

上海汽车 600104.SS

三引擎驱动盈利快速增长

公司近日公布 09 年 3 季报，3 季度，公司实现营业总收入 380 亿元，同比增长 56.3%，归属于上市公司股东的净利润 25.3 亿元，同比增长 869.2%，环比增长 208.7%，每股净收益 0.386 元。

研究结论

- **自主品牌轿车业务亏损幅度显著收窄。**前 3 季度公司本部自主品牌业务亏损约 7.3 亿元，去年同期亏损 11.0 亿元，亏损额同比下降 33.6%。3 季度，公司本部自主品牌业务实现营业收入 37.1 亿元，同比增长 153.7%，环比增长 47.8%；随着产品销量的快速增长，单车零部件采购成本、单车固定资产折旧迅速下降；管理费用占比由去年同期的 32.2%，大幅度下降到 14.3%，管理费用绝对值同比下降 19.1%，管理费用的下降主要是源于研发费用的下降。2010 年，公司自主品牌将陆续有 4 款全新车型上市，自主品牌销量将在 09 年的基础上呈现爆发式增长的态势、销售收入继续快速增长。随着产销规模的扩大，产品成本将进一步降低，产品销售毛利率有进一步提升的空间；同时，公司自主品牌产品开发的布局、搭框架的阶段将在 2010 年基本结束，产品研发费用占比继续下降，并基本稳定在 09 年全年的水平上。我们预计，考虑产品研发费用后，公司的自主品牌业务将在 2010 年实现全面的盈亏平衡，2010 年将是公司自主品牌业务盈利水平的转折点，从此以后，公司的自主品牌业务开始进入收获期。
- **投资收益大幅度增长。**3 季度，公司的投资收益为 24.7 亿元，同比增长 303.6%，环比增长 38.0%。投资收益的大幅度增长，主要由上海通用、上海大众的盈利水平的快速增长驱动。我们认为，随着上海通用、上海大众 10 年新车持续投放、09 年上市的新车在 10 年进入销量快速增长期，来自上海通用、上海大众的投资收益将在 09 年的基础上更上一层楼。
- **金融服务业盈利水平快速增长。**3 季度，公司的金融服务业贡献营业利润 2.1 亿元，环比增长 46.8%，同比增长 269.6%；前三季度，金融服务业贡献营业利润 3.97 亿元，同比增长 206.2%。作为公司金融服务业的平台，上汽财务除了担当了上汽集团内部银行的职能之外，在汽车金融业务领域已经小有斩获。我们预计，随着国内消费者消费观念的转变，贷款购车的比例将不断提高，上汽财务凭借雄厚的资金实力、网络优势，合作伙伴的汽车金融业务的成功经验，其汽车金融业务将有利促进公司自主品牌产品、上海大众的产品销售，为公司自主品牌及上海大众的销量增长做出重要贡献，而上汽财务本身也将收获可观的盈利，将成为公司盈利增长的重要驱动力。
- **投资评级：**鉴于公司自主品牌及合营公司良好的盈利表现及增长前景，我们上调公司的盈利预测至 09 年、10 年每股净收益为 0.97 元、1.51 元，对应 09 年、10 年的 P/E 水平为 23.82 倍、15.43 倍。继续维持对公司买入的投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

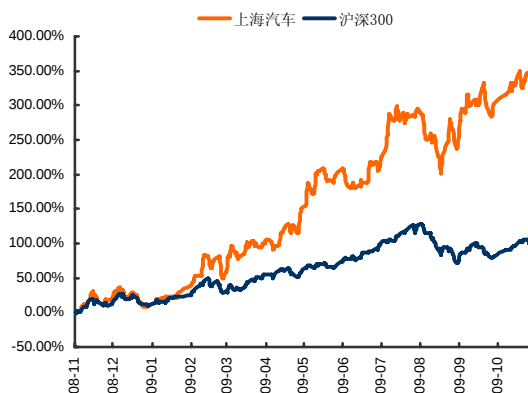
8621-63325888×6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 10 月 30 日)	23.22 元
目标价格 (6 个月)	33.00 元
总股本/A 股 (万股)	655103/655103
A 股市值 (百万元)	152115
国家/地区	中国
行业	汽车及零部件
报告日期	2009 年 10 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	18.06	63.99	373.93
相对表现 (%)	16.81	57.54	275.56

资料来源: WIND

财务预测

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	104,084	105,847	138,264	165,916
同比 (%)	241.2%	1.7%	30.6%	20.0%
归属母公司净利润	4635	656	6387	9860
同比 (%)	225.3%	-85.8%	873.6%	54.4%
毛利率 (%)	13.98%	11.63%	13.30%	14.00%
ROE (%)	12.40%	2.58%	14.31%	16.18%
每股收益 (元)	0.71	0.10	0.97	1.51
P/E	32.82	149.24	23.82	15.43
P/B	4.07	3.85	3.41	2.50
EV/EBITDA	15.62	30.40	10.72	7.65

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	54575	55972	68124	89648	营业收入	104084	105847	138264	165916
现金	16620	22174	21375	34238	营业成本	89529	93542	119875	142688
应收账款	4197	2860	5885	7227	营业税金及附加	704	790	1244	1493
其它应收款	770	439	1196	1435	营业费用	8591	7190	9678	11614
预付账款	1665	2206	2997	3567	管理费用	5374	5376	4148	4977
存货	7851	7442	13627	14869	财务费用	741	1517	641	725
其他	23471	20851	23045	28313	资产减值损失	96	3229	1350	120
非流动资产	47241	51885	64464	65236	公允价值变动收益	-115	301	50	70
长期投资	19416	21471	23645	24461	投资净收益	6578	4489	7679	9245
固定资产	17446	14006	18941	20864	营业利润	5575	-970	9056	13613
无形资产	1769	2530	1884	1802	营业外收入	354	514	150	172
其他	8609	13878	19994	18109	营业外支出	78	25	82	90
资产总计	101815	107857	132589	154884	利润总额	5850	-480	9124	13695
流动负债	48691	55120	68611	72503	所得税	442	370	730	1096
短期借款	2292	4326	3592	4056	净利润	5408	-850	8394	12599
应付账款	16384	18187	33565	37099	少数股东损益	774	-1506	2007	2739
其他	30015	32607	31454	31347	归属于母公司净利润	4635	656	6387	9860
非流动负债	10118	14200	11568	10932	EBITDA	8402	2832	12243	17148
长期借款	175	1225	3575	5075	EPS（元）	0.71	0.10	0.97	1.51
其他	9943	12975	7992	5856	主要财务比率				
负债合计	58809	69320	80179	83434	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	5622	3897	7776	10515	成长能力				
股本	6551	6551	6551	6778	营业收入	241.2%	1.7%	30.6%	20.0%
资本公积	23176	22202	24076	30220	营业利润	528.4%	-117.4%	1033.6%	50.3%
留存收益	7906	4886	13937	23797	归属于母公司净利润	225.3%	-85.8%	873.6%	54.4%
归属母公司股东权益合	37385	34640	44634	60935	获利能力				
负债和股东权益	101815	107857	132589	154884	毛利率	14.0%	11.6%	13.3%	14.0%
现金流量表					净利率	4.5%	-0.8%	6.1%	7.6%
单位:百万元					ROE	12.4%	2.6%	14.3%	16.2%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	ROIC	9.5%	1.3%	9.6%	12.3%
经营活动现金流	376	11670	7690	3580	偿债能力				
净利润	5408	-850	8394	12599	资产负债率	57.8%	60.8%	60.5%	53.9%
折旧摊销	2086	2285	2546	2810	净负债比率				
财务费用	741	1517	641	725	流动比率	1.12	0.88	0.99	1.24
投资损失	-6578	-4489	-7679	-9245	速动比率	0.95	0.68	0.78	1.02
营运资金变动	-1249	5174	4013	-3965	营运能力				
其它	-33	8033	-225	655	总资产周转率	1.11	1.06	1.11	1.15
投资活动现金流	-4870	-4236	3051	4851	应收账款周转率	28	26	26	25
资本支出	4991	8045	5000	4200	应付账款周转率	5.99	4.62	3.95	4.04
长期投资	-4016	-3056	-921	-482	每股指标（元）				
其他	-3895	753	7130	8569	每股收益	0.71	0.10	0.97	1.51
筹资活动现金流	6727	-850	-3768	4432	每股经营现金流	0.06	1.78	1.17	0.55
短期借款	959	9213	-3726	464	每股净资产	5.71	5.88	6.81	9.30
长期借款	26	2245	1800	1500	估值比率				
普通股增加	0	0	0	227	P/E	32.82	149.24	23.82	15.43
资本公积增加	1744	-240	100	6144	P/B	4.07	3.85	3.41	2.50
其他	3998	-12068	-1942	-3903	EV/EBITDA	15.62	30.40	10.72	7.65
现金净增加额	2119	6357	6973	12863					

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn