

投资评级: 推荐
2007年8月14日

上海汽车 (600104)

——优质汽车白马股, 最佳投资避风港

最新收盘价: 23.75 元

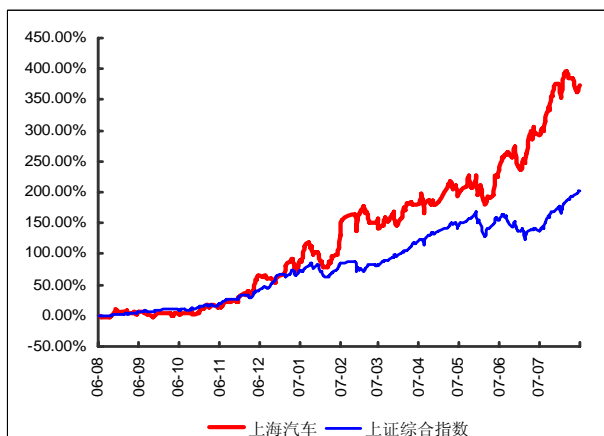
主要财务指标	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入(百万元)	30,503	117,813	142,993	167,124
(+/- %)	377.4%	286.2%	21.4%	16.9%
主营业务利润(百万元)	5,067	15,669	19,018	22,227
净利润(百万元)	1,425	5,298	6,667	7,771
(+/- %)	29%	271.8%	25.8%	16.6%
每股收益(元)	0.22	0.81	1.02	1.19*
市盈率(倍)	37.56	29.32	23.28	19.96

*未考虑09年股本的扩张而带来业绩的摊薄

要点:

- **优质的汽车类上市公司** 公司已逐步完成汽车产业的整体布局, 在未来几年将充分分享到行业增长所带来的发展机遇和业绩攀升, 作为汽车类上市公司中业务种类最为齐全, 产业链最为完整的企业, 具有较强的抗行业周期波动的能力。
- **自主品牌提升盈利空间** 自主品牌荣威目前销售状况良好, 我们认为公司的自主品牌发展战略清晰、市场定位合理, 且强大的研发力量保证了后续车型的持续推出。自主品牌将成为公司未来新的利润增长点和看点。预计08-09年自主品牌贡献利润占总利润的比例分别为9.96%和14.28%。
- **上海大众业绩处于上升通道** 经过05年的调整之后, 目前发展态势良好, 未来几年将处于业绩的上升通道。而斯柯达品牌的引进及新帕萨特自主开发将保证其未来的持续发展, 其07-09年的净利润复合增长率为27.82%。
- **上海通用盈利仍可看好** 目前公司处于产品结构的调整期, 全新车型的推出有所放缓。但若未来完成产品结构调整, 中高档产品比例将有所上升, 其盈利前景仍可看好。若能引进或推出新的车型, 将极大提升公司的销量和盈利预期。
- **若与南汽整合成功有利于公司加速发展** 公司若与南汽整合成功, 将提升自主品牌的竞争力和解决商用车业务中的短板, 我们认为2009年以后南汽将迎来高速增长期, 南汽的整车和核心零部件业务07-09年将为公司分别贡献1.54亿元、5.65亿元和8.57亿元, 重新焕发活力。
- **投资评级** 公司发展战略清晰, 管理层优秀, 未来具有极其广阔的业绩增长和盈利提升空间, 且公司作为行业龙头, 理应享受估值溢价, 鉴于此, 给予公司08年32倍PE (27倍行业平均水平+3倍行业龙头溢价+2倍汽车产业链完整抗周期波动), 合理股价为32.6元, 给予“推荐”评级。

近期股价相对上证指数走势



分析师:

吕磊

(010)88366060-8886

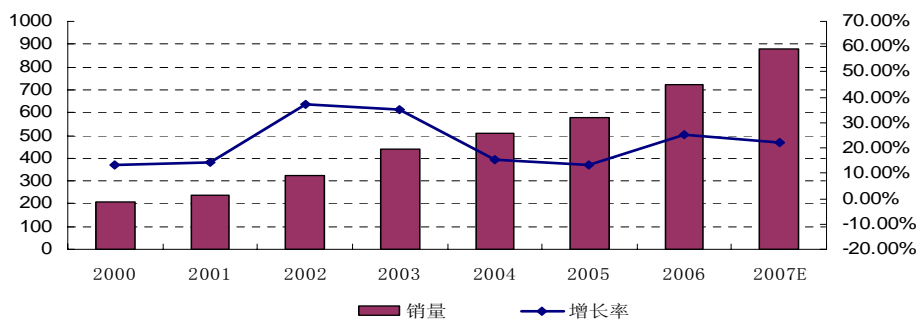
lvl@cgws.com

一、汽车行业发展综述及判断

中国的汽车行业在经历 02-03 年的爆发增长期，04 年的调整期，从 05 年开始进入了一个年均 20%左右的快速增长期。对于中国的汽车市场，基于我国经济发展的阶段，我们长期看好。因为汽车市场尤其是轿车市场，其发展速度取决于国民经济的增长速度，推动的主要因素为人均 GDP 的增加而带来的居民可支配收入的大幅提高以及消费能力的升级。参照以往亚洲主要汽车市场日本和韩国的历史，其汽车行业进入快速增长期后，会持续大约 5-8 年左右的时间。而我国的汽车行业目前正处于快速增长期，人均汽车保有量还远远低于发达国家的平均水平。按相应参照系来讲，我国的汽车市场也会存在一个 5-8 年左右的快速增长期。

但考虑我国作为世界上独特的经济实体，拥有特殊的城乡二元经济结构：一线城市与二线省市之间的经济水平存在较大差距；东部与西部，沿海与内陆以及城乡之间的经济水平也存在一定程度的差异。在这种独特的二元经济结构下，我们认为其市场的发展必将是从小城市引领到二线城市城市，从东部传递到西部，从沿海发展到内陆。整个市场的消费结构和主体也会按照这个顺序转移。考虑到中国市场的特殊性和巨大性，我们认为中国汽车市场发展的持续性必将远远超过日本和韩国，大约会持续 12-16 年左右。也就是从 2002 年开始算起，将会持续到 2014-2018 年左右。基于以上的考虑和判断，我们认为中国的汽车市场还将至少保持每年 15%-20%左右 10 年黄金快速增长期，也就是说现在投资汽车行业尤其是龙头企业，将充分享受汽车行业 10 年期的黄金快速增长。

图 1、历年每月汽车销量及增长率

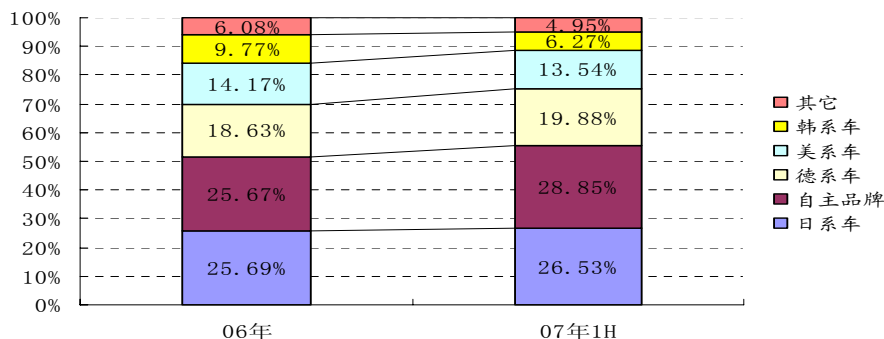


资料来源：中国汽车工业协会

目前国内乘用车市场的生产制造企业主要分为两大类：合资企业和自主企业，而合资企业又分为：美系、德系、日系、法系、韩系、意系等。今年以来德系、日系、自主品牌的市场占有率出现一定上升，我们认为这与三大系在新车型推出频率、产品价格合理以及性能优良有关。随着新车型的推出以及竞争的加剧，必然带来产品价格的下滑，据网上车市数据显示，今年以来，国产乘用车价格指数（CAPI）下滑趋势高于往年，尤其是细分市场中的小型车和中级车降幅明显，说明这两个细分市场已经成为乘用车领域企业的主战场，也符合我们判断，这与今年大量新车型在小型车和中级车市场集中上市，而带来的竞

争加剧有关。

图 2、轿车品牌分国别销售情况



资料来源：中国汽车工业协会

图 3、国产乘用车价格指数 (CAPI) 走势对比

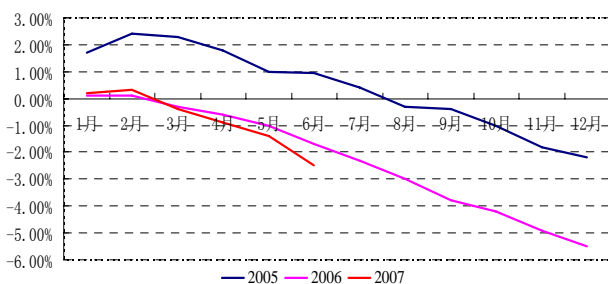
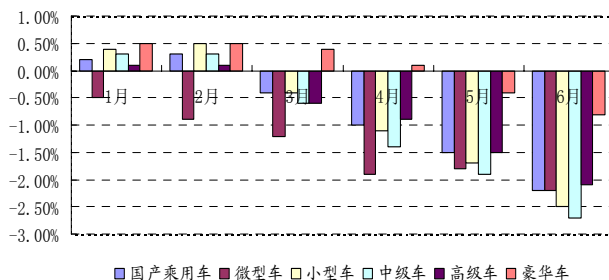


