

上海汽车 600104.SH

2010.6.28

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

着力打造自主品牌 引领行业发展趋势

——2010 年度非公开发行 A 股股票预案点评

事件:

6 月 25 日, 上海汽车 (600104) 发布了《2010 年度非公开发行 A 股股票预案》: 拟向包括控股股东上汽集团在内的不超过十家特定对象非公开发行不超过 9 亿股 A 股股票, 发行价格不低于 11.47 元/股, 募集资金总额不超过 100 亿元, 用于 4 个项目的建设。

上汽集团将出资不少于人民币 10 亿元, 认购不少于本次发行股份总数 10% 的股份。

分析与点评:

1、4 个募投项目共需资金 106.861 亿

根据《2010 年度非公开发行 A 股股票预案》: 拟向包括控股股东上汽集团在内的不超过十家特定对象非公开发行不超过 9 亿股 A 股股票, 发行价格不低于 11.47 元/股, 募集资金总额不超过 100 亿元, 用于 4 个项目的建设, 包括 2 个整车项目、1 个关键零部件项目和 1 个技术中心建设项目。

本次募投项目的投资总额为 106.861 亿元, 本次募集资金总额不超过 100 亿元。募集资金投资上述项目如有不足, 不足部分由公司自筹解决。

2、引导自主品牌的开发和建设进入新阶段

在 4 个募投项目中, 几乎全部与自主品牌的开发和建设相关, 其中直接相关的 2 个项目 (乘用车投资项目、商用车投资项目) 合计投入资金 72.26 亿元, 约占募资总额的 67.62%。

(1) 自主品牌乘用车投资项目

上海汽车自主品牌乘用车采用荣威、MG 双品牌战略, 目前已度过培育期, 10 年销量有望翻番, 达到 18 万辆的水平, 但产能问题成为制约的一大瓶颈。

该项目旨在继续建设公司自主品牌乘用车整车和发动机生产基地, 项目达产后, 整车和发动机的产能均有一定提升;

研发项目的实施, 主要用于公司自主品牌乘用车平台与车型的开发、升级和改型增性, 以及自主品牌新能源汽车的开发。将使公司领跑自主品牌乘用车和新能源汽车研发, 插电强混新能源轿车和纯电动轿车两款全新车型有望面世; 巩固公司在国内自主品牌中的领先地位, 提升总体研发实力和核心竞争能力。

汽车整车

评级: 推荐 (维持)

上次评级: 推荐

目标价格: ¥

上次预测:

当前价格: ¥12.30

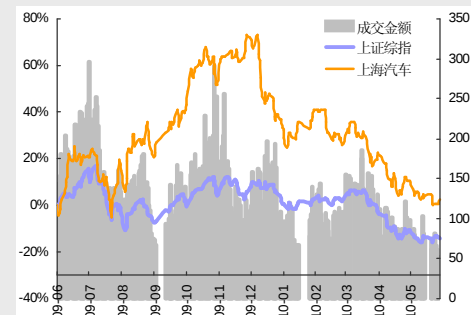
基础数据 2010.6.26

总股本/流通 A 股 (亿股)	85.21/85.21
总市值 (亿元)	1048.1
流通市值 (亿元)	1048.1
每股净资产 (元)	5.27
ROE (% , 2010Q1)	6.56

交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.01 ~ 27.23
PE (2009, 倍)	16.0
动态 PE (倍)	10.7
PB (倍)	2.33

52 周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

执业证书编号: S0820210060002

电话: 021-32229888*3507

邮箱: chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

如期而至的增长——2009 年年报点评

2010-04-06

引领行业发展, 享受消费升级盛宴——上海汽车 (600104) 调研报告

2009-12-28

请务必阅读正文之后的重要声明

(2) 自主品牌商用车投资项目由公司的全资子公司上海汇众负责实施，主要生产 LD100 宽体轻客和 BD100 窄体轻客。上海汇众现在的轻客产能为 15000 辆，在轻型客车细分市场积累了较好的口碑，具备一定的品牌优势。通过实施自主品牌商用车投资项目将使公司分享轻客市场的发展，使公司自主品牌发展战略由乘用车向商用车领域覆盖，使公司自主品牌轻客的产品型谱更加丰富。

(3) 双离合器自动变速器总成项目由上汽变速器实施，该公司研发出了国内首台具有完全自主知识长拳的双离合器自动变速器(DCT)。DCT 的需求与增长有望在未来数年后超过传统的自动变速器和手动变速器，成为变速器系统的主流。开发具有当代先进水平和自主知识产权的双离合器自动变速器(DCT)总成，对于公司增强自主品牌产品的技术含量和市场竞争能力，推动公司自主品牌产品进一步满足国家未来节能减排的要求将起到积极的促进作用。

(4) 上汽技术中心建设二期项目有利于公司构建自主品牌经营体系，推动公司整体研发能力上新台阶，进而构建完整的自主品牌系列产品，间接推动生产规模和盈利能力。

表 1: 4 个募投项目资金需求

序号	项目名称	资金需要数量 (亿元)	募集资金拟投入数量(亿元)
1	自主品牌乘用车投资项目	60.471	55.31
	其中：自主品牌乘用车项目（二期）	36.72	35.06
	自主品牌乘用车研发项目	23.751	20.25
2	自主品牌商用车投资项目	11.785	11.785
3	双离合器自动变速器总成项目	6.565	5.965
4	技术中心建设二期项目	28.04	26.94
合计		106.861	100

（数据来源：公司公告 爱建证券）

3、公司的行业领先地位进一步巩固

从一季报来看，公司的总资产、净资产、货币资金在业内均处于绝对的领先地位。本次非公开发行计划募集资金总额不超过 100 亿元，发行完成后，公司的资产总额与净资产总额将同时增加，资金实力和资产规模进一步得到提升。

表 2: 上市公司部分财务数据对比

证券代码	证券简称	资产总计 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	货币资金 (亿元)	资产负债率 (%)
600104	上海汽车	1711.7	616.1	427.8	64.01%
000625	长安汽车	264.6	96.7	33.2	63.45%
600166	福田汽车	221.5	44.5	50.6	79.90%
000951	中国重汽	189.6	33.8	47.5	82.16%
600006	东风汽车	164.8	69.9	48.4	57.59%
000800	一汽轿车	153.9	84.6	40.8	45.03%
600418	江淮汽车	136.6	46.9	23.1	65.67%
600686	金龙汽车	98.0	25.8	29.8	73.71%
000550	江铃汽车	88.9	54.5	45.3	38.71%
000927	一汽夏利	88.1	36.9	5.5	58.14%
000572	海马股份	86.7	46.1	26.4	46.85%
600991	广汽长丰	62.2	23.9	5.8	61.53%
600303	曙光股份	54.5	14.9	14.7	72.71%

600066	宇通客车	54.2	22.7	10.3	58.08%
600565	迪马股份	44.0	12.6	9.2	71.46%
000868	安凯客车	24.1	7.2	5.2	70.09%
000957	中通客车	14.2	5.5	2.2	61.00%
600213	亚星客车	7.1	2.1	1.2	70.31%

（数据来源：Wind 资讯 爱建证券）

截至一季度末，公司的资产负债率为 64.01%，小幅高于业内平均水平（63.4%），发行完成后，这一指标有望降低，增强公司抵御财务风险的能力。

4、盈利能力有望获得提升

募投项目建成投产后：

- ◇ 自主品牌乘用车项目将形成整车 15 万辆/年和发动机 15 万台/年的产能，预计在 2012 至 2015 年期间，新增自主品牌汽车销售 95 万辆，新增销售收入 1000 亿元
- ◇ 上海汇众将形成轻客 5 万辆/年的产能
- ◇ 新增 12.5 万套/年双离合器自动变速器总成的产能
- ◇ 开发的插电强混新能源轿车和纯电动轿车的两款全新车型，将保持公司在新能源研发上的领先地位
- ◇ 技术中心建设二期项目间接推动生产规模和盈利能力

随着公司产能的提高、研发实力的增强以及自主品牌竞争力的加强，营业收入有望进一步增加，长期盈利能力获得保证。

5、控股股东大力支持，但预计发行完成后持股比例下降

本次非公开发行获得控股股东上汽集团的大力支持，根据《关于控股股东认购非公开发行 A 股股票的关联交易公告》，上汽集团将出资不少于 10 亿元，认购不少于本次发行股份总数 10% 的股份，且于本次发行结束之日起的 36 个月内不得转让本次认购的股票，显示了集团对于公司发展的长期看好。

本次发行后，公司的股东结构将发生一定的变化，若按照发行上限 9 亿股、上汽集团认购 10% 的情景计算：上汽集团的持股数量将增加、持股比例下降，但绝对控股地位不会发生变化。

表 3：假设上汽集团认购 10% 的股份的持股变化

	发行前		发行后	
	持股数（万股）	占比（%）	持股数（万股）	占比（%）
上汽集团	667061.57	78.28%	676061.57	71.76%
其他股东	185082.54	21.72%	266082.54	28.24%
总股本	852144.12	100%	942144.12	100%

（数据来源：公司公告 爱建证券）

6、风险提示

- ◇ 汽车行业产能扩张带来竞争加剧
- ◇ 募投项目不达预期，自主品牌产品未能形成规模效益
- ◇ 财务风险

7、投资建议

除了现有的合资品牌上海大众、上海通用外，我们认为，非公开发行项目基本围绕打造自主品牌展开，代表了行业的发展趋势，为公司盈利带来另一个增长极。

此次募集资金建设的主要项目——自主品牌乘用车投资项目的业绩释放在 2012 年之后，新能源、技术中心建设二期项目尚不能直接体现为收益。我们维持今明 2 年的盈利预测，预计 EPS 为 1.25 元、1.28 元，对应目前股价下的动态 PE 为 10.7 倍、9.6 倍，维持“推荐”的投资评级。

附表：项目基本情况、经济评价

序号	项目名称	项目基本情况	经济评价
1	自主品牌乘用车投资项目	继续建设自主品牌乘用车整车和发动机生产基地。项目实施后，将形成整车 15 万辆/年和发动机 15 万台/年的生产规模。	预计 2012 年达纲，内部收益率为 22.04%，项目投资回收期（静态）为 6.0 年。
	其中：自主品牌乘用车项目（二期）		
	自主品牌乘用车研发项目	用于自主品牌乘用车平台与车型的开发、升级和改型增性，以及自主品牌新能源汽车的开发。	预计在 2012 至 2015 年期间，公司将新增自主品牌汽车销售 95 万辆，新增销售收入 1000 亿元。
2	自主品牌商用车投资项目	该项目由上海汇众实施，主要生产 LD100 宽体轻型客车和 BD100 窄体轻型客车。项目建成后，将形成 5 万辆/年的轻客产能。	预计 2016 年达纲，内部收益率为 21.16%，项目投资回收期（静态）为 5.8 年。
3	双离合自动变速器总成项目	该项目由上汽变速器实施，项目建成后，将新增年产 12.5 万套双离合自动变速器总成的产能。	该项目将于 2015 年达纲，内部收益率为 12.52%，项目投资回收期（静态）为 9.1 年。
4	技术中心建设二期项目	包括 2 个子项目：“二期工程、设备”子项目包括购置若干试验室及试验设计设备，“二期工程、土建公用及设备”子项目包括拟新建造型车间、动力总成实验室、新能源汽车试验室等，增建研发楼和试制车间等，还将新增联合站房及各试验室的公用设备以及部分试验试制设备。	该项目实施后，技术中心将着重建立重点开发领域与关键试验项目的试验能力，提升公司的研发能力，促进自主品牌汽车核心技术的新车型产品实现，间接推动生产规模和盈利能力。

（数据来源：公司公告 爱建证券）

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。