

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyyz@cmschina.com.cn

2010年1月4日

上海汽车 (600104.SH)/26.13元

未来发展持续看好、行权利于行业利于公司

工业·汽车

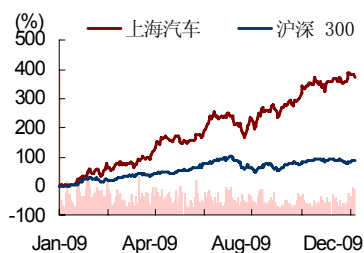
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3274
总股本(万股)	655103
已上市流通股(万股)	327600
总市值(亿元)	1712
流通市值(亿元)	856
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	6.0
资产负债率	63.4%
主要股东	上海汽车工业总公司
主要股东持股比例	78.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	75	391
相对表现	3	64	294



相关报告

- 1、《上海汽车-08年整合继续推进,发展基石持续夯实》2008/9/1
- 2、《上海汽车-韩国双龙,实为“鸡肋”》2009/1/12
- 3、《上海汽车-基本面向好,估值水平偏低》2009/2/15
- 4、《上海汽车-08年业绩受累双龙,09年将有所改善》2009/4/28
- 5、《上海汽车-短期经营状况良好,未来发展仍需观察》2009/6/12
- 6、《上海汽车-合资企业盈利恢复,自主品牌有所改善》2009/8/27
- 7、《上海汽车-自主品牌盈利改善,投资收益大幅增长》2009/11/2

自主品牌发展势头良好,2010年有望扭亏为盈;合资企业上海通用、上海大众盈利能力强;同时,与通用汽车成立香港合资公司再度布局全球市场,在新能源汽车上牵手A123公司,从发展开始就占据新能源汽车发展高端。预计2009、2010年EPS分别为1、1.61元,按2010年EPS以20倍PE估值,合理股价32元。

- **2010年自主品牌有望扭亏为盈。**2010年投放四款产品,产能利用率逐步提高将带来一定规模效应,自主品牌有望实现扭亏为盈。目前荣威品牌主要为荣威750及550,名爵产品以MG7为主。2010年两个品牌都将陆续推出两款新车,分别为荣威SUV以及荣威350, MG6以及一款小排量轿车。新产品投放一方面能提高公司产能利用率水平,一方面由于产品线逐渐丰富,将提高公司终端销售竞争力。
- **合资企业盈利可持续稳定增长。**合资企业上海通用、上海大众产品结构合理,竞争力能力较强,产能利用率能持续饱满,2009年所投放的多款产品将在2010年产生较高盈利回报。上汽通用五菱作为交叉型乘用车细分行业龙头,预计2009年盈利23亿元,2010年仍能增长15%。
- **新能源汽车发展将是公司长期利润增长点。**我们认为,新能源汽车的发展是耗资巨大的系统性工程,只有实力雄厚的大公司才能最终成为胜利者。2010年上海世博会对新能源汽车的需求将给上汽新能源汽车发展带来契机,通过与A123的合资,使得公司新能源汽车的发展从开始就占据行业高点。
- **预计09年、10年EPS分别为1元和1.61元。**公司前三季度EPS为0.61元,我们预计四季度母公司将逐渐减亏,投资收益仍将保持高水平,预计EPS0.39元,即09年EPS为1元(双龙影响EPS0.18元);2010年合资企业盈利稳定增长同时自主品牌有望实现盈亏平衡,预计EPS为1.61元。
- **上调目标价格至32元,行权成功利于行业利于公司。**在二级市场上,上海汽车2009年给投资者带来的回报非常丰厚;作为“最优秀的本土化国际”企业,上海汽车在基本面上也支撑其行权价格26.91元;如能顺利行权,将使行业估值水平提升,同时也将使公司的资金实力更加雄厚;按2010年EPS1.61元以20倍PE估值,我们认为其合理股价为32元,建议参与行权。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	104384	105892	153544	184253	211890
同比增长	434%	1%	45%	20%	15%
营业利润(百万元)	5578	-970	9108	14490	16521
同比增长	273%	-117%	-1039%	59%	14%
净利润(百万元)	4638	656	6601	10566	12040
同比增长	233%	-86%	906%	60%	14%
每股收益(元)	0.71	0.10	1.00	1.61	1.84
PE	36.9	260.9	25.9	16.2	14.2
PB	4.6	4.9	4.2	3.4	2.8

资料来源:招商证券

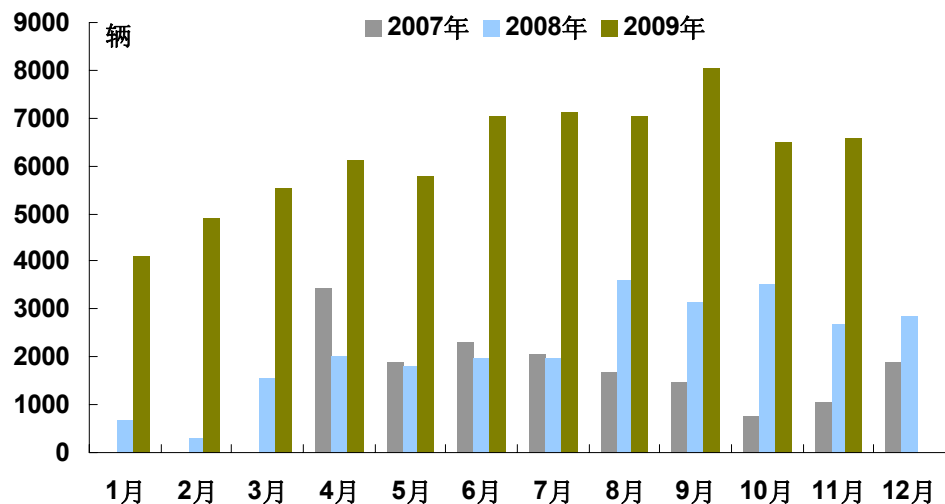
一、自主品牌发展情况良好

1、荣威品牌 2009 年经营良好

自主品牌“荣威”发展势头良好。

2009 年 1-11 月，公司自主品牌轿车“荣威”累计销量 6.87 万辆，同比增长 197%，其中“荣威 750”累计销量为 9618 辆，“荣威 550”累计销量 59051 万辆；“荣威 750”定位偏向于商务用车，市场竞争非常激烈，导致月均销量不足 1000 台，但通过高端产品的市场切入，有助于树立“荣威”品牌的高端形象；“荣威 550”主打“数字化轿车”理念，外观时尚，动力先进，配置丰富，已经得到了市场的广泛认可，目前月度销量已经稳定达到 6000 台，另外我们认为 2010 年 1.6L 的购置税优惠幅度减少，1.8L 排量车型劣势将有所减少，“荣威 550”销量仍有提升的空间。

图1：荣威品牌月度销量统计



数据来源：CAAM，招商证券

较高毛利率水平，体现出公司与多数自主品牌超群的竞争力。

自 08 年下半年荣威 550 产品上市以来，上海汽车母公司毛利率水平保持在 19%以上（2009 年一季度例外，主要受行业影响），应该说荣威产品毛利率水平已经和一线合资企业水平相当，远远高于大多数其他自主品牌，体现出公司产品卓越的竞争能力。

营业费率水平基本正常。

2009 年 1-3 季度，母公司营业费用为 6.4 亿元，营业费率为 7.8%，考虑到荣威品牌定位于中档轿车，主要竞争对手为合资企业，需要进行大量的宣传推广和广告投入，营业费率水平基本正常。

规模效应将降低公司相关费率。

09 年上半年，母公司研发支出中 4.2 亿元计入当期损益（08 年上半年计入当期损益的开发费用为 3.8 亿元，全年为 9.95 亿元），上半年管理费用为 6.3 亿元，比同期下降 0.38 亿元，但销售规模的提高使管理费率从 08 年上半年的 34.5%下降到 14%，我们预计随着产品销量提高，公司管理费率水平将不断成降低趋势。

表 1: 母公司利润表分析

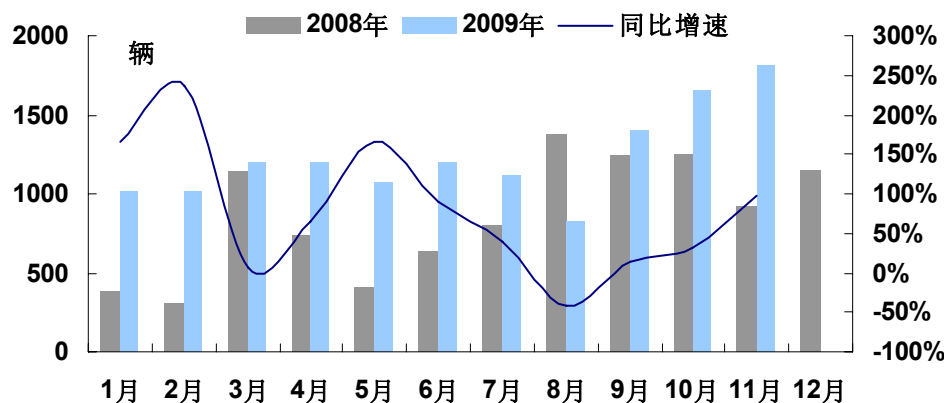
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	853	1081	1463	1533	1994	2508	3711	3397	8213
二、营业总成本	1237	1391	1874	4731	2236	3336	3907	4502	9478
其中：营业成本	732	931	1172	1217	1622	2022	2971	2835	6616
营业税金及附加	25	48	61	68	103	135	162	134	400
营业费用	46	67	115	179	141	194	304	228	640
管理费用	381	287	471	142	286	345	383	1139	1013
财务费用	53	58	55	45	84	100	87	167	271
资产减值损失				3080		540	-1	0	539
三、其他经营收益						0		0	0
公允价值变动收益						0		0	0
投资收益	1256	1522	1397	489	800	1965	3013	4175	5777
四、营业利润	872	1212	986	-2708	558	1137	2818	3070	4512
加：营业外收入	22	0	0	1	9	0	0	22	9
减：营业外支出	0	0	1	0	1	0	0	1	1
五、利润总额	893	1211	986	-2708	567	1137	2817	3090	4521
减：所得税	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-24	-25
六、净利润	901	1219	994	-2700	575	1145	2826	3114	4546
毛利	121	150	291	317	372	486	740	562	1597
费用支出	505	460	702	434	613	774	936	1667	2323
测算的经营性亏损	-384	-310	-411	-117	-242	-288	-196	-1105	-726
主要比率									
毛利率	14.2%	13.9%	19.9%	20.7%	18.6%	19.4%	19.9%	16.6%	19.4%
营业费率	5.4%	6.2%	7.8%	11.7%	7.1%	7.7%	8.2%	6.7%	7.8%
管理费费率	44.7%	26.5%	32.2%	9.3%	14.3%	13.7%	10.3%	33.5%	12.3%

资料来源：公司报表，招商证券（测算的经营性亏损=毛利-费用支出）

2、名爵品牌仍需持续改善

新产品上市将带来转机。

目前名爵产品中 MG7、MG3 和 MG TF 的市场竞争力较弱，同时名爵销售网络建设略显滞后，2009 年销量预计在 1.5 万辆的水平，我们预计随着新产品 MG 6 的上市，名爵品牌的亏损额将逐步减少。

图2：名爵品牌月度销量统计


数据来源：CAAM，招商证券

3、新品投放优化自主品牌结构

2010 年产品投放提升公司竞争力。

2010 年公司将陆续投放 4 款新车，新产品主要包括荣威品牌 A 级轿车 RW350 以及 SUV，包括名爵 A 级、A0 级两款新车，新车的投放一方面将丰富公司的产品结构，同时，也能提升公司产品在终端销售的竞争能力。

表2：上海汽车自主品牌车型投放与规划

自主品牌未来发展与规划		
产品系列	荣威	名爵
轿车	C	三厢，2012 年推出，政府采购车
	B	RW750，07 年 3 月上市
	B-	RW550，08 年 6 月上市
	A	AP11,三厢，2010 年 5 月
		AP12，两厢，2012 年 12 月
	A0	ZP12，2013 年 10 月
SUV	中型	2010 年 4 月

