



东兴证券
DONGXING SECURITIES

资产注入倒计时, 1月销量超预期

——上海汽车 (600104)

2011 年 2 月 14 日

强烈推荐/首次

上海汽车

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号: S1480207120048

后立尧(联系人)

机械行业分析师

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件:

上海汽车 2 月 12 日公告, 2 月 11 日下午接到控股股东上海汽车工业 (集团) 总公司的函, 称其正筹划与公司相关的重大事项。

观点:

1. 上汽集团资产注入进入倒计时, 优质资产提升公司盈利能力

上海汽车 2 月 12 日公告, 2 月 11 日下午接到控股股东上海汽车工业 (集团) 总公司的函, 称其正筹划与公司相关的重大事项。这个重大事项很可能就是资产注入。此次上汽拟将集团内剩余整车资产、服务贸易资产注入上海汽车; 零部件资产注入华域汽车, 完成后集团将不再保有经营业务, 实现资产整体证券化。

上汽集团是中国四大汽车集团之一 (其它: 一汽、东风、长安), 主要从事乘用车、商用车和汽车零部件的生产、销售、开发、投资及相关的汽车服务贸易和金融业务。公司下属主要企业有三类: (1). 上海大众、上海通用、上海申沃, 上汽通用五菱、上汽依维柯红岩、韩国双龙汽车等整车制造企业; (2). 汽车齿轮总厂、联合汽车电子等与整车开发紧密相关的零部件企业; (3) 上汽财务公司等汽车金融企业。目前上汽集团旗下直接控股上海汽车、华域汽车两家上市公司, 前者经营整车、紧密零部件、汽车金融三项业务; 后者经营独立供应汽车零部件业务。此次即将注入上海汽车的服务贸易业务是上汽集团未上市资产中的核心。据其官方网站记载, 上汽服务产业已与 11 家国际领先服务厂商合资合作, 先后组建 73 家汽车服务企业, 覆盖汽车物流、汽车金融、销售服务、物资贸易、资产经营和汽车信息等 23 个业务门类。此次资产注入完成后, 上海汽车将拥有包括整车、汽车金融、服务贸易在内的完整汽车产业链, 汽车行业龙头地位将进一步得以巩固, 业绩有望稳步发展。

据汽车工业协会统计, 汽车服务业合计约占汽车工业总产值的 1/3 强。预计到 2015 年, 中国汽车工业 2015 年总值预测为 14620 亿人民币, 其中整车厂占 63%, 批发占 5%, 储运占 1%, 零售占 7%, 旧车销售占 4%, 零件占 3%, 大修占 5%, 快修占 3%, 租赁占 5%, 融资占 4%。汽车服务业约有 5400 亿元的市场规模, 成长性良好。

目前上汽集团整车占到集团工业总产值的 65% 左右, 而上海汽车 2010 年的主营收入预计为 3100 亿元 (据业绩预增公告计算), 照此估算 2010 年上汽集团工业总产值将超过 4800 亿元, 而服务业产值约为 1600 亿元, 剔除上海汽车目前已经有的 10 亿元的汽车金融业务 (根据 2010 年半年报和业绩预增公告推算), 此次注入资产总值将为 1590 亿元。汽车服务业毛利率要远远高于汽车销售, 以汽车金融业为例, 2010 年上海汽车汽车金融业毛利率高达 68.6%。假如上汽集团将 1590 亿元的服务业资产注入到上海汽车, 将会为上海汽车带来巨大的毛利润, 而净利润率我们保守期间取 5% 计算 (目前整车净利润约 4.6%), 估计将为上海汽车贡献约 80 亿元的净利润。

表 1: 上海汽车盈利预测表

	2000 年产值(亿)	2015 年产值(亿)	增幅
汽车工业总产值	3500	14620	317.71%
整车	2415	9210.6	281.39%
批发	385	731	89.87%
储运	38.5	146.2	279.74%
零售	94.5	1023.4	982.96%
旧车销售	31.5	584.8	1756.51%
零件	108.5	438.6	304.24%
大修	150.5	731	385.71%
快修	105	438.6	317.71%
租赁	84	731	770.24%
融资	96.6	584.8	505.38%

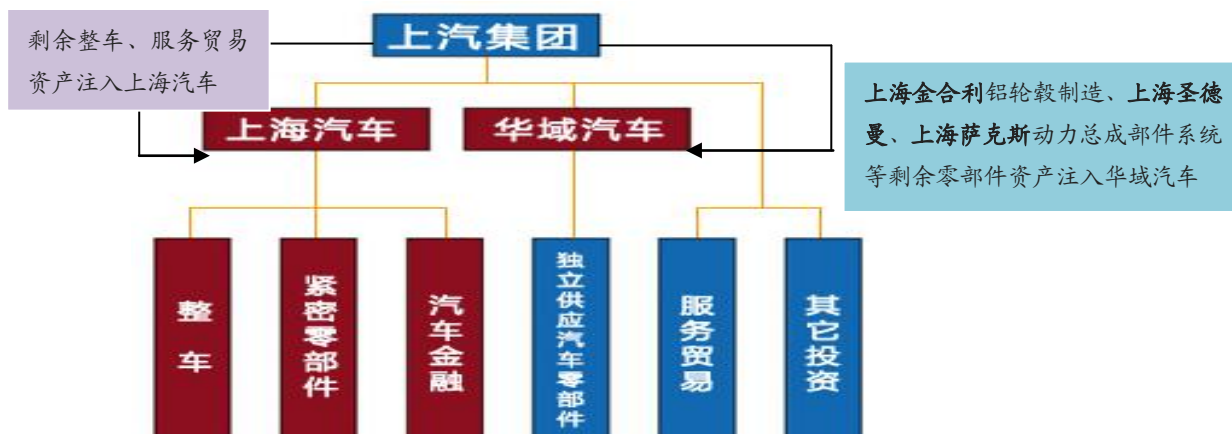
资料来源: 东兴证券研究所

图 1: 上汽集团旗下控股公司



资料来源: 东兴证券研究所

图 2: 上汽集团资产注入上海汽车及华域汽车

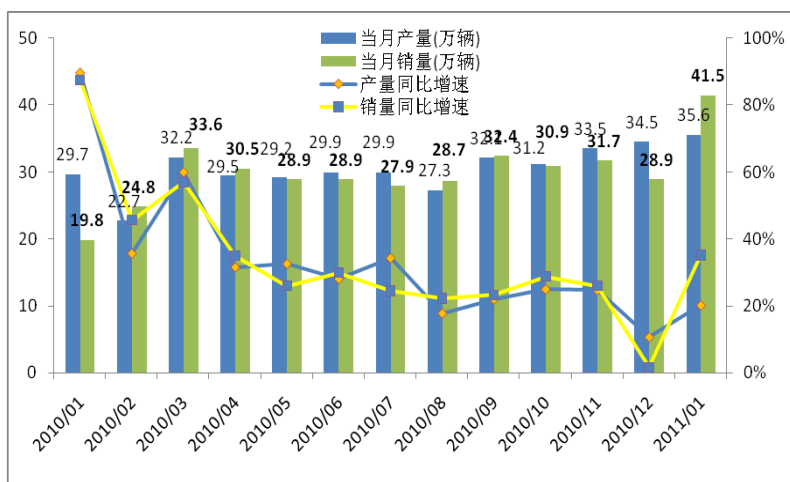


资料来源: 东兴证券研究所

2. 2011 年 1 月销量增 35%超预期,2011 全年销量增速或超 25%

根据公司 2 月 12 日公告,上海汽车 1 月汽车产量为 35.6 万辆,同比增长 20.25%; 该公司 1 月汽车销量为 41.5 万辆,同比增长 35.25%。远远超过市场预期,抛开汽车行业“潜规则”---将 12 月份的部分订单转移到 1

月份结算来看, 2011 年 1 月份上海汽车单月纯销量增速也在 25% 以上。可以看出, 汽车购置优惠政策取消及限购治堵方案对汽车销量的影响没有预想的严重。另外, 上海汽车作为上海市龙头企业, 在十二五期间仍然是支撑上海经济发展的重要力量, 销量增速的过快回落也会给地方财政税收带来影响, 这是政府不愿意看到的。据财政部统计, 2010 年中国税收总收入完成 73,202 亿元人民币, 比上年同期增长 23%, 而增长的主要动力之一就是汽车消费税和车辆购置税大幅增长, 增幅分别为 55.8% 和 54%。2010 年上海市国税+地税收入达到 8003.53 亿元, 增长 19.9%, 其中车辆购置税 58.25 亿元, 增长 58.5%, 是上海市税收增长的主力军。因此, 汽车销售对于维持政府运转和其它国民经济调节具有巨大的作用, 我们预计 2011 年上海汽车的销量增速不会低于 25%。

图 3: 上海汽车(600104)分月产销量图


资料来源: 东兴证券研究所

另外, 虽然我国机动车保有量已超 2 亿辆, 其中汽车 8500 多万辆, 占世界总保有量的 2%。但按照人均汽车保有量, 中国 2009 年仅为 47.8 辆/千人, 相当于美国 1917 年、日本 1964 年、韩国 1988 年的水平。即使中国未来发展速度减缓, 在较长时间里达不到美日韩的水平, 只达到世界平均水平, 比如达到 2007 年全球 144 辆/千人的水平, 目前的产销量也必须翻上一番。因此, 长期来看, 汽车市场有望继续保持旺盛增长态势, 政策调整 and 限制只会推迟和延缓汽车销量的爆发性增长。另外, 随着我国居民收入进一步提高以及工业化和城市化进程的不断推进, 汽车价格会更便宜, 消费需求也会进一步释放出来。

3. 收购南汽后实现扭亏为盈, 整体业绩提升可待

近日, 上汽宣布南汽集团今年成功扭亏为盈。随着荣威和 MG 双品牌平台化生产布局运作顺畅, 投入巨资改建的南京浦口基地二期工程已经全面完成。为进一步推动南京基地的发展, 未来五年, 上汽将再投入 100 亿, 形成南京基地 100 万辆的产能, 实现年销售收入 1000 亿。南京也将成为上汽除上海本部外, 国内最重要的基地之一。这标志着, 上南合作已经完成全面融合的阶段目标。这也意味着从 2011 年起, 公司收购的南汽集团资产开始为公司贡献利润, 公司业绩有望得到进一步提升。

4. 2010 年销量增 31.4%, 业绩预增 100%

根据公司公告, 因 2010 年公司整车销量同比增长约 31%, 预计公司 2010 年净利同比增幅超过 100% 达到 132 亿元。目前公司主营业务为汽车制造及金融服务, 其中汽车制造占营业收入的 99% 以上, 毛利润率约为 19%,

金融服务业务毛利率约为 68%。公司 2010 年累计产量合计 362.08 万辆, 同比增 30.98%。2010 年累计销量合计 358.28 万辆, 同比增 31.48%。

结论:

鉴于公司 1 月销量超预期, 优质资产注入临近等因素, 我们预计公司 10-12 年 EPS 分别至 1.56 元、1.94 元和 2.12 元, 当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 11.8 倍、9.5 倍和 8.7 倍。公司目前股价为 18 元左右, PE 仅 12 倍左右, 低于行业估值均值, 公司作为汽车行业的龙头有基本面加上资产注入预期支撑, 我们认为公司股价仍被低估, 公司目标价应为 22 元, 给予“强烈推荐”的评级。

表 4: 上海汽车盈利预测表

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	105,892.26	139,635.76	310,000.00	370,000.00	440,000.00
主营收入增长率	1.44%	31.87%	122.01%	19.35%	18.92%
EBITDA (百万元)	2,782.98	11,029.40	24,999.39	29,465.48	31,636.48
EBITDA 增长率	-66.84%	296.32%	126.66%	17.86%	7.37%
净利润 (百万元)	656.17	6,591.93	14,454.25	17,955.40	19,613.75
净利润增长率	-85.84%	904.61%	119.27%	24.22%	9.24%
ROE	1.89%	15.52%	25.74%	24.88%	21.87%
EPS (元)	0.100	1.006	1.564	1.943	2.122
P/E	184.50	18.34	11.80	9.50	8.69
P/B	3.49	2.85	3.04	2.36	1.90
EV/EBITDA	40.35	9.25	5.47	4.09	3.29

资料来源: 东兴证券研究所

表 5: 上海汽车资产负债表

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	22,174.21	30,499.79	65,100.00	113.44%	77,700.00	19.35%	77,110.33	-0.76%
交易性金融资产	274.80	76.91	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	2,859.89	4,066.82	8,493.15	108.84%	10,136.99	19.35%	12,054.79	18.92%
预付款项	2,205.90	4,681.38	8,335.66	78.06%	12,712.76	52.51%	17,948.76	41.19%
存货	7,442.15	8,314.15	17,878.08	115.03%	22,270.96	24.57%	27,665.75	24.22%
流动资产合计	55,971.58	74,491.95	143,740.27	92.96%	173,537.55	20.73%	193,410.52	11.45%
非流动资产	51,885.07	63,666.41	54,641.01	-14.18%	52,619.53	-3.70%	50,598.06	-3.84%
资产总计	107,856.65	138,158.36	198,381.28	43.59%	226,157.08	14.00%	244,008.58	7.89%
短期借款	4,326.25	1,744.98	21,777.17	1147.99%	17,622.77	-19.08%	0.00	N/A
应付帐款	18,186.84	24,069.14	50,058.63	107.98%	59,960.27	19.78%	71,726.03	19.62%
预收款项	3,122.97	7,765.27	8,075.27	3.99%	8,445.27	4.58%	8,885.27	5.21%
流动负债合计	55,120.37	79,757.07	82,530.43	3.48%	89,072.04	7.93%	84,159.27	-5.52%
非流动负债	14,199.54	11,637.21	14,345.18	23.27%	14,845.18	3.49%	15,395.18	3.70%
少数股东权益	3,896.97	4,301.62	9,010.62	109.47%	13,719.62	52.26%	18,428.62	34.32%

母公司股东权益	34,639.77	42,462.45	56,147.62	32.23%	72,172.81	28.54%	89,678.09	24.25%
净营运资本	851.21	(5,265.12)	61,209.84	N/A	84,465.51	37.99%	109,251.25	29.34%
投入资本 IC	8,513.45	(755.83)	21,237.29	N/A	25,717.09	21.09%	31,448.25	22.29%

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

后立尧

清华大学工科学士, 韩国 POSTECH 大学管理学硕士, 2007 年起从事行业研究员工作, 2010 年加盟东兴证券研究所, 从事交运设备行业(军工/高铁/船舶/汽车等)研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。