

行业研究/深度研究

2014年04月08日

行业评级:

交运设备	增持（维持）
汽车整车 II	增持（维持）

姚宏光 执业证书编号: S0570512070002
研究员 (0755)8249 2723
yaohongguang@mail.htsc.com.cn

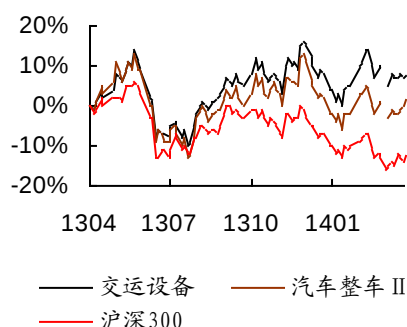
谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 (0755)8249 2295
xiezhicai@mail.htsc.com.cn

冯冲 执业证书编号: S0570512070069
研究员 (010)63134080
fengchong@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《上汽集团(600104):年报业绩超预期,分红率大幅增加“买入”》2014.03
- 2 《威孚高科(000581):国 IV 排放升级在即,业绩迎来高增长》2014.03
- 3 《广汽集团(601238):雨过天晴,渐至佳境》2014.03

行业走势图



汽车行业：变革铸就契机

——汽车行业国企改革专题

投资要点:

主要观点: 国企改革后,公司无效费用将得到遏制,创新力、管理层与员工积极性将受到激发,行业焕发新的生机。综合改革的基因、是否具有改革承诺和公司所在地的国企改革氛围,我们认为在国企改革的浪潮中江淮汽车、上汽集团、一汽轿车、长安汽车、广汽集团将最为受益。

◆ **国企改革全面开花,汽车行业的国企改革同样值得期待。** 1) 汽车是典型的国有资本集中的领域,可“改”的空间巨大,国资上市公司占行业上市公司收入、净利润、市值比重为 77%、75%、66%,剔除银行等国资垄断,收入、利润占比极高的行业,行业的国资控制程度处于上游水平; 2) 汽车行业属于竞争性领域,是国企改革优先推进的方向,较之公益类、战略垄断类型的国企改革难度显著偏小,率先破冰的概率较大; 3) 行业内国企改革是高管和员工上下一心的诉求,目前行业内国企期间费用普遍偏高,创新受到民企严峻挑战,高管薪酬与民企差距显著。

◆ **变革铸就契机,汽车行业注入新活力。** 我们判断,围绕改革方向,混合所有制、兼并重组(包括整体上市)、股权激励及其他现代化治理体系将在行业内大范围铺开,对公司基本面将有积极贡献。1) 实行混合所有制后,通过上市或其他渠道引入外部投资者,外部监督有助于降低公司各项费用汽车行业中整车子行业的改进空间尤为突出,国企营销、管理费用异常高的情况有望得到改观; 2) 民营企业活力融合国有企业资本实力,传统汽车国企的自主创新能力和营销思维将获得激发,从而更加贴近市场的需求; 3) 在治理机制理顺、股权激励等措施推行之后企业以盈利为导向的目标愈发清晰,管理层和员工的积极性得到调动,不论是获取业绩还是释放动力的意愿显著上升。

◆ **在国企改革的浪潮中,结合推行整体上市、混合所有制、股权激励等市场化激励措施的可能性和时间顺序,建议投资者从以下三条主线挖掘汽车行业国企改革投资机会:** 1) 改革基因良好的公司; 2) 负有改革承诺(整体上市)的公司; 3) 所在地区国企改革氛围浓厚,改革更容易获得成功的企业。

◆ **综合考虑,我们认为下列公司将最为受益:** 优良的改革基因+企业所在地改革氛围浓厚的龙头标的江淮汽车、上汽集团、长安汽车; 负有不可撤销整体上市承诺的公司一汽轿车; 所在地改革氛围浓厚,亦是当地国企龙头的上市公司广汽集团。

正文目录

主要观点.....	4
衔枚疾进，汽车行业踏上国企改革之路.....	5
国企改革进入遍地开花阶段，行业改革的外在条件成熟.....	5
汽车行业是国企改革优先推进方向.....	6
汽车行业是国企改革的着力点.....	6
汽车属于充分竞争行业，是国企改革优先推进的方向.....	7
行业内国企改革的内在需求强烈.....	8
变革铸就契机，行业焕发新活力.....	9
行业国企改革路径演绎.....	9
国企改革给行业注入新的生命力.....	10
哪些公司最受益于国企改革？.....	11
三条主线筛选受益公司.....	11
改革基因优良的标的.....	11
负有改革承诺的标的.....	12
所在地区氛围浓厚，利于改革推行的标的.....	14
推荐标的：江淮汽车、上汽集团、一汽轿车、长安汽车、广汽集团.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图 1: 国有企业在上市公司中处领导地位.....	5
图 2: 近七成行业国企净利润占比超过 50%.....	5
图 3: 国企改革进入新的历史阶段.....	5
图 4: 汽车行业是国资主导型的典型行业.....	6
图 5: 汽车子行业中国有与非国有的比例.....	6
图 6: 汽车行业是典型的竞争性行业.....	7
图 7: 汽车行业国企高管持股公司占比低于非国有企业.....	9
图 8: 汽车（整车）行业国企薪酬远不及非国企.....	9
图 9: 国企改革的方向.....	9
图 10: 英国国企改革后劳动生产效率增速明显提高.....	10
图 11: 发达国家企业引入私有资本后企业盈利能力提升.....	10
图 12: 整车公司国企营销、管理费用显著高于非国企.....	10
图 13: 股权激励正逐步成为 A 股常规的激励手段.....	10
图 14: 筛选受益国企改革标的的三条主线.....	11

图 15: 一汽集团股权架构图.....	13
图 16: 北汽集团股权架构图.....	14
表格 1: 汽车行业国企上市公司	6
表格 2: 英国国企改革先从竞争领域入手	8
表格 3: 汽车国有企业与非国有企业运营销量差异	8
表格 4: 汽车行业股权激励情况（国有 vs 非国有公司）	10
表格 5: 改革基因好的汽车上市公司	12
表格 6: 6 大汽车集团证券化情况	13
表格 7: 国企改革率先推进省份的汽车行业上市公司	14
表格 8: 推荐标的列表	15

主要观点

国企改革后，公司无效费用得到遏制，创新力、管理层与员工积极性受到激发，行业将焕发新的生机。综合是否拥有优良改革的基因，是否具备改革承诺和公司所在地的国企改革氛围，我们认为在国企改革的浪潮中**江淮汽车、上汽集团、一汽轿车、长安汽车、广汽集团**将最为受益。

主要逻辑和具体观点：

1、国企改革进入遍地开花阶段，汽车行业的国企改革同样值得期待。

- 1) 汽车是典型的国有资本集中的领域，可“改”的空间巨大；
- 2) 汽车行业属于竞争性领域，是国企改革优先推进的方向；
- 3) 行业内国企效率、创新、高管激励渐不及民企，改革是上下一心的诉求。

2、国企改革将给行业注入新的生命力。汽车行业国企改革在体制、股权、内部公司治理方面均有非常大的改善空间。我们判断，围绕上述几个方向，混合所有制、兼并重组（包括整体上市）、股权激励及其他现代化治理体系将在行业内大范围铺开。

- 1) 实行混合所有制后，通过上市或其他渠道引入外部投资者，外部监督有助于降低公司各项费用汽车行业中整车子行业的改进空间尤为突出，国企营销、管理费用异常高的情况有望得到改观。
- 2) 民营企业活力融合国有企业资本实力，传统汽车国企的自主创新能力和营销思维将获得激发，从而更加贴近市场的需求。
- 3) 在治理机制理顺之后，股权激励推行后企业以盈利为导向的目标愈发清晰，管理层和员工的积极性得到调动，不论是获取业绩还是释放动力的意愿显著上升。

3、综合改革基因、是否具有改革承诺和公司所在地的国企改革氛围，我们认为在国企改革中下列公司将最为受益：**江淮汽车、上汽集团、一汽轿车、长安汽车、广汽集团**

- 1) 优良的改革基因+企业所在地改革氛围浓厚的龙头标的：**江淮汽车、上汽集团、长安汽车**。
- 2) 负有不可撤销整体上市承诺的公司：**一汽轿车**。
- 3) 所在地改革氛围浓厚，亦是当地国企龙头的上市公司：**广汽集团**。

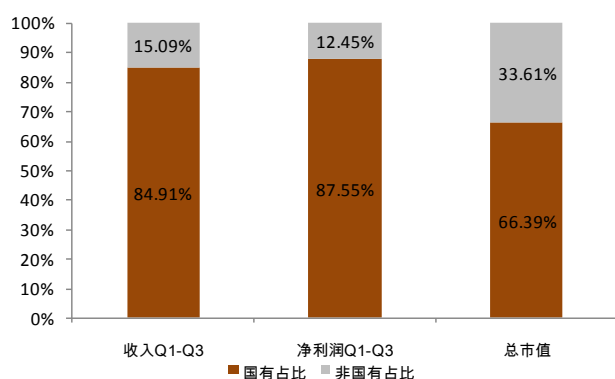
衔枚疾进，汽车行业踏上国企改革之路

国企改革进入遍地开花阶段，行业改革的外在条件成熟

国有企业在不论在国民经济还是在资本市场中均处于绝对领导地位。从 2013 年 Q1-Q3 数据来看，国有上市公司（含中央和地方国有企业）占 A 股上市公司收入、净利润、市值比重为 85%、88%、66%。具体而言，国企改革的迫切性源于：其一，国企在获取生产要素方面的天然优势，对市场经济其它主体存在着较强的挤出效应，阻碍了资源配置的市场化改革；其二，生产效率的提高决定着经济转型的成败，国企高管激励机制改革长期缺失；其三，国企改革是新型城镇化的间接要求。

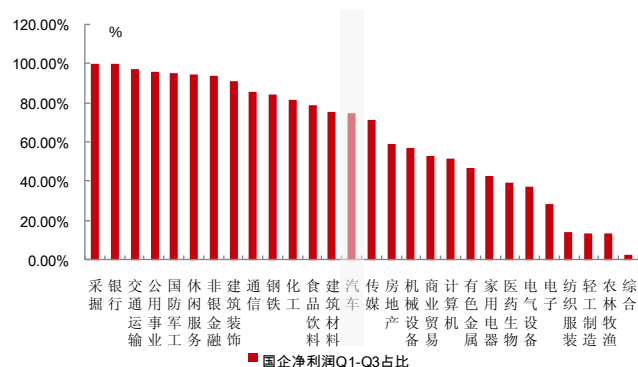
国企改革进遍地开花，汽车行业国企改革的外在条件成熟。从外国国企改革经验来看，实行市场化后、引入民间资本后，不论一国经济生产效率还是企业自身盈利能力均有显著提升。过去国有企业改革围绕“所有权”和“经营权”已经经历三个主要阶段，分别以放权让利、经营制度创新和产权改革为主要内容。十八届三中全会拉开了最新一轮国企改革的帷幕，确定了市场的决定性作用的地位，明确积极发展混合所有制经济，推动国有企业完善现代企业制度，为汽车行业国企改革奠定基础。

图 1: 国有企业在上市公司中处领导地位



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 2: 近七成行业国企净利润占比超过 50%



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 3: 国企改革进入新的历史阶段

探索启动 (1978-1992)	国资经营制度创新 (1992-2003)	国有资产产权改革 (2003-2013)	进一步深入市场化 (2013-)
- 政策核心: 政企分开, 所有权与经营权相分离; - 措施: 国企承包制; 企业自主定价; 生产资料成为商品; 拨改贷; 国有资产管理局成立, 行使国有资产所有者的代表权、监督管理权、投资和收益权、处置权。	- 政策核心: 建立现代企业制度; - 措施: 国有企业引入民资进行战略性改组; “抓大放小” 国有经济布局调整; 股份制和公司制试点, 并推动国有企业上市。	- 政策核心: 抓大放小为主, 同时以产权多元化和治理结构建设为中心; - 措施: 2003 年中央和地方国资委成立, 所辖大型国企要吸引外资和社会资金, 实行产权多元化, 鼓励整体上市; 剥离社会职能; 主辅分离; 企业同国资委分别签订责任书, 对领导班子进行考核。	- 政策核心: 仍以产权多元化和治理结构建设为中心, 推进国资分类监管, 并探索国有资产运营公司和国有资产投资公司; - 措施: 1) 施行混合所有制; 2) 完成从管理资产到管理股权的转变; 3) 推行现代化的治理、激励机制。

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

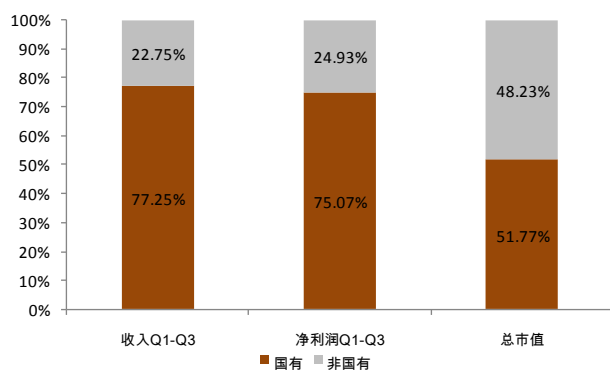
汽车行业是国企改革优先推进方向

汽车行业是国企改革的着力点

汽车行业是典型的国资主导型行业。国资上市公司占行业上市公司收入、净利润、市值比重为 77%、75%、66%，剔除银行等国资垄断，收入、利润占比极高的行业，行业的国资控制程度处于上游水平。鉴于汽车国资占比高的特征，预计本次大规模铺开的国企改革对行业的影响非常深远。

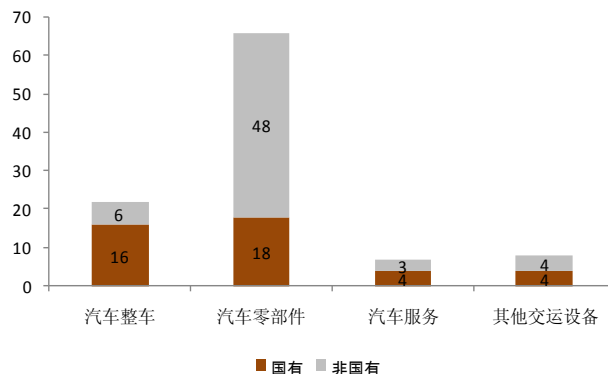
从子行业来看，整车行业国有公司占比最高。22 家上市的整车公司中，16 家是国有企业，仅 6 家是非国有企业；66 家零部件公司中，18 家为国有汽车，48 家为非国有企业，与整车公司国企占比形成鲜明对比。整车公司国有资本占主导的主要原因系整车制造是重资本领域，民资面临资本、技术、渠道、政策等诸多壁垒，而零部件公司的壁垒明显要低，非国有资本在这个领域已大施拳脚。

图 4: 汽车行业是国资主导型的典型行业



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 5: 汽车子行业中国有与非国有的比例



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

表格1: 汽车行业国企上市公司

二级子行业	证券简称	控制人类型	实际控制人	总市值	大股东持股
汽车整车	上汽集团	地方国资委	上海市国有资产监督管理委员会	1530.35	74.30%
汽车整车	广汽集团	地方国资委	广州市国有资产监督管理委员会	476.19	57.58%
汽车整车	长安汽车	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	443.91	43.92%
汽车整车	江铃汽车	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	194.14	41.03%
汽车整车	一汽轿车	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	168.12	53.03%
汽车整车	福田汽车	地方国资委	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	150.60	33.96%
汽车整车	江淮汽车	地方国资委	安徽省国有资产监督管理委员会	130.29	35.43%
汽车整车	悦达投资	地方国资委	盐城市国有资产监督管理委员会	87.22	23.06%
汽车整车	东风汽车	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	61.40	60.10%
汽车整车	一汽夏利	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	61.10	47.73%
汽车整车	中国重汽	地方政府	山东省政府	49.11	63.78%
汽车整车	金龙汽车	地方国资委	福建省国有资产监督管理委员会	39.66	13.52%
汽车整车	金杯汽车	地方国资委	沈阳市国有资产监督管理委员会	31.14	24.38%
汽车整车	安凯客车	地方国资委	安徽省国有资产监督管理委员会	29.07	20.73%
汽车整车	中通客车	地方国资委	山东省国有资产监督管理委员会	27.57	21.72%
汽车整车	亚星客车	地方国资委	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	14.63	51.00%
汽车零部件	潍柴动力	地方国资委	山东省国有资产监督管理委员会	333.68	24.22%
汽车零部件	华域汽车	地方国资委	上海市国有资产监督管理委员会	248.50	60.10%
汽车零部件	威孚高科	地方国资委	江苏省无锡市国有资产监督管理委员会	233.12	20.00%

