

上海汽车 (600104)/5.19 元

对价方案令人满意

林钟斌

86-755-82943205

Linzb@ccs.com.cn

周期性消费品 · 汽车行业

目标价 (含权): 5.8-6.0 元

谨慎推荐 A (维持)

- **对价方案体现公司充分考虑流通股东利益。**10 股送 3.4 股的对价方案优于股改试点阶段平均每 10 股送 3 股的综合对价水平,也高于此批沪市 12 家公司平均 10 股送 3.2 股的对价水平。买入股票和连续三年分红的承诺进一步体现出上海汽车对流通股东利益作了充分考虑。鉴于公司基本面变化不大,而对价方案令人满意,加之集团海外整体上市已经没有时间表,存在变数,对 A 股有利 (在监管部门和投资者均不赞成集团海外上市的情况下,不妨考虑发行 A 股),维持“谨慎推荐-A”的投资评级。目标价格从 5.5 元略微上调至 5.8-6.0 元,对价后为 4.34-4.48 元,按我们预测的 05 年 0.34 元的每股收益,3.7 元的每股净资产,相当于 05 年动态市盈率 12.7-13.2 倍,市净率 1.15-1.20 倍。
- **上海通用 8 月销量正常回落。**受销售淡季、油价高企、消费税上调传闻以及上海大众降价导致短暂的持币观望现象等因素影响。8 月份上海通用销售轿车 2.56 万辆,较 7 月份的 2.96 万辆下跌 13.5%,体现在经济效益上,净利润从 1-2 月份的 2.3 亿元、3 月份的 3.4 亿元、4 月份 3.9 亿、5 月份 4.7 亿元、6 月份 5.6 亿元,回落至 7 月份的 4.3 亿元,8 月续降。估计 9 月份销量逐步上升,全年销量约 30 万辆,实现净利润 42 亿元,同比分别增长 19%和下降 45%。
- **零部件业务处于低谷。**在上海大众销量下降和成本转嫁压力下,零部件业务销售收入和毛利率双降,预计 05 年合资零部件利润为 2 亿元,比去年下跌 60%左右。
- **自主品牌轿车 06 年底、07 年初上市。**项目采用合资滚动投资方式,利用罗孚现成车型,可盘活仪征汽车的存量资产,利用公司的零部件等各种资源,对上汽股份来说,影响中性,不必过于悲观。

上证指数: 1158

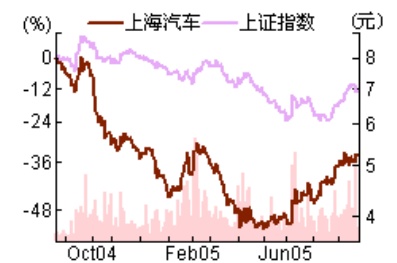
股本数据

A 股总股本(万)	327599.9
流通 A 股(万)	98279.97
流通市值(亿)	51.6

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	21.4	14.3
6 个月(%)	-7.3	1.6
1 年(%)	-34.9	-21.1
52 周波动(元)	3.9-8.3	

52 周股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

将组建合资公司生产自主品牌轿车
 28/7/2005
 对价和轿车降价预期左右股价
 22/8/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E
主营收入(万元)	749052	602986	699464
同比增长率%	8.7%	-19.5%	16.0%
主营利润(万元)	189938	107633	124854
同比增长率%	16.4%	-43.3%	16.0%
净利润(万元)	197809	110790	121411
同比增长率%	30.4%	-44.0%	9.6%
主营利润率%	25.4%	17.9%	17.9%
净利润率%	26.4%	18.4%	17.4%

会计年度	2004	2005E	2006E
每股收益(元)	0.60	0.34	0.37
总资产收益率%	14.1%	7.4%	7.2%
净资产收益率%	17.4%	9.0%	9.0%
投入资本收益率%	4.3%	1.2%	1.1%
股息收益率%	4.2%	4.8%	4.8%
P/E(倍)	8.7	15.3	14.1
P/B(倍)	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA(倍)	16.2	25.9	24.8

对价方案令人满意

上海汽车对价方案

股份对价：非流通股股东向流通股股东每 10 股送 3.4 股。

买入股票承诺：在股改方案通过后的两个月内，如果上海汽车股票价格低于 3.98 元，上汽股份将连续投入 10 亿元资金通过交易所按集中竞价方式以每股 3.98 元价位申报买入上海汽车股票。

分红承诺：在实施股改后，上汽股份承诺将在股东大会上提议并投赞成票：上海汽车今后三年现金分红比例将不低于当年实现的可分配利润（非累计可分配利润）的 50%。

对价方案令人满意，调高目标价格

上海汽车的对价方案优于股改试点阶段平均每 10 股送 3 股的综合对价水平，也高于此批沪市 12 家公司平均 10 股送 3.2 股的对价水平。买入股票和连续三年分红的承诺进一步体现出上海汽车对流通股股东利益作了充分考虑。鉴于公司基本面变化不大，而对价方案令人满意，加之集团海外整体上市已经没有时间表，存在变数，对 A 股有利（在监管部门和投资者均不赞成集团海外上市的情况下，不妨考虑发行 A 股），维持“谨慎推荐-A”的投资评级。目标价格从 5.5 元上调至 5.8-6.0 元，对价后为 4.34-4.48 元，按我们预测的 05 年 0.34 元的每股收益，3.7 元的每股净资产，相当于 05 年动态市盈率 12.7-13.2 倍，市净率 1.15-1.20 倍。

基本面与预期相符

上海通用 8 月份销量正常回落

8 月份上海通用销售轿车 2.56 万辆，较 7 月份的 2.96 万辆下跌 13.5%，除了销售淡季因素外，近期油价高企、消费税上调传闻以及上海大众降价导致短暂的持币观望现象出现等均影响了轿车销售。上海通用在 6 月份达到 3.5 万辆的销售高峰后，近两个月逐步有所回落。体现在经济效益上，净利润从 1-2 月份的 2.3 亿元、3 月份的 3.4 亿元、4 月份 3.9 亿、5 月份 4.7 亿元、6 月份 5.6 亿元，回落至 7 月份的 4.3 亿元。估计 9 月份销量逐步上升，全年销量约 30 万辆，实现净利润 42 亿元，同比分别增长 19%和下降 45%。

对于上海通用而言，有利因素包括：一、成本具有领先优势，目前毛利率维持在 26% 的高水平，高于 16%左右的行业平均，在激烈的市场竞争环境中处于有利地位。二、新产品推出速度快（即将推一款经济型轿车）。这归功于上海通用设备较高的自动化、柔性化水平、优秀的产品营销策划以及产销规模上的优势。不利因素：一、目前的高油价不利于产品销售，相比日韩系车型，上海通用的君威、荣御、凯迪拉克等中高档轿车的

油耗较高，8 月份凯迪拉克和荣御分别只销售 139 辆和 82 辆，中高档系列是其薄弱环节。二、竞争对手新产品的上市的冲击，一汽丰田锐志以 21 万元-31 万元低价亮相，长安福特 FOCUS 等新车型将陆续上市，将在车市引起不小的波澜。而传闻中的消费税调整政策因上调幅度较大车型为 3.0 升以上的大排量轿车，该排量产品在上海通用的销售结构中所占比重很低，影响并不大。

表 1 上海通用各季度收入和利润

	1Q2004	2Q2004	3Q2004	4Q2004	1Q2005	2Q2005	7 月份
销量（万辆）	6.83	7.30	5.64	5.43	4.45	9.05	2.96
销售收入（亿元）	117.8	116.9	86.1	84.5	68.9	128.8	41.9
毛利率	36.5%	35.6%	30.8%	22.4%	25.9%	25.9%	26.5%
净利润（亿元）	26.8	26.3	11.8	6.5	5.7	14.1	4.3

数据来源：机械工业联合会 招商证券

表 2 上海通用产品销量（辆）

产品	2004	同比增长	05 上 1-8 月	同比增长
君威	72908	-19.0%	41959	-27.1%
凯越	92225	156.2%	89955	50.0%
赛欧	57839	11.9%	29325	-34.1%
GL8	29086	23.7%	14927	-21.2%
凯迪拉克	N. A.	N. A.	810	N. A.
荣御	N. A.	N. A.	1242	N. A.
景程	N. A.	N. A.	11831	N. A.
合计	252058	25.3%	190049	5.0%

数据来源：中国汽车工业协会 招商证券

自主品牌轿车 06 年底、07 年初上市

自主品牌轿车由集团和上汽股份各持有 60%和 40%的合资公司生产。在此之前，上汽集团已花 6500 万英镑购买了罗孚 75、25 两款轿车和全系列发动机的知识产权，合资公司首期将生产这两款轿车。罗孚 75 为高档车，配置 2.5 升 V6 发动机，目前标准配置车型在国内售价约 48 万元，国产化生产后价格将大大降低；罗孚 25 为中低档轿车。产品将于 06 年底、07 年初上市，目前已完成仪征场地的改造和零部件定点采购工作。由于项目采用合资滚动投资方式，风险可控。此外可盘活仪征汽车的存量资产，利用公司的零部件等各种资源，因此我们认为自主品牌轿车项目对公司来说，影响中性，不必过于悲观。

零部件业务处于低谷

零部件产品约 50% 配套上海大众，20% 配套上海通用，30% 外供。迫于整车厂商的成本转嫁压力，今年零部件降价幅度达到 10% 左右，与去年相比，毛利率显著下降。同时由于上半年上海大众销量下滑了 50%，上海通用也有 4.5% 的下降，导致零部件业务销售收入大幅下跌，实现净利润跌幅超过 50%，我们对 05 年合资零部件利润的预测为 2 亿元，比去年下降 60% 左右。

为了协调中外双方利益，上汽集团成立零部件董事局，统管集团下属零部件业务，提高上海大众在国内的采购比例，避免其为了大众汽车的利益、进行大量海外采购的不合理局面出现（目前桑塔纳国产化率超过 95%，但帕萨特、POLO 等车型的国产化率仍有提升空间。目前零部件业务将主要在成本控制上下工夫（包括产品设计成本控制、裁员等手段），同时提高与整车的匹配能力。母体零部件业务则寻找出口突破口，出口地包括美国、巴西、墨西哥等。此外，母体去年预提了技术开发费等费用，今年管理费用有望显著下降。

财务预测（万元）

预测表

资产负债表	2003A	2004A	2005E	2006E
货币资金	170961	138783	149457	122083
短期投资	36617	100057	55557	61557
应收票据	31749	64649	52042	60369
应收帐款净额	37489	42646	83574	90021
存货净额	126412	163285	145013	179430
流动资产合计	455598	594468	584158	623505
长期投资	461599	465818	525818	585818
固定资产净额	248436	266583	286179	353220
在建工程	36086	53749	79749	102749
固定资产合计	284726	320718	365932	455975
资产总计	1209206	1399780	1492080	1680524
短期借款	15949	59273	78000	85000
应付票据	3179	2665	4932	5722
应付帐款	72786	76085	92730	107566
预收帐款	2504	1464	1233	1430
流动负债合计	205165	244352	258560	296251
长期借款	13087	4060	10620	42240
长期负债合计	16630	7652	10683	42303
负债合计	223319	253147	269243	338554
少数股东权益	6159	8692	8842	8992
股东权益合计	979728	1137941	1226572	1345555
负债股东权益合计	1209206	1399780	1492080	1680524
利润表	2003A	2004A	2005E	2006E
主营业务收入	689152	749052	602986	699464
减：主营业务成本	524228	556764	493243	572162
主营业务税金及附加	1716	2349	2110	2448

主营业务利润	163208	189938	107633	124854
加：其他业务利润	6860	2220	8000	6500
营业费用	14093	23311	19296	22383
管理费用	124598	114182	79594	92329
财务费用	84	372	3922	5522
营业利润	31294	54294	12821	11120
投资收益	131737	152324	105000	118000
利润总额	165966	207213	118021	129320
减：所得税	14218	9307	7081	7759
少数股东损益	68	96	150	150
净利润	151681	197809	110790	121411
每股收益（元）	0.46	0.60	0.34	0.37
现金流量表	2003A	2004A	2005E	2006E
经营活动现金流量	39162	28713	-9706	-4041
投资活动现金流量	30446	-10099	22505	-55002
筹资活动现金流量	-87549	-53062	-2125	31669
现金净增加额	-17931	-34389	10675	-27374
财务指标	2003A	2004A	2005E	2006E
成长性				
主营收入增长率	44.5%	8.7%	-19.5%	16.0%
主营利润增长率	43.0%	16.4%	-43.3%	16.0%
净利润增长率	41.7%	30.4%	-44.0%	9.6%
盈利能力				
主营业务利润率	23.7%	25.4%	17.9%	17.9%
净利润率	22.0%	26.4%	18.4%	17.4%
总资产收益率（ROA）	12.5%	14.1%	7.4%	7.2%
净资产收益率（ROE）	15.5%	17.4%	9.0%	9.0%
投入资本回报率（ROIC）	2.8%	4.3%	1.2%	1.1%
经营效率				
应收帐款周转率（次）	21.4	18.7	9.6	8.1
存货周转率（次）	5.3	3.8	3.2	3.5
固定资产周转率（次）	2.7	2.5	1.8	1.7
营业费用比率	2.0%	3.1%	3.2%	3.2%
管理费用比率	18.1%	15.2%	13.2%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	18.5%	18.1%	18.0%	20.1%
流动比率	2.2	2.4	2.3	2.1
速动比率	1.6	1.8	1.7	1.5

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的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。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或征价。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。本报告版权归招商证券所有。