

2009 年 06 月 11 日

市场数据(人民币)

市价(元)	13.78
已上市流通A股(百万股)	3,276.00
总市值(百万元)	90,273.18
年内股价最高最低(元)	15.16/4.85
沪深 300 指数	2960.56
上证指数	2787.89
2007 年股息率	1.69%


相关报告

- 1 《二季度振兴政策的主要受益者》，2009.3.23
- 2 《一只靴子落地》，2009.1.11
- 3 《3 季报业绩低于预期》，2008.10.30
- 4 《08 年中报点评》，2008.8.31

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)

——销量持续超预期，上调盈利预测和目标价位

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.218	0.707	0.100	0.627	0.702	0.794
净利润增长率	29.00%	225.26%	-85.84%	526.09%	11.94%	13.17%
先前预期每股收益(元)				0.484	0.537	0.606
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.521	0.640	0.786
市盈率(倍)	37.56	37.16	53.51	22.55	20.14	17.80
行业优化市盈率(倍)	34.00	45.65	13.07	13.07	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.30	0.16	N/A	0.04	1.69	1.35
已上市流通A股(百万股)	1,480.75	1,644.55	3,276.00	3,276.00	3,276.00	3,276.00
总股本(百万股)	6,551.03	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

■ 上海汽车 09 年 5 月份汽车销量继续快速增长:

- ◆ 上汽通用五菱销售汽车 90,927 辆, 同比增长 81%, 环比增长 6%;
- ◆ 上海大众销售汽车 57,023 辆, 同比增长 48%, 环比下降 2%;
- ◆ 上海通用销售汽车 54,964 辆, 同比增长 66%, 环比增长 2%;
- ◆ 上汽荣威销售 5,777 辆, 同比增长 221%, 环比下降 5%;

■ 通过近两个月的跟踪, 我们对上海汽车的观点发生如下改变:

- ◆ **上海通用盈利回升的原因更多来自于中高档产品占比的上升, 而非成本下降**——今年以来通用高档车占比由 08 年最低 14% 上升至 22%, 根据我们对上海通用的长期研究结果表明, 影响通用盈利能力的关键在于产品结构, 因此目前的盈利有望持续至下半年, 09 年上海通用有望创下 2005 年以来盈利的最高纪录;
- ◆ **自主品牌有望盈亏平衡**——上汽荣威自主品牌轿车销量接近 6 万辆, 年化计算有望超过 6 万辆, 其毛利率约为 18-20% 之间, 这一销售规模已经可以达到盈亏平衡点。而我们此前曾经担心 09 年自主品牌业务仍将为上汽带来约 5 亿元左右的亏损;
- ◆ **上汽通用五菱带来惊喜**——上汽通用五菱前 5 月销量增速高达 48%, 其单车净利润超过 1700 元/辆, 微客井喷的态势并没有随着时间推移而转弱, 除去汽车下乡政策刺激以外, 农村购买力上升所带来的真实需求支撑了微客的持续高增长, 我们最新的预测显示, 09 年上汽通用五菱有望销售汽车 90 万辆, 盈利达到 15 亿元;

- 我们上调公司 09-11 年 EPS 至 0.627、0.702 和 0.794 元，上调幅度分别为 29%、31%和 31%，上调公司未来 6-12 个月目标价位至 18 元，对应 09-11 年动态 PE 分别为 29、26 和 23 倍，继续维持公司的“买入”建议，我们认为公司业绩继续超预期的可能来自于：
 - ◆ 下半年新君越上市以后，公司高档车占比进一步上升，从而推动上海通用的盈利水平继续提高；
 - ◆ 韩国双龙目前仍有近 9 亿元账面价值，是否计提将影响公司 0.10 元左右的业绩，此外，韩国双龙一旦启动回升程序，上汽计提的减值准备存在回冲的可能；

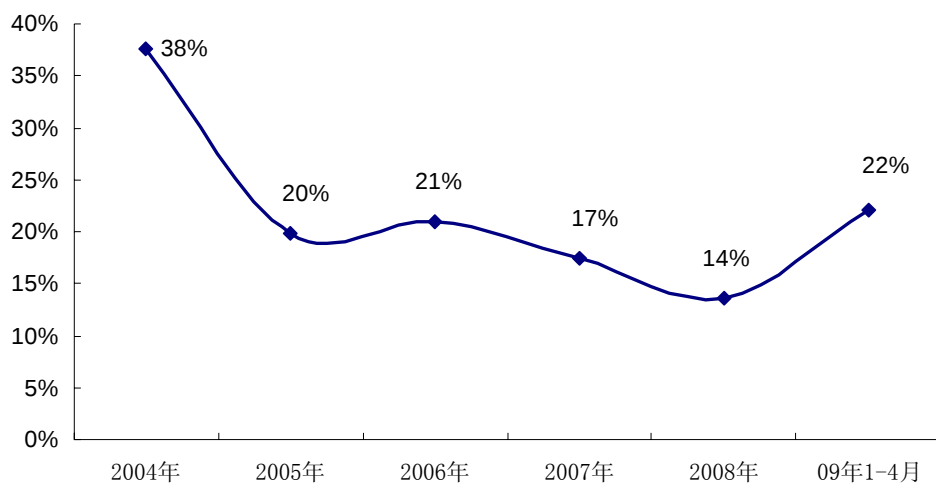
图表1：09 年 5 月乘用车行业销量前 10 名企业情况

单位：辆

企业名称	09年5月	09年1-5月	环比	同比	累计同比
上汽通用五菱汽车股份有限公司	90,927	401,346	6.1%	80.7%	48.2%
上海大众汽车有限公司	57,023	252,354	-2.0%	48.4%	11.0%
一汽-大众汽车有限公司	57,928	243,384	6.5%	46.8%	4.8%
上海通用汽车有限公司	54,964	221,769	2.4%	66.3%	12.1%
北京现代汽车有限公司	50,487	209,776	0.5%	78.6%	60.8%
重庆长安汽车股份有限公司	44,866	208,788	-1.2%	87.1%	48.3%
东风日产乘用车部	40,596	180,321	-7.5%	55.6%	41.0%
奇瑞汽车股份有限公司	36,639	173,353	-14.7%	27.7%	1.7%
比亚迪汽车有限责任公司	32,633	142,549	1.7%	217.8%	191.5%
广汽本田汽车有限公司	30,296	128,973	16.4%	9.4%	4.7%
乘用车行业合计	829,071	3,660,917	-0.5%	46.8%	21.2%