图 4、07 年 1H 各细分市场 CAPI 走势



资料来源：网上车市 长城证券整理

近几年以来，中国的乘用车市场尤其是轿车市场发生了以下显著的变化：从卖方市场转变为买方市场；从单纯的德系独大到美德日中品牌的混战；从原来每年仅仅一两款车型的推出到每年近百款车型的上市；从消费者需求的单一性以及消费心理的不成熟转变为消费者需求理性和品牌忠诚度的不断提高。这些变化将对中国的汽车制造企业带来深远的影响：一是市场竞争的加剧，尤其是价格战的不断爆发，将使部分企业出现盈利下滑甚至是亏损，但这也带来了行业整合的机遇，使行业的龙头企业能够通过企业兼并收购进一步做大做强，实现“强者恒强”；二是消费者需求日益多样化、消费行为日益理性化，企业要想赢得消费者，必须不断的推出新车型、提高其技术含量来满足消费者的需求，这需要企业具有较强的技术研发实力、资金实力以及市场营销能力，而只有综合实力较强的企业才能承受某一款车型的研发失败，具有一定的抵御风险和持续发展能力，这也是我们要选择汽车行业龙头企业的原因。

故我们在选择投资汽车行业时，既要充分享受中国汽车行业的快速增长所带来的机遇，又要注意规避行业竞争加剧所带来的风险。上海汽车作为汽车中的优质白马股，具有雄厚的资金实力、较强的研发设计能力、丰富的车型储备、完善的汽车产业链以及强大的营销能力，是我们投资的首选，投资上海汽车必

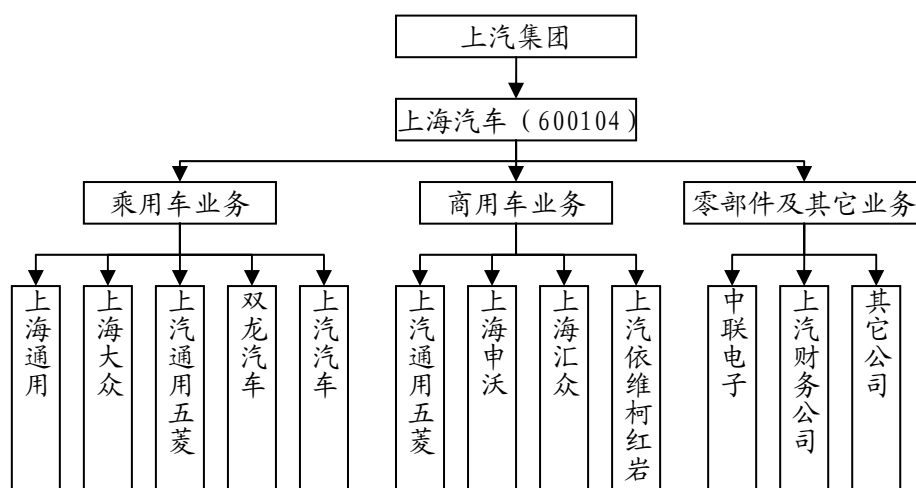
将获得稳定、丰厚的回报。

二、上海汽车简要介绍

1、公司主要业务及资产构成

公司在 2006 年底通过发行股份向集团购买资产整体上市后，已经从单纯的汽车零部件企业转变成整车制造、核心零部件及汽车金融为主业的整车类上市公司，07 年上半年通过收购上海汇众和上海万众的股权，为公司在商用车领域的后续发展打下了较好基础，公司业务目前涵盖：乘用车中的轿车、MPV、SUV 和微客业务，商用车中的重卡、半挂车、大客和轻客业务，变速器、汽车电子等核心零部件业务，以及汽车金融、汽车销售等服务支持业务。可以说公司目前是汽车类上市公司中业务种类最为齐全，产业链最为完整的上市公司，具有较强的抗行业周期波动的能力。

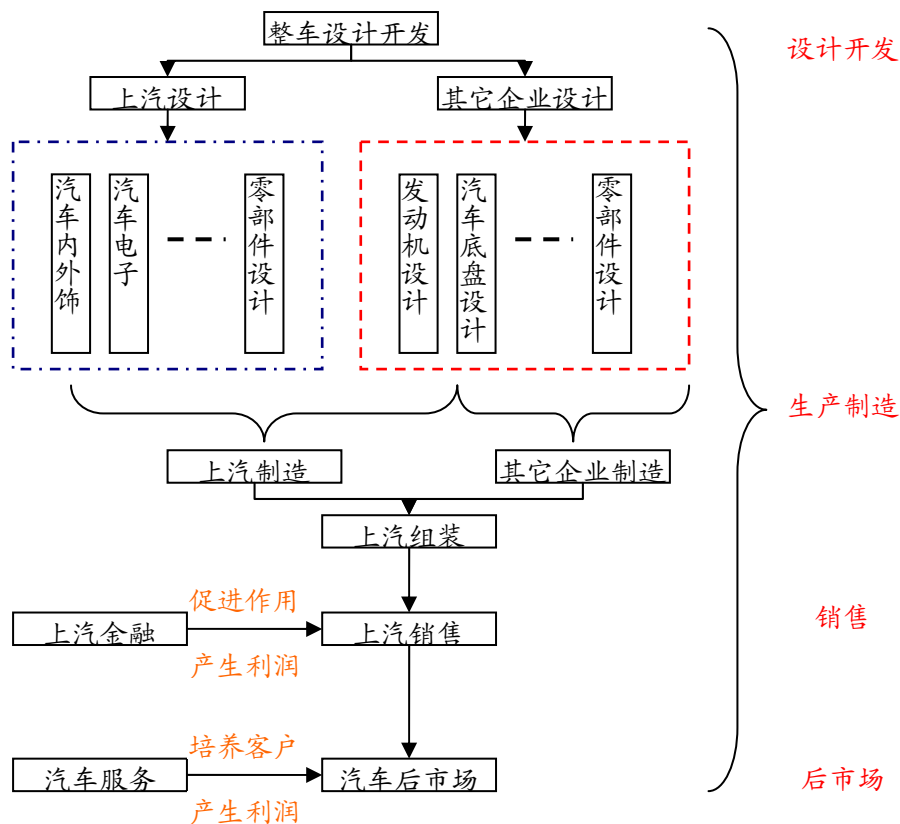
图 5、公司主要业务及资产构成



资料来源：长城证券研究所

按行业规律看，整车的产业链要远远大于汽车零部件行业的产业链，从一家零部件企业转变为整车企业将为公司打开更为广阔的发展空间，且汽车整车开发周期长、投资规模大，公司通过巩固加强自身的行业地位，可以不断的提高竞争的门槛，减少潜在的竞争者。而汽车金融、汽车销售服务的开展将为公司汽车后市场业务中掘取更为丰厚的利润，也为公司提高购买客户的忠诚度、培养潜在客户打下了良好的基础。我们认为像上海汽车这种产业链极为完善和健全的公司其未来发展的前景将远远优于单纯依靠整车制造或零部件业务为主的其它汽车类上市公司。

图 6、公司整车产业链图解



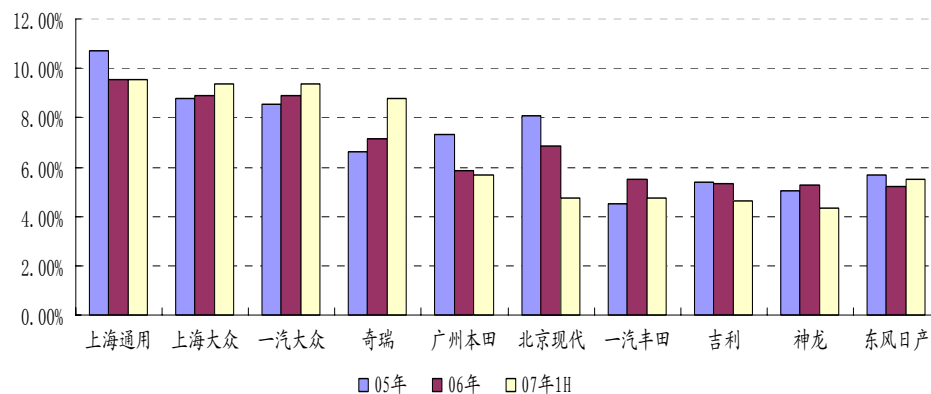
资料来源：长城证券研究所

2、销售业绩回顾

上海通用和上海大众是公司的两大基石

凭借着上海通用和上海大众这两大基石的支持，上汽集团 07 年上半年汽车销量在所有生产企业中排名第一，累计销量 76.1 万辆，占汽车总销量的 17.4%，比第二名一汽集团高出 1.53%。

图 7、05-07 年轿车主要企业市场占有率情况



资料来源：中国汽车工业协会

可以看出在进入 07 年以来，前十大轿车销售企业中只有处于第二至四位的上海大众、一汽大众和奇瑞保持了市场占有率的较大增长，第五名向后的企业其比率都有一定程度的下滑，说明轿车市场的行业集中度正在加强，呈现出“强者恒强”的情况，而处于第一集团内的上海通用和上海大众为上海汽车占据了两席的有利位置。

在微客领域，上汽通用五菱取得 46.93% 的市场占有率，而排名第二的长安汽车只有 23.94%，上汽通用五菱已经成为微客领域当之无愧的王者。

商用车板块，公司收购的重庆红岩在 07 年上半年销售重卡（含非完整车辆）12555 辆，同比增长 52.96%，排名第六。随着公司在商用车领域的不断收购和整合，预计公司商用车业务在未来几年将有明显提升和改善。

三、上汽汽车——自主品牌提升企业盈利空间

自主品牌未来将占据市场份额的一半以上

近几来自主品牌的市场份额在显著上升，且各大合资汽车厂商近期为了未来的自身发展纷纷宣布其自主品牌方案，我们认为自主品牌成功并不能单被理解为一种偶然现象，其成功符合政府的政策导向、符合消费者的消费需求、符合厂商的盈利需求。

图 8、07 年 1H 轿车品牌分国别销售情况

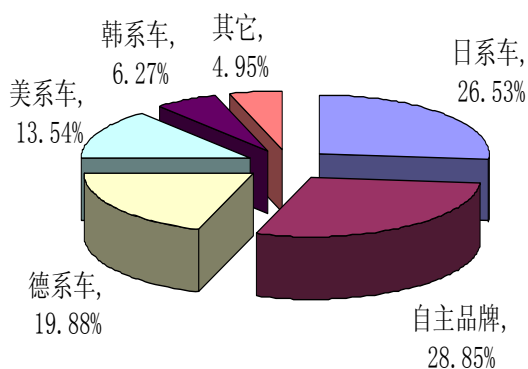
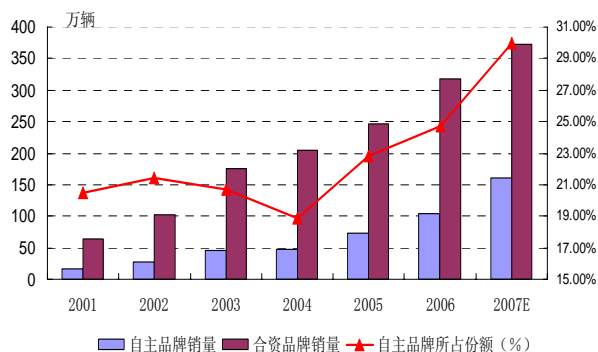


图 9、历年自主品牌市场占有率



资料来源：长城证券研究所

按照自主品牌目前的发展势头，我们认为其未来几年达到市场份额的一半是可以实现的。基于以上判断，我们认为目前从事自主品牌研究并具备较强研发实力和资金实力的企业较为看好，一旦其在自主品牌领域取得成功，将会极大提升企业未来的盈利空间。

公司自主品牌车型储备丰富、市场切入点合理

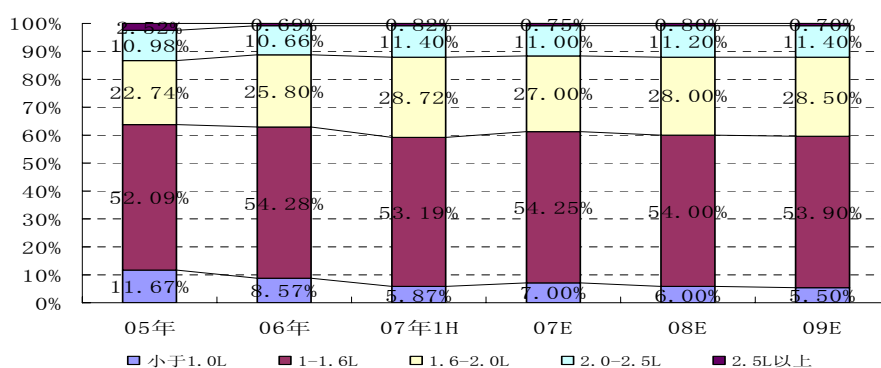
公司在 07 年上半年推出了自主品牌的中高级轿车荣威后，市场反应良好，上半年实现销量 7632 辆，预计下半年公司在经历过新品牌的探索期之后其荣威

的销量将开始出现加速上升之势，保守估计全年可以实现 24000 的销量。

公司目前自主品牌乘用车车型储备丰富，在所购买的罗孚汽车产权中，包括三大平台：罗孚 75、罗孚 45 以及罗孚 25，而上汽强大的研发能力将保证后续衍生车型能够顺利及时的推出。公司拟在 5 年内打造 5 个乘用车自主平台，包括 75 平台的荣威，45 平台的 W2 中级车（07 年底推出），25 平台的经济型轿车（08 年底推出），以及 SUV（08 年）和 MPV（09 年），至 2010 年产能规划将达到 25-30 万辆，产品品种从低端经济型轿车覆盖到中高级轿车，共计 30 款，从而实现整个乘用车产品体系的无缝衔接。

公司的自主品牌市场切入点不同于传统的自主品牌制造企业如吉利、奇瑞等先从微型车或经济型轿车入手，而是直接从中高级轿车这一领域着手，显示出公司高超的营销手段和对其自主品牌合理的市场定位。公司具有较强的研发实力、丰富的车型储备、良好的市场声誉，这一切都为公司自主品牌提供了成功的条件，而从中高级轿车入手，则又显示出公司对自身的市场定位，不同于以往自主品牌的中低端形象，顷刻间就树立起自身的品牌高端形象，这为公司未来向中低端市场延伸打下了良好的群众口碑；此外目前低端市场增长缓慢，而中高端市场增长迅速，这又为公司的自主品牌销量迅速提升提供了必要条件。

图 10、轿车分排量市场占有率



资料来源：长城证券研究所

根据我们对排量在 1-1.6L，1.6-2.0L 和 2.0-2.5L 区间内轿车销量的统计，并加以预测，发现这三个细分市场增长前景非常乐观，这也更加使我们对上汽自主品牌汽车的成功充满期待。

表 1、未来几年细分市场增长预测

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
轿车总销量	2797133	3828862	4747789	5792302	6950762
同比增长		36.89%	24%	22%	20%
1.0-1.6L	1457027	2078306	2575676	3127843	3746461
同比增长		42.64%	23.93%	21.44%	19.78%
1.6-2.0L	636068	987846	1281903	1621845	1980967
同比增长		55.31%	29.77%	26.52%	22.14%
2.0-2.5L	307125	408157	522257	648738	792387

同比增长 32.90% 27.95% 24.22% 22.14%

资料来源：长城证券研究所

分离交易可转债有利于公司自主品牌的发展

公司于8月10日召开2007年第二次股东大会，审议并表决通过了《关于公司拟发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券的议案》。此次发行的分离交易可转债由可分离债券和认股权证构成，最多可募集资金160亿元。募集资金用途主要用于：（1）乘用车自主品牌建设项目，资金总需求约为人民币213.55亿元；（2）商用车收购兼并项目，资金总需求不超过人民币20亿元；（3）增资上海汽车集团财务有限责任公司，增资总额为人民币20亿元；（4）偿还金融机构贷款，约为人民币20亿元，合资资金约为273.55亿元。

我们认为分离交易可转债的发行为公司自主品牌的发展提供了资金保证，保证了公司自主品牌项目能够按时投入市场，从而为企业起到了短时间内降低融资成本，长时间内产生效益提供了有效的保证，对企业长期发展是一个重大利好。并且其发行的附带认股权，我们认为其在09年行权的可能性极大，这样起到了以下作用：（1）延缓了股本摊薄的时间，降低了摊薄效应，保障了投资者的利益；（2）09年正是公司自主品牌开始大幅释放利润的年限。在经历了07-08年的发展之后，公司09年自主品牌将走上发展正轨，正式成为公司利润增长点之一，这也为投资者开始提供丰厚的回报；（3）业绩增长而带来的股价上涨将促使投资者实施行权，为公司后续的发展募集了资金。

表2、公司募集资金投资项目整体规划

投资项目整体规划		(亿元)	资金用途	
乘用车	自主品牌整车建设	自主品牌一期	36.8	整车12万辆，发动机17万台
		自主品牌二期	36.72	整车15万辆，发动机15万台
		SUV	10.36	整车2.4万辆
		乘用车兼并收购	30	很可能用于南汽整车资产收购
	整车、发动机产品研发	中小型轿车研发	30.3	
		大中型轿车研发	16.9	
		SUV	16.5	
		发动机、变速器	16.73	
	技术中心	技术中心一期	6.34	研发大楼、实验楼、试车道等
		技术中心二期	12.9	造型设计、底盘及电子系统实验
商用车	整车	兼并收购	20	弥补商用车业务短板
汽车金融	财务公司	增资	20	充实资本金，扩大业务规模
还贷		偿还贷款	20	
合计			273.55	

资料来源：公司公告，长城证券研究所

上汽自主品牌销量及盈利预测

销量预测：

上汽自主品牌轿车07年主要贡献者为荣威，08年为荣威和W2，09年其自

主品牌全线发力。各个细分子品牌的销量增长率以前文按排量分布的细分市场的平均增长率取值。我们预计 07 年上汽汽车实现盈亏平衡，08、09 年分别实现净利润 6.64 亿和 11.10 亿元。我们预期随着上汽自主品牌的逐渐发力，其对上海汽车的盈利贡献将逐渐增强。

表 3、上汽自主品牌销量预测（辆）

	2007 1H	2007E	2008E	2009E
荣威	7632	24000	35000	42000
W2	0	0	42000	54600
SUV	0	0	3000	10000
经济型轿车	0	0	2000	20000
合计	7632	24000	82000	126600

资料来源：长城证券研究所

盈利预测的主要假设：

1. 在经历了 07 年乘用车市场的大幅降价后，08、09 年的降价幅度逐渐趋缓；
2. 上汽自主品牌由于零部件国产化率高，其销售净利率将逐步提升。
3. 对荣威销量的预测，我们是根据今年上半年其销量以及所处细分市场的平均增长率来作出的判断，略有保守；
4. 对 W2 的销量，我们是根据中级车市场中市场的增长率以及前 7 大车型月平均销量来作出的预测，略有保守。

表 4、上汽自主品牌盈利预测（万元，辆）

	2007E	2008E	2009E	08/07 YOY	09/08 YOY
荣威	24000	35000	42000	45.83%	20.00%
均价	20	19	18.43	-5.00%	-3.00%
销售收入	480000	665000	774060		
W2	0	42000	54600		30.00%
均价		14	13.58		-3.00%
销售收入		588000	741468		
SUV	0	3000	10000		233.00%
均价		20	19.4		-3.00%
销售收入		60000	194000		
经济型轿车	0	2000	20000		900.00%
均价		7	7		0.00%
销售收入		14000	140000		
总收入	480000	1327000	1849528		
平均价格	20	16.18	14.61		
净利润	0	66350	110972		

资料来源：长城证券研究所

敏感性分析:

我们认为若上汽汽车费用控制得当，其利润还是有相当大的提升空间。为此我们进行了敏感性分析：假设上汽汽车 08 年实现销售收入 132.7 亿元，若按净利率 5% 来计算，实现净利润 6.64 亿元，贡献 EPS 0.101 元，但若净利率每提高 1%，则增加 EPS 0.02 元。

表 5、净利润提高贡献上海汽车 EPS 敏感性分析（按 08 年收入计算）

净利润（万元）	39810	53080	66350	79620	92890	106160	119430	132700
净利率	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
贡献的 EPS（元）	0.061	0.081	0.101	0.122	0.142	0.162	0.182	0.203

资料来源：长城证券研究所

表 6、净利润提高贡献上海汽车 EPS 敏感性分析（按 09 年收入计算）

净利润（万元）	55486	73981	92476	110972	129467	147962	166458	184953
净利率	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
贡献的 EPS（元）	0.085	0.113	0.141	0.169	0.198	0.226	0.254	0.282

资料来源：长城证券研究所

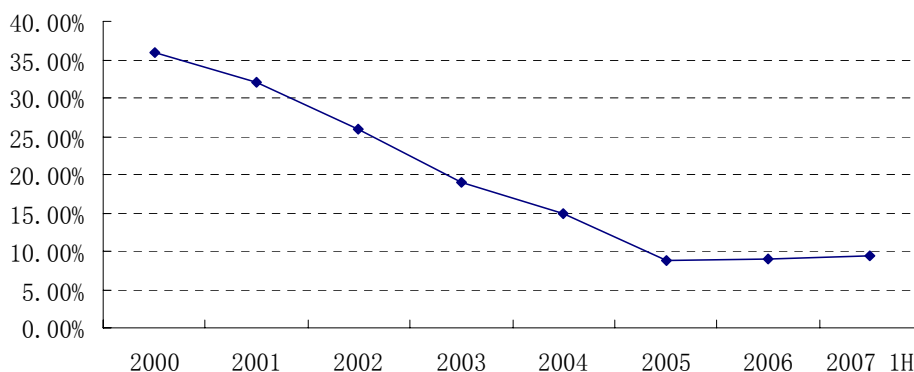
四、上海大众——走出低谷，业绩处于上升通道**大众的“奥林匹克计划”带领上海大众走出业绩低谷**

大众集团在 05 年开始实施的“奥林匹克计划”以使南北两大众分别走出业绩低谷，盈利出现恢复性增长。

大众集团的“奥林匹克计划”具体方案如下：

- (1)、大众集团将使两合资企业产品逐渐差异化
- (2)、09 年之前引进 10 至 12 个新车型，加强管理及产品的本土化
- (3)、支持中国自主品牌发展
- (4)、降低成本 40%，提高国产化率
- (5)、停止产能扩建，加强企业间合作
- (6)、重组销售渠道，但不合并南北大众销售网络

图 11、上海大众历年市场占有率变化



资料来源：长城证券研究所

从06年开始，上海大众的市场占有率开始出现回升，07年上半年市场占有率继续上升，业绩开始出现增长，目前处于上升通道。

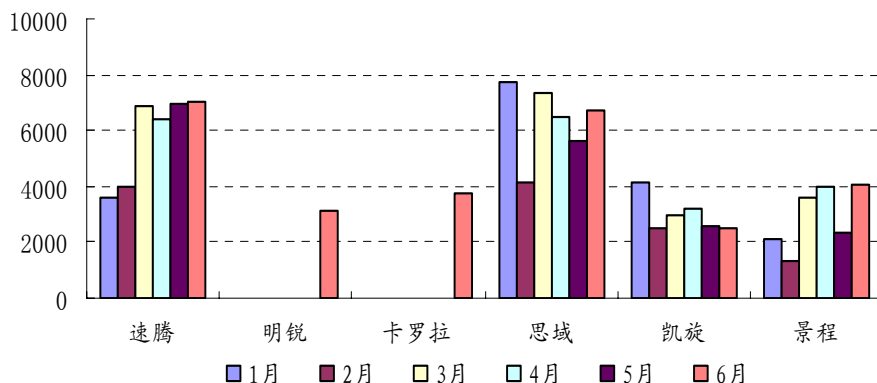
大众的中国战略促使南北大众走向不同发展之路

由于大众从05年开始在中国对南北两大众实行了不同的战略，这使南北大众开始走上了不同的发展之路：北大众成为了原汁原味的德系车代理工厂，而上海大众则走上了在原有车型基础上的自主开发之路。虽然短期内上海大众无法拥有一汽大众那样令人羡慕的德系新车型和高额的销售收入，但我们长期却更看好上海大众。自主开发能力的形成和技术能力的不断进步将最终促使上海大众享受到汽车产业快速增长所带来的高额收益。

斯柯达品牌的引进将使上海大众的产品线更加丰富

在未引入斯柯达品牌之前，上海大众一直靠帕萨特、Polo、桑塔纳这三大品牌苦苦支撑其产品线。虽说上海大众具有一定的研发能力，但目前还基本停留在对原有车型进行一定改进的基础上，离真正意义上的自主开发还有一定距离。且原三大车型仅在中高端和低端市场较有优势，缺少一款能在中级车市场上搏杀的车型。而斯柯达车型的引入，使上海大众的车系更加健全，也为其业绩持续增长增加了一个有利的砝码。通过对明锐这款车的性能、配置、外形、定位、价格上的分析，我们认为其在中级车市场上具有比较强的竞争力，很可能成为紧随速腾、思域、卡罗拉之后中级车市场又一款热卖的车型。

图 12、明锐在中级车市场上的初步表现



资料来源：中国汽车工业协会

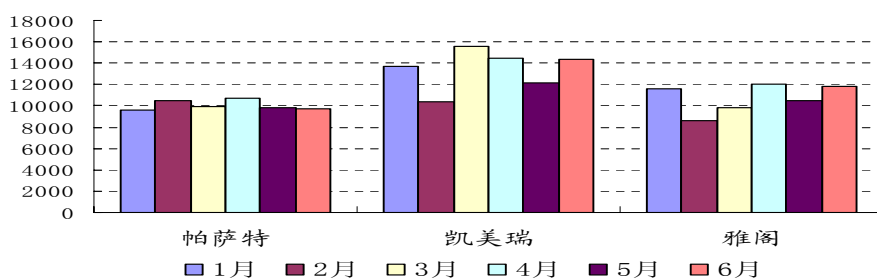
迈腾对领驭的影响有限

由于大众在中国战略的改变，使得基于大众 PQ46 平台的迈腾，也就是帕萨特 B6 开始由一汽大众引进推出，使得基于大众 PQ35 平台的领驭面临着一定的竞争压力。许多投资者担心迈腾的推出会使得领驭销量急剧下滑，影响上海大众的盈利。但我们经过分析，认为虽然迈腾是领驭的升级版，且都属于中高级轿车，但两者在操作性和舒适性存在显著的不同，其细分客户群交集较少，故迈腾上市对领驭的影响有限。

下面我们将从销量变化、参数比较以及价格区间上来具体比较这两款车：

(1) 销量变化

图 13、迈腾上市前主要中高级轿车的销量情况



资料来源：中国汽车工业协会

可见在迈腾上市的前几个月，帕萨特的销量并未出现明显下滑，但其增长速度低于同期的凯美瑞和雅阁，说明迈腾影响有限，未呈现明显的替代效应。

(2) 参数比较

表 7、领驭与中高级轿车市场上主力车型对比

	帕萨特领驭	凯美瑞	雅阁	迈腾
发动机排量	2.0/1.8T/2.8L	2.0/2.4L	2.0/2.4/3.0L	2.0L/1.8T
长×宽×高	4789×1765×1470	4825×1820×1485	4854×1821×1463	4765×1820×1472
轴距 (mm)	2803	2775	2738	2709
变速箱档位数	5 档	5 档	5 档	6 档

理论油耗 (L/100km)	7.3	6.9	7.1	8.3
价格区间 (万元)	17.68-30.18	19.77-26.97	17.79-29.98	19.28-24.98

资料来源：长城证券研究所

在这四款车型中雅阁的优势是其外形尺寸的宽大；领驭的优势是其轴距最长，显示其内部空间是最为宽敞的，符合其自身公务车的定位；迈腾的优势不在于其舒适性，而在与其操作性和动力性，这也就决定了其细分市场的客户群将不是以公务用车为主的政府官员；凯美瑞的特点在于其均衡性。四款车具有不同的特点和风格，尤其是迈腾自身的设计决定了与领驭的客户群交叉较小，不具有明显的替代作用。

(3) 价格区间

表 8、雅阁、领驭、迈腾三者价格对比

车型	价格: 万元	车型	价格: 万元	车型	价格: 万元
雅阁 2.0 手动	17.98	领驭 2.0	17.68	迈腾 2.0	19.28
雅阁 2.0 自动	18.98		18.68		19.98
	20.6	领驭 1.8T 手动	19.98	迈腾 1.8T 手动	21.68
雅阁 2.4 自动	21.6		21.48		22.78
	23.68	领驭 1.8T 手自一体	22.78	迈腾 1.8T 手自一体	22.98
雅阁 3.0	29.98		23.69		23.98
		领驭 2.8	30.18		24.98

资料来源：长城证券研究所

为了降低迈腾的影响，上海大众对领驭的价格作出了一定的调整，可以看出相同排量的领驭车型要比迈腾价格低，这无形中突出了领驭的价格优势。所以我们认为迈腾短期内不会对领驭的销售带来太大的影响，故上海大众的业绩将所保障。

上海大众的销量及盈利预测

我们预测上海大众 07 年的销量为 444910 辆，同比增长 27.45%，预计明锐 07 年销量为 35000 辆，同时随着 07 年下半年 cross polo 的推出，公司的产品系将更加完善，更具有竞争力。预计 07-09 分别实现净利润 19.94 亿、26.7 亿以及 32.58 亿元。

表 9、上海大众销量预测 (辆)

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
桑塔纳	151144	162908	203635	244362	288347
帕萨特	67159	113762	111487	107027	100605
Polo	15466	56384	84576	105720	126864
明锐	0	0	35000	78000	97500
途安	5260	8510	10212	12050	13858
Gol	10977	7524	0	0	0
合计	250006	349088	444910	547159	627174

资料来源：长城证券研究所

盈利预测的主要假设:

单车均价按 07 年 5%，08 年 3%，09 年 2% 的降幅来计算

表 10、上海大众盈利预测 (万元, 辆)

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销量	250006	349088	444910	547159	627174
单车均价	10.04	11.51	10.93	10.61	10.39
收入	2510060	4017096	4862866	5805357	6516338
净利润	-115785	146624	199378	267046	325817

资料来源: 长城证券研究所

五、上海通用——增长略有放缓，长期仍可看好

上海通用概述

上海通用作为一家成立于 1997 年的合资企业，一直是上海汽车稳定的利润来源之一。目前已经形成轿车、MPV 等完整的产品线，包括凯迪拉克、别克和雪佛兰三大品牌。公司以往将雪佛兰品牌定位于经济型轿车、别克品牌定位于中高档车，凯迪拉克定位于高端车。但在轿车市场竞争日益激烈的情况下，为了维持市场龙头地位和保持盈利增长，公司开始对其产品结构进行调整，即提升雪佛兰品牌的市场定位，使其从原来位于三大系类的低端，转变为与别克品牌平行的中高端品牌。由于目前公司处于产品结构调整的阵痛期，短期来看会造成别克品牌与雪佛兰品牌的定位冲突，引起销量下滑，但从长期来看，若雪佛兰品牌提升完成将极大的提高上海通用的整体盈利能力。

图 14、上海通用历年销量及增长率

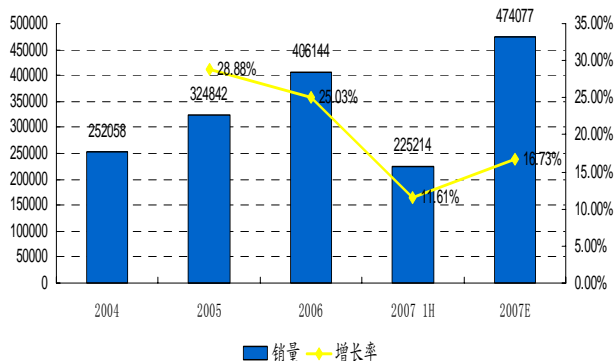
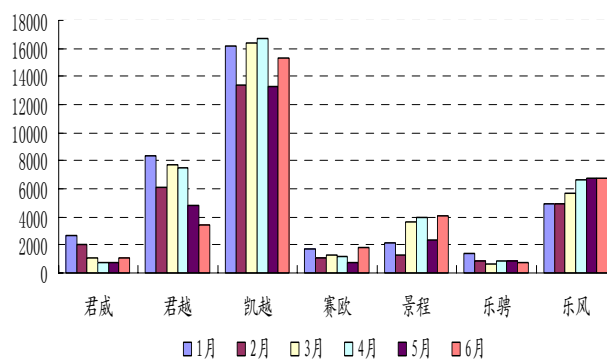


图 15、07 年 1H 上海通用主要品牌销量



资料来源: 长城证券研究所

07 年上半年上海通用轿车的销量主要是靠凯越和乐风来支持，但其主力盈利车型君越销量出现了比较显著的下滑。通过沟通，我们得知目前公司管理层已经意识到这一问题，将会在下半年采取一系列措施加以改善，我们认为凭借

着公司优秀的管理团队，上海通用的阵痛期会很快结束，届时上海通用的盈利能力将很快恢复至前期水平。由于上海通用近期推出的车型大多数为改款车型并无新品上市，所以我们对于上海通用的销量预测相对保守，若上海通用开始引进欧宝车型或推出其它新车型，我们认为那将极大提高上海通用的销量和盈利能力。

积极开拓海外市场

与大多数合资企业不同的是，上海通用不仅关注国内市场的开拓，还积极进行国际市场的拓展。07年上半年，上海通用已整车的形式向乌克兰出口1万辆乐风。在满足国内市场需求的前提下，积极拓展海外市场，将有效提高上海通用的盈利能力。保守估计07-09年，上海通用可以实现整车出口25000辆、30000辆和36000辆。

上海通用的销量及盈利预测

我们预测上海通用07年的销量为474077辆，同比增长16.73%。若上海通用无后续新车型的引进，我们认为其销售增长将继续放缓。但若公司能引进全新的车型投入中国市场，我们认为上海通用的销量增长将会超出我们的预期。预计07-09年分别实现净利润51.28亿、53.75亿和56.77亿元。

表 11、上海通用销量预测（辆）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
凯迪拉克	1698	0	4800	5280	5808
别克-荣御/林荫大道	2009	0	4000	4600	5290
别克-君威	64499	34122	17061	11943	8360
别克-君越	0	52022	72831	94680	113616
别克-凯越	150859	176526	185352	192766	198549
别克-GL8	26271	38030	39932	41928	43605
雪佛兰-景程	19507	25153	28926	32686	35954
雪佛兰-赛欧	46012	26421	15853	11097	8878
雪佛兰-乐风	0	36923	70154	84185	99338
雪佛兰-乐骋	13935	16947	10168	9151	8236
海外出口	0	0	25000	30000	36000
总计	324790	406144	474077	518316	563634

资料来源：长城证券研究所

盈利预测的主要假设：

- 1、上海通用并无全新车型的推出；
- 2、07年价格大幅下降对上海通用造成的影响颇大，预计07-09年，单车均价分别同比下降6%、2%、2%。

表 12、上海通用盈利预测 (万元, 辆)

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销量	324789	406144	474077	518316	563634
单车均价	13.87	14.03	13.19	12.93	12.67
收入	4504823	5699463	6253076	6701826	7141243
净利润	466249	469066	512752	537486	567729

资料来源: 长城证券研究所

六、上汽通用五菱——盈利稳定增长

上汽通用五菱生产销售交叉型乘用车、spark 和微型货车, 以交叉型乘用车生产销售为主。上汽通用五菱在被上汽和通用集团收购后, 逐步吸收消化通用的先进制造技术, 通过优质的产品质量和行之有效的营销手段, 上汽通用五菱在交叉型乘用车中的市场份额稳步增加, 从 2003 年的 19% 的市场占有率, 逐步增加到 2007 年上半年的 46.93%, 领先第二位的长安汽车 22.99%, 是长安汽车市场份额的两倍。我们认为未来几年上汽通用五菱在该细分市场仍能保持龙头位置, 但由于该领域成长空间有限, 预计通用五菱未来几年销量和盈利都将呈现平稳增长态势。

图 16、交叉型乘用车主要企业市场占有率

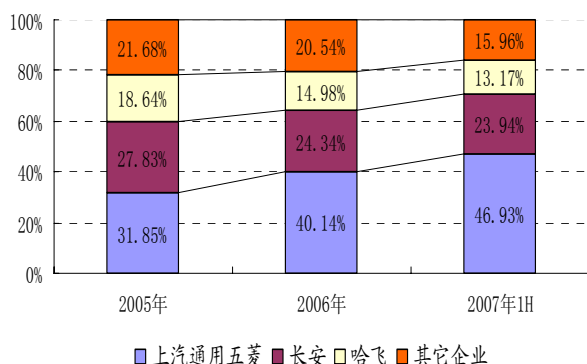
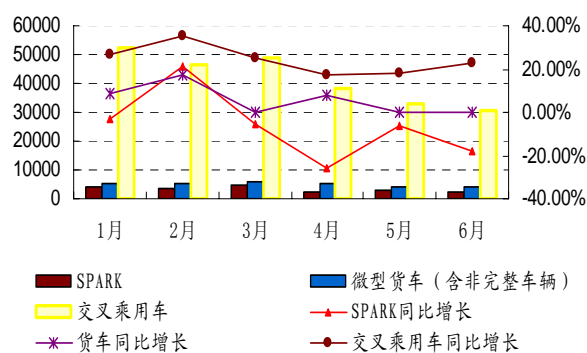


图 17、07 年 1H 上海通用五菱各品牌销量



资料来源: 长城证券研究所

上汽通用五菱的销量及盈利预测

我们预计 07-09 年上汽通用五菱将实现销售收入 154.85 亿元、173.49 亿元和 187.36 亿元, 实现净利润 6.19 亿元、6.94 亿元和 7.49 亿元。

表 13、上汽通用五菱销量预测 (辆)

年份	2005	2006	2007E	2008E	2009E
----	------	------	-------	-------	-------

交叉型乘用车	264814	368417	442100	508415	559257
微型货车(含非完整车辆)	45474	51723	55861	59771	63357
SPARK	26900	40015	36014	34213	32502
合计	337188	460155	533975	602399	655116

资料来源：长城证券研究所

盈利预测的主要假设：

交叉型乘用车市场平稳增长，且价格每年下降 2%

表 14、上汽通用五菱盈利预测（万元、辆）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销量	337188	460155	533975	602399	655116
单车均价	2.97	2.94	2.9	2.88	2.86
收入	1000293	1352856	1548528	1734909	1873632
净利润	41600	51122	61941	69396	74945

资料来源：长城证券研究所

七、上汽财务和双龙汽车盈利能力显著增长

上汽财务将通过汽车金融业务来提升盈利能力

目前，上汽财务公司的主要业务为证券市场申购新股、债券投资以及集团内部资金存贷差。2007 年 1 季度上汽财务贡献净利润约 3.3 亿，虽然这种短期投资收益不具有可持续性，但我们认为在资本市场较好的前提下，申购新股风险不高，而且可以获得收益并提高资金的利用率。考虑到 07 年下半年以及 08 年众多红筹股回归，上汽财务还将在资本市场上获得巨大收益。

同时，公司将于 07 年下半年发行分离交易可转债，其中有 20 亿的资金来补充上汽财务公司的资本金，考虑到，上汽财务从 07 年底开始重新开展汽车金融业务，而汽车金融业务将是上汽财务公司未来的发展重点，在国外成熟市场，单纯汽车制造给企业所带来的盈利远低于汽车金融所带来的盈利，两者的比较大约为 1: 4，因此我们认为上汽财务公司将通过开展汽车金融业务获得新的盈利增长点。我们预测上汽财务 07-09 年净利润将分别达到 10 亿、8 亿和 7 亿元。

双龙汽车开始贡献盈利

在经过两年的合作之后，双龙汽车经营状况开始好转，在 06 年经营好转之后，07 年 1 季度双龙销量为 3.3 万辆，同比增长 11%，实现销售收入约 4 亿美元，利润约 1700 万美元。并且开始同上汽的合作，发挥了双方的协同效应：技术协同（同平台开发）、采购协同（零部件采购）、渠道协同，我们认为这将有利于自主品牌的发展，有利于自主品牌的做大做强。我们判断 07 年双龙汽车销量约为 13 万辆，同比增长 12.1%（06 年销量为 11.6 万辆），07-09 年双龙汽车的净利润分别为 1.5 亿、4.8 亿和 6 亿元。

八、上汽商用车业务

上汽商用车业务中包括申沃客车（持股 50%），上海汇众（持股 100%）以及上汽依维柯商用车投资公司（持股 50%），而上汽依维柯商用车投资公司持有上汽依维柯红岩商用车 67%的股权。虽然目前商用车业务还是上海汽车业务中的一块短板，但我们认为随着上汽对商用车业务投资的加大，未来几年其商用车将出现经营拐点，会持续向好。

申沃客车

上海申沃具有年产 2500 辆大客、中客以及 500 辆底盘生产能力。04-05 年由于销量较小，基本处于亏损状态。2006 年实现销量 2559 辆，开始实现盈利。上海申沃目前在大型客车市场上销量排名第三，落后于郑州宇通和丹东黄海。07 年上半年，销售大客 1338，预计全年可以达到 2400 辆，可实现利润约 3 千万。考虑到上海世博会的因素，我们判断，公司 08-09 年销量为 2640 辆和 3168 辆，实现利润 0.42 亿和 0.57 亿。

表 15、申沃客车盈利预测（万元、辆）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销量	1255	2551	2400	2640	3168
均价	40	40	40	40	40
收入	50200	102040	96000	105600	126720
净利润	1506	3265	3360	4224	5702

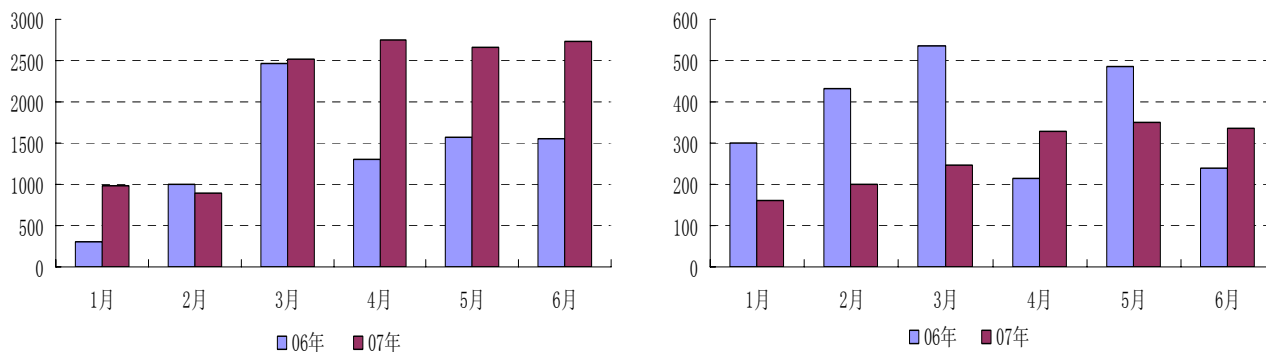
资料来源：长城证券研究所

上汽依维柯红岩商用车

上汽依维柯红岩商用车主要为上海汽车商用车生产重卡和半挂车，目前生产以依维柯、斯太尔以及红岩为主的三大平台产品。07 年上半年，共销售重卡（含非完整车辆）12555 辆，同比增长 52.96%；销售半挂车 1618 辆，同比减少 -26.85%。预计 07-09 年，重卡分别销售 23000，32200 以及 41860 辆；半挂车分别销售 3400，3672 和 3856 辆。整体实现净利润为 1.55 亿，2.81 亿和 4.48 亿元。

图 18、06-07 年红岩重卡销量对比

图 19、06-07 年红岩半挂车销量对比



资料来源：长城证券研究所

表 16、上汽依维柯红岩盈利预测 (万元、辆)

	2007E	2008E	2009E
销量	26400	35872	45716
均价	19.58	19.58	19.58
收入	516912	702374	895119
净利润	15507	28095	44756

资料来源：长城证券研究所

上海汇众

上海汇众主要生产伊斯坦纳轻客和汇众重卡及底盘，由于销量较低，我们暂不作盈利预测，认为其 07-09 年基本保持盈亏平衡。

九、上汽零部件供应体系

中联电子

中联电子主要是持有 50% 联合电子股权。联合电子主要业务为电控汽车发动机管理系统的开发、生产与销售。目前联合电子在该产品市场占据垄断地位，市场份额达 40%，并且稳步上升。中联电子 05、06 年分别实现盈利 2.96、3.1 亿元。随着汽车电子在汽车上的广泛应用，电控市场的增速将远远高于汽车行业发展，预计 07-09 年分别实现盈利 4.3 亿、6 亿和 9 亿元。

其它零部件供应企业

上汽还有几大动力总成、汽齿厂、变速器厂等，这些企业目前不会对上市公司带来较大盈利影响，保守预测其 07-09 年净利润分别为 1 亿、2 亿和 2 亿元。

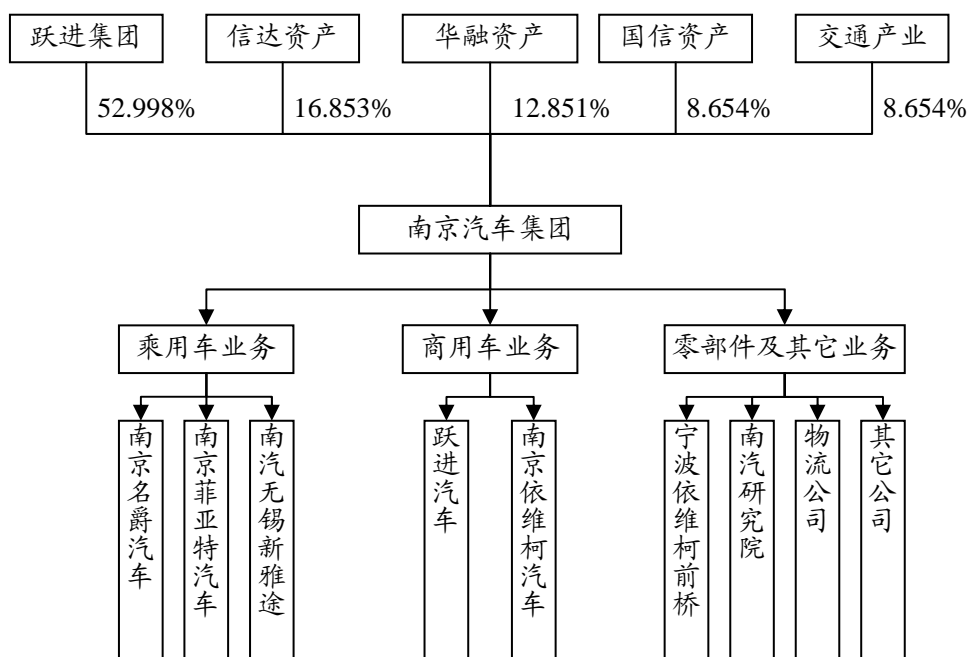
十、若与南汽整合将带来盈利增厚

上海汽车若实现与南汽的整合，我们认为这对双方来说都是最优选择，两者的全面合作符合国家汽车产业政策导向、符合企业发展的战略需要、符合双方共同的利益，实现了双方在乘用车和商用车领域的互补以及在设备和资金方

面的协调，对双方都是有利的。

整合方案推测：由于7月底公告的《全面合作意向书》是由两大企业的控股股东上汽集团与跃进集团所签订，为了避免未来不必要的纠纷和加强对南汽的控制，我们认为两大集团很有可能最终采取换股的方式来实现合作。同时为了避免同业竞争，南汽集团下的乘用车业务、商用车业务和核心零部件业务将由上海汽车通过现金完成收购，其它非核心零部件业务将被保留在上汽集团内部。

图 20、南汽集团主要资产及股权结构



资料来源：长城证券研究所

若上海汽车完成对南汽整车资产的现金收购，其产业链将更加完善，在乘用车领域将形成合资企业如：上海通用、上海大众、南京菲亚特等与自主品牌的协同发展。尤其是自主品牌荣威和名爵都源自罗孚平台，同根同枝，可实现研发共享、采购共享以及渠道共享等等，我们预计两者将会重新定位其目标市场，荣威以国内市场为主，而名爵将着重扩展海外市场。

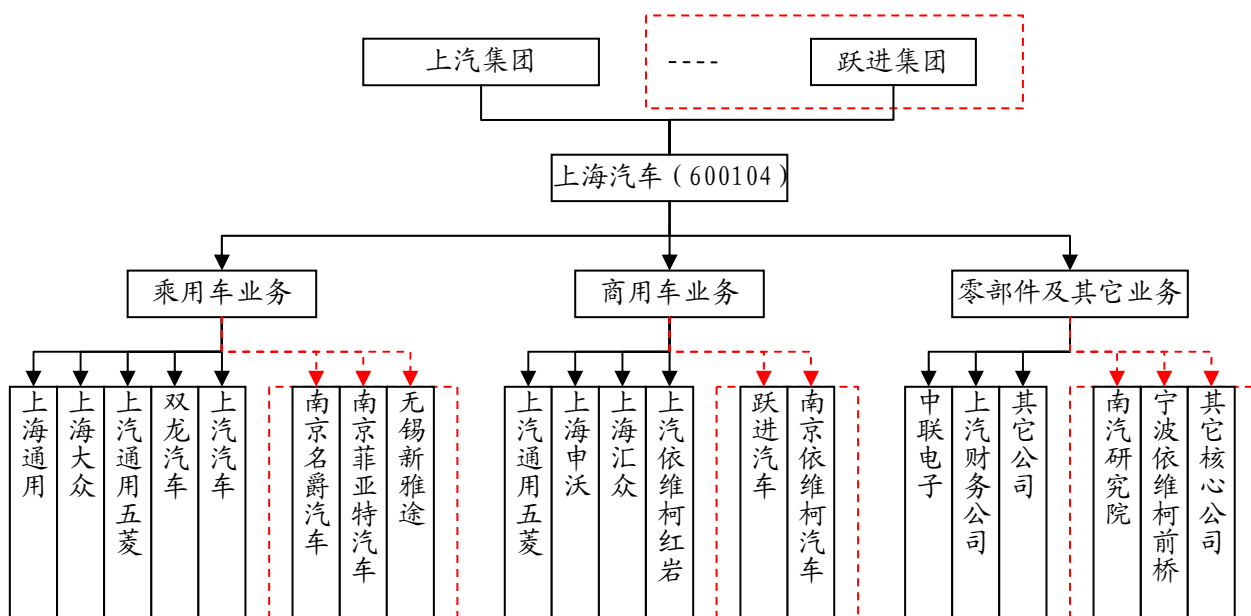
在商用车领域，企业业务从货车中的重卡、微型货车等领域覆盖到货车的全部业务范围；从客车中的大客覆盖到大客、中客、轻客等领域，使其商用车业务更加全面、更加完善，彻底解决了企业过去存在的商用车业务短板等问题。

在零部件及其它业务上，假设其收购了南汽优质的核心零部件资产，如宁波依维柯前桥等企业，将极大地提升公司在商用车零部件领域的实力，若收购南汽研究院，通过与上汽等几个汽车研究院的合作，相信上海汽车在整车、零部件研发领域又将上升到一个新的高度。

我们认为上海汽车在企业资产整合和经营重塑方面具有较强的经验和优势，在收购双龙后企业用了仅仅一年左右的时间就使双龙重新焕发出新的生命

力。而南汽与上汽都属于中国企业，在风俗习惯、文化传统、经营机制、个人归属感上较双龙更容易产生共鸣，也更有利于整合，虽然具体到深层次的企业文化上可能存在一定不同，但我们认为上汽可以在短时期内融合两者的企业文化，形成协同效应。

图 21、上海汽车整合后的主要资产



资料来源：长城证券研究所

注：红色虚线框为预计收购的南汽资产，存在一定的不确定性

南汽旗下资产盈利状况预测

南汽目前旗下包括乘用车业务中的：南京名爵、南京菲亚特和无锡新雅途；商用车业务中的跃进汽车、南京依维柯；以及零部件业务中的宁波依维柯前桥公司等等。若上汽整合成功，对南汽旗下的企业来说将获得更多的资金、技术支持，其销售渠道的建设和开发也将会更加便利和完善，我们认为若整合成功，对南汽整个企业来说将出现经营业绩的拐点，2007-2008 年企业以资产整合和恢复经营生产为主，2009-2011 年将是企业业绩爆发、高速增长，体现整合效应的年度。预计 07-09 年南汽整车资产将分别为上汽贡献收益 1.51 亿元、5.65 亿元和 8.57 亿元。

跃进汽车

跃进汽车股份有限公司（简称跃进汽车）是由南京汽车集团有限公司为主发起人，经国家经贸委批准于 2000 年 4 月 30 日成立。其前身是“南汽”，是南汽集团原始的派生地。现有资产近 20 亿元，具备年产 8 万辆轻型车、2 万辆重型车、2 万辆改装车的生产能力。跃进汽车的主要产品包括跃进轻卡和凌野重卡。我们预测 07-09 年实现销量 4.85 万辆、5.78 万辆和 6.63 万辆，实现净利润为 0.63 亿、1.03 和 1.32 亿元

图 22、跃进轻卡 06 年 1H 和 07 年 1H 比较

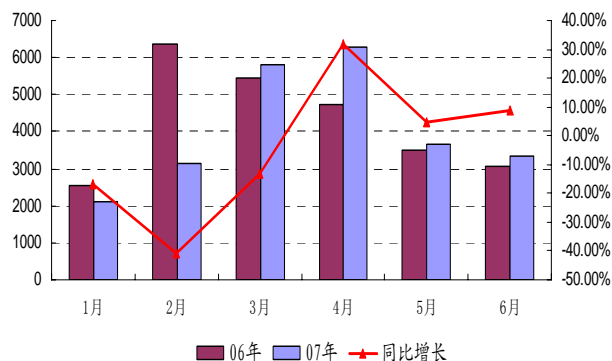
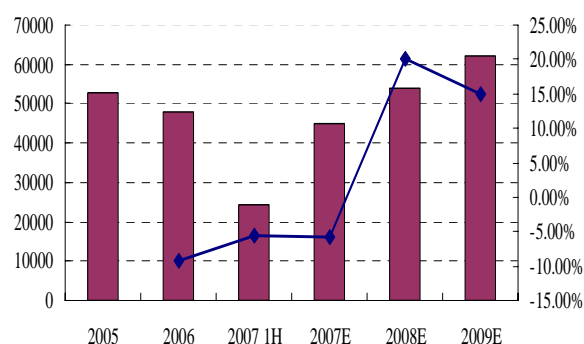


图 23、跃进轻卡历年销量



资料来源：长城证券研究所

销量预测：

表 17、跃进汽车销量预测（辆）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
轻卡	52673	47804	45000	54000	62100
重卡	124	457	548	603	663
中卡	2020	3436	2921	3213	3534
合计	54817	51697	48469	57816	66297

资料来源：中国汽车工业协会，长城证券研究所

盈利预测主要假设：

1. 以 07 年跃进汽车各类轻卡的平均售价作为 07 年的单车均价,暂不考虑重卡、中卡价格的影响;
2. 假设轻卡汽车单车均价 08-09 年每年保持 2%的降幅;
3. 参考到商用车企业的实际情况,假设 07 年净利率为 2%, 08-09 年在上汽入主后由于资源的优化配置,净利率将有所上升。

表 18、跃进汽车盈利预测（万元、辆）

	2007E	2008E	2009E
销量	48469	57816	66297
单车均价	6.5	6.37	6.24
收入	315049	364819	409715
净利润	6301	10312	13238
净利率	2%	2.8%	3.2%

资料来源：长城证券研究所

南京依维柯汽车

南京依维柯汽车公司是由南汽集团与依维柯汽车各参股 50%成立的汽车合资企业，主要从事高端轻客的生产与销售。我们预测 07-09 年汽车销量分别为，实现净利润为 1.02 亿元、1.5 亿元和 1.87 亿元，按南汽 50% 的股本计算，实现收益为 0.51 亿元、0.75 亿元和 0.94 亿元。

图 24、南京依维柯轻客 06 年和 07 年比较

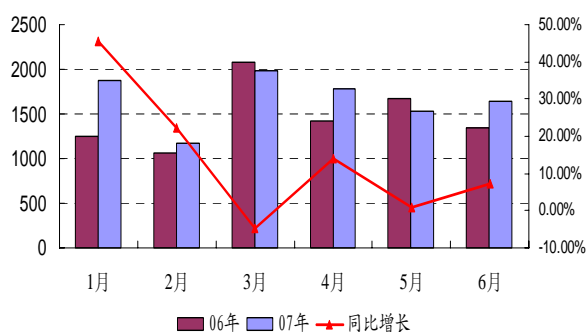
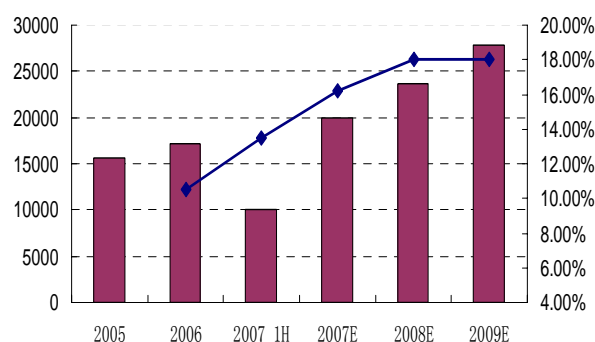


图 25、南京依维柯轻客历年销量



资料来源：长城证券研究所

销量预测：

表 19、南京依维柯汽车销量预测（辆）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
轻客	15577	17211	20000	23600	27848
中客	4093	4244	2546	4200	5040
合计	19670	21455	21246	27800	32888

资料来源：中国汽车工业协会，长城证券研究所

盈利预测主要假设：

- 1、以 07 年南京依维柯汽车各类轻客的平均售价作为 07 年的单车均价，暂不考虑中客价格的影响；
- 2、虽然轻客的价格每年会有一定的降幅，但我们认为随着公司高端轻客销量的上升，单车均价在未来几年可以保持稳定；
- 3、考虑到企业的实际情况，假设 07 年净利率为 3.2%，08-09 年在上汽入主后净利率将有所上升。

表 20、南京依维柯汽车盈利预测（万元、辆）

	2007E	2008E	2009E
销量	21246	27800	32888
均价	15	15	15

收入	318690	417000	493320
净利润	10198	15012	18746
净利率	3.20%	3.60%	3.80%

资料来源：长城证券研究所

南京名爵

南京名爵与上汽荣威都来自于罗孚，同根同枝。由于名爵汽车还未上市，对其的销量和盈利预测我们只能根据其车型级别、市场定位、目标价格来进行相应的预测，若实现与上汽的合并，名爵与荣威产品存在一定的同质性，为了避免无谓的竞争，我们认为荣威将主攻国内市场，而名爵产品将主要面向海外市场，通过原有罗孚和双龙海外的销售渠道。考虑罗孚汽车过去良好的声誉，以及名爵的具体性能参数和配置，我们认为名爵在海外市场成功的可能性很大。同时，由于是针对海外市场销售，相信名爵的定价将高于国内的荣威。预计 07-09 年名爵实现销量 4000 辆、25000 辆和 32500 辆，实现利润 0.4 亿元、3 亿元和 4.5 亿元。

盈利预测：

表 21、南京名爵汽车盈利预测（万元、辆）

	2007E	2008E	2009E
销量	4000	25000	30000
均价	25	25	25
收入	100000	625000	750000
净利润	4000	30000	45000
净利率	4.00%	4.80%	6.00%

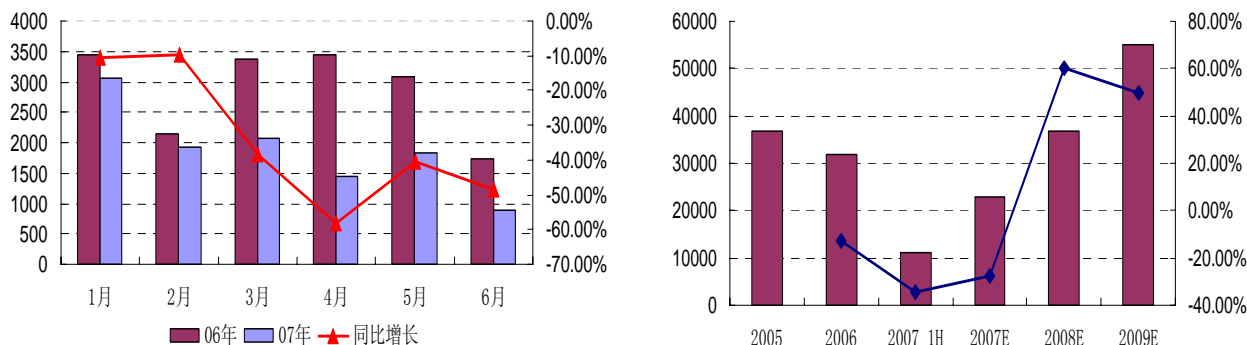
资料来源：长城证券研究所

南京菲亚特

南京菲亚特汽车近几年由于种种原因，销量出现一定下滑，迫切需要注入一针强心剂来扭转颓势，我们认为上汽的入主将重新为南京菲亚特注入活力。虽然上汽已有通用和大众两家合资公司，且菲亚特最近又和奇瑞签署了合作协议，但我们认为菲亚特与奇瑞合作刚刚开始，双方合作的结果还不能定论，目前只是签署了生产阿尔法罗密欧，但菲亚特最强的微车和小车业务还未全部放到奇瑞生产，南京菲亚特还存在一定的复兴希望。预计上汽入主后，菲亚特将止住下滑，销量和业绩会有一定起色。预计 07-09 年实现销售 2.3 万辆、3.91 万辆和 6.26 万辆，07 年亏损 0.5 亿元，08-09 年实现利润 0.94 亿元和 2.25 亿元，按南汽集团 50% 的股权来计算，07-09 年分别为公司贡献收益 -0.25 亿元、0.47 亿元和 1.13 亿元。

图 26、南京菲亚特 06 年和 07 年比较

图 27、南京菲亚特历年销量



资料来源：长城证券研究所

盈利预测主要假设：

以 07 年南京菲亚特汽车各类乘用车的平均售价作为 07 年的单车均价，考虑到 08-09 年菲亚特将会有更多的全新车型引入中国，故我们认为其 08-09 年单车均价将会略有上升。

表 22、南京菲亚特汽车盈利预测（万元、辆）

	2007E	2008E	2009E
销量	23000	39100	62560
均价	7.5	8	8
收入	172500	312800	500480
净利润	-5000	9384	22522

资料来源：长城证券研究所

核心零部件及其它业务

南汽集团拥有宁波依维柯前桥等核心零部件资产以及南汽研究院等研发机构。我们认为若把核心零部件企业注入上市公司会提高公司的盈利能力。初步预计 07-08 年，零部件资产贡献净利润分别为 0.25 亿元、0.41 亿元和 0.7 亿元。

表 23、南汽集团整车销量统计及预测（辆）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
跃进汽车	54817	52505	48469	57816	66297
南京依维柯	19670	21455	21246	27800	32888
南京菲亚特	36672	31898	23000	39100	62560
南汽名爵	0	0	4000	25000	30000
合计	111159	105858	96715	149716	191745

资料来源：长城证券研究所

可见若上汽入主后，南汽整车销量将在 07 年止住下滑趋势，加上名爵上市，其销量在 08-09 年将成爆发性增长，同比增长 54.8%和 28.1%。故上汽若吸收合并对南汽是个利好，会使其经营出现拐点。

表 24、南汽整合及核心零部件资产盈利预测及利润构成 (亿元)

	2007E	2008E	2009E
南京菲亚特	-0.25	0.47	1.13
南汽名爵	0.40	3.00	4.50
跃进汽车	0.63	1.02	1.31
南京依维柯	0.51	0.75	0.94
零部件业务	0.25	0.41	0.70
合计	1.54	5.65	8.57

资料来源：长城证券研究所

十一、盈利预测与投资建议

表 25、上海汽车整车销量统计及预测 (万辆)

	2006	2007E	2008E	2009E
上海通用	40.61	47.41	51.83	56.36
大众销售	34.91	44.49	54.72	62.72
上汽汽车	0.00	2.40	8.20	12.66
上汽通用五菱	46.02	53.40	60.24	65.51
双龙汽车	11.60	13.00	15.60	17.94
上海汇众	0.47	0.63	0.76	0.86
上海申沃	0.26	0.24	0.26	0.32
上汽依维柯红岩	1.81	2.64	3.59	4.57
合计	135.67	164.21	195.20	220.94
若合并南汽集团	10.59	9.67	14.97	19.17
合计	146.26	173.88	210.17	240.11

资料来源：长城证券研究所

表 26、上汽汽车盈利预测及利润构成（亿元）

	2006	2007E	2008E	2009E
上海通用	23.84	25.64	26.87	28.39
上海大众	7.09	9.97	13.35	16.29
上汽汽车	0.00	0.00	6.64	11.10
上海通用五菱	2.31	3.10	3.47	3.75
双龙汽车	-1.20	0.73	2.35	2.93
中联电子	1.64	2.28	3.18	4.77
上汽财务	0.99	9.58	7.66	6.70
商用车业务	0.00	0.69	1.15	1.78
零部件及其它业务	1.00	1.00	2.00	2.00
合计	35.67	52.98	66.67	77.71
EPS(元)	0.54	0.81	1.02	1.19
若考虑合并南汽	0.00	1.54	5.65	8.57
合计	35.67	54.52	72.32	86.28
EPS(元)	0.54	0.83	1.10	1.32

资料来源：长城证券研究所

注：未考虑 09 年认股权行权所带来的股本摊薄

公司已逐步完成汽车产业链的整体布局，将在未来几年充分享受到行业增长所带来的发展机遇和业绩攀升。根据我们的盈利预测，公司 07-09 年的 PEG 分别为 1.33，1.05 和 0.9，显示出良好的成长性，再考虑到未来不断出现的行业整合机遇，公司将通过资本市场的收购，能够更快做大做强，具有极其广阔的业绩增长和盈利提升空间，且公司作为行业龙头，竞争力强、产业链完整、具有较强的抗行业周期波动能力，理应享受估值溢价，鉴于此，给予公司 08 年 32 倍的 PE 估值（27 倍行业平均水平+3 倍行业龙头溢价+2 倍汽车产业链完整抗周

期波动), 合理股价为 32.6 元, 距离目前的股价 23.75 元还有 37% 的上涨空间, 给予“推荐”评级。

十二、风险提示

公司对行业发展规律有着极为清晰的认识, 对汽车产业链未来利润的增长点有着独特的判断, 对汽车价格战也有着独特的理解, 我们认为公司质地优良, 值得选择, 目前风险主要来源于行业的竞争和国家产业政策的变化:

- 1、若国家“燃油税”政策的出台, 将带来市场的波动, 短期内会影响到公司的业绩;
- 2、价格战竞争的加剧, 市场降价幅度超出预期, 将会使公司的业绩和盈利出现下滑;
- 3、未来几年中国证券市场波动加大, 且汽车金融业务开展不顺, 将会降低上汽财务的盈利预期。

表 27、公司合并损益表

百万元	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	6389	30503	117813	142993	167124
主营业务成本	5210	24866	101319	122974	143727
主营业务税金及附加	18	570	825	1001	1170
主营业务利润	1161	5067	15669	19018	22227
其它业务利润	32	141	200	250	300
营业费用	178	1772	7893	9581	11197
管理费用	820	2501	6244	7722	9025
财务费用	22	49	(118)	(143)	(167)
营业利润	173	885	1849	2109	2473
投资收益	988	856	4789	5773	6724
补贴收入	3	7	7	7	7
营业外收支	(4)	(242)	(140)	(140)	(140)
利润总额	1160	1508	6505	7749	9064
所得税	55	84	585	697	816
少数股东损益	1	(1)	322	385	477
净利润	1105	1425	5298	6667	7771
EPS (元)	0.17	0.22	0.81	1.02	1.19

资料来源：长城证券研究所

投资评级说明

推荐——预期未来 6 个月内股价上涨幅度超过 20%；

谨慎推荐——预期未来 6 个月内股价上涨幅度在 10% ~ 20% 之间；

中性——预期未来 6 个月内股价波动幅度在-10% ~ 10% 之间；

回避——预期未来 6 个月内股价下跌幅度超过 10%。