

G上汽(600104)

利好虽是主基调 问题也不能轻视

-G 上汽定向增发及 2006 中期业绩简要分析

张欣
 10-82001544
 zhangxin@gtjas.com

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥5.30

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥5.00

2006.08.04

交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.93 ~ 6.80
总市值 (百万元)	16,380
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,276.00/1,316.95
流通 B 股/H 股	
流通股比例	40.2%
日均成交量 (百万股)	14.6
日均成交值 (百万元)	65.3

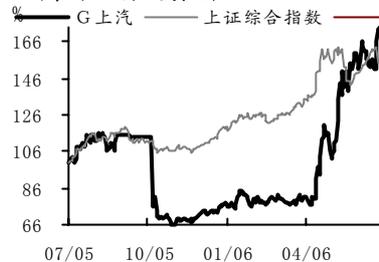
本报告导读:

➢ G 上汽定向增发预案出炉, 市场议论已久的所谓上汽集团整体上市也因此有了结论。除了普遍认为此次定向增发可以“明确核心业务, 提升竞争能力, 解决同业竞争, 完善治理结构, 增加公司收入, 提升业绩水平”外, 还有哪些地方需要引起投资者高度重视, 投资者又该如何看待公司 2006 年上半年的业绩呢?

事件:

- 日前 G 上汽发布公告, 拟实行定向增发, 将控股股东上汽股份所拥有的整车、关键零部件以及与汽车产业密切相关的金融企业的资产/股权纳入到上市公司之中, 同时将 G 上汽所拥有的非关键零部件资产及负债与之进行置换。不足部分通过定向增发约 31 亿股股份作为支付对价。
- 8 月 4 日 G 上汽又披露了其 2006 年上半年经营业绩情况, EPS 为 0.165 元, 同比仅增长 14%, 远低于市场普遍预期。

52 周内股价走势图



评论:

G 上汽定向增发预案冠冕堂皇的部分:

- G 上汽 (600104) 作为国内汽车板块市值最大的上市公司, 虽然其自身的主营业务为汽车零部件的生产销售, 但是由于持有中国乘用车业龙头 - 上海通用汽车公司 20% 的股权而取得不菲的投资收益。2005 年 EPS 为 0.337 元/股; 2006 年上半年 EPS 达 0.165 元, 同比增长 14%。这样的经营业绩, 一方面来自上海通用业绩持续增长所带来的投资收益; 另一方面, 2005 年第三季度以后大众系 (上海大众和一汽大众) 汽车产销量的迅速回升带动公司自身主营业务的回暖。可以预见 2006 年 G 上汽的经营业绩即便没有此次定向增发也可望增长 20% 以上。
- 由于历史的原因, 我国汽车类上市公司多为以部分优质资产上市的形式出现, 不但存在一定程度的关联交易, 有的甚至还存在同业竞争。为了彻底解决这一弊端, 实现汽车行业相关企业的长期稳定、健康的发展, 实现整体上市就成为相关企业需要加以解决的重要课题。
- 2006 年 7 月 12 日 G 上汽发布董事会决议公告, 披露了其定向增发的预案。G 上汽拟通过向控股股东 - 上汽股份定向增发和资产置换, 以实现“增强公司核心竞争力, 完善公司治理结构, 促进公司持续发展”的目标。所购入控股股东的资产包括: 上汽股份持有的整车企业股权、关键零部件企业股权以及与汽车产业密切相关的金融企业股权, 价值约 200 亿元。拟置出的资产包括: 非关键零部件业务的相关资产、负债, 约合 20 亿元。购入与置出资产相差约 180 亿元, 由 G 上汽向控股股东定向发行股票解决。

- 由于在该预案中已经对此次定向增发可能对 G 上汽的影响有着较为全面的阐述，因此在此就不再赘述。

G 上汽定向增发预案需要引起高度重视的部分：

一、有关未来业绩增长的问题

- 鉴于 G 上汽的盈利中投资收益占绝大部分，特别是来自上海通用的并表收益更是十分可观，因此此次定向增发虽然会将部分有良好盈利的零部件业务剥离出去，但是相比新纳入的资产/股权的盈利可谓“进大于出”，因此对提升公司整体盈利的作用还是十分明显的。不过需要注意的是，由于 G 上汽此次定向增发是 7 月份开始启动，最快也要在 8 月份才能完成，因此并不会对公司 2006 年上半年的经营业绩有实质性的贡献或影响，这从 G 上汽 2006 年中期业绩报告可以得到验证。而且到了 2007 年度，由于内涵已经发生变化，因此届时的定期业绩报告盈利一项同比虽然可能会有较大幅度的增长，但是 EPS 则因为股本的急速扩张增幅可能不会很大。
- 由于 G 上汽 2006 年上半年的 EPS 只有 0.165 元，远低于市场预期，因此市场如果简单地以此来估算 G 上汽 2006 年的 EPS 不会超过 2005 年的水平，那么肯定会对 G 上汽目前二级市场的股价产生不利的影响。
- 需要指出的是，由于此次拟向控股股东购买的系整车类资产，规模庞大，因此所需资金也十分可观，而拟置换出去的资产由于系非关键零部件业务的资产，即便加上相关的债务合计也不过 20 亿元，两者相差约 180 亿元，为此需向控股股东定向发行股票来作为对价。按照预案中所述，以每股 5.82 元计需发行约 31 亿股。而目前 G 上汽的总股本为 32.76 亿股，股本扩张幅度近 95%，还是很大的，会对公司未来的经营产生较大的稀释效用。但这还不是问题的关键所在，毕竟伴随着公司规模扩大，每股收益虽然会有所下降，但是只要盈利的绝对额能够得到提升还是能给投资者带来一定的回报的。

二、大股东持股比例偏高和可能的减持问题

- 目前 G 上汽的控股股东-上汽股份持有 221651.95 万股，占总股本的 67.66%，如果实施定向增发后，其持股将达到 531651.95 万股，占总股本的比例将进一步提高到 83.38%，这对于控股股东而言是极不合算的。好在目前控股股东手中有 25747.20 万股以 3.98 元增持的股份可以马上变现减持，若按目前的市场均价计算，控股股东仅此一项就可获利 4.7 亿元以上。而按照股改承诺，到 2006 年 10 月 24 日有 16379.9954 万股股份可以上市流通，如果届时予以减持，那么此时控股股东所持股份将降为 489524.7502 万股，占总股本的 76.78%。到 2007 年 10 月 24 日还有 32759.9909 万股股份可以上市流通，如果届时该部分股份也被减持，控股股东所持股份占总股本的比例将进一步降低到 71.64%，虽然仍有些偏高，但是不排除期间 G 上汽有其他再融资行为而引发控股股东持股比例出现下降的可能。
- 通过上述分析可以看到，由于存在大股东有持续不断的减持的可能，因此这无形中会对 G 上汽二级市场的股价产生一定的压制和拖累，对此需要引起投资者的高度警觉。

三、最终会有哪些资产/股权被纳入的问题

- 目前 G 上汽控股股东 - 上汽股份所拥有的整车资产（股权）主要是 30%上海通用的股权、50%上海大众的股权、60%上汽汽车的股权、50.1%上汽通用五菱的股权、25%上海通用东岳的股权、25%上海通用北盛的股权、50.91%韩国双龙汽车的股权以及 50%上海申沃的股权，关键零部件主要是联合汽车电子有限公司、上海通用东岳动力总成、大众动力总成等，此外还有上汽大众汽车销售公司 50%的股权；而与汽车产业密切相关的金融企业主要是上汽财务公司。从盈利情况看，上海通用（包括上汽通用五菱）是其中最好的一块资产，而上海大众、上海申沃等的盈利与上海通用相比差距甚大，至于上汽汽车则刚刚起步，还无法产生盈利贡献。

- 特别需要指出的是，上海大众的发展不但遭受来自包括上海通用的竞争，还受到来自一汽大众的制约。从近期的新车面市情况看，一汽大众的动作要明显多于上海大众就是一个明证。对此应引起投资者的高度重视。
- 为何此次需要 180 亿元？上汽股份 2005 年与 G 上汽合资设立上汽汽车时，60%的股权出资 7.68 亿元，此次如果上市公司购买的话，应该说升值的幅度不会很大，毕竟这部分资产未来能产生怎样的效益存在一定的不确定性。而从 G 上汽 1998 年以 11.02 亿元取得上海通用 19%的股权，2000 年又以 0.71 亿元取得 1%的股权看，为取得 20%上海通用的股权 G 上汽耗资 12 亿元，现在虽然形势已经发生变化，但是 30%的股权比例究竟值多少？而且盈利情况远不如上海通用的上海大众 50%的股权又值多少？2000 年 G 上汽配股时出资 5.2 亿元拥有上汽财务公司 40%的股权，那么现在在纳入 60%又需花费多少？以上林林总总看来还需等具体的定向增发方案出来才能予以判断。

四、对汽车行业未来发展趋势判断和对 G 上汽的投资评级

- 由于 2006 年 1-6 月上海通用和上海大众的汽车产销出现较大幅度增长，因此上海汽车的主营业务呈现出恢复性增长的发展势头。此外由于上汽通用五菱迅猛的发展，从而可以确保上海汽车主营业务的持续稳定增长。目前上海汽车给上海通用和上海大众的配套比例基本保持稳定，新增部分则主要为上汽通用五菱配套，同时在出口方面也保持了较快的增长，比例已经达到近 20%的水平，而且出口还可享受退税的优惠。由此可以确认 2006 年 G 上汽自身主营业务将会度过 2005 年的下滑困境而呈现恢复性增长的格局。不过如果实施定向增发，由于有部分零部件资产将被剥离，因此对比参照物将发生变化。但是无论怎样，企业业绩的增长还是可以得到确定的。另外从相关财务数据可知，G 上汽目前的盈利能力正在回升，短期偿债能力和运营能力都较强，且公司负债水平较低。

表 1: 上海通用、上汽通用五菱和上海大众 2006 年 1-6 月产销一览

企业	单位	产量	同比	销量	同比
上海大众	辆	175258	50.14%	165337	80.91%
上海通用（含东岳和北盛）	辆	219373	64.27%	201790	49.56%
上汽通用五菱	辆	224680	55.01%	148878	49.10%

数据来源：中国汽车工业协会。

表 2: 上海汽车分季度经营数据一览

	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2
主营业务收入（万元）	149569.55	139626.99	191197.12	158475.24	208158.14	238431.78
主营业务利润（万元）	23157.73	29880.16	33634.12	29395.18	29083.24	38768.69
主营业务利润率（%）	15.48%	21.40%	17.59%	18.55%	13.97%	16.26%
净利润（万元）	15160.21	32278.58	34108.48	28914.90	22290.19	31796.34
净利润率（%）	10.14%	23.12%	17.84%	18.25%	10.71%	13.34%

资料来源：国泰君安证券研究所。

表 3: 上海汽车近几年主要财务比率一览

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006Q1	2006Q2
主营利润率 (%)	25.78	23.93	23.68	25.35	18.16	13.97	16.26
净资产收益率 (%)	9.68	12.94	15.48	17.38	9.48	1.87	4.73
资产负债率 (%)	19.04	22.57	18.46	18.08	19.60	21.86	22.92
流动比率	2.653	1.911	2.221	2.433	2.148	2.191	1.944
速动比率	2.314	1.599	1.604	1.764	1.920	1.750	1.492
存货周转率 (次)	6.58	5.75	5.33	3.84	3.43	1.28	2.67
应收帐款周转率 (次)	24.83	21.30	21.41	18.69	9.72	1.77	4.78
每股经营现金流净额 (元)	0.288	0.309	0.155	0.088	0.198	0.047	0.094

资料来源: 国泰君安证券研究所。

- 由于 G 上汽在上海汽通用的权益是 20%，2006 年上海通用的产销目标为 45-46 万辆，盈利则基本与 2005 年保持持平或略有增长，因此 G 上汽所得的投资收益仍可达 10 亿元左右。而原来仪征基地每年都会亏损，额度在 6000-9000 万元之间，呈现多产多亏的窘境，现在原来的赛宝车型已经移至上汽通用五菱生产，因此仅减亏一项就可为 G 上汽带来不菲的回报。而从长远发展和政府的支持力度考虑，发展自主品牌轿车对于 G 上汽和上汽集团都是有百利而无一害的。特别需要指出的是，目前上海市政府对于上汽发展自主品牌轿车持积极扶持的态度，这样对于扶持上汽自主品牌轿车的发展具有积极的促进作用。由此可以看到随着上海大众的复苏，上海通用的稳定发展，加上上汽集团自主品牌轿车的崛起，有理由相信即便没有此次定向增发，2006 年 G 上汽的业绩仍将保持 20% 以上的稳定增长，同时依然会给予投资者以丰厚的分红派现回报。
- 虽然目前 G 上汽的二级市场价格已经远低于其预估的 5.82 元/股的定向增发价格。同时鉴于此次定向增发存在打包的情况，既有盈利能力很强的部分，也有亏损的部分，但是如果能对相关定向增发方案进行必要的修订，缩减股本扩张的规模，那么从长远看 G 上汽还是很有投资价值的。因此综合考虑各种因素，维持对上海汽车“**谨慎增持**”的投资评级不变。

免责声明

本报告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，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;
- 谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
- 中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;
- 减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
- 中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
- 减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海
上海市延平路 121 号 17 楼
邮政编码: 200042
电话: (021) 62580818

深圳
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层
邮政编码: 100088
电话: (010) 82001544

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com