来源：汽协，国金证券研究所

图表2：上海通用中高档车型（君威+君越）占销量比重的变化趋势



来源：汽协，国金证券研究所

图表3：分季度损益表摘要
单位：百万元

会计年度截止日：12/31	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009
营业收入	25,474.90	25,592.45	25,878.97	27,437.94	28,928.81	28,708.65	24,327.85	23,926.94	27,215.05
增长率 (YOY)	1123.82%	973.37%	1066.46%	15.20%	13.56%	12.18%	-5.99%	-12.80%	-5.92%
营业成本	22,191.96	21,711.53	22,598.71	23,258.88	25,605.84	25,056.76	21,524.61	21,354.91	23,926.32
% 营业收入	87.1%	84.8%	87.3%	84.8%	88.5%	87.3%	88.5%	89.3%	87.9%
增长率 (YOY)	1142.04%	990.37%	1084.44%	21.26%	15.38%	15.41%	-4.75%	-8.19%	-6.56%
毛利	3,282.94	3,880.92	3,280.25	4,179.06	3,322.97	3,651.89	2,803.25	2,572.03	3,288.73
% 营业收入	12.9%	15.2%	12.7%	15.2%	11.5%	12.7%	11.5%	10.7%	12.1%
增长率 (YOY)	1013.45%	887.25%	956.00%	-9.87%	1.22%	-5.90%	-14.54%	-38.45%	-1.03%
销售费用	1,793.20	2,131.60	1,914.76	2,751.72	1,734.80	2,335.68	1,767.51	1,351.80	1,748.84
% 营业收入	7.0%	8.3%	7.4%	10.0%	6.0%	8.1%	7.3%	5.6%	6.4%
增长率 (YOY)	3428.59%	3448.24%	4503.36%	69.93%	-3.26%	9.57%	-7.69%	-50.87%	0.81%
管理费用	1,384.56	1,107.12	1,068.26	1,814.46	1,475.62	1,275.88	1,056.85	1,575.11	964.76
% 营业收入	5.4%	4.3%	4.1%	6.6%	5.1%	4.4%	4.3%	6.6%	3.5%
增长率 (YOY)	490.32%	265.46%	311.23%	6.52%	6.58%	15.24%	-1.07%	-13.19%	-34.62%
EBIT	-63.61	416.87	103.70	-503.40	-100.58	-169.96	-213.39	-529.33	273.41
% 营业收入	-0.2%	1.6%	0.4%	-1.8%	-0.3%	-0.6%	-0.9%	-2.2%	1.0%
增长率 (YOY)	-386.96%	1016.73%	202.13%	-159.86%	58.12%	-140.77%	-305.77%	5.15%	-371.84%
财务费用	131.08	290.78	118.81	200.82	256.64	227.40	178.48	854.66	153.12
% 营业收入	0.5%	1.1%	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	3.6%	0.6%
增长率 (YOY)	1810.38%	3178.87%	818.26%	952.15%	95.79%	-21.80%	50.22%	325.59%	-40.34%
投资收益（损失以“-”号填列）	1,753.24	1,748.38	1,384.52	1,688.34	1,885.65	1,239.19	609.96	754.57	1,080.83
% 税前利润	114.0%	93.0%	96.7%	168.9%	122.9%	141.0%	133.6%	-22.5%	107.4%
增长率 (YOY)	704.33%	418.80%	415.82%	5049.57%	7.55%	-29.12%	-55.94%	-55.31%	-42.68%
营业利润（亏损以“-”号填列）	1,572.04	1,870.86	1,374.63	757.13	1,539.62	817.60	261.47	-3,588.46	996.90
% 营业收入	6.2%	7.3%	5.3%	2.8%	5.3%	2.8%	1.1%	-15.0%	3.7%
增长率 (YOY)	573.89%	411.91%	374.34%	-11.42%	-2.06%	-56.30%	-80.98%	-573.95%	-35.25%
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1,537.57	1,880.55	1,432.46	999.90	1,534.57	879.15	456.63	-3,350.71	1,006.52
% 营业收入	6.0%	7.3%	5.5%	3.6%	5.3%	3.1%	1.9%	-14.0%	3.7%
增长率 (YOY)	537.01%	433.88%	379.87%	62.33%	-0.19%	-53.25%	-68.12%	-435.10%	-34.41%
减：所得税费用	139.32	129.76	106.11	67.06	123.49	97.59	90.19	58.44	101.18
% 税前利润	9.1%	6.9%	7.4%	6.7%	8.0%	11.1%	19.8%	-1.7%	10.1%
增长率 (YOY)	669.17%	298.67%	685.79%	235.27%	-11.36%	-24.79%	-15.00%	-12.87%	-18.06%
合并报表的净利润	1,398.25	1,750.79	1,326.36	932.84	1,411.08	781.56	366.44	-3,409.14	905.34
% 营业收入	5.5%	6.8%	5.1%	3.4%	4.9%	2.7%	1.5%	-14.2%	3.3%
增长率 (YOY)	526.28%	447.65%	365.38%	56.53%	0.92%	-55.36%	-72.37%	-465.46%	-35.84%
净利润（归属于母公司所有者的）	1,159.78	1,556.12	1,167.23	751.55	1,240.58	724.59	260.85	-1,569.84	626.94
增长率 (YOY)	420.31%	389.40%	310.54%	25.31%	6.97%	-53.44%	-77.65%	-308.88%	-49.46%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	30,503	104,384	105,892	106,870	117,172	128,344
增长率		242.2%	1.4%	0.9%	9.6%	9.5%
主营业务成本	-24,867	-89,761	-93,542	-92,970	-101,616	-111,296
% 销售收入	81.5%	86.0%	88.3%	87.0%	86.7%	86.7%
毛利	5,636	14,623	12,350	13,899	15,556	17,048
% 销售收入	18.5%	14.0%	11.7%	13.0%	13.3%	13.3%
营业税金及附加	-570	-704	-790	-802	-879	-963
% 销售收入	1.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-1,772	-8,591	-7,190	-7,267	-7,968	-8,727
% 销售收入	5.8%	8.2%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
管理费用	-2,501	-5,374	-5,383	-4,809	-5,273	-5,647
% 销售收入	8.2%	5.1%	5.1%	4.5%	4.5%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	793	-46	-1,013	1,021	1,437	1,711
% 销售收入	2.6%	n.a	n.a	1.0%	1.2%	1.3%
财务费用	-48	-741	-1,517	-617	-584	-446
% 销售收入	0.2%	0.7%	1.4%	0.6%	0.5%	0.3%
资产减值损失	0	-96	-3,229	-937	-26	-92
公允价值变动收益	0	-115	301	0	0	0
投资收益	856	6,574	4,489	6,167	5,640	6,007
% 税前利润	56.8%	112.4%	-934.6%	103.9%	86.5%	83.1%
营业利润	1,602	5,575	-970	5,634	6,467	7,180
营业利润率	5.3%	5.3%	n.a	5.3%	5.5%	5.6%
营业外收支	-94	276	489	300	50	50
税前利润	1,508	5,850	-480	5,934	6,517	7,230
利润率	4.9%	5.6%	n.a	5.6%	5.6%	5.6%
所得税	-84	-442	-370	-712	-782	-868
所得税率	5.6%	7.6%	n.a	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,424	5,408	-850	5,222	5,735	6,363
少数股东损益	-1	774	-1,506	1,114	1,136	1,159
归属于母公司的净利	1,425	4,635	656	4,108	4,599	5,204
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)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,425	5,408	-850	5,222	5,735	6,363
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	1,382	2,182	5,466	2,646	1,867	2,029
非经营收益	-812	-5,965	-3,484	-6,167	-5,439	-5,885
营运资金变动	4,842	-1,249	-722	-3,229	-9	26
经营活动现金净流	6,836	376	409	-1,528	2,154	2,533
资本开支	-2,725	-4,635	-6,383	-976	-955	45
投资	-1,058	-5,207	-1,611	1,341	0	0
其他	1,090	4,971	3,757	6,167	5,640	6,007
投资活动现金净流	-2,693	-4,870	-4,236	6,531	4,685	6,052
股权募资	12,298	349	1	274	256	282
债权募资	-1,307	8,880	1,809	-23,108	-1,778	-629
其他	-29	-2,615	-2,887	656	-317	-238
筹资活动现金净流	10,962	6,614	-1,077	-22,178	-1,839	-585
现金净流量	15,105	2,120	-4,904	-17,174	5,000	8,000

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	18,747	16,620	22,174	5,000	10,000	18,000
应收款项	12,934	16,726	15,871	14,506	15,969	17,492
存货	9,928	7,851	7,442	7,641	8,352	9,148
其他流动资产	8,267	13,377	10,484	8,703	8,867	9,051
流动资产	49,876	54,575	55,972	35,851	43,188	53,691
% 总资产	57.7%	53.6%	51.9%	41.1%	46.0%	52.4%
长期投资	2,010	22,704	25,792	25,792	25,792	25,792
固定资产	32,976	21,897	17,098	17,541	16,843	15,041
% 总资产	38.2%	21.5%	15.9%	20.1%	18.0%	14.7%
无形资产	1,307	2,385	3,258	2,383	2,245	2,115
非流动资产	36,555	47,241	51,885	51,452	50,617	48,685
% 总资产	42.3%	46.4%	48.1%	58.9%	54.0%	47.6%
资产总计	86,430	101,815	107,857	87,303	93,805	102,375
短期借款	1,420	4,488	5,331	3,822	2,044	1,414
应付款项	24,923	25,431	24,803	23,730	25,948	28,417
其他流动负债	17,635	18,772	6,668	3,816	3,952	4,103
流动负债	43,978	48,691	36,802	31,368	31,945	33,935
长期贷款	149	175	1,225	1,225	1,225	1,226
其他长期负债	5,295	9,943	31,292	9,653	9,740	2,600
负债	49,422	58,809	69,320	42,247	42,910	37,761
普通股股东权益	31,648	37,385	34,640	40,046	44,835	50,256
少数股东权益	5,361	5,622	3,897	5,011	6,060	14,359
负债股东权益合计	86,430	101,815	107,857	87,303	93,805	102,375

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.218	0.707	0.100	0.627	0.702	0.794
每股净资产	4.831	5.707	5.288	6.113	6.844	7.671
每股经营现金净流	1.043	0.057	0.062	-0.233	0.329	0.387
每股股利	0.250	0.160	0.000	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	4.50%	12.40%	1.89%	10.26%	10.26%	10.36%
总资产收益率	1.65%	4.55%	0.61%	4.71%	4.90%	5.08%
投入资本收益率	2.15%	-0.08%	-3.40%	1.56%	2.04%	2.22%
增长率						
主营业务收入增长率	377.45%	242.21%	1.44%	0.92%	9.64%	9.53%
EBIT增长率	380.79%	#####	2082.18%	-200.81%	40.66%	19.10%
净利润增长率	29.00%	225.26%	-85.84%	526.09%	11.94%	13.17%
总资产增长率	492.20%	17.80%	5.93%	-19.06%	7.45%	9.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.0	12.8	12.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	83.2	36.1	29.8	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	107.1	60.8	67.4	67.4	67.4	67.4
固定资产周转天数	349.1	62.0	49.1	50.2	46.7	40.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.50%	-34.55%	-22.94%	15.15%	0.26%	-24.20%
EBIT利息保障倍数	19.6	-0.1	-0.7	1.7	2.5	3.8
资产负债率	57.18%	57.76%	64.27%	48.39%	45.74%	36.88%

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	1	5	5	12
买入	0	1	12	12	21
持有	0	0	2	2	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	1	1	2
评分	0	1.50	1.95	1.98	1.99

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 2007-10-27	买入	24.36	31.05 ~ 31.05
2 2007-12-27	买入	26.21	31.05 ~ 31.05
3 2008-01-03	买入	26.32	31.05 ~ 31.05
4 2008-03-27	买入	13.61	N/A
5 2008-04-27	买入	14.88	N/A
6 2008-08-31	买入	6.45	N/A
7 2008-10-30	买入	5.07	N/A
8 2009-03-23	买入	10.03	12.00 ~ 12.00

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的建议类型调整为本次的建议类型。

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。