

2009 年 03 月 23 日

 市价(人民币): 9.54元
 目标(人民币): 12.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 3,276.00
 总市值(百万元) 62,496.82
 年内股价最高最低(元) 15.87/4.85
 沪深 300 指数 2379.84
 上证指数 2281.09

相关报告

- 1 《一只靴子落地》, 2009.1.11
- 2 《3季报业绩低于预期》, 2008.10.30
- 3 《08 年中报点评》, 2008.8.31
- 4 《1 季报点评》, 2008.4.27
- 5 《期待 2009 年二次腾飞》, 2008.3.27

李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

上海汽车 (600104.SH)

——二季度振兴政策的主要受益者

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.169	0.218	0.707	0.104	0.428	0.519
净利润增长率	-44.16%	29.00%	225.26%	-85.24%	309.94%	21.15%
先前预期每股收益(元)				0.363	0.305	0.397
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.207	0.424	0.607
市盈率(倍)	9.82	37.56	37.16	91.33	22.28	18.39
行业优化市盈率(倍)	16.60	34.00	45.65	13.07	13.07	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
股息率	7.55%	1.96%	0.80%	2.61%	3.10%	3.70%
PE/G(倍)	N/A	1.30	0.16	-1.07	0.07	0.87
净资产收益率	9.48%	4.41%	12.40%	1.87%	7.43%	8.69%
每股净资产(元)	3.56	4.94	5.71	5.60	5.77	5.97
市净率(倍)	0.93	1.66	4.61	1.70	1.65	1.60
每股经营性现金流(元)	0.20	0.89	0.06	-0.14	0.26	0.31
已上市流通A股(百万股)	1,059.48	1,480.75	1,644.55	1,644.55	1,644.55	1,644.55
总股本(百万股)	3,276.00	6,551.03	6,551.03	6,551.03	6,551.03	6,551.03

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

■ 上海汽车是目前我们轿车股中推荐的首选品种, 主要原因在于:

- ◆ 公司业绩下滑、韩国双龙带来的巨额亏损等因素已充分反映于股价中, 市场对公司关注的重点已经转为对 09、10 年逐步改善的乐观预期;
- ◆ 随着韩国双龙进入企业回升程序, 我们预计公司最终将按照成本法将韩国双龙计入长期股权投资, 双龙 09 年以后的经营将不再影响到上海汽车的损益表;
- ◆ 我们预计 09 年 2 季度将是汽车产业振兴政策的密集出台期, 其中较为重要的政策将涉及鼓励政府采购自主品牌轿车的配套政策。根据我们的统计数据, 目前政府每年采购的汽车占乘用车比重约为 6%, 采购金额接近 800 亿元, 对应汽车的档次为 15-18 万元之间的中高档轿车, 与同类竞争对手相比, 上海汽车自主品牌轿车的产品档次主要集中在 13-26 万元之间, 我们认为上海汽车是政府采购自主品牌轿车最大的受益者;
- ◆ 为上海汽车贡献投资收益的两家合资企业中, 上海通用 09 年存在超预期的可能性, 其主要原因在于该公司 09 年上市的新车型, 09 年前 2 月公司中高档产品的占比显著上升, 这对于提高上海通用的盈利能力

至关重要，我们对业绩的敏感性测试表明，在对上海通用乐观预期下，上海汽车 09 年 EPS 有可能达到 0.5 元以上；

- 我们预测公司 08-10 年 EPS 分别为 0.104、0.428 和 0.519 元，公司目前股价对应 09、10 年动态 PE 分别为 22 和 18 倍，09、10 年动态 PB 分别为 1.7 和 1.6 倍，我们认为上海汽车 09 年的投资机会主要来自受益汽车下乡、政府采购自主品牌等主题，尤其是二季度针对乘用车即将出台的产业政策对公司股价将带来积极的影响，我们维持公司的“买入”建议；
- 风险提示：推动轿车股股价上涨的主要动力来自于销量的持续好转，而春节和购置税下调等因素消失后，去年 3 月份的高基数效应即将显现，公司存在销量低于预期的风险；

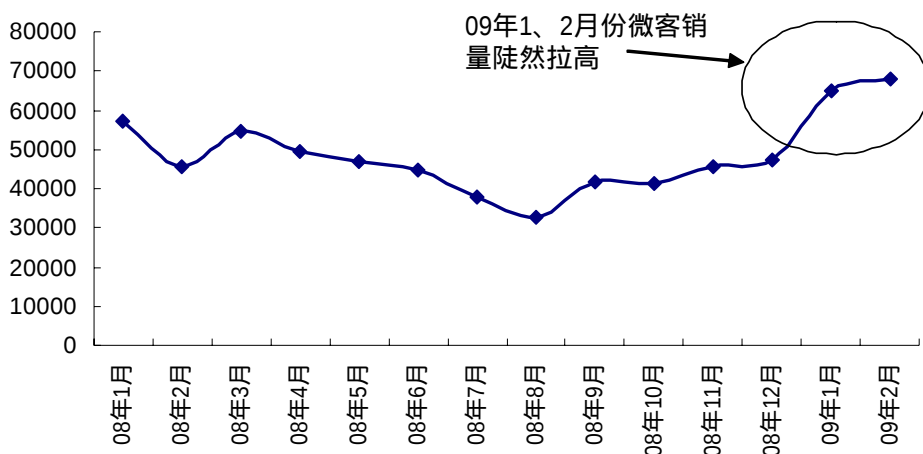
二季度即将出台的产业政策，上海汽车是主要受益者

- 我们预计 09 年 2 季度将是汽车产业振兴政策的密集出台期，其中较为重要的政策包括：
 - ◆ 促进汽车金融发展的配套政策；
 - ◆ 鼓励政府采购自主品牌轿车的配套政策；
 - ◆ 清理取消限购汽车的不合理规定；

汽车下乡政策对上汽通用五菱的影响显著

图表1：上汽通用五菱交叉型乘用车的月度销量

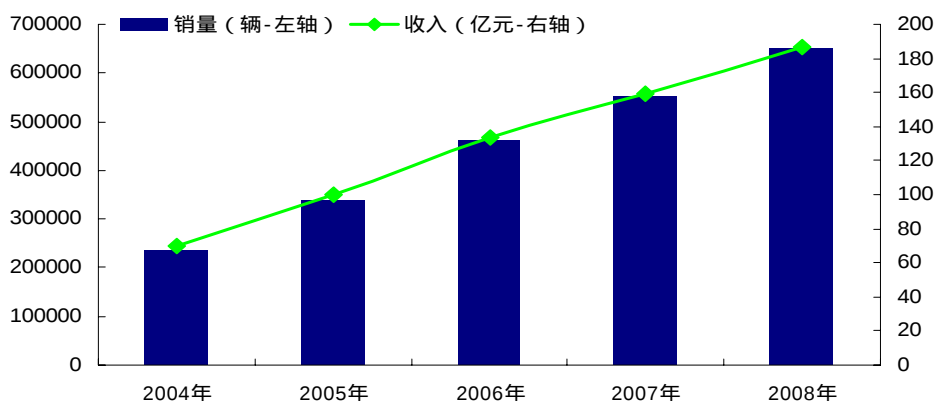
单位：辆



来源：汽协，国金证券研究所

- 汽车下乡的相关政策已于 3 月份正式出台，其中对微客的购车补贴最高为 5,000 元，由于微客的补贴没有“换购”的前提条件，因此目前普遍认为汽车下乡政策对微客的拉动作用大于轻卡；
- 09 年 1、2 月份通用五菱的微客销量分别为 6.5 和 6.8 万辆，同比增长 13%和 48%，按照目前的销量水平年化计算，公司 09 年汽车销量增速有望达到 30%以上；
- 我们测算上汽通用五菱 08 年的净利润约在 7-8 亿元之间，如果公司 09 年的销量增速超过 30%，则其利润增速至少应在 30-40%之间，对应净利润约为 9-11 亿元之间，平均每辆车的净利润约为 1,200-1,500 元之间；

图表2：上汽通用五菱历年销量与收入规模



来源：公司公告，国金证券研究所

政府采购自主品牌轿车对上海汽车的影响最大

图表3：政府历年采购汽车数量

单位：辆



来源：新华信，国金证券研究所

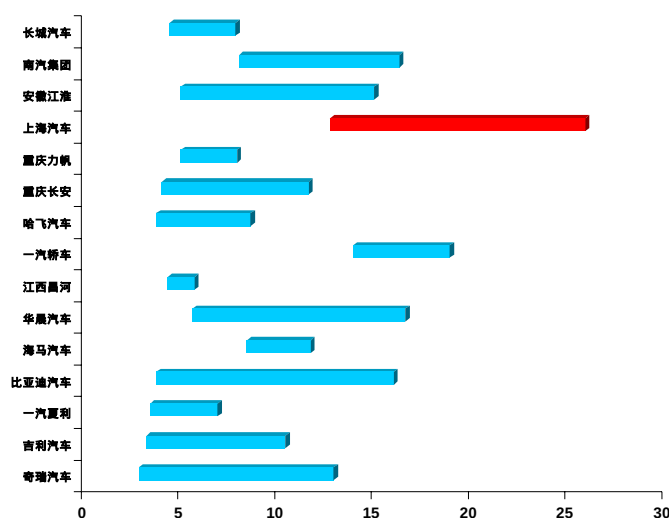
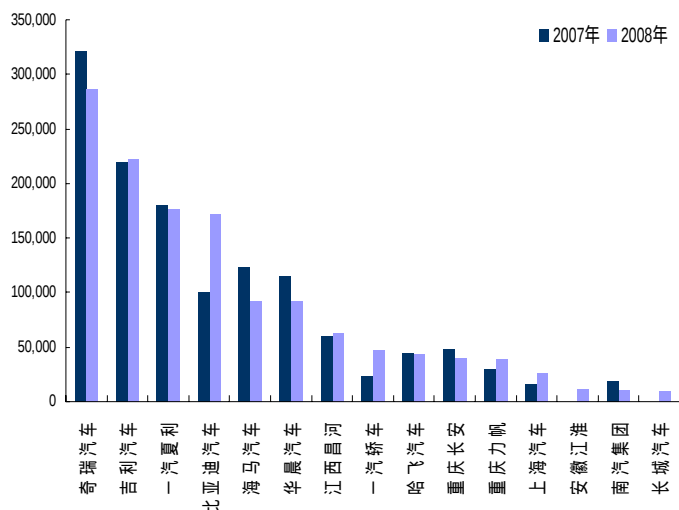
- 在此次汽车产业振兴规划细则中明确提出，鼓励政府采购自主品牌汽车，我们认为 09 年政府采购汽车中，自主品牌汽车的占比很有可能达到 50% 以上；
- 目前我国政府每年采购汽车的总量已占到乘用车销量的 6% 左右，08 年的采购金额约为 800 亿元，如果有 50% 的采购来自于自主品牌，则对应 20-30 万辆、400 亿元的需求；
- 2008 年上汽荣威系列自主品牌轿车销量为 2.6 万辆，同比增长 59%，09 年 1-2 月销量为 0.9 万辆，同比增长 853%，公司自主品牌轿车的盈亏平衡点为年产销 5 万辆；
- 我国多数自主品牌轿车产品都处于 3-10 万元之间的中低档产品，只有上汽的产品位于 13-26 万元之间的中高档区间。根据我国每年汽车采购金额与采购数量的对比，其采购汽车的平均价格位于 15-18 万元之间，也就是说政府采购汽车的档次以中高档为主，因此我们认为政府加大自主品牌产品的采购力度，对上海汽车的影响最大；

图表4：08 年自主品牌轿车企业销量

单位：辆

图表5：自主品牌轿车产品的价格分布图

单位：万元



来源：汽协，国金证券研究所

影响业绩的因素来自于韩国双龙和上海通用

- 上海汽车由于资产规模庞大，其业绩的可预测性在所有汽车股中是难度最大一家，我们分析的主要思路来自于敏感性测试和增减量两方面：
 - ◆ 与 08 年相比，09 年公司金融股权投资收益贡献将迅速下降，这带来 5.9 亿元净利润的差距；
 - ◆ 并表范围内上汽通用五菱可带来 1-2 亿元的业绩增量贡献，而上海大众投资收益可带来约 2 亿元利润贡献，我们预计公司本部、南汽集团等资产 09 年带来亏损额为 15.2 亿元左右，其中主要的因素包括：南汽集团全年亏损 6 亿元，本部费用性支出 2-3 亿元，其余为自主品牌轿车业务的研发支出等；

图表6：上海汽车净利润分拆

单位：亿元

	2007年	2008年E	2009年E
上海通用	30.3	20.0	22.8
上海大众	11.0	15.0	17.3
汽车零部件贡献	3.7	3.0	2.7
上汽通用金融	0.5	0.3	0.4
合营及联营企业合计	45.5	38.3	43.2
金融投资收益	20.2	5.9	0.0
投资收益合计	65.7	44.2	43.2
并表范围内的净利润	-19.4	-37.4	-15.2
其中：韩国双龙的影响	1.7	-15.0	0.0
净利润合计	46.3	6.8	28.0
EPS	0.707	0.104	0.428

来源：国金证券研究所

- 09 年韩国双龙有望剔除并表范围：
 - ◆ 08 年 1-3 季度韩国双龙亏损约 5 亿元人民币，我们预计 08 年年报中，上海汽车对韩国双龙的资产减值损失有望一次性计提约 10 亿元；
 - ◆ 我们认为随着双龙回升程序的启动，上汽最终将按照成本法将韩国双龙计入长期股权投资，双龙 09 年以后的经营将不再影响到上海汽车的损益表；
 - ◆ 我们预测 08 年韩国双龙对上海汽车业绩的影响为-15 亿元左右，对应 EPS 为-0.23 元，表明在剔除双龙的影响以后，上海汽车 08 年的 EPS 约为 0.334 元，这是预测 09 年业绩的基础水平；
- 上海通用的业绩弹性来自于产品结构的变化：

图表7：上海通用分产品销量变化

单位：辆

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	09年1-2月
上海通用-合计	194,219	324,789	412,005	497,779	444,756	68,178
别克-君越	0	0	52,022	71,500	52,746	6,253
别克-君威	72,908	64,499	34,122	15,236	9,916	9,078
别克-GL8	29,086	26,271	38,030	42,494	36,286	3,292
别克-凯越	92,225	150,859	176,526	196,742	175,470	29,426
别克-荣御/林荫大道	0	2,008	3,631	6,145	4,825	232
雪佛兰-景程	0	19,507	25,153	41,702	43,173	5,343
雪佛兰-赛欧	0	46,012	26,421	18,961	40	0
雪佛兰（乐风+乐骋）	0	13,935	53,870	98,486	119,664	14,358
凯迪拉克	0	1,698	2,230	6,513	2,636	196
别克（君威+君越）	72,908	64,499	86,144	86,736	62,662	15,331
占比	38%	20%	21%	17%	14%	22%

来源：汽协，国金证券研究所

- ◆ 上海通用 09 年的销量目标为 50 万辆，较 08 年增长 12%，其增量的驱动因素主要来自于别克君威、君越和雪佛兰克鲁兹等新车型的推动；
- ◆ 影响汽车厂利润的因素除去销量变化之外，更为重要的是其产品结构的变化，利润率较高的中高档车型占比是影响净利率的关键因素；
- ◆ 09 年随着新别克君威的上市，我们可以看出别克“君威+君越”两款中高档车型的占比已经上升至 22%，这一水平与 06 年以前上海通用鼎盛时期的占比接近，这是影响 09 年上海通用业绩的主要因素；
- 我们针对上海通用的销量和净利率进行了业绩的敏感性测试，结果显示：
 - ◆ 上海通用的利润变化对上海汽车业绩弹性的影响居中，业绩波动区间在 $\pm 20\%$ 左右；
 - ◆ 当销量与 08 年持平、净利率为 6.6% 时，上海汽车业绩下限为 0.355 元，当销量为 50 万辆（公司 09 年目标）时，业绩的中值为 0.428 元，最乐观情形下业绩可达到 0.538 元；