资料来源：公司资料，招商证券整理

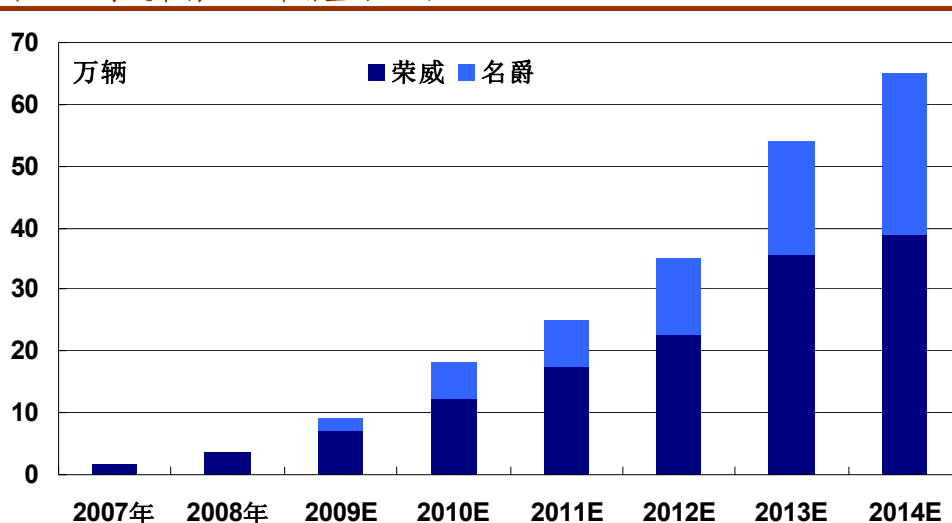
公司销量在未来几年将持续增长。

2009 年公司自主品牌销量预计为 9 万辆，其中名爵销售 2 万辆，荣威销售 7 万辆，预计 2010 年公司自主品牌总销售达到 18 万辆水平，同时，我们预期随着公司车型的成熟以及陆续新产品的投放，在行业依然维持一个平缓增长的趋势下，上海汽车未来几年之内，自主品牌依然会维持一个较高的增长。

2010 年产能利用率将有明显的改善。

上海汽车整车产能方面，2009 年临港基地产能设计为 16 万辆，南京生产基地产能设计为 7.2 万辆，2009 年累计产能利用率为 38.8%；2010 年预期销量 18 万辆，临港基地以及南京基地总产能不会有明显的增长，预计达到 26.8 万辆，2010 年产能利用率将达到 67%，较 2009 年又较大的提升，规模效应将逐渐释放。

图3：上海汽车自主品牌销量与预测



资料来源：招商证券

经销商网络逐步完善将保证公司产品销量的持续增长。

截至 2009 年 3 季度，荣威品牌经销商总计建成 142 家，已经签约达到 187 家，总 329 家；名爵品牌经销商已经建成 90 家，签约 125 家，总 215 家。预计至 2014 年，荣威品牌经销商总计达到 360，名爵品牌发展到 330 家，经销商网络将完成全国内布局。考虑到目前国内二、三线城市实际销售情况，容许在二、三线城市双品牌进行并网销售，同时在三、四线城市以发展分店模式来开拓市场，提高公司产品的知名度以及产品覆盖面积。经销商网络的逐步完善能确保公司产品容量上的增长，同时在三、四线城市并网销售，体现出公司对国内市场环境的确切把握。

二、上海大众-双品牌战略渐显成效

上海大众双品牌战略渐显成效。

上海大众于 2007 年开始实施双品牌战略，在发展大众品牌的同时，引入斯柯达品牌，在经过两年的运作，双品牌战略渐显成效。09 年 1-11 月，上海大众轿车累计销量达到 62.4 万辆，同比增长 44.5%，成为轿车销量冠军，其中新车型“朗逸”和“晶锐”销量分别为 12.6 和 2.76 万辆，销量增长主要来自新车型拉动。预计全年上海大众汽车销量将达到 70 万辆，成为国内狭义乘用车市场冠军已无悬念。

1) 大众品牌累计优势突出。

作为中国最早的合资车企，大众品牌形象深入人心，产品生命力极强，使得大众的成本优势突出，同时配套体系的完善保证了产品品质；2009 年 1-11 月，“大众”品牌累计销量为 51.0 万辆，同比增长 34.9%，其中销量增长主要来自于小排量车型 POLO 的高增长以及新车型朗逸的上量。

2) 斯柯达品牌逐渐被市场接受。

斯柯达在 2007 年开始引入中国，其“实在、内敛”的品牌形象逐渐被消费者接受，09 年 1-11 月，随着晶锐和昊锐的上市，斯柯达品牌的产品线趋于完整，累计销量达到 11.4 万辆；斯柯达品牌引入中国的时间较短，品牌影响力较大众品牌依然有差异，目前对消费者的吸引力主要在于产品品质和性能优势，我们认为随着品牌形象的逐渐塑造，斯柯达品牌各产品的销量水平仍有提升空间。

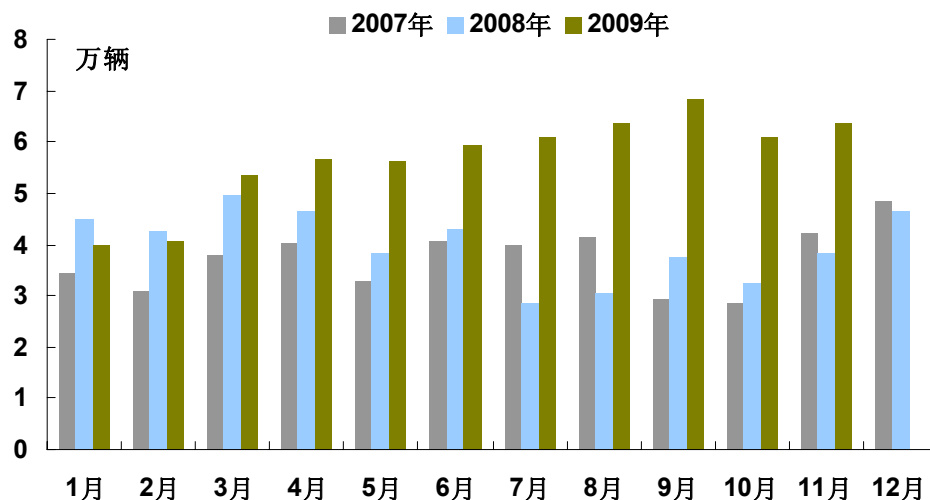
2010 年，上海大众新车推出保销量，产能利用率依然维持高位

2009 年，上海大众新车型主要包括年中推出的新帕萨特领驭以及年底推出的昊锐，2010 年新车型方面，年初 Tiguan SUV 将上市，上半年新一代明锐上市，下半年改款 POLO 上市，2009 年新推车型将在 2010 年全年放量排产，加上 2010 年新车型的推出，我们有理由相信 2010 年上海大众汽车销量仍然能超出行业平均增长水平。2009 年上海大众汽车产量已经超过原有设计产能，使得规模效应明显，2010 年我们预计上海大众汽车销量接近 85 万辆，较 2009 年增长 20%，在产能方面，上海大众将进行有序的产能扩展，但从目前规划来看，2010 年公司产能利用率仍然维持在高位。