汽车零部件	富奥股份	地方国资委	吉林省国有资产监督管理委员会	89.61	24.31%
汽车零部件	风帆股份	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	65.94	30.81%
汽车零部件	成飞集成	中央国有企业	中国航空工业集团公司	52.30	51.33%
汽车零部件	ST 轻骑	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	41.21	31.43%
汽车零部件	一汽富维	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	35.90	20.14%
汽车零部件	贵航股份	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	32.75	46.28%
汽车零部件	云内动力	地方国资委	昆明市国有资产监督管理委员会	30.77	38.14%
汽车零部件	凌云股份	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	29.99	34.11%
汽车零部件	广东鸿图	地方国有企业	高要市国有资产经营管理有限公司	24.67	16.72%
汽车零部件	*ST 西仪	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	22.96	49.04%
汽车零部件	东安动力	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	19.55	54.51%
汽车零部件	襄阳轴承	地方国资委	湖北省国有资产监督管理委员会	19.18	29.83%
汽车零部件	浩物股份	地方国资委	天津市国有资产监督管理委员会	16.41	14.61%
汽车零部件	松辽汽车	地方国资委	北京经济技术开发区国有资产办公室	15.09	24.89%
汽车零部件	长春一东	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	13.29	37.01%
汽车服务	中国汽研	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	102.72	63.69%
汽车服务	国机汽车	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	89.66	62.13%
汽车服务	中华控股	地方政府	辽宁省人民政府	46.45	11.30%
汽车服务	特力 A	地方国资委	深圳市国有资产监督管理局	22.84	66.22%
其他交运设备	金山开发	地方国资委	上海市国有资产监督管理委员会	49.65	33.13%
其他交运设备	中国嘉陵	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	25.43	27.00%
其他交运设备	钱江摩托	地方政府	温岭市财政局	25.08	41.45%
其他交运设备	林海股份	国资委	国务院国有资产监督管理委员会	12.53	42.10%

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

汽车属于充分竞争行业，是国企改革优先推进的方向

国有企业可分为战略垄断领域、公益领域和竞争性领域，汽车行业属于典型的充分竞争领域。具体表现为行业格局较为分散，消费者可以自由的选择品牌和产品。目前国内汽车生产集团主要有上汽、东风、一汽、长安、北汽、华晨、广汽等，衍生出一百多家子公司和合资、联营公司。零部件行业和服务行业则更为分散。

作为充分竞争领域，汽车行业在国企改革中是优先推进的方向，有望首先受益。从外国企改革路径来看，“先易后难、先竞争后垄断”是改革成功的保障。汽车行业较之公益类、战略垄断类型的国企改革难度显著偏小，率先破冰的概率较大。

图 6: 汽车行业是典型的竞争性行业



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

表格2：英国国企改革先从竞争领域入手

阶段	改革对象核心特征	主要措施	国有化重点公司
1979~1983 年	针对较为市场化、竞争性的企业；改革难度不大、盈利稍微好的企业。	其资产负债表进行审查之后，基本上以现有形式被直接出售给私人部门。	英国石油公司（改革前已经较为市场化）、英国航空、爱默森。
1984~1994 年	亏损比较严重、垄断企业、公用事业类型企业，包含天然气、航空、机场、钢铁、供水、造船、电力、公共汽车。	股份制改革、公开发行股票上市、职工持股。	英国电信、英国天然气、苏格兰电力等。
1995 年以后	依赖政府补贴的行业。	继续提供部分补贴，更广泛的采用特许经营，引入社会资本参与。	邮政系统、交通运输系统公司。

资料来源：wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

行业内国企改革的内在需求强烈

1) 行业内国企的运营效率普遍低于民营汽车，期间费用偏高。整车公司业务同质化较零部件公司和服务公司强，更便于做直接对比。国资整车公司总资产周转率与非国有企业大体相同，但是国有企业的 ROE、ROA 显著低于非国有企业，国企盈利能力逊于民企；国企销售费用/营业收入、管理费用/营业收入比例明显高于非国企，表明跑冒滴漏的情况仍非常普遍，这是国企公司盈利能力显著低于民企的重要原因。

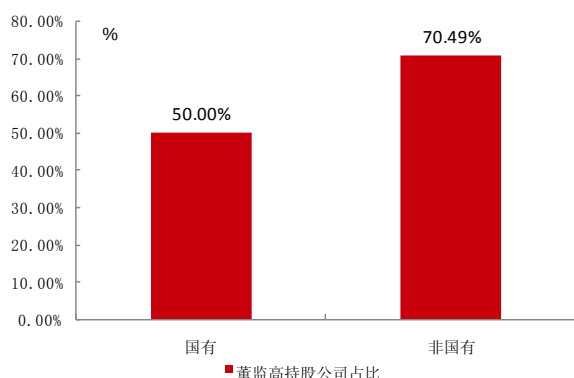
2) 行业内国企活力比如民营企业，创新能力不足。在自主品牌、新能源汽车发展过程中，国企上市公司的产品、市场创新和感知能力受到空前挑战，长城汽车在 SUV 领域，比亚迪在新能源汽车领域均处于行业领先水平。

