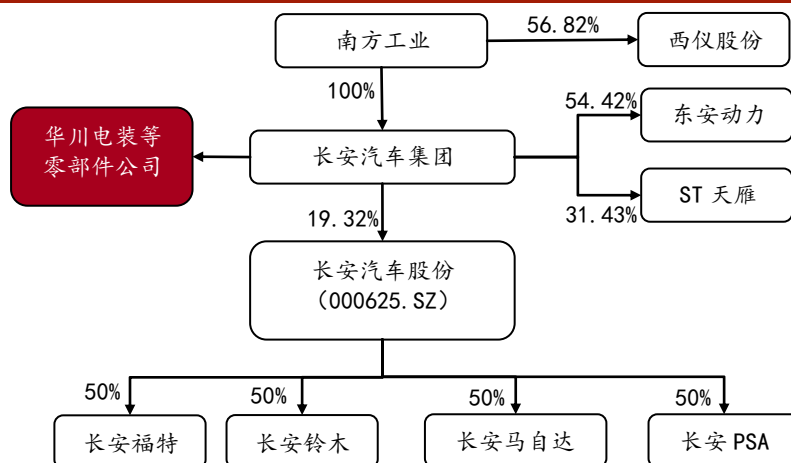
数据来源：北汽蓝谷公告，北汽汽车公告，渤海汽车公告，财通证券研究所

### 长安集团：部分零部件业务尚未资产证券化

长安集团的整车业务（包括自主和合资）已经通过长安汽车（000625.SZ）实现上市，部分零部件通过东安动力（600178.SH）和 ST 天雁（600698.SH）上市，但是公司其余零部件资产华川电装、重庆青山工业、成都宁江昭和汽车等尚未进行资产证券化。

我们认为，长安集团的国企改革方向或为：1) 长安集团零部件业务资产证券化，或注入集团控股上市平台东安动力或 ST 天雁；2) 一汽、东风、长安 3 家央企合并，长安汽车或成为三大央企自主乘用车资产重组平台。

图 3：长安汽车股权结构图



数据来源：长安汽车公告，西仪股份公告，东安动力公告，湖南天雁公告，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。