产品结构的合理性将保证公司较好的盈利水平

2009 年 1-9 月份，上海大众系列产品盈利水平接近 34 亿元，其中 3 季度单季实现盈利大约为 16 亿元，预计 2009 年上海大众净利润超过 50 亿元。2010 年我们预计上海大众汽车销量达到 85 万辆的水平，考虑扩产的因素在内以及新车型的布局情况，预计上海大众 2010 年净利润应该能保持销量的增速，即 2010 年上海大众的净利润将会达到 60 亿元水平。

图4：上海大众轿车月度销量统计



数据来源：CAAM，招商证券

二、上汽和通用合作持续深化

中国市场成为通用汽车的希望。

2009 年美国和中国汽车市场呈现“冰火两重天”，09 年 1-11 月，美国汽车市场销量 954.5 万辆，同比下降 24.1%，而同期中国市场销量 1200 万辆，同比增长 41.6%，成为全球最大汽车市场；从盈利水平和发展空间的角度考虑，上海通用已经成为通用汽车“最优质”的资产，可以说上海通用的未来发展已经成为通用汽车自我救赎的重要一部分；正因为如此，通用汽车必将在技术开发、产品引进、资源配置等方面对上海通用进行一定的倾斜。

从“大宇平台”到“欧宝平台”，上海通用技术升级。

新君威和新君越是集合了通用全球资源开发的车型，基于通用汽车全球中级车平台欧宝 Epsilon II 基础进行开发的，同时融合了中国销售部门的意见和技术人员的设计灵感，即实现了全球领先的技术性能和产品品质，同时又适应了中国消费者的个性化需求，标志着上海通用已经从过去的“大宇平台”逐渐向“欧宝平台”的成功过渡；另外欧宝资产免于出售对于通用汽车而言至关重要，欧宝已经成为通用汽车全球中级车开发的大本营，战略意义突出。

而 2010 年即将推出的新别克，也是基于欧宝平台的全新产品。而新赛欧的推出，完全是基于本土化的结果，完全由泛亚技术中心完成。

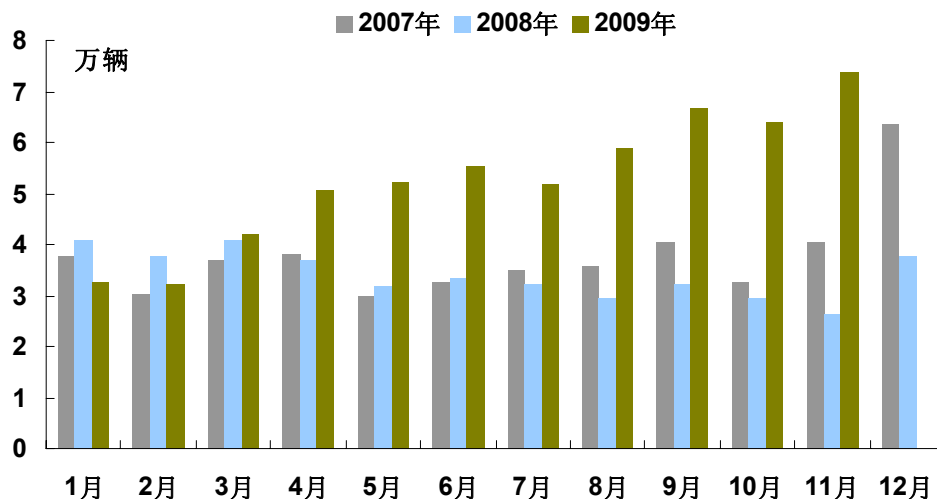
上海通用 2010 年盈利能力依然突出。

“机会总是眷顾有准备的人”，2009 年是上海通用推出重量级车型重要的一年，凭借新车型“新君威”、“科鲁兹”和“新君越”上市，车型竞争力增强，市场反应良好，从我们实地调研了解的情况来看，上海通用目前还存在着提车困难的局面，产品供不应求，特别值得一提的是在日系车占统治地位的华南市场，上海通用已经逐渐取得突破；09 年 1-11 月，公司轿车销量 57.9 万辆，同比增长 56.2%，拉近了与上海大众和一汽大众的差距，稳居乘用车第一阵营。

预计 2009 年公司销量将接近 70 万辆，总产能为 74 万辆，产能利用率处于高位。2010 年公司将根据实际情况对产能进行有序扩张，但产能利用率依然会维持在较高水平。上

海通用产品布局相对完善，网络体系发达，预计公司 2010 年销量将可能超过 85 万辆，盈利能力依然会非常突出。

图5：上海通用轿车月度销量统计



数据来源：CAAM，招商证券

上海汽车与通用汽车未来合作空间较大。

目前通用汽车在破产保护中逐渐获得新生，但资金依然紧张，而上汽则急需技术以及国际化运作经验，双方互补性强；双方经过对上海通用多年来的成功合作，彼此的信赖关系较强，未来的合作将不仅仅围绕上海通用以及上汽通用五菱两个合作公司展开，双方在中国市场以及全球市场存在更多合作机会，有更大发展空间。

上汽增持上海通用 1%股权是双赢选择。

公司拟通过上汽香港以 8450 万美元收购上海通用 1%股权，收购后直接加间接持股比例达到 51%，实现控股，我们认为此举对上海汽车和通用汽车是双赢选择：

- 1) 对上汽而言，收购 1%股权后持股比例变成 51%，对上海通用控制力进一步加强，而上海通用未来将纳入上汽合并报表，有利于投资者从财务信息上了解上海通用的经营情况，提高对上海汽车经营水平的认知度；
- 2) 对通用汽车而言，减少 1%股权体现出其与上海汽车良好合作关系以及对中国汽车市场的重视，也能部分解决其资金上的困难。上海通用作为本土化合资车企的最杰出代表，未来将继续依赖双方共同努力来不断扩大在中国乘用车领先地位。

