

强烈推荐-A (维持)

上海汽车 600104.SH

当前股价: 18.45 元

2011 年 4 月 5 日

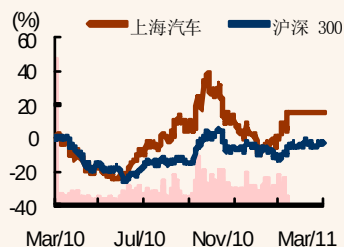
重组略微增厚业绩，看好公司未来发展

基础数据

上证综指	2948
总股本(万股)	924242
已上市流通股(万股)	852144
总市值(亿元)	1705
流通市值(亿元)	1572
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	19.8
资产负债率	64.3%
主要股东	上海汽车工业(集团)
主要股东持股比例	73.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		-2	10
相对表现	-1	-15	13



相关报告

- 1、《上海汽车-合资企业盈利恢复，自主品牌有所改善》2009/8/27
- 2、《上海汽车-自主品牌盈利改善，投资收益大幅增长》2009/11/2
- 3、《上海汽车-三季度业绩靓丽，四季度保持稳定》2010/10/12
- 4、《上海汽车-年报基本符合预期，发展还看合资企业》2010/3/31

汪刘胜

0755-25310137

wangls@cmschina.com.cn

S1090208030186

上海汽车拟增发 17.28 亿股收购标的资产 285.6 亿元，覆盖独立零部件、服务贸易、新能源汽车三个板块，包括华域汽车 60.1% 股权，招商银行股权、安吉物流等。此收购方案对于目前公司业绩略微增厚，而对于上海汽车的把握在于其整合后业务架构的完善，维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **重组方案对业绩略微增厚，对于上汽的把握在于其业务架构完善。**

1、业绩略微增厚。上市公司拟增发 17.28 亿股，增发价 16.53 元收购 285.6 亿元资产（其中华域汽车 155 亿元、招行股权 45 亿元、其他资产 85.6 亿元），该资产 2010 年估算净利润 26 亿元（华域汽车 15 亿元，贸易服务 8 亿元），按照 2010 年上海汽车 94.2 (+17.28) 亿股份，137 (+26) 亿元净利润计算，重组后 EPS1.486 元，较之前 1.41（扣除非经）元略有增厚。而对于另一家上市公司华域汽车，本次重组对其基本不产生影响。

2、意思在于产业链打造。重组注入资产包括独立零部件、服务贸易、新能源汽车业务，重组的意思在于上海汽车对于完整产业链的打造，而类似新能源汽车、服务贸易板块在经过培育与发展，未来有望成为新的利润增长点。

3、可能减少资本公积金或增加商誉。重组方案中，招商银行股权以及华域汽车均按照特定日期前 30 个交易日加权平均价 9 折估值，对于华域汽车，存在重组之后在两家上市公司报表内净资产不一致状况，60.1% 华域汽车股权目前净资产 87 亿元，评估值在 155 亿元，差额 68 亿元，在上汽合并报表中可能会减少资本公积金或增加商誉。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**2011 年 1-2 月份公司销量 69.9 万辆。1 季度公司销量预计环比增长 15% 左右（去年四季度销量 92.2 万辆，一季度销量 89.2 万辆），预计一季度 EPS0.51 元左右，上调全年 EPS 至 1.7 元（+6%），虽然重组后对 2011 年 EPS 增厚有限，但由于日系车受地震影响较大，上海汽车两家合资公司有望取得额外市场份额的增长，维持公司“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示：原材料价格持续上涨；行业景气度大幅下降。**

财务数据与估值

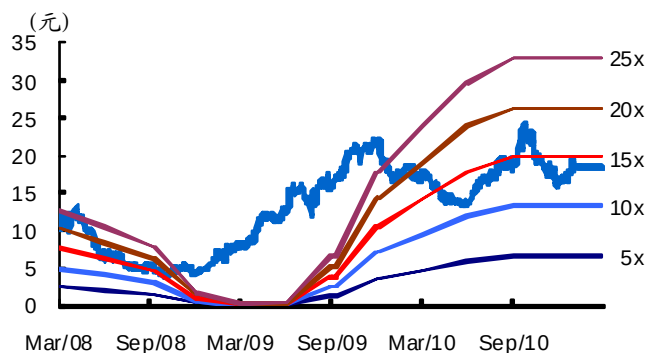
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	139636	313376	369784	425252	489039
同比增长	32%	124%	18%	15%	15%
营业利润(百万元)	8413	26982	33297	36642	41955
同比增长	-967%	221%	23%	10%	14%
净利润(百万元)	6573	13705	15691	17265	19764
同比增长	902%	108%	14%	10%	14%
每股收益(元)	0.71	1.48	1.70	1.87	2.14
PE	25.9	12.4	10.9	9.9	8.6
PB	2.8	2.6	2.1	1.8	1.6

资料来源：招商证券

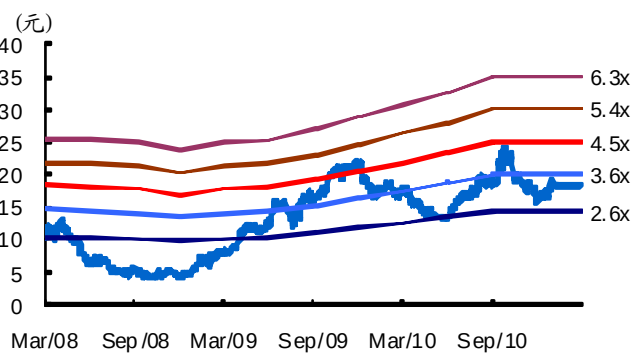
表 1: 单季度业绩回顾

单位: 百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
一、营业总收入	27215	34370	38026	40025	62831	84788	81613	84145
二、营业总成本	27288	34761	37401	40140	59434	79471	76184	80134
其中: 营业成本	23863	29541	32708	35115	50899	68121	65244	67638
营业税金及附加	302	367	398	398	1530	2201	2087	2354
营业费用	1749	2519	2753	2768	4078	5192	5261	6546
管理费用	965	1119	1200	1466	2738	3290	3165	2249
财务费用	153	188	142	95	117	73	221	-25
资产减值损失	193	955	98	181	-16	510	120	1308
三、其他经营收益	1069	1797	2470	3038	2080	1930	1964	2863
公允价值变动收益	-11	5	-3	41	-124	-77	277	40
投资收益	1081	1793	2474	2997	2204	2008	1687	2823
四、营业利润	997	1409	3098	2928	5482	7251	7397	6876
加: 营业外收入	19	52	16	215	47	35	45	284
减: 营业外支出	10	6	24	98	22	225	32	454
五、利润总额	1007	1456	3090	3045	5508	7061	7410	6705
减: 所得税	101	167	177	44	776	1213	1126	737
六、净利润	905	1288	2913	3001	4732	5848	6284	5969
减: 少数股东损益	278	469	385	383	1854	2855	2571	1824
七、归属母公司所有者净利润	627	819	2528	2618	2877	2993	3713	4145
EPS (元)	0.07	0.09	0.27	0.28	0.31	0.32	0.40	0.45
主要比率								
毛利率	12.3%	14.0%	14.0%	12.3%	19.0%	19.7%	20.1%	19.6%
营业利润率	3.7%	4.1%	8.1%	7.3%	8.7%	8.6%	9.1%	8.2%
净利率	2.3%	2.4%	6.6%	6.5%	4.6%	3.5%	4.5%	4.9%
营业费率	6.4%	7.3%	7.2%	6.9%	6.5%	6.1%	6.4%	7.8%
管理费	3.5%	3.3%	3.2%	3.7%	4.4%	3.9%	3.9%	2.7%
实际税率	10.1%	11.5%	5.7%	1.4%	14.1%	17.2%	15.2%	11.0%

资料来源: 公司报表, 招商证券

PE-PB Band
图 1: 上海汽车历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 上海汽车历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2011E	2013E
流动资产	74492	145542	179061	223631	270739
现金	30500	61262	81960	111982	142371
交易性投资	77	844	80	80	80
应收票据	16429	28303	33398	38408	44169
应收款项	4067	3482	10254	11787	13538
其它应收款	484	528	1849	2126	2445
存货	8314	18162	19660	22609	26000
其他	14621	32961	31861	36640	42136
非流动资产	63666	83301	87231	88856	90752
长期股权投资	25425	20722	20722	20722	20722
固定资产	14651	28494	30061	32205	34568
无形资产	2946	5760	5184	4666	4199
其他	20645	28324	31264	31263	31262
资产总计	138158	228842	266292	312487	361491
流动负债	79757	132265	142638	160069	180055
短期借款	1745	4675	3500	3900	4300
应付账款	24069	53285	56769	65285	75077
预收账款	7765	13840	17927	20616	23709
其他	46178	60465	64442	70268	76969
长期负债	11637	14829	16774	16774	16774
长期借款	1663	2530	2530	2530	2530
其他	9974	12299	14244	14244	14244
负债合计	91394	147094	159413	176844	196829
股本	6551	9242	9242	9242	9242
资本公积金	22347	30085	30085	30085	30085
留存收益	13565	26843	40260	55617	69289
少数股东权益	4302	15579	27292	40699	56046
母公司所有者权益	42462	66170	79587	94944	108616
负债及权益合计	138158	228842	266292	312487	361491

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2011E	2013E
经营活动现金流	21573	31475	26705	28164	31619
净利润		13705	15691	17265	19764
折旧摊销		0	4143	4333	4556
财务费用		0	1062	1089	1108
投资收益		0	(9768)	(10941)	(12254)
营运资金变动		0	2271	2596	2615
其它		17770	13306	13822	15828
投资活动现金流	(12285)	(20334)	(7678)	(6001)	(6501)
资本支出		0	(5500)	(6000)	(6500)
其他投资		(20334)	(2178)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(4154)	(7457)	2665	8525	5616
借款变动		0	(6418)	400	400
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(1569)	(1726)	(5929)
其他		(7457)	10652	9851	11146
现金净增加额	5134	3684	21692	30688	30734

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2011E	2013E
营业收入	139636	313376	369784	425252	489039
营业成本	121228	251903	297676	343603	395144
营业税金及附加	1465	8172	9984	11482	13204
营业费用	9789	21076	22927	26366	30320
管理费用	4750	11442	14606	17010	19562
财务费用	579	387	1062	1089	1108
资产减值损失	1426	1922	0	0	0
公允价值变动收益	30	115	0	0	0
投资收益	8344	8722	9768	10941	12254
营业利润	8413	26982	33297	36642	41955
营业外收入	303	411	100	100	100
营业外支出	137	732	40	40	40
利润总额	8579	26661	33357	36702	42015
所得税	489	3852	5337	5872	6722
净利润	8090	22809	28020	30830	35293
少数股东损益	1516	9104	12329	13565	15529
母公司所有者净利润	6573	13705	15691	17265	19764
EPS (元)	0.71	1.48	1.70	1.87	2.14

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2011E	2013E
年成长率					
营业收入	32%	124%	18%	15%	15%
营业利润	-967%	221%	23%	10%	14%
净利润	902%	108%	14%	10%	14%
获利能力					
毛利率	13.2%	19.6%	19.5%	19.2%	19.2%
净利率	4.7%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%
ROE	11.0%	20.7%	19.5%	18.0%	18.0%
ROIC	16.6%	24.9%	25.3%	22.1%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	66.2%	64.3%	59.5%	56.3%	54.1%
净负债比率	3.2%	5.4%	2.3%	2.0%	1.9%
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	1.0	1.4	1.4	1.4	1.3
存货周转率	15.4	19.0	15.8	16.3	16.3
应收帐款周转率	40.3	83.0	53.8	38.6	38.6
应付帐款周转率	5.7	6.5	5.4	5.6	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.71	1.48	1.70	1.87	2.14
每股经营现金	3.29	3.41	2.89	3.05	3.42
每股净资产	6.48	7.16	8.69	10.37	11.87
每股股利	0.00	0.00	0.17	0.19	0.64
估值比率					
PE	25.9	12.4	10.9	9.9	8.6
PB	2.8	2.6	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	39.8	14.9	11.2	10.2	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。