图表8：上汽 EPS 针对上海通用销量与净利率的敏感性分析 单位：万辆

销量 \ 净利率	44	46	48	50	52	54
6.6%	0.355	0.366	0.376	0.387	0.398	0.408
7.1%	0.373	0.384	0.396	0.407	0.418	0.430
7.6%	0.390	0.403	0.415	0.428	0.439	0.451
8.1%	0.408	0.421	0.434	0.447	0.460	0.473
8.6%	0.426	0.440	0.453	0.467	0.481	0.495
9.1%	0.443	0.458	0.473	0.487	0.502	0.517
9.6%	0.461	0.477	0.492	0.507	0.523	0.538

来源：国金证券研究所

业绩预测及投资建议

- 我们预测公司 08-10 年 EPS 分别为 0.104、0.428 和 0.519 元，09、10 年的业绩增速分别为 310% 和 21%；
- 公司目前股价对应 09、10 年动态 PE 分别为 22 和 18 倍，09、10 年动态 PB 分别为 1.7 和 1.6 倍，在汽车股中估值并不低；
- 我们认为上海汽车 09 年的投资机会主要来自受益汽车下乡、政府采购自主品牌等主题，尤其是二季度针对乘用车即将出台的产业政策对公司股价将带来积极的影响，我们维持公司的“买入”建议；

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	6,389	30,503	104,384	104,059	97,889	113,068
增长率		377.5%	242.2%	-0.3%	-5.9%	15.5%
主营业务成本	-5,210	-24,867	-89,761	-91,862	-86,578	-99,570
% 销售收入	81.5%	81.5%	86.0%	88.3%	88.4%	88.1%
毛利	1,179	5,636	14,623	12,197	11,311	13,498
% 销售收入	18.5%	18.5%	14.0%	11.7%	11.6%	11.9%
营业税金及附加	-18	-570	-704	-760	-651	-752
% 销售收入	0.3%	1.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-178	-1,772	-8,591	-7,409	-6,480	-7,485
% 销售收入	2.8%	5.8%	8.2%	7.1%	6.6%	6.6%
管理费用	-820	-2,501	-5,374	-4,839	-4,062	-4,579
% 销售收入	12.8%	8.2%	5.1%	4.7%	4.2%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	163	793	-46	-810	117	682
% 销售收入	2.6%	2.6%	n.a	n.a	0.1%	0.6%
财务费用	-22	-48	-741	-784	-729	-770
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
资产减值损失	0	0	-96	-1,752	35	51
公允价值变动收益	0	0	-115	0	0	0
投资收益	988	856	6,574	4,427	4,324	4,457
% 税前利润	85.1%	56.8%	112.4%	320.5%	113.8%	99.7%
营业利润	1,129	1,602	5,575	1,081	3,748	4,420
营业利润率	17.7%	5.3%	5.3%	1.0%	3.8%	3.9%
营业外收支	31	-94	276	300	50	50
税前利润	1,160	1,508	5,850	1,381	3,798	4,470
利润率	18.2%	4.9%	5.6%	1.3%	3.9%	4.0%
所得税	-55	-84	-442	-262	-456	-447
所得税率	4.7%	5.6%	7.6%	19.0%	12.0%	10.0%
净利润	1,105	1,424	5,408	1,119	3,342	4,023
少数股东损益	1	-1	774	435	537	625
归属于母公司的净利	1,105	1,425	4,635	684	2,805	3,398
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	1,105	1,425	5,408	1,119	3,342	4,023
少数股东损益	1	-1	0	0	0	0
非现金支出	481	1,382	2,182	4,275	2,622	2,706
非经营收益	-959	-812	-5,965	-4,589	-4,311	-4,495
营运资金变动	21	4,842	-1,249	-1,700	57	-224
经营活动现金净流	648	6,836	376	-895	1,711	2,009
资本开支	-816	-2,725	-4,635	-3,982	-955	45
投资	515	-1,058	-5,207	0	0	0
其他	1,207	1,090	4,971	4,427	4,324	4,457
投资活动现金净流	906	-2,693	-4,870	445	3,369	4,502
股权募资	1	12,298	349	241	225	247
债权募资	333	-1,307	8,880	-2,937	-1,546	1
其他	-931	-29	-2,615	-219	-1,697	-1,950
筹资活动现金净流	-597	10,962	6,614	-2,915	-3,018	-1,701
现金净流量	956	15,105	2,120	-3,365	2,061	4,810

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	2,330	18,747	16,620	13,255	15,316	20,126
应收款项	1,404	12,934	16,726	14,426	13,502	15,913
存货	1,406	9,928	7,851	9,086	8,563	9,848
其他流动资产	1,374	8,267	13,377	13,457	13,357	13,604
流动资产	6,513	49,876	54,575	50,224	50,738	59,491
% 总资产	44.6%	57.7%	53.6%	50.6%	51.7%	57.2%
长期投资	4,281	2,010	22,704	22,704	22,704	22,704
固定资产	3,606	32,976	21,897	21,480	19,923	17,260
% 总资产	24.7%	38.2%	21.5%	21.6%	20.3%	16.6%
无形资产	194	1,307	2,385	4,561	4,466	4,376
非流动资产	8,081	36,555	47,241	48,999	47,347	44,595
% 总资产	55.4%	42.3%	46.4%	49.4%	48.3%	42.8%
资产总计	14,595	86,430	101,815	99,223	98,085	104,087
短期借款	837	1,420	4,488	3,741	2,195	2,195
应付款项	1,317	24,923	25,431	24,431	22,989	26,453
其他流动负债	506	17,635	18,772	18,201	18,421	19,001
流动负债	2,661	43,978	48,691	46,373	43,606	47,649
长期贷款	156	149	175	175	175	176
其他长期负债	44	5,295	9,943	9,942	9,901	8,907
负债	2,861	49,422	58,809	56,491	53,682	56,732
普通股股东权益	11,655	31,648	37,385	36,676	37,769	39,101
少数股东权益	79	5,361	5,622	6,056	6,635	8,254
负债股东权益合计	14,595	86,430	101,815	99,223	98,085	104,087

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.337	0.218	0.707	0.104	0.428	0.519
每股净资产	3.558	4.831	5.707	5.599	5.765	5.969
每股经营现金净流	0.198	1.043	0.057	-0.137	0.261	0.307
每股股利	0.250	0.160	0.000	0.249	0.296	0.353
回报率						
净资产收益率	9.48%	4.50%	12.40%	1.87%	7.43%	8.69%
总资产收益率	7.57%	1.65%	4.55%	0.69%	2.86%	3.26%
投入资本收益率	1.45%	2.15%	-0.08%	-1.23%	0.19%	1.11%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.71%	377.45%	242.21%	-0.31%	-5.93%	15.51%
EBIT增长率	-64.43%	380.79%	-104.97%	1644.63%	-114.49%	480.69%
净利润增长率	-44.16%	29.00%	225.26%	-85.24%	309.94%	21.15%
总资产增长率	4.27%	492.20%	17.80%	-2.55%	-1.15%	6.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.6	24.0	12.8	12.8	12.8	12.8
存货周转天数	106.4	83.2	36.1	36.1	36.1	36.1
应付账款周转天数	63.7	107.1	60.8	60.8	60.8	60.8
固定资产周转天数	173.6	349.1	62.0	60.8	62.5	48.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.32%	-57.50%	-34.55%	-28.64%	-35.78%	-45.81%
EBIT利息保障倍数	9.0	19.6	-0.1	-1.0	0.2	0.9
资产负债率	19.60%	57.18%	57.76%	56.93%	54.73%	54.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	6	7	9
买入	0	0	3	8	17
持有	0	0	0	4	8
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	1	4
评分	0	1.00	1.27	1.74	2.04

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-08-21	买入	24.09	N/A
2 2007-10-27	买入	24.36	31.05 ~ 31.05
3 2007-12-27	买入	26.21	31.05 ~ 31.05
4 2008-01-03	买入	26.32	31.05 ~ 31.05
5 2008-03-27	买入	13.61	N/A
6 2008-04-27	买入	14.88	N/A
7 2008-08-31	买入	6.45	N/A
8 2008-10-30	买入	5.07	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。