携手通用，上汽国际化道路重新起航。

上汽全资子公司上汽香港拟与通用汽车（香港）成立各持 50%股权的合资公司“通用上海汽车投资有限公司”，从事整车、发动机及零部件的海外投资及业务开发，合资公司首先将以印度市场为起点；通过与通用汽车合资，上汽集团旗下微客和微卡有望进军国际市场，持续上汽国际化进程；在经历了收购双龙汽车的失败后，上汽积累了一定的国际化运营和管理经验，我们依然认为上汽是中国车企中运营管理能力最突出的企业之一，虽然短期内仍然需要面临一定亏损，但对一个国际化方向发展的企业来说，这是一个必经之路。

表 3: 上海通用盈利情况

单位: 百万元	2007 年	2008 年	09 年上半年
一、营业总收入	64,010	56,494	34,957
二、营业总成本	57,658	52,716	31,606
其中: 营业成本	45,543	41,486	25,221
营业税金及附加	3,808	2,999	1,866
营业费用	4,623	4,124	2,222
管理费用	4,010	4,033	2,070
财务费用	-472	14	99
资产减值损失	145	59	128
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	-61	-64	80
投资收益	11	61	22
四、营业利润	6,302	3,774	3,453
加: 营业外收入	53	29	40
减: 营业外支出	49	53	12
五、利润总额	6,306	3,750	3,481
减: 所得税	155	-92	478
六、净利润	6,151	3,842	3,003
减: 少数股东损益	699	723	388
七、归属母公司所有者净利润	5,452	3,119	2,616
主要比率			
毛利率	28.8%	26.6%	27.9%
营业费率	7.2%	7.3%	6.4%
管理费率	6.3%	7.1%	5.9%
净利润率	8.5%	5.5%	7.5%

资料来源: 公司报表, 招商证券

四、上汽通用五菱依然是微车王者

2010 年微车市场整体增速将有所下滑。

政策刺激对农村微车需求刺激作用逐渐减弱, 同时农民工返城务工将影响消费基础; 由于 2009 年市场消费基数较大, 预计 2010 年行业销量增长 15%, 但由于产品附加值较低, 且市场竞争激烈, 原材料成本上涨等因素, 微车行业盈利增长将低于销量增长。

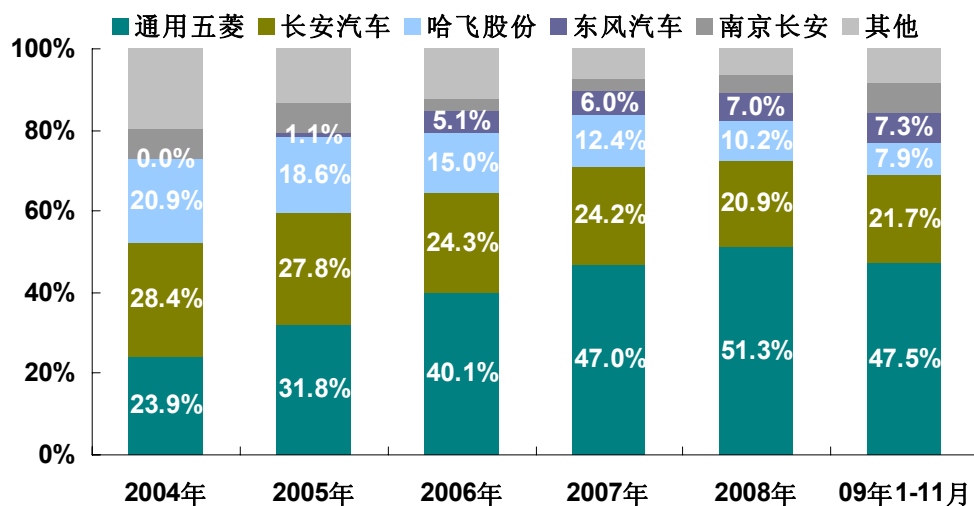
上汽通用五菱盈利能力将凸显。

1) 不同于整个微车行业其他企业纷纷进行产能扩张, 上汽通用五菱的产能扩张计划略显谨慎; 我们认为公司完善的销售网络和突出的管理能力明显强于其他企业, 在市场竞争力突出, 能够获得稳定的订单, 明年产能利用率依然较高, 相比于其他企业两端同时受压力, 公司的压力主要来自于成本端, 需求端的压力相当较小。

2) 2009 年公司产品市场占有率略有下滑, 我们认为这与公司的产品结构选择有关系。实际上目前的上汽通用五菱排产处于饱和状况, 在产能明显不足的情况下, 公司在产品生产上有选择性地进行了调整, 即尽量生产毛利率较高产品, 这也是 2009 年上汽通用五菱盈利能力超出行业其他公司的主要原因。占有 50% 左右的市场份额, 接近于行业垄断地位, 销售网络健全, 只要产能足够以及公司策略有所调整, 上汽通用五菱在市场份额上仍然可以增加, 短期的市场占有率下滑不足为惧。

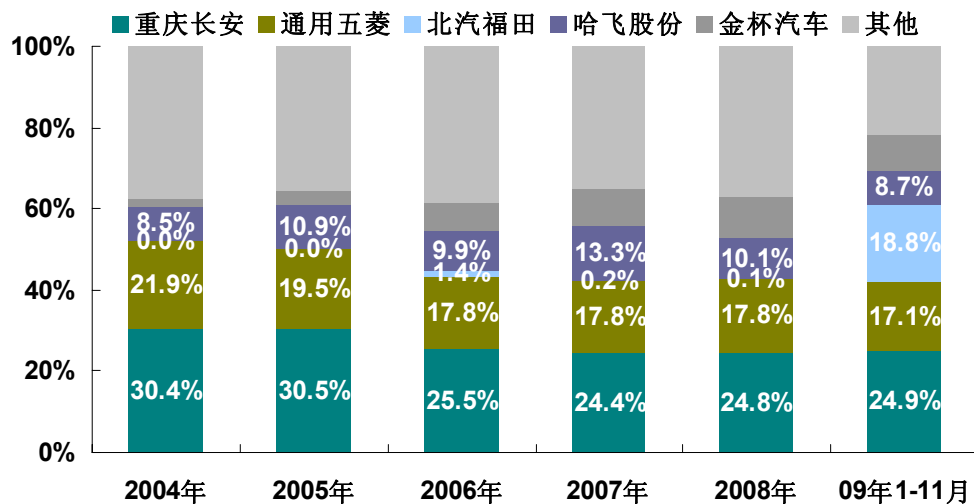
3) 产能利用率较高状况依然维持。上汽通用五菱 2009 年销量超过 100 万辆已成定局，未来公司依然会维持审慎的产能扩张策略，预计 2010 年公司销量增长 12%，总销量达到 113 万辆。2009 年 1-3 季度上汽通用五菱净利润 17 亿元，预计全年实现销售收入 336 亿元，实现利润 23 亿元；2010 年考虑成本的上升，预计净利润增长 10%，实现净利润 25 亿元。