3) 国企高管的薪酬水平与非国有企业存在显著的差异。改革现有的国企激励体制也是行业内部高管和员工的共同诉求。根据统计，汽车行业中，国企上市公司的高管持有公司股票的比例为 50%，而非国有上市公司中超过 70% 的公司高管持有公司股票，与公司的股东利益最大化目标更趋一致。就高管薪酬而言，行业内国企前三名董事、高管人均薪酬仅为非国企一半左右，明显存在激励不足。

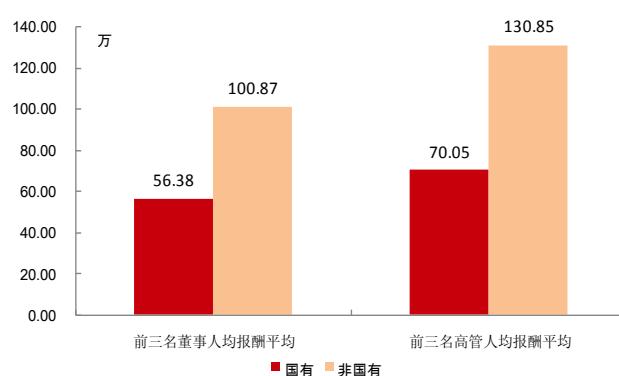
表格3：汽车国有企业与非国有企业运营销量差异

子行业	类型	总资产周转率	ROE	ROA	ROS	销售费用 /营业收入 TTM	管理费用 /营业收入 TTM
汽车整车	国有	1.05	8.26%	3.58%	5.85%	6.05%	6.48%
	非国有	0.95	12.07%	6.17%	5.45%	4.37%	5.87%
汽车零部件	国有	0.75	13.67%	3.22%	3.91%	4.00%	10.16%
	非国有	0.71	9.49%	6.30%	9.18%	4.89%	9.10%
汽车服务	国有	1.72	11.63%	3.76%	6.97%	1.97%	5.02%
	非国有	1.13	11.13%	2.02%	3.66%	2.70%	2.99%
其他交运设备	国有	0.67	1.22%	0.08%	0.15%	4.47%	11.03%
	非国有	1.34	8.71%	-3.95%	-0.30%	3.57%	8.72%

资料来源：wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 7: 汽车行业国企高管持股公司占比低于非国有企业

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 8: 汽车（整车）行业国企薪酬远不及非国企

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

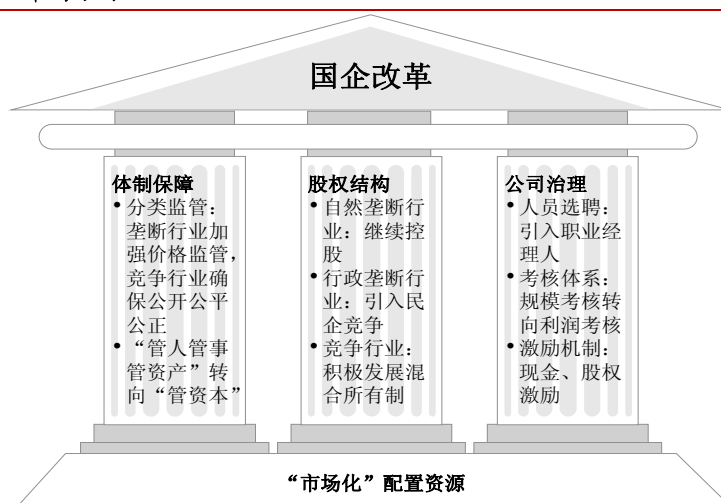
变革铸就契机，行业焕发新活力

行业国企改革路径演绎

从十八大公布的国企改革的大方向来看，国企改革将建立在三根支柱上：

- 1) 在体制上**，施行分类监管，由过去管人、管事、管资产的保姆式管理方式逐步向淡马锡式的管资本模式演进。
- 2) 在股权结构上**，除了自然垄断领域继续控股外，在行政垄断行业将引入民营资本竞争，在竞争性行业将广泛的推行混合所有制。
- 3) 在内部公司治理上**，引入职业经理人，考核机制上侧重于利润导向，激励方式更为多元化，股权激励有望大范围推行。

汽车行业作为竞争性领域，其国企改革在体制、股权、内部公司治理方面均有非常大的改善空间。我们判断，围绕上述几个方向，混合所有制、兼并重组（包括整体上市）、股权激励及其他现代化治理体系将在行业内大范围铺开。

图 9: 国企改革的方向

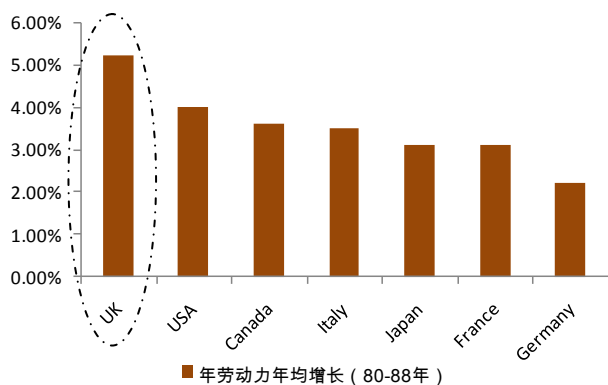
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国企改革给行业注入新的生命力

从国外经验来看，推行国企改革后大至整个经济体系，小至企业，将出现脱胎换骨的变化。对于汽车行业而言，我们认为国企改革可以预期的正面效应包括：

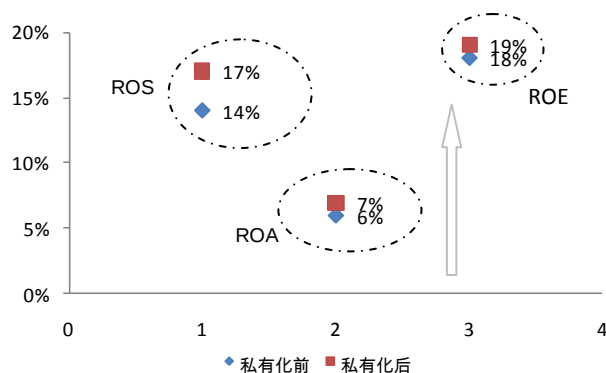
- 1) 实行混合所有制后，通过上市或其他渠道引入外部投资者，外部监督有助于降低公司各项费用，杜绝以往跑冒滴漏的现象。汽车行业中整车子行业的改进空间尤为突出，国企营销、管理费用异常高的情况有望得到改观。
- 2) 民营企业活力融合国有企业资本实力，传统汽车国企的自主创新能力和营销思维将获得激发，从而更加贴近市场的需求。
- 3) 在治理机制理顺之后，股权激励推行后企业以盈利为导向的目标愈发清晰，管理层和员工的积极性得到调动，不论是获取业绩还是释放业绩的意愿均显著上升。股权激励在其他行业的国企改革中曾获得普遍的成功，譬如格力电器在 2005 年推出股权激励后，不论是公司的收入、净利润、业绩的稳定性还是资本市场表现均在行业内首屈一指。

图 10: 英国国企改革后劳动生产效率增速明显提高



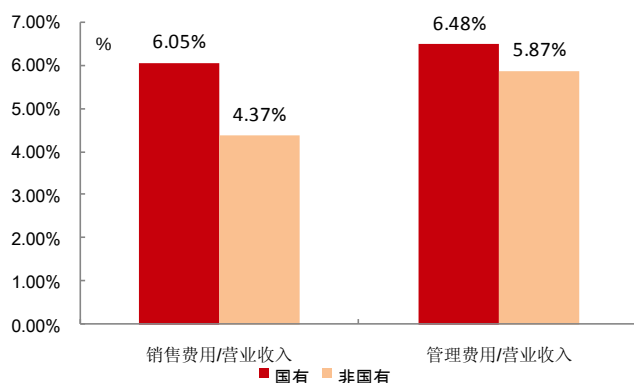
资料来源: BBG, 华泰证券研究所

图 11: 发达国家企业引入私有资本后企业盈利能力提升



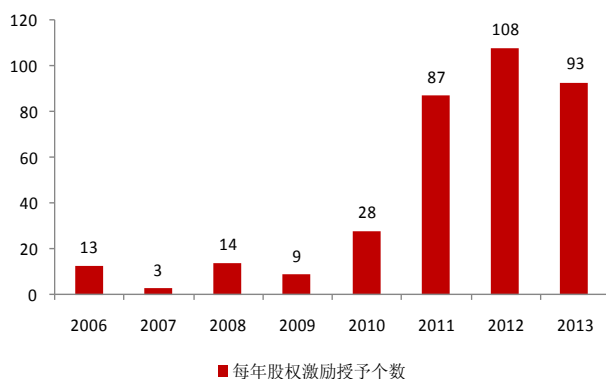
资料来源: Megginson (1999), 华泰证券研究所

图 12: 整车公司国企营销、管理费用显著高于非国企



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 13: 股权激励正逐步成为 A 股常规的激励手段



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

表格 4: 汽车行业股权激励情况 (国有 vs 非国有公司)

企业类型	个股	最新公告日	实施进度	激励标的物	激励总数 (万股/万份)	占总股本比例
国有	贵航股份	2014-2-28	董事会预案	期权	1600.00	6.00%
国有	风帆股份	2014-1-24	董事会预案	股票	320.00	0.69%
国有	广东鸿图	2008-8-13	停止实施	期权	1393.00	2.49%

非国有	中原内配	2011-8-18	停止实施	期权	303.20	4.89%
非国有	特尔佳	2011-7-28	停止实施	股票	577.56	1.89%
非国有	龙生股份	2014-3-25	实施	期权	700.00	2.62%
非国有	双林股份	2014-3-1	实施	期权	398.40	4.65%
非国有	双环传动	2014-2-25	实施	股票	661.00	1.93%
非国有	力帆股份	2013-9-24	实施	期权	307.00	2.60%
非国有	隆鑫通用	2013-8-10	实施	股票	1249.47	2.83%
非国有	银轮股份	2013-2-6	实施	股票	275.00	0.43%
非国有	骆驼股份	2012-12-27	实施	股票	3600.50	5.34%
非国有	宇通客车	2012-6-30	实施	期权	400.00	1.72%
非国有	海马汽车	2012-3-9	实施	股票	NA	NA
非国有	星宇股份	2011-12-21	实施	股票	1430.00	1.44%
非国有	宗申动力	2014-3-18	股东大会通过	期权	735.80	7.12%

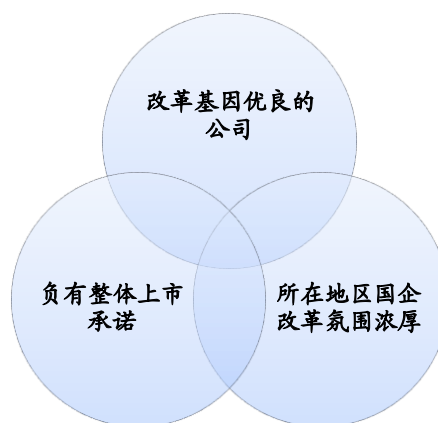
资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

哪些公司最受益于国企改革?

三条主线筛选受益公司

在国企改革的浪潮中,从推行整体上市、混合所有制、股权激励等市场化激励措施的可能性和时间顺序,建议投资者从以下主线挖掘汽车行业国企改革投资机会: 1) 改革基因好的公司; 2) 负有改革(整体上市)承诺的公司; 3) 所在地区国企改革氛围浓厚,改革更容易获得成功的公司。

图 14: 筛选受益国企改革标的的三条主线



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

改革基因优良的标的

所谓基因好的公司,即此前曾经进行过类似的改革公司,已经积累了相当的改革经验,最先推出成熟方案的可能性要大、受益程度要高。这类公司的代表主要是江淮汽车、上汽集团、长安汽车,其他公司包括广东鸿图、风帆股份、贵航股份等。

其中,江淮汽车是国企中治理能力公认的佼佼者,改革的经验非常丰富。2013 年推出了一系列改革措施,譬如,在集团层面实行混合所有制,引入战略投资者持股 25%,并顺利实现了管理层持股(集团公司股权 4.63%)。此外,公司管理层在 2013 年实施营销渠道变革,完全按照市场化的方式运作,有助于调动一线人员的积极性。

上汽集团在 2012 年公司便推出现金激励计划,2013 年公司推出《中长期激励方案》,与长

江养老险合作设立专门账户，规定年度净利润高于前三个年度净利润的平均值即可提取激励基金，授予公司管理层、关键骨干和有重大贡献的员工。预计 13 年提取约七千万元激励金，其中一半用于购买上汽集团的股票和债券，股债配置比例 8: 2。通过激励计划，管理层利益与公司利益达成一致，激发了管理层的积极性。

长安汽车在 2006 年股改时，控股股东中国长安承诺股改完成后，将实施管理层股权激励计划。尽管预期中的股权激励计划实施时间一再拖后，管理层对股权激励仍非常积极，后续存在突破的可能。

表格5：改革基因好的汽车上市公司

公司简称	实际控制人	过去推行国企改革的事件
江淮汽车	安徽省国有资产监督管理委员会	公司治理机制完善，2013 年 12 月引入战略投资者持股 25%，实行混合所有制，并在江汽顶层设计上实现了股权激励（持有集团股份 4.63%），未来有望通过整体上市方式在上市公司层面实现激励。此外，2013 年渠道改革开始推行，完全按照市场化方式运作。
上汽集团	上海市国有资产监督管理委员会	2012 年公司推出现金激励计划；2013 年公司推出《中长期激励方案》，与长江养老险合作设立专门账户，规定年度净利润高于前三个年度净利润的平均值即可提取激励基金，授予公司管理层、关键骨干和有重大贡献的员工。预计 13 年提取约 7000 万元激励金，其中一半用于购买上汽集团的股票和债券，股债配置比例 8: 2。
长安汽车	国务院国有资产监督管理委员会	2006 年长安汽车股改时，控股股东中国长安承诺股改完成后，实施管理层股权激励计划。尽管实施时间一再拖后，管理层对股权激励仍非常积极，后续存在突破的可能。
广东鸿图	高要市国有资产经营管理有限公司	具有推出股权激励的先例。尽管该方案被停止实施，但其属于施行股权激励较早的国企。
风帆股份	国务院国有资产监督管理委员会	具有推出股权激励的先例，目前股权激励方案在董事会预案阶段。
贵航股份	国务院国有资产监督管理委员会	具有推出股权激励的先例，目前股权激励方案在董事会预案阶段。

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

负有改革承诺的标的

十八大三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出了“积极发展混合所有制经济，允许混合所有制经济实行企业员工持股，鼓励非公有制企业参与国有企业改革”等国企改革政策方向。对于集团企业而言，整体上市是实现混合所有制的最重要的路径。汽车行业的六大集团中仅有一汽集团和北汽集团尚未实现整体上市，二者未来推动整体上市的概率较大。

其中一汽轿车整体上市的方向最为确定，原因在于：1）一汽轿车与母公司一汽股份存在明显的同业竞争关系，这与《上市管理办法》、《上市公司治理准则》、《公司法》等有关法规精神违背，是必须要解决的问题；2）公司于 2014 年 2 月 15 日再次做出不可或撤销的承诺，通过资产重组等方式解决同业竞争；3）同是央企的中信集团、保利集团（地产业务）的整

