

上海汽车 (600104)

强烈推荐 (维持)

打造产业链更完整的汽车巨头

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

事项:

上海汽车公告发行股份购买资产暨关联交易预案:拟向上汽集团及工业有限发行股份购买其持有的从事独立零部件业务、服务贸易业务、新能源汽车业务相关公司股权及其他资产。发行价格为 16.53 元/股,本次重组标的资产预估值为 285.6 亿,按此预估值,本次发行股份数量约为 17.28 亿股。

平安观点:

■ 方案简介

上海汽车本次拟向上汽集团及工业有限发行股份购买其持有的从事独立零部件业务、服务贸易业务、新能源汽车业务相关公司股权及其他资产。发行价格 16.53 元/股(2011年2月14日前20个交易日股票交易均价),根据标的资产的预估值和发行价格,公司拟发行股份的数量约为 17.28 亿股。本次交易前后,上汽集团直接持有上海汽车股权由 72.95%增加至 77.21%,公司控股股东及公司控制权未发生变化。

本次交易标的资产预估值为 285.6 亿,其中:华域汽车 15.5 亿股、招商银行 3.68 亿股的交易价格按照发行股份购买资产协议签署日前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值的 90%确定。

■ 标的资产估值合理

标的资产的预估值为 285.6 亿元。这些资产有:上汽集团持有的华域汽车 60.1% 的股份、东华实业 75% 的股权、南汽模具 35% 的股权、彭浦机器厂 20% 的股权、安吉物流 100% 的股权、上汽北京 90% 的股权、工业销售 100% 的股权、采购中心 80% 的股权、中汽投 100% 的股权、进出口公司 100% 的股权、上汽香港 100% 的股权、北美公司 100% 的股权、资产经营公司 90% 的股权、新源动力 34.19% 的股份、信息产公司 100% 的股权、创投公司 100% 的股权、尚元公司 100% 的股权以及通用韩国 6.01% 的股权等资产。

其中:华域汽车 15.5 亿股、招商银行 3.68 亿股的交易价格按照发行股份购买资产协议签署日前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值的 90% 确定。

本次交易标的资产的预估的归属于母公司净资产合计约 203.2 亿元，预估评估价值合计约 285.6 亿元，增值率约 40.6%。

图表 1 交易标的中的标的公司股权预估值情况 单位：亿元

标的公司股权	权益法调整的账面价值	预估值	增值率
华域汽车 60.1%	87	155	78.20%
除华域汽车 60.1%以外的其它标的公司股权	67.2	73.7	9.60%
合计	154.2	228.7	48.30%

资料来源：公司公告

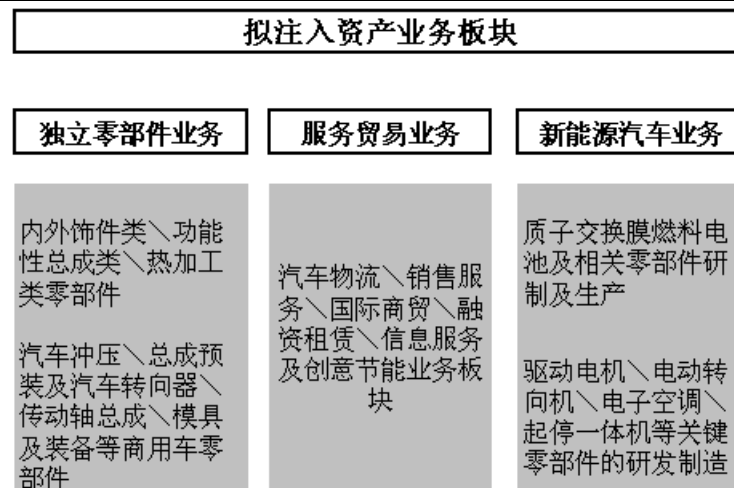
除华域汽车外公司按净资产溢价9.6%购买。由于华域汽车按市价估值，相对净资产溢价78.2%购买，即购买PB为1.78倍，价格较为合理。

工业有限持有的招商银行3.68亿股的交易价格按照发行股份购买资产协议签署日前30个交易日的每日加权平均价格算术平均值的90%确定，由于银行股目前估值偏低，上海汽车按照市价购买成本亦偏低，注入后未来若卖出全部招商银行股权，可带来较可观的现金流。

■ 标的资产现状

本次拟购买资产涵盖三部分，其中：独立零部件业务主要指华域汽车现有业务，注入后，上海汽车的零部件将包含两块，一块为上海汽车现有资产中与整车关系密切的核心部件业务，一块为向中性化发展的独立零部件业务；服务贸易业务注入后，上海汽车将在原来拥有的汽车金融业务基础上增加贸易、进出口等相关服务业务；新能源业务主要是指新源动力公司。

图表 2 上海汽车拟购买资产



资料来源：公司公告

1) 独立零部件业务

本次拟注入的独立零部件业务资产主要包括上汽集团持有的华域汽车、南汽模具及东华实业下属从事商用车零部件制造的子公司等公司股权。其中，华域汽车是目前国内产品最多、品种最全、合作发展最好、应用开发能力最强、客户覆盖最广、业务规模最大的独立供应汽车零部件制造商。主要产品可以分为内外饰件类、功能性总成件类、热加工类三大产品类型。

2) 服务贸易业务

本次拟注入的服务贸易业务资产主要包括安吉物流、上汽北京、工业销售、采购中心、中汽投、进出口公司、资产经营公司及东华实业下属的从事服务贸易业务的子公司等。在具体业务上又可分为汽车物流、销售服务、汽车租赁、信息服务、国际商贸及创意节能六个业务板块。

安吉物流是当前中国最大的、专业化的第三方物流服务商，除了服务上汽内部市场外，还为汽车行业的主要汽车生产商、零部件生产商、汽车进出口贸易商提供专业化的、第三方的、包括整车、零部件和口岸的物流服务。

工业销售、上汽北京、采购中心、中汽投等公司主要从事整车及零部件采购、销售服务。销售服务业务依托布局全国的经销网络，主要经销“上海大众”、“斯柯达”、“凯迪拉克”、“别克”、“雪佛兰”、“进口大众”、“斯巴鲁”等国内外汽车品牌，以及上海汽车自主品牌如“荣威”、“MG”。同时，经营配件销售、二手车、汽车用品等业务。

3) 新能源汽车业务

主要是上汽集团持有的新源动力公司股权。新源动力主要从事质子交换膜燃料电池及相关零部件的研制和生产，系“863”计划项目扶持的重点企事业单位之一。同时，在新能源汽车领域华域汽车还从事驱动电机、电动转向机、电子空调、起停一体机等关键零部件的研发和制造。

图表 3 交易标的中主要子公司情况 单位：亿元

公司名称	净资产	收入	净利润	上汽集团所持股权
华域汽车	145.00	440.63	25.13	60.10%
安吉物流	15.40	80.00	4.00	100%
上汽香港	4.39	5.24	1.14	100%
上海汽车进出口有限公司	6.04	188.99	0.95	100%
上汽工业销售	11.40	91.58	0.80	100%
东华实业	4.89	37.26	0.39	75%
上海汽车资产经营公司	3.45	1.70	0.31	90%
上汽北京	2.92	12.25	0.23	90%
上汽北美公司	1.30	9.83	0.22	100%
上海汽车创投公司	8.97		0.15	100%
中国汽车工业投资开发公司	4.06	2.65	0.10	100%
新源动力	1.26	0.14	0.04	34.19%
南汽模具	2.87	2.60	0.03	35%
上海汽车信息产业投资有限公司	1.23	2.58	0.01	100%
上海汽车报社	0.09	0.11	0.01	100%
彭浦机器厂	1.96	7.81	0.0043	20%
上海国际汽车零部件采购中心	0.43	0.99	0.0038	80%
上汽工业活动中心	1.05	0.67	0.0025	100%
上海尚元投资管理有限公司	1.20			100%
通用韩国	27659 亿韩元	139618 亿韩元	5856 亿韩元	6.01%
招商银行	1340.00	713.77	257.69	1.71% (工业有限)

资料来源：公司公告

■ 背景与意义

上海汽车是目前我国销量最大的汽车制造企业，2010 年整车销售达 358 万辆，为全球汽车行业第八位。本次重组使公司进一步顺应国资国企改革趋势、完善上市公司治理结构、充分接受股东监督、更好体现市场化要求。

重组后，公司内涵式发展特征更为凸显，逐步向汽车产业价值链高端延伸，进一步提升自主创新水平加快自主品牌和新能源汽车发展；加快汽车服务贸易业务发展，扩展未来盈利空间，以巩固上海汽车在我国汽车行业的领先地位并扩大在国际汽车行业的影响力。

本次拟注入上海汽车的资产包括独立零部件业务、服务贸易业务及新能源汽车业务，资产注入有助于公司整合汽车产业链资源、充分发挥协同效应、增强产业链整体竞争优势，进一步提升公司的核心竞争力和国际经营能力。

1) 零部件业务依然坚持“中性化”、“零级化”、“国际化”

零部件业务保持“中性化”：继续扩大外配比例，我们测算 2010 年华域汽车外配比例已提升至 60%；加快“国际化”：借力整车发展，参与国际分工，融入汽车零部件全球供应链；增强“零级化”：华域汽车拥有研发人员 3000 余人，38 个研发中心、3 个经国家认可的技术试验室，通过资产注入能更好地实现整车与零部件同步开发，提高开发频率，加快响应速度。

2) 新源动力已取得微利、上汽捷能未纳入本次注入

新源动力注入有利于公司逐步提高对新能源汽车关键零部件掌控能力；有利于新能源核心技术与整车及零部件业务的融合从而健全新能源汽车产业链。通过注入华域汽车相关新能源关键零部件业务，加快推进混合动力和电动汽车产业化；通过注入新源动力，推动燃料电池汽车研发升级和示范运行。我们注意到，由上汽集团持股 90% 的上海捷能并未纳入本次资产注入中，上汽捷能专注于混合动力和电动汽车动力系统集成和控制集成开发，拟打造完全拥有自主知识产权的电驱变速箱研发、制造和应用体系；开发电池系统、电力电子技术和其它配套零部件。我们估计上汽捷能承担了较多上汽集团新能源汽车业务的研发工作，在相当长时期内需要较多投入而不能产生盈利，暂未纳入本次资产注入有利于保护上海汽车现有股东利益。

2) 服务贸易业务有助于公司打造全产业链

拟注入的服务贸易板块涵盖了汽车物流、销售服务、国际商贸、创意节能、信息服务等业务，将构建上海汽车未来新的盈利增长点；有利于上海汽车成为汽车整车及零部件涉及生产、销售、服务一体化综合经营决策主体，提升上海汽车包括体系竞争能力在内的核心竞争力。加快一体化发展：在前端采购、后端销售、物流方面延伸产业链体系，进一步促进整车及零部件业务的发展。

■ 对盈利的影响

根据公告中标的资产主要子公司 2010 年利润情况，资产注入完成后，新增并表收入超过 880 亿元，即注入后，上海汽车 2010 年收入规模为注入前的 128%。初步测算，标的资产 2010 年度净利润约 26 亿元，即注入后，上海汽车 2010 年净利润规模为注入前的 118.94%。

按照 17.28 亿股新增股本测算，注入后 2010 年上海汽车每股收益为 1.4885 元/股，较注入前 1.4853 元/股增厚约 0.21%。

我们认为本次资产注入有利于完善公司产业链、提升上市公司盈利水平。维持对上海汽车盈利预测为 2011 年 1.87 元/股、2012 年 2.24 元/股。考虑公司汽车行业龙头地位和较强的盈利能力，按 2011 年 15 倍 PE，公司合理价格在 28 元左右，维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：1)、注入后资产收益率可能降低。2)、资产注入还存在其它审批程序、存在资产注入不成功的可能。

图表 4 上海汽车盈利预测表 单位：百万元

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
一、营业总收入	105892	139636	313376	354312	425174
二、营业总成本	111644	139590	295223	331402	397572
营业成本	93235	121228	251903	284689	341500
营业税金及附加	790	1465	8172	9035	10842
销售费用	7190	9789	21076	23916	28912
管理费用	5376	4750	11442	12755	15094
财务费用	1517	579	387	106	425
资产减值损失	3229	1426	1922	750	600
三、其它经营收益					
投资收益	4489	8344	8722	10466	12559
四、营业利润	-970	8431	27006	33392	40179
加：营业外收入	514	303	411	300	320
减：营业外支出	25	137	732	150	165
五、利润总额	-480	8597	26684	33542	40334
减：所得税费用	370	489	3852	4864	5969
五、净利润	-850	8108	22833	28678	34365
少数股东损益	-1506	1516	9104	11414	13677
母公司所有者的净利润	656	6592	13729	17264	20688
每股收益（元）	0.07	0.71	1.49	1.87	2.24

资料来源：公司公告

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257