图6：微客厂商份额统计



数据来源：CAAM，招商证券

图7：微卡厂商份额统计



数据来源：CAAM，招商证券

五、新能源汽车是上汽的未来

发展新能源汽车是大趋势。

新能源汽车发展是未来的大趋势已经达成共识，虽然 2009 年哥本哈根会议没有达成具有法律意义上的结果，但是围绕着低碳经济建设以及产业结构的调整将会是国内未来经济发展的主题。在金融危机之后，第一个出台的扶持政策就是汽车消费，虽然汽车销量大幅度增加，以消费拉动国内经济短期内效果显著，但是汽车对传统能源需求的大幅度增加以及尾气排放，将是未来经济发展的重要障碍之一，因此国家大力发展新能源汽车的趋势是不可避免，其中电动车我们认为是未来新能源汽车的主要方向。

发展新能源汽车是系统性工程，上汽具有自身优势。

新能源汽车产业是一个耗资、耗时、技术密集型产业，也是国内汽车行业利用契机赶超传统国际汽车公司重要的有望取得突破的产业之一。新能源汽车的发展需要得到国家产业政策的大力支持与扶持，需要一定时间及较高技术含量。在新能源汽车整车自主开发上，我们认为只有实力雄厚的大公司才能最终完成发展新能源汽车巨大的系统工程，而上海汽车作为国内实力最为雄厚的汽车企业之一，完全有能力肩负起这一重任。

1) 2010 年世博会将给上海汽车自主品牌新能源汽车发展带来契机

2010 年上海世博会将启用纯动车（大巴车及场馆车）270 辆，超级电容大巴车 36 辆，燃料电池车 176 辆，混合动力大巴车 150 辆，混合动力轿车 350 辆，总计 982 辆新能源汽车，上海汽车作为东道主，将会在这次世博会上获得更多的实践机会，为今后的长期发展打下坚实的基础。

2) 公司发展新能源汽车具有长期的发展规划

实际上上海汽车发展新能源汽车具有较好的基础及较长的历史。虽然燃料电车面对市场需要较长的时间，但在通过与同济大学、清华大学等多个机构的合作中，培养了大批人才并具有较好的技术积累。在上海汽车在新能源汽车的发展上，对于电驱模块、电池系统、电力电子、电动转向及电动空调等领域内将利用全球资源进行打造，而在关键技术上，即混合动力系统电气集成和控制软件上，将力足于自主研发。自主开发，拥有自己的独立技术与品牌是上海汽车发展新能源的路径。

表 4：上海汽车新能源汽车发展规划

动力平台		中混	插电强混	纯电动
	节油效果	17-25%	>50%	100%
	发动机/变速箱	1.8T/5AT	1.5/VCT	无
	电机	BSG 电机 20KW	ISG 电机 25KW TM 电机 55KW	40KW 电机
技术平台	电池	A123 锂电池 12KWh	锂电池 12KWh, 230KG	锂电池 15KWH
	技术平台	BSG	混联式 Plug-in	EV
适用车型		RW750	RW550	A00 级车
SOP 计划		2010 年	2012 年	2011 年

资料来源：公司资料，招商证券整理

3) 牵手 A123 占据行业发展高点

在新能源汽车上，动力电池是重要的构成部分，纯电动车的发展上我们相对看好综合技术指标相对理想的锂离子电池。2009 年底，上海汽车宣布与美国纳斯达克上市公司 A123 宣布成立合资企业，其中上海汽车占 51% 股权，共同开发电池系统。A123 公司

在锂离子动力电池系统开发方面具有较强的实力，由其所提供动力系统的通用汽车混合动力产品 Volt 将于 2010 年投放市场。上海汽车在关键零部件上选择与 A123 合作，从一开始就占据行业发展的高点，我们认为其未来在新能源汽车领域的发展值得期待。

六、盈利预测与投资评级

1、盈利预测

关键假设与预测：

- 1) 乘用车行业继续维持增长，预计增长率为 15%；
- 2) 原材料价格上涨幅度在 10% 左右，行业产能利用率仍然会超过 85%；
- 3) 上海大众汽车销量 2009 年 70 万辆，2010 年达到 83.3 万辆；2009 年、2010 年分别实现净利润 51、60.3 亿元；
- 4) 上海通用 2009 年、2010 年汽车销量分别为 69.6、83.1 万辆；2009、2010 年分别实现净利润 80.5、99 亿元；
- 5) 上汽通用五菱 2009、2010 年汽车销量分别 105、118 万辆；2009、2010 年分别实现净利润 23、26 亿元；
- 6) 中联电子旗下子公司联合电子 2010 年维持行业水平增长率，2009、2010 年分别实现净利润 17、20 亿元；
- 7) 自主品牌荣威及名爵 2009、2010 年累计销量分别为 12、18 万辆，两大自主品牌再加上研发中心费用化支出，2009 年亏损接近 8 亿元，2010 年实现盈亏平衡。
- 8) 财务公司盈利能力维持在 3 亿元水平，母公司管理费用支出 3 亿元。

表 5：上海汽车销量统计与预测

合并范围内的:	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E
大众销售	35	46	50	70	83
通用五菱	46	55	65	103	113
上海汽车	0	2	3	8	12
上海汇众	0.0	0.3	0.5	0.6	0.7
双龙汽车	12	13	9	0	0
南汽名爵			1	2	6
小计	93	116	128	183	215
合并范围外	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E
上海通用	41	50	45	70	83
南维柯		0	2	3	3
其他	1	3	8	9	10
小计	41	53	56	82	96
总计	134	169	183	263	305

资料来源：招商证券

在此条件假设情况下，我们预计上海汽车 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 1、1.61、1.84 元，业绩仍然具有较好的上升空间。

2、投资建议与评级

2007 年我们根据乘用车竞争力的划分,通过比较资金实力、研发力量、产品平台以及营销网络等环节,将上海汽车定义为“最优秀的国际化”本土企业,目前我们依然维持对上汽汽车这一评价不变。

无论是在合资企业的合作关系及发展势头,还是自主品牌的可持续发展能力,以及新能源汽车占据高端的开始上,上海汽车在这些方面仍然具有大多数企业所不具备的实力,我们长期看好国内汽车市场的快速发展,而上汽作为行业龙头企业,未来面临的发展机遇以及自身的实力是多数企业难以企及。

上海汽车目前股价为 26.13 元,分别对应 2009、2010、2011 年 PE 估值水平为 25.9、16.2、14.2 倍,估值水平偏低。对于行业龙头,并且竞争力较强的上海汽车,我们认为根据行业的平均增长水平以及上海汽车自身强大的竞争力,按照 2010 年 EPS1.61 元以 20 倍 PE 估值应在合理范围之内,上调目标价格为 32 元,较目前股价 26.13 元仍然有 26% 的上涨空间。继续维持“审慎推荐”的评级并长期看好公司未来发展,建议投资者积极参与行权。

3、行权如能成功利于行业利于公司

2010 年 1 月 4 号开始,上海汽车面临可分离债转股,行权价格定为 26.91 元,仅仅比目前的股价 26.13 元高出 3 个百分点,我们认为上海汽车如能顺利行权将是利于行业利于公司发展的事件,而且上汽行权成功是大概率事件。

- 1) 上海汽车是行业龙头企业,是最优秀的国际化本土企业,如能行权成功,则能增加行业龙头公司的竞争实力,就能提高国内整个汽车行业的竞争能力;
- 2) 上海汽车是目前 A 股市场乘用车龙头企业,其如能顺利行权并引发股价上涨,则能整体上提高汽车行业的平均估值水平;如其不能行权,将会在一定程度上压制行业估值水平的提升;
- 3) 我们认为上汽能顺利行权是大概率事件。首先,上海汽车在行业快速增长的 2009 年给投资者带来的报酬是非常丰厚,不存在短期套利的巨大压力;同时,上海汽车在基本面上也对行权价格也能形成足够的支撑,良好的业绩以及预计的较好发展就是这个支撑的基础。

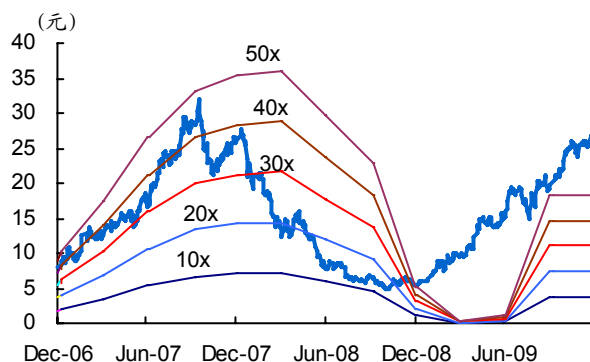
4、风险提示

- 1) 恶性通胀导致的财富效应下降将导致行业销量的增长难以达到预期,在此前提下,上海汽车产品销量也将难以达到预期
- 2) 原材料价格上涨幅度超出我们预期;
- 3) 上海汽车如不能顺利行权,股价将出现大幅度波动,同时会影响行业平均估值水平,但我们认为即使如此导致的股价下跌也是短期行为,下跌将是最好的买入机会。

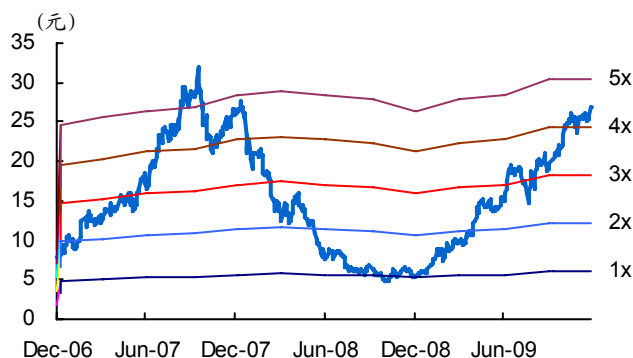
表 6: 上海汽车 2009 年前三季度业绩回顾 (合并报表)

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	28929	28709	24328	23927	27215	34370	38026	81965	99611
二、营业总成本	29254	29067	24760	28563	27288	34761	37401	83081	99450
其中: 营业成本	25523	24974	21436	21302	23863	29541	32708	71933	86113
营业税金及附加	213	210	192	174	302	367	398	616	1067
营业费用	1735	2336	1768	1352	1749	2519	2753	5838	7021
管理费用	1476	1276	1057	1567	965	1119	1200	3808	3284
财务费用	257	227	178	855	153	188	142	663	483
资产减值损失	-32	-39	41	3260	193	955	98	-30	1245
三、其他经营收益	1865	1176	697	1052	1069	1797	2470	3738	5337
公允价值变动收益	-21	-63	84	300	-11	5	-3	0	-10
投资收益	1886	1239	613	752	1081	1793	2474	3738	5347
四、营业利润	1540	818	261	-3588	997	1409	3098	2619	5504
加: 营业外收入	33	47	201	234	19	52	16	280	88
减: 营业外支出	38	-14	5	-4	10	6	24	29	39
五、利润总额	1535	879	457	-3351	1007	1456	3090	2870	5552
减: 所得税	123	98	90	58	101	167	177	311	445
六、净利润	1411	782	366	-3409	905	1288	2913	2559	5107
减: 少数股东损益	171	57	106	-1839	278	469	385	333	1133
七、归属母公司所有者净利润	1241	725	261	-1570	627	819	2528	2226	3974
EPS (元)	0.19	0.11	0.04	-0.24	0.10	0.13	0.39	0.34	0.61
主要比率									
毛利率	11.8%	13.0%	11.9%	11.0%	12.3%	14.0%	14.0%	12.2%	13.6%
营业利润率	5.3%	2.8%	1.1%	-15.0%	3.7%	4.1%	8.1%	3.2%	5.5%
净利率	4.3%	2.5%	1.1%	-6.6%	2.3%	2.4%	6.6%	2.7%	4.0%
营业费率	6.0%	8.1%	7.3%	5.6%	6.4%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%
管理费费率	5.1%	4.4%	4.3%	6.6%	3.5%	3.3%	3.2%	4.6%	3.3%
实际税率	8.0%	11.1%	19.8%	-1.7%	10.1%	11.5%	5.7%	10.8%	8.0%
YOY									
收入增长率	13.6%	12.2%	-6.0%	-12.8%	-5.9%	19.7%	56.3%	6.5%	21.5%
归属母公司所有者净利润	7.0%	-53.4%	-77.7%	-309%	-49.5%	13.0%	869.2%	-42.7%	78.5%

资料来源: 公司报表, 招商证券

图 8: 上海汽车历史 PE Band


资料来源: 招商证券

图 9: 上海汽车历史 PB Band


资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《从产业发展现状 寻找综合实力较强企业》2007/3/22 行业策略报告，重点推荐上海汽车以及一汽轿车；
- 2、《上海汽车（600104）-08 年整合继续推进，发展基石持续夯实》2008/9/1；
- 3、《汽车行业 2009 年投资策略报告-金融危机下国内乘用车投资价值凸现》2008/12/4，核心观点“看好乘用车、看空商用车”；
- 4、《上海汽车（600104）-韩国双龙，实为“鸡肋”》2009/1/12；
- 5、《上海汽车（600104）-基本面向好，估值水平偏低》2009/2/15；
- 6、《上海汽车（600104）-08 年业绩受累双龙，09 年将有所改善》2009/4/28；
- 7、《上海汽车（600104）-短期经营状况良好，未来发展仍需观察》2009/6/11。
- 8、《上海汽车（600104）-合资企业盈利恢复，自主品牌有所改善》2009/8/27。
- 9、《上海汽车（600104）-自主品牌盈利改善，投资收益大幅增长》2009/11/2。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	54575	55972	75910	96851	118853
现金	16620	22174	30941	44878	59145
交易性投资	219	275	280	280	280
应收票据	11759	12573	18425	20268	23308
应收款项	4197	2860	3011	3605	4138
其它应收款	770	439	768	921	1059
存货	7851	7442	10638	12699	14595
其他	13158	10209	11847	14200	16328
非流动资产	47241	51885	50155	52521	54615
长期股权投资	19416	21471	21471	21471	21471
固定资产	17446	14006	17464	20109	22455
无形资产	1769	2530	2777	2499	2249
其他	8609	13879	8444	8442	8440
资产总计	101815	107857	126065	149372	173468
流动负债	48691	55120	66775	77930	88180
短期借款	2292	4326	4000	3800	3600
应付账款	16384	18187	25031	29879	34341
预收账款	3352	3123	4611	5504	6326
其他	26663	29484	33133	38747	43913
长期负债	10118	14200	12673	12673	12673
长期借款	175	1225	1825	1825	1825
其他	9943	12974	10848	10848	10848
负债合计	58809	69320	79448	90604	100854
股本	6551	6551	6551	6551	6551
资本公积金	23176	22202	22202	22202	22202
留存收益	7658	5887	12317	21827	32663
少数股东权益	5622	3897	5547	8189	11199
母公司所有者权益	37385	34640	41070	50579	61416
负债及权益合计	101815	107857	126065	149372	173468

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	376	11670	5703	11968	11142
净利润			6601	10566	12040
折旧摊销			2180	2580	2858
财务费用			583	374	276
投资收益			(7250)	(8600)	(9804)
营运资金变动			1931	4224	2595
其它			1659	2824	3178
投资活动现金流	(4870)	(4236)	(576)	(5000)	(5000)
资本支出			(6000)	(5000)	(5000)
其他投资			5424	0	0
筹资活动现金流	6727	(850)	3640	6969	8124
借款变动			(731)	(200)	(200)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(170)	(1057)	(1204)
其他			4541	8226	9528
现金净增加额	2232	6583	8767	13937	14266

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	104384	105892	153544	184253	211890
营业成本	89529	93235	131741	157260	180743
营业税金及附加	704	790	1075	1290	1483
营业费用	8591	7190	11209	13266	15256
管理费用	5374	5376	5835	6172	7416
财务费用	741	1517	583	374	276
资产减值损失	96	3229	1245	0	0
公允价值变动收益	(115)	301	0	0	0
投资收益	6578	4489	7250	8600	9804
营业利润	5578	(970)	9108	14490	16521
营业外收入	354	514	100	100	100
营业外支出	78	25	40	40	40
利润总额	5854	(480)	9168	14550	16581
所得税	442	370	917	1343	1530
净利润	5411	(850)	8251	13207	15050
少数股东损益	774	(1506)	1650	2641	3010
母公司所有者净利润	4638	656	6601	10566	12040
EPS (元)	0.71	0.10	1.00	1.61	1.84

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	434%	1%	45%	20%	15%
营业利润	273%	-117%	-1039%	59%	14%
净利润	233%	-86%	906%	60%	14%
获利能力					
毛利率	14.2%	12.0%	14.2%	14.7%	14.7%
净利率	4.4%	0.6%	4.3%	5.7%	5.7%
ROE	12.4%	1.9%	16.1%	20.9%	19.6%
ROIC	12.3%	2.1%	16.6%	21.0%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	57.8%	64.3%	63.0%	60.7%	58.1%
净负债比率	4.6%	6.1%	4.6%	3.8%	3.1%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
存货周转率	13.3	12.2	14.6	13.5	13.2
应收帐款周转率	32.5	30.0	52.3	55.7	54.7
应付帐款周转率	6.1	5.4	6.1	5.7	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.71	0.10	1.01	1.61	1.84
每股经营现金	0.06	1.78	0.87	1.83	1.70
每股净资产	5.71	5.29	6.27	7.72	9.37
每股股利	0.00	0.00	0.03	0.16	0.18
估值比率					
PE	36.9	260.9	25.9	16.2	14.2
PB	4.6	4.9	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	34.3	109.6	24.0	16.3	14.5

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。