体上市给一汽提供了很好的蓝本，亦是推动其整体上市的外在压力。一汽整体上市过程中，建议投资者关注一汽轿车、一汽夏利的投资机会。

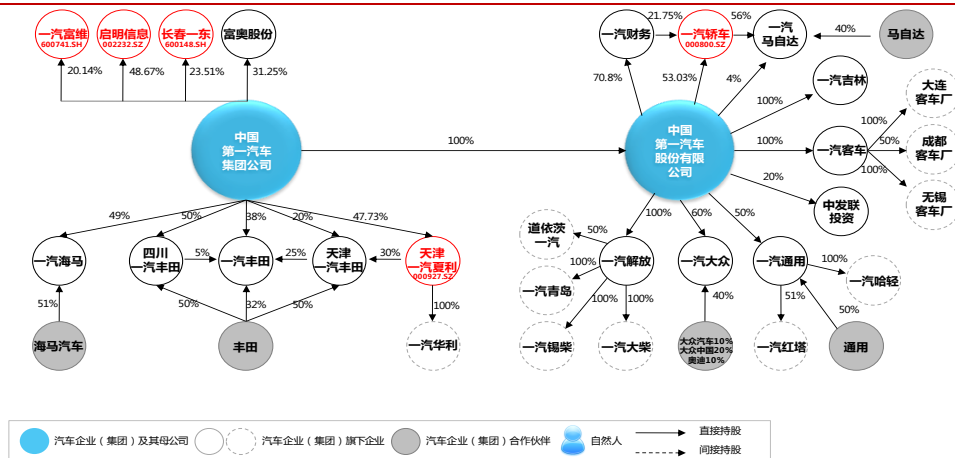
北汽集团整体上市的节奏尚难把握，建议投资者在信号更加明晰的时期关注北汽福田。

表格6: 6大汽车集团证券化情况

集团	是否整体上市	上市公司	是否有整体上市承诺
一汽集团	否	一汽轿车、一汽夏利、一汽富维、启明信息	有。2011 年 8 月 8 日母公司承诺解决同业竞争问题。一汽股份向一汽轿车作出如下不可撤销承诺：虽然一汽轿车与一汽股份控制或合营的整车生产企业生产的车型并不完全相同，目标客户、地域市场也不完全一致，但仍然存在同业竞争或潜在的同业竞争。为此，一汽股份承诺将在成立后五年内通过资产重组或其他方式整合所属的轿车整车生产业务，以解决与一汽轿车的同业竞争问题。
北汽集团	否	福田汽车	无相关承诺，主要系母公司与上市公司北汽福田之间业务处于不同细分市场，不构成直接相竞争业务。
东风集团	是	东风汽车（A+H）、东风科技	已完成整体上市，不存在同业竞争，没有做出承诺。
长安集团	是	长安汽车	已完成整体上市，不存在同业竞争，没有做出承诺。
上汽集团	是	上汽集团、上柴股份、华域汽车	已完成整体上市，不存在同业竞争，没有做出承诺。
广汽集团	是	广汽集团（A+H）	已完成整体上市，不存在同业竞争，没有做出承诺。

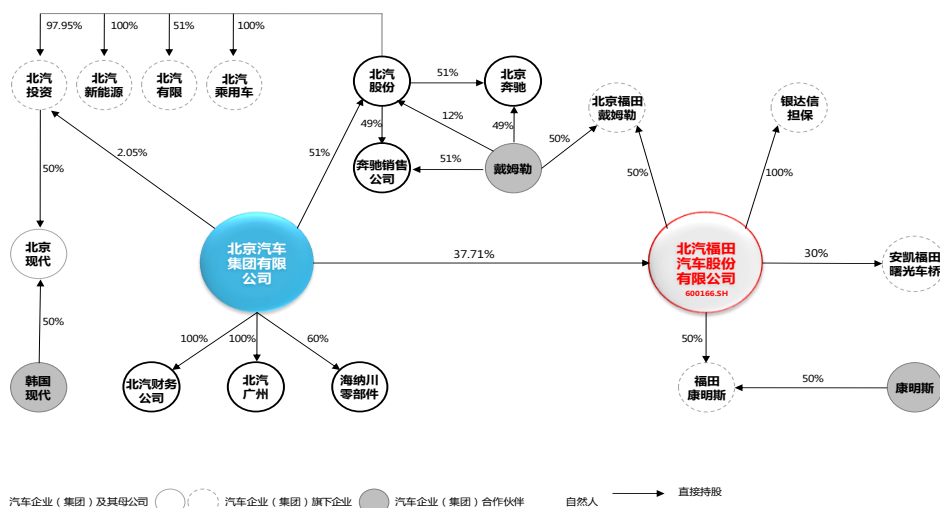
资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 15: 一汽集团股权架构图



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图 16: 北汽集团股权架构图



资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

所在地区氛围浓厚，利于改革推行的标的

国内国企改革先行地区主要为上海、广东、安徽、重庆等。这些地方的当地国企实力雄厚，汽车行业国企改革在良好的氛围下更容易践行。因有经验积累，改革突破的空间大、力度强，成功的概率也更高。汽车行业作为当地的名片，改革获得当地政府支持的可能性较高。

符合这条主线的公司包括：安徽地区的江淮汽车、安凯汽车等；上海区域上汽集团、华域汽车等；广东区域的广汽集团、广东鸿图等；重庆区域的长安汽车、中国气研等。

表格7: 国企改革率先推进省份的汽车行业上市公司

省份	上市地方国企总数	上市国企资产规模（亿）	当地国企主要分布行业	汽车行业上市国有企业（含央企）
上海市	70	12188.36	汽车、建筑、房地产、商贸零售	上汽集团、华域汽车、中华控股、金山开发
广东省	59	6048.53	电力、家电、房地产、汽车	广汽集团、广东鸿图、特力 A
安徽省	30	3949.47	建材、钢铁、汽车、有色金属	江淮汽车、安凯客车
重庆	12	1136.05	房地产、医药生物、化工	长安汽车、中国气研、中国嘉陵

资料来源: 华泰证券研究所

推荐标的：江淮汽车、上汽集团、一汽轿车、长安汽车、广汽集团

综合改革基因、是否具有改革承诺和公司所在地的国企改革氛围，我们认为在国企改革中下列公司将最为受益：

- 1) 优良的改革基因+企业所在地改革氛围浓厚的龙头标的：江淮汽车、上汽集团、长安汽车。
- 2) 负有不可撤销整体上市承诺的公司：一汽轿车。
- 3) 所在地改革氛围浓厚，亦是当地国企龙头的上市公司：广汽集团。

表格8：推荐标的列表

公司	改革优良基因	负有改革承诺	所在地区改革氛围浓厚
江淮汽车	✓		✓
上汽集团	✓		✓
一汽轿车		✓	
长安汽车	✓		✓
广汽集团			✓

资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、汽车行业国企改革低于预期;
- 2、政策当局对国企改革推进决心低于预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn