

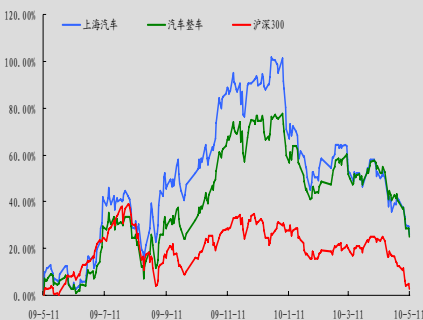
买入

## 参与并购大戏 上汽预伏资金

### 研究员

庞琳琳  
执业证号: S1250209110200  
电话: 010-57631199  
邮箱: pll@swsc.com.cn

### 市场表现 (2009.5.13~2010.5.13)



### 上海汽车 (近3个月)

α 值	-0.4238
β 值	1.1935

### 内容摘要:

- 上海汽车 (600104) 于 2010 年 4 月下旬公布的 2009 年年报显示, 上汽计划 2010 年在收购兼并领域总投入不超过 50 亿元, 其中乘用车项目不超过 30 亿元, 商用车项目不超过 20 亿元。年报中披露的 50 亿元收购兼并项目资金, 是上次发行分离债的计划数。上汽表示, 将按投资项目进度适时投入。
- 进入 2010 年以来, 国际国内汽车行业不断发生合资合作、兼并重组事件。这是政策倡导和产业升级和强化竞争的需要。《汽车产业调整振兴规划》明确指出, 拟通过兼并重组, 形成 2 家至 3 家产销规模超过 200 万辆的大型企业集团; 今后一个时期, 为保证和争取企业的可持续发展, 企业将面临复杂的竞争局面。竞争由生产制造、市场销售环节过渡到品牌、自主创新能力、供应链、产品线和战略管理的全面竞争格局。企业间重组兼并、进行资产结构调整, 以资本圈占势力范围, 是当前全球汽车产业界的大势所趋。
- 被上汽重组兼并方需要具备的条件是: 1. 自主品牌。拥有自主品牌产品的企业加盟, 将有助于确保实现和突破上汽自主品牌的市场目标。2. 产品线互补。上海汽车目前拥有乘用车和商用车系列产品线, 生产交叉型乘用车、基本型乘用车、商务车和商用车。大客车、重卡产品的加盟有助于完善上海汽车的产品品系。3. 相对成熟的汽车新能源技术。上汽预计到 2012 年, 新能源汽车产业初具规模, 整车产值达到 900 亿元, 新能源汽车零部件产值达到 100 亿元。新能源汽车技术是汽车行业未来数十年的主流技术, 应该成为上汽谋求可持续发展的关键因素。4. 行业内中等规模成长型企业。上汽的重组兼并预算是 50 亿元人民币, 其中乘用车最多 30 亿元, 商用车领域最多 20 亿元。因此, 被兼并方可能只是业内一家中等规模的企业。当然, 兼并重组的资本运作可以多种方式进行, 直接收购、股权置换甚至股权无偿划转等都是可能方案。
- 潜在目标聚焦青年汽车集团和众泰股份公司。
- 投资评级: 买入。

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(亿元)	1054.06	1302.15	1760.19	2218.85
净利润(亿元)	-8.50	69.02	81.53	102.77
每股收益(元)	0.1	1.05	1.24	1.57
市盈率(倍)	53.6	24.89	14.3	11.3

## 一. 上汽 09 年资本运作和今年并购资金安排

### 1. 年报揭示并购资金

上海汽车（600104）于 2010 年 4 月下旬公布的 2009 年年报显示，上汽计划 2010 年在收购兼并领域总投入不超过 50 亿元人民币，其中乘用车项目不超过 30 亿元，商用车项目不超过 20 亿元。年报中披露的 50 亿元收购兼并项目资金，是上次发行分离债的计划数。上汽表示，上述资金将按投资项目进度适时投入。

### 2. 上汽 09 年度已经实施的资本结构调整

2009 年末，上海汽车曾发布公告称，上海汽车通过全资子公司“上海汽车香港投资有限公司”以现金方式从通用中国收购上海通用 1% 股权。上海通用股份受让交易总额为 8450 万美元，交易后上汽香港将委派一名董事加入上海通用董事会，上海汽车和通用中国在上海通用董事会中实际拥有的席位将由原来的 5:5 变更为 6:5。

股权转让是在为因应新财务制度并表要求的名义下进行，背后则充满通用和上汽两大汽车巨头的激烈博弈。上汽一举取得控制权，对于今后上汽产业发展方向和战略的意义不言而喻，而通用当时受困于经济危机泥淖，采取退让以求自救，并谋求上汽柳州五菱的部分股权。

## 二. 兼并重组贯穿整个行业发展

### 1. 政策倡导

2009 年发布的《汽车产业调整振兴规划》（下称《规划》）涉及完善企业兼并重组、鼓励采购自主品牌、发展新能源汽车及小排量汽车、鼓励汽车零部件国产化等重要内容。《规划》明确指出，拟通过兼并重组，形成 2 家至 3 家产销规模超过 200 万辆的大型企业集团，培育出 4 家至 5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额 90% 以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。其中，鼓励上汽集团、一汽集团、东风汽车集团、长安汽车集团（下称“四大集团”）在全国范围内实行兼并重组，支持北汽集团、广汽集团、奇瑞汽车、中国重汽（下称“四小集团”）实施区域兼并重组。中国汽车业将来的格局可能就是“四大四小”。

### 2. 产业升级和强化竞争需要

2009 年国内汽车工业逆势发展，产销量双双突破 1300 万辆，达到历史最高水平。多家企业得到超常规发展，上海汽车的产销超过 270 万辆，营业总收入达到 1396.4 亿元人民币，归属母公司净利润 65.92 亿元；长安汽车产销量均在 186 万辆以上，营业总收入达到 252.04 亿元，归属母公司净利润 10.78 亿元。一汽和东风汽车产销都接近或超过 190 万辆。今后一段时期，汽车企业将面临更为复杂的竞争局面。企业为保证可持续发展，竞争由生产制造、市场销售等传统环节过渡到品牌、自主创新能力、供应链、产品线和战略管理的全面竞争格局。

各方预测 2010 年国内汽车产销将增长 10% 以上。2010 年，上汽、一汽、东风以及长安汽车等汽车龙头企业各自制定了产销大幅增长的目标。与此同时，跨国汽车企业经过 2009 年经济危机后，更清楚地认识到中国市场的重要性。例如，2009 年美国通用汽车净亏损 43 亿美元，而同期通用在华合资净利润达到 70 亿美元以上；德国戴姆勒公司 2009 年息税前利润为负 15.13 亿元，除中国市场销售增长 35%，达到 43.5 亿欧元以外，所有国内国际细分市场销售均出现环比负增长。因此，国际各大公司均看好中国市场，以各种方式纷纷扩大在华汽车业务。

进入 2010 年以来，国际、国内汽车行业不断发生合资合作、兼并重组事件。意大利菲亚特汽车、美国克莱斯勒汽车、日本斯巴鲁汽车与广汽集团，法国 PSA（标致雪铁龙汽车集团）和长安汽车等相继开始了密切接触或者达成了合作。

- 2010 年 3 月 28 日，吉利控股集团有限公司在沃尔沃总部所在地、瑞典第二大城市哥德堡与美国福特汽车公司签署最终股权收购协议。吉利集团将以 18 亿美元收购沃尔沃轿车，并获得沃尔沃轿车公司 100% 的股权以及包括知识产权在内的相关资产。
- 2010 年 4 月 7 日，法国雷诺、日本日产和德国戴姆勒三家汽车业巨头在布鲁塞尔签署协议结成同盟。协议约定，雷诺-日产联盟将分别持有戴姆勒公司 1.55% 的股权，作为交换，戴姆勒公司则分别持有雷诺和日产 3.1% 的股权。合作协议核心内容是在小型车和发动机研发等领域展开广泛合作，包括使用共同的小型车底盘、分享柴油和汽油发动机技术，并着眼于在降低汽车二氧化碳排放等方面展开长期合作。
- 2010 年 4 月 26 日，广州汽车集团股份有限公司与浙江吉奥投资有限公司签署战略合作投资协议。根据协议，广汽集团将以货币为主出资，吉奥汽车以其汽车产业相关资产出资，共同将原吉奥汽车相关资产整合成为一家广汽集团与吉奥汽车股比为 51: 49 的合资公司。
- 2010 年 5 月 7 日，长安公司发布公告，PSA（法国标致雪铁龙集团）将与长安汽车在深圳成立 50:50 的合资公司，合资企业将生产环保的轻型商用车和乘用车。

后危机时代，汽车企业在积极采取措施强化生产和产品管理之外，企业间重组兼并、进行资产结构调整，以资本圈占势力范围，是当前全球汽车产业界的大势所趋。

### 三. 上海汽车潜在重组收购目标

#### 1. “四大四小”的既定或潜在资本运作目标

“四大集团”中，一汽集团拥有一汽轿车股份有限公司、天津一汽夏利股份有限公司、一汽四环股份有限公司等上市公司以及一汽大众、一汽丰田等合资公司。虽然华晨宝马屡次否认与一汽的并购传闻，但是出于地缘和区域经济的考虑，两者越走越近将不令人意外。

东风汽车在乘用车领域，拥有 PSA、日产、本田和起亚等四个合作伙伴；在商用车和零部件生产领域，与美国康明斯、本田发动机和日产商用车等建立了合作关系。目前尚未有东风汽车重组兼并的消息传出。

长安集团 2009 年将哈飞、昌河纳入“大长安”。长安旗下的长安福特马自达于上月拆分为长安马自达和长安福特两家 50:50 对等股比的合资公司，其中长安马自达以南京工厂为生产基地，长安福特以重庆工厂为生产基地。2010 年 5 月 7 日，长安与 PSA 达成合作意向。长安公司的资本运作近一年来一直没有停止过。

“四小集团”中，北汽和广汽为重组兼并“福汽”，先后提出了各自方案。目前事件正处于胶着状态，广汽的优势在于资金实力、管理能力以及与福汽合资伙伴三菱汽车的“近亲”关系上，而北汽则在政府关系等方面占优。

在收购长丰之后，资金充沛的广汽一方面着手进行重组福汽的准备，另一方面快速收购了吉奥汽车，开启了汽车行业内的国企收购民企的先例。这一收购，完善了广汽的产品线和产品谱系。除此以外，广汽还在积极争取香港上市，搭建海外融资平台。

奇瑞汽车最有可能的重组兼并对象是江淮汽车。如果两家以合适的方式合为一家，对于安徽汽车产业整合发展将起积极的推动作用。奇瑞、江淮目前已经开展了技术层面的合作，但是并未涉及到资本合作层面。对于两家的合二为一，当地政府意愿非常强烈，两家企业的领导人也分别表态乐观其成，况且两家的技术和产品互补性非常强。双方达成合作所缺的只是一个合适的契机。

中国重汽正在谋求资本重组，目标主要瞄准相关产业，重组集中在客车整车企业和工程机械。

## 2. 被上汽重组兼并方需要具备的条件

- **自主品牌。**汽车自主品牌的建设得到了各大车企的高度重视。上海汽车旗下拥有两个自主品牌——名爵（MG）和荣威系列。其中荣威 750 被上海世博局正式授予“中国 2010 年上海世博会指定用车”。2008 年公司自主品牌汽车销量为 3.9 万辆，2009 年超过 9 万辆，公司计划 2010 年销售翻番达到 18 万辆。2010 年第 1 季度名爵和荣威系列车型销量总计为 3.8 万辆。改款荣威 750、荣威 SUV、MG3 等车型将在下半年上市。拥有自主品牌产品的企业加盟，将有助于确保实现和突破上汽自主品牌的市场目标。
- **产品线互补。**上海汽车目前拥有乘用车和商用车系列产品线，生产交叉型乘用车、基本型乘用车、商务车和商用车。如果纳入大客车、重卡产品，上海汽车的产品品系将进一步得到完善。
- **相对成熟的汽车新能源技术。**上海汽车是上海世博会的全球合作伙伴联合成员，承担了所有新能源汽车——包括纯电动、混合动力、燃料电池、超级电容的大客车、轿车及低速观光车等车辆的开发任务。目前新能源大巴车已在世博园区内开始试运营，低碳排放得到了充分的体现，取得了良好的效果。世博会后，上海汽车将继续深入推进新能源客车的产业化进程。上汽预计到 2012 年，新能源汽车产业初具规模，整车产值达到 900 亿元，新能源汽车零部件产值达到 100 亿元。新能源汽车技术是汽车行业未来数十年的主流技术，也是上汽谋求可持续发展的关键因素。
- **行业内中等规模成长型企业。**上汽的重组兼并预算上限为 50 亿元人民币，其中乘用车不超过 30 亿元，商用车领域不超过 20 亿元。因此，被兼并方可能只是业内一家中

等规模的企业。当然，兼并重组的资本运作可以多种方式进行，直接收购、股权置换甚至股权无偿划转等都是可能方案。

### 3. 潜在目标聚焦

#### 青年汽车集团

青年汽车集团位于浙江金华。总资产大约 20 亿元。下设商用车集团、乘用车集团和汽车部件集团三大子集团，是一家生产、销售客车、重型卡车、莲花轿车及汽车零部件的综合性汽车工业企业。

青年的商用大客车与世界领先的德国 NEOPLAN 合作，产品覆盖长途旅游、公交、专用客车等领域，其中，长途旅游客车国内市场占有率超过 80%。公交客车占据中国低地板公交车市场垄断地位，2008 年中标北京奥运公交车 1000 余辆。产品出口到美国、欧洲、俄罗斯、韩国、新加坡和中东国家和地区。

乘用车方面与莲花汽车公司合作。在莲花的技术平台上共规划了 8 款车型，排量从 1.6—3.0 升，产品涵盖了家轿、轿跑、SUV、MPV 等一系列车型。

青年还根据国内的物流运输、大件运输、油田、消防等特种车市场的需求，现已成功开发出牵引车系列、专用车系列、专用车底盘系列、军车系列和轻卡 5 大系列近 40 种车型。

青年旗下产品——青年客车、青年曼卡和青年莲花都在推行新能源技术的研发和试用。

#### 众泰控股集团

众泰控股集团同位于浙江金华市，企业总资产超过 30 亿元，是一家以汽车整车、发动机和变速箱等关键零配件的研发制造为核心业务和发展方向的大型民营企业集团。现拥有浙江、湖南两大整车生产基地和众泰汽车、江南汽车两大整车品牌。

众泰拥有浙江、湖南两省政府低价提供的土地 3300 余亩，众泰的整车生产基地、湖南益阳的发动机基地以及新能源产业化的推进都将需要大量资金投入。众泰股份一方面接纳战略投资，一方面正积极谋求推进整体上市。

在产品方面，除了传统汽车领域，众泰公司 2006 年正式涉足纯电动汽车研发领域，目前已经获得国家纯电动乘用车生产销售许可。2010 年 1 月，众泰 2008EV 纯电动汽车在杭州批量上市，并且采取了灵活的“裸车销售、电池租赁”的销售和服务方式。2010 年 4 月，众泰乐睿 EV 纯电动汽车正式进入北京市场，成为首款可以在首都道路上行驶的纯电动汽车。

上述两家企业都位于长三角地区，与上海汽车的经济协同性和产业融合条件较好，合作发展能进一步促进区域汽车产业链的发展；青年汽车和众泰股份作为成长型企业，与上汽结盟以取得管理、市场、资本的支持，无疑可以加快自身企业的发展；在产品研发和推广方面能够整合利用有效资源，容易迅速积聚发扬各自优势，形成合力。

## 四. 并购双方得利, 助推上汽发展

上汽为 2010 年兼并重组计划安排资金上限 50 亿元, 乘用车和商用车项目上限分别是 30 和 20 亿元。兼并重组计划的成本受到严格控制。

上汽如果在有限、可控成本条件下, 依照上述条件完成并购, 企业的产品线和产量将得到进一步扩展。例如上汽控股的柳州五菱汽车 2009 年产销超过 100 万辆, 对于上汽达到产销 270 万辆汽车目标、丰富上汽产品的贡献度和重要性不言而喻。

上汽并购有利于完善双方企业供应链。汽车生产和流通过程中所涉及的重要原材料供应商、生产商、分销商、零售商以及最终消费者被重新整合, 并购双方都将在采购原材料等上游资源利用方面增大话语权, 能够采取协同一致的策略和方针应对市场风险; 生产物资及产品物流组织等方面效率将得到提高; 产品销售领域的全局观和相互协调能力加强将使上汽和加盟企业双方受益。

企业并购产生的协同效应, 使并购双方并购后价值要高于并购前各企业创造价值的总和。通过企业并购, 上汽和被并购企业原有的有形资产或无形资产, 例如汽车品牌等可在更大的范围内共享; 企业的研究开发费用、营销费用等投入也可分摊到产出上, 有助降低单位成本, 增大单位投入的收益。除此以外, 企业并购后将对财务方面产生有利影响, 例如利用亏损递延条款合理避税等, 并将对上汽和被兼并方股市表现出强烈的市场预期效应。

## 投资评级

预计 2010 年上汽营业收入 1760 亿元, 归属母公司净利润 81.53 亿元。每股收益为 1.24 元, 市盈率为 14 倍, 投资评级为“买入”。

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)	1054.06	1302.15	1760.19	2218.85
净利润(亿元)	-8.50	69.02	81.53	102.77
每股收益(元)	0.1	1.05	1.24	1.57
市盈率(倍)	53.6	24.89	14.3	11.3

**利润表**

	2009 年报	2010 年报	2011 年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入(元)	139,635,759,667.71	176,019,934,629.24	221,884,547,773.51
营业收入(元)	138,875,420,771.41	175,211,712,295.50	220,865,731,084.37
利息收入(元)	669,995,744.88	719,960,658.41	907,557,120.98
已赚保费(元)			
手续费及佣金收入(元)	90,343,151.42	91,740,283.34	115,644,579.25
二、营业总成本(元)	139,589,760,996.36	175,961,950,319.61	221,811,454,789.20
营业成本(元)	121,227,574,496.40	150,557,645,017.01	189,787,679,723.95
利息支出(元)	343,543,090.95	433,551,715.01	546,520,065.61
手续费及佣金支出(元)	8,983,881.05	49,436,976.87	272,044,416.88
营业税金及附加(元)	1,465,437,673.29	1,576,400,673.39	1,987,155,325.68
销售费用(元)	9,789,297,575.92	12,593,171,189.72	15,874,509,329.59
管理费用(元)	4,750,408,419.59	7,358,107,149.34	9,275,371,455.74
财务费用(元)	578,703,611.02	1,272,415,407.61	1,603,962,175.61
资产减值损失(元)	1,425,812,248.14	2,121,222,190.65	2,464,212,296.13
三、其他经营收益(元)			
公允价值变动净收益(元)	30,314,076.26	39,532,586.85	49,833,390.60
投资净收益(元)	8,344,414,937.93	9,897,827,809.27	12,476,854,124.66
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(元)	8,100,875,558.24	8,616,061,046.58	10,861,103,959.25
汇兑净收益(元)	10,464,505.26	2,033,932.11	2,563,903.38
四、营业利润(元)	8,431,192,190.80	9,997,378,637.86	12,602,344,402.95
加：营业外收入(元)	302,801,857.56	553,725,225.95	698,006,573.01
减：营业外支出(元)	136,809,642.41	128,616,772.89	162,129,786.89
其中：非流动资产处置净损失(元)	37,306,637.86	42,889,662.10	54,065,201.76
五、利润总额(元)	8,597,184,405.95	10,422,487,090.92	13,138,221,189.07
减：所得税(元)	489,158,951.74	615,584,668.77	775,984,414.11
六、净利润(元)	8,108,025,454.21	9,806,902,422.16	12,362,236,774.96
减：少数股东损益(元)	1,516,092,474.37	1,654,016,791.21	2,084,995,477.93
归属于母公司所有者的净利润(元)	6,591,932,979.84	8,152,885,630.95	10,277,241,297.03
七、每股收益			
(一) 基本每股收益(元)	1.006	1.24	1.57
(二) 稀释每股收益(元)	1.006	1.24	1.57

## 西南证券投资评级说明

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

### 西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>