

上海汽车（600104）

买入/维持评级

股价：RMB18.45

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

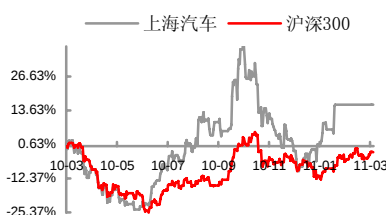
谢振东
(0755)8212 5072
xiezd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	9,242
流通 A 股（百万股）	9,242
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	170,523

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

诞生全产业链汽车巨头

——上海汽车资产重组点评

- 2011 年 4 月 5 日公司发布资产重组公告，拟以 16.53 元/股向上海汽车工业（集团）及上海汽车工业有限公司发行股份购买资产，相关资产包括独立供应零部件企业（华域汽车等）、汽车服务贸易（安吉物流等）以及集团子公司相关股权投资（招商银行），合计资产规模约 285.6 亿元；
- 从专业整车制造企业到全产业链覆盖，公司重组后资产将包括整车制造、汽车零部件以及汽车服务贸易，上汽集团也将基本实现整体上市。重组的实施将较大程度降低企业治理风险，有效减少公司与集团之间的关联交易规模与数量，并对未来整车和零部件协同发展、加快制造服务一体化产生一定积极效应；但从公司披露的数据看，服务贸易类资产的盈利能力一般，短期内难以对盈利提升产生额外驱动力，预计 2 年内将略微降低公司资产收益率水平；
- 我们对此次重组方案持中性观点，认为通过相关资产的注入，从而实现集团资产基本整体上市，更多的是集团对上海市国资委计划在“十二五”期间加快产业集团整体上市意见的执行，而非纯粹的商业行为，重组对上市公司业绩短期内不贡献额外驱动力；
- 重组实施对公司 10 年 EPS 影响有限，但调整 11、12 年 EPS 为 1.87 元和 2.15 元（全面摊薄），对应 P/E 为 9.87 和 8.58 倍；行业层面，2 季度行业整体可能面临去库存压力，但我们仍看好全年销量增速（+15%），在维持对上半年存在结构性机会判断的同时，我们认为行业整体仍存在进一步估值修复的较大可能，维持乐观态度；公司层面，我们对此次重组持中性观点，但公司作为行业龙头，仍将分享中国汽车行业未来较快增速，其主要合资厂业绩增长的稳定性和可持续性仍然是最优等的，因此目前较低的估值水平意味着股价较大的安全边际和获利空间，同时考虑到公司复牌后具有一定的补涨需求，以及可能激起市场对具有低估值属性汽车板块的整体热情，公司股价或将在短期内有 15% 左右涨幅，维持“买入”评级；
- 风险提示：产业政策退出对终端销售产生不利影响；市场系统性风险。

经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	312485.49	469488.73	575885.00
(+/-%)	125.0%	50.02%	22.66%
归属母公司净利润(百万元)	13728.52	20513.20	23595.78
(+/-%)	108.3%	49%	15.03%
EPS(元)	1.49	1.87	2.15
P/E(倍)	12.38	9.87	8.58

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

表格 1：主要注入资产

公司	股权	10 年收入	10 年归属母公司所有者净利润
华域汽车	60.01%	44,062,677,519.54	2,513,433,666.32
安吉汽车物流	100%	8,003,883,110.95	400,061,667.36
东华汽车实业	75%	3,725,776,759.28	38,946,802.58
上海汽车集团（北京）	90%	1,225,439,363.01	23,101,147.87
上海汽车工业销售	100%	9,157,524,243.48	80,131,270.68
上海国际汽车零部件采购中心	80%	99,165,140.09	376,732.81
中国汽车工业投资开发	100%	264,716,453.84	9,582,286.76
上海汽车进出口	100%	18,899,387,472.09	94,655,050.21
上海汽车工业香港	100%	524,427,105.46	113,694,195.42
上海汽车报社	100%	11,197,683.57	550,148.96
上汽北美公司	100%	982,668,111.42	21,760,361.98
上海汽车资产经营公司	90%	170,130,116.92	30,823,768.05
上海汽车信息产业投资	100%	258,282,438.69	1,473,784.70
上海汽车工业活动中心	100%	66,807,787.64	252,483.31
上海汽车创业投资	100%		15,498,961.33
上海尚元投资管理	100%		
通用汽车韩国	6.01%	83,882,308,559	211431126.8
南京南汽模具装备	35%	260,099,057.30	3,076,517.55
上海彭浦机器厂	20%	780,885,864.52	434,654.58
新源动力股份	34.19%	13,961,625.98	3,536,544.11

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：上海汽车利润表

	2010A	2011E 重组前	2011E 重组后	2012E 重组前	2012E 重组后
营业收入	312,485.49	392,103.52	469,488.73	456,234.63	575,885.00
营业成本	251,902.60	314,940.50	380,605.65	366,010.86	471,045.90
营业税金及附加	8,172.32	10,254.54	10,356.54	11,931.74	12,053.74
营业费用	21,076.42	26,446.47	28,947.24	30,771.96	34,546.73
管理费用	11,442.44	14,357.86	18,411.38	16,706.18	23,025.79
财务费用	386.77	834.61	1,620.62	689.32	1,867.63
资产减值损失	1,922.39	1,922.39	1,941.14	1,922.39	1,972.39
公允价值变动收益	115.19	148.68	0.00	98.06	0.00
投资净收益	8,721.84	10,073.24	11,612.48	11,328.40	13,766.76
营业利润	27,005.65	33,569.05	39,218.64	39,628.64	45,139.58
营业外收入	411.09	452.20	514.08	497.42	588.17
营业外支出	732.35	600.00	628.88	630.00	672.35
利润总额	26,684.39	33,421.26	39,103.84	39,496.06	45,055.40
所得税	3,851.62	4,678.98	5,474.54	5,924.41	6,307.76
净利润	22,832.77	28,742.28	33,629.30	33,571.65	38,747.64
少数股东损益	9,104.25	10,925.10	13,116.10	12,563.87	15,151.87

归属母公司净利润	13,728.52	17,817.18	20,513.20	21,007.79	23,595.78
EPS（元）	1.49	1.93	1.87	2.27	2.15

资料来源：华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn