

汽车行业全产业链第一股即将诞生

事件：上海汽车近日发布发行股份购买资产暨关联交易预案。公司拟向控股股东上海汽车工业（集团）总公司及其全资子公司上海汽车工业公司发行股份，购买其持有的资产：1）独立汽车零部件业务（主要为华域汽车（600741）60.10%的股权；2）服务贸易业务（主要为安吉物流100%的股权）；3）、新能源汽车业务（主要为华域汽车旗下零部件公司新能源业务和新源动力34.19%的股权），以及他资产（主要为上海汽车工业公司持有的招商银行（600036）约3.68亿的股份）。发行价格为16.53元/股，发行股份17.28亿元，购入标的资产预估值为285.6亿元人民币。

研究结论

我们研究认为，如果方案得以实施，上海汽车将成为国内第一家拥有汽车行业全产业链的上市公司，有利于公司培育新的利润增长点，增强公司长期的可持续发展能力。

- **公司的汽车零部件业务将进入全新的发展阶段。**目前，公司旗下的汽车零部件业务主要是紧密零部件业务，主要为公司旗下整车企业上海通用、上海大众和上汽乘用车公司提供配套服务。如果本预案能够实施，华域汽车旗下公司的非紧密零部件业务也将进入上市公司。这样，公司旗下整车产品所需全部零部件业务都将置于公司的管控和影响范围，有利于这些汽车零部件公司产品同步开发、设计能力的提高，为公司整车产品的开发、设计、制造提供重要的支持，对公司整车的盈利能力和可持续发展能力产生非常重要的影响。
- **新能源汽车业务风生水起。**本次预案拟购入的新源动力和华域汽车旗下的零部件公司，顺应国家产业之策的指引，在新能源汽车所需核心零部件方面（主要是电池、电机、电控以及其他新能源汽车专用零部件），已经进行了大量的投资，并取得了业界领先的阶段性成果。我们认为，购入上述标的物资产，将有利于公司掌握新能源汽车产品的核心技术，为公司在即将到来的汽车行业动力技术革命进程中确立领先优势。
- **公司汽车产品售后服务业务迅速发展壮大。**根据成熟汽车市场上的经验，当市场趋于成熟时，汽车产业链的价值重心将向两端转移，汽车产品的售后服务环节所占的利润比重将逐步提高。本次预案拟购入的资产包括汽车销售、汽车租赁和汽车物流等业务，预计将成为未来公司非常重要的利润增长点。
- **投资评级。**我们此前预测公司2011、2012年盈利分别为2.00元、2.38元，预计公司本次发行股份购买资产预案最终实施的概率很大，我们看好该方案实施对公司的盈利可持续发展的促进作用，维持2011年15倍市盈率的估值水平，对应目标价30.0元，维持公司买入评级。
- **风险提示。**1）乘用车行业景气程度显著下降；2）公司自主品牌新产品销量显著低于预期；3）乘用车行业开始新一轮的价格战。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

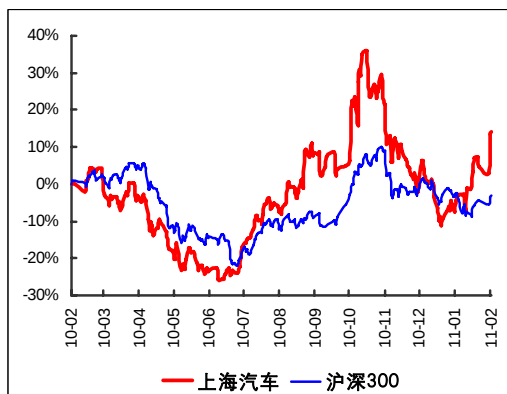
8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2011年2月11日）	18.45元
目标价格	30.00元
总股本/A股（亿股）	92.42
A股市值（亿元）	1705.2
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011年4月6日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	313,376	383,655	455,738	529,716
同比(%)	124.4%	22.4%	18.8%	16.2%
净利润	13,729	18,448	22,035	26,389
同比(%)	108.3%	34.4%	19.4%	19.8%
毛利率(%)	19.51%	19.65%	19.67%	19.82%
ROE(%)	25.28%	24.77%	23.61%	22.63%
每股收益(元)	1.49	2.00	2.38	2.86
P/E	12.4	9.2	7.7	6.5
P/B	2.6	2.1	1.6	1.3

资料来源：公司报告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2010A	会计年度	2010A	2011E	2012E	2010A
营业总收入	313,376	383,655	455,738	529,716	经营活动现金流	24,974	18,833	38,184	58,205
营业成本	252,223	308,270	366,112	424,721	税后利润	13,729	18,448	22,035	26,389
主营业务税金及附加	8,172	9,975	11,849	13,773	经常性非现金支出	8,573	6,548	7,183	7,506
销售费用	21,076	26,089	30,990	36,021	非经常性现金支出	(11,174)	(10,471)	(12,212)	(13,985)
管理费用	11,442	14,779	17,664	20,659	营运资金变动	4,742	(6,163)	9,138	24,448
财务费用	387	675	656	672	少数股东损益	9,104	10,470	12,040	13,846
资产减值损失	1,922	463	738	668	投资活动现金流	(6,930)	(15,618)	(17,283)	(18,978)
投资收益	8,722	10,441	12,182	13,955	资本开支	(6,752)	(5,768)	(5,751)	(5,734)
营业利润	27,006	33,901	39,969	47,216	投资与投资收益	(178)	(9,850)	(11,531)	(13,244)
非经常性损益	(321)	120	120	120	筹资活动现金流	7,475	(3,323)	(1,280)	(1,297)
税前利润	26,684	34,021	40,089	47,336	贷款增加	3,696	(800)	300	300
所得税	3,852	5,103	6,013	7,101	支付股利利息	(5,900)	(2,523)	(1,580)	(1,597)
净利润	22,833	28,918	34,075	40,236	其他融资	(313)	0	0	0
少数股东损益	9,104	10,470	12,040	13,846	现金净流量	25,477	(109)	19,621	37,931
归属母公司净利润	13,729	18,448	22,035	26,389	现金期初余额	25,908	51,385	51,276	70,897
EPS (元/股)	1.49	2.00	2.38	2.86	现金期末余额	51,385	51,276	70,897	108,827

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2010A	会计年度	2010A	2011E	2012E	2010A
流动资产合计	145,542	163,220	204,783	251,191	增长能力				
货币资金	61,262	61,153	80,774	118,704	营收增长率(%)	124.4%	22.4%	18.8%	16.2%
应收账款及票据	32,314	51,482	61,107	70,969	EBITDA 增长率(%)	204.2%	18.2%	16.0%	16.4%
存货	18,162	14,248	23,986	19,992	EBIT 增长率(%)	204.7%	24.9%	17.4%	17.8%
交易性金融资产	844	934	1,024	1,114	净利润增长率(%)	108.3%	34.4%	19.4%	19.8%
非流动资产合计	83,301	93,663	105,468	118,788	盈利能力				
长期投资	20,722	30,423	41,805	54,900	毛利率(%)	19.51%	19.65%	19.67%	19.82%
固定资产	28,494	28,721	28,785	28,543	净利率(%)	7.29%	7.54%	7.48%	7.60%
在建工程	4,677	4,995	5,103	5,137	EBITDA 利润率(%)	10.87%	10.49%	10.24%	10.26%
可供出售金融资产	10,051	10,051	10,051	10,051	ROA(%)	12.44%	11.91%	12.02%	11.83%
无形资产	5,760	5,698	5,614	5,509	ROE(%)	25.3%	24.8%	23.6%	22.6%
开发支出	1,022	722	422	122	ROIC(%)	22.7%	26.6%	24.0%	22.2%
资产总计	228,842	256,883	310,251	369,979	偿债能力				
流动负债合计	132,265	134,035	154,452	175,069	资产负债率(%)	64.3%	57.6%	54.2%	51.0%
循环借款	9,918	9,918	10,418	10,918	流动比率(倍)	1.10	1.22	1.33	1.43
应付账款及票据	53,817	62,271	73,955	85,794	速动比率(倍)	0.96	1.11	1.17	1.32
预收账款	13,840	17,264	20,508	23,837	营运能力				
其他应付款	12,675	15,414	18,306	21,236	总资产周转率	1.71	1.58	1.61	1.56
非流动负债合计	14,829	14,029	13,829	13,629	应收账款周转率	5.87	4.58	4.05	4.01
长期贷款	2,530	1,730	1,530	1,330	存货周转率	19.05	19.02	19.15	19.31
应付债券	5,517	5,517	5,517	5,517	应付账款周转率	6.42	5.31	5.38	5.32
负债合计	147,094	148,064	168,281	188,698	价值评估				
股本	9,242	9,242	9,242	9,242	P/B(倍)	2.6	2.1	1.6	1.3
资本公积	30,085	30,085	30,085	30,085	P/E(倍)	12.4	9.2	7.7	6.5
未分配利润	19,113	33,868	52,775	75,601	EV/收入(倍)	0.40	0.32	0.23	0.13
股东权益合计	81,749	108,819	141,970	181,281	EV/EBITDA(倍)	3.65	3.07	2.23	1.22
负债和股东权益	228,842	256,883	310,251	369,979	EV/EBIT(倍)	4.45	3.54	2.54	1.38

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn