

业绩符合市场预期

公司近日公布 09 年年报。报告期内，公司实现销售收入 1396.36 亿元，同比增长 31.87%；归属于上市公司股东的净利润 65.92 亿元，同比增长 904.61%。每股净收益 1.01 元，盈利水平符合市场预期。

研究结论

- **投资收益大幅度增长是公司 09 年盈利快速增长的最重要的驱动因素。**报告期内，来自上海通用、上海大众和联合汽车电子等整车和零部件企业的投资收益，同比增长 85.9%，是 09 年公司业绩大幅度增长的最重要的驱动因素。
- **公司本部盈利水平显著改善。**报告期内，公司本部的荣威 550 车型市场表现出色，驱动公司的营业收入同比增长 139.2%；受销售规模扩大和原材料价格下降等因素的驱动，公司本部的产品毛利率由 08 年的 17.8%，上升到 09 年的 19.4%；密集的新产品开发阶段基本结束，09 年公司的研发支出为 12.87 亿元，同比下降 33.3%；剔除双龙汽车的投资损失，09 年公司本部的经营性亏损大约为 10.5 亿元，同比下降 14.5%。我们认为，随着公司本部新产品的不断推出，销售规模不断扩大，全新产品开发阶段基本结束，公司本部即将进入盈利阶段，本部的盈利增长即将成为公司业绩增长的重要驱动因素。
- **并表子公司盈利水平的快速增长也为公司 09 年的业绩增长做出重要贡献。**报告期内，并表子公司营业收入同比增长 31.9%，毛利水平由 08 年的 12.0%，上升到 09 年的 13.2%；剔除双龙的投资损失，并表子公司盈利水平由 08 年的 -25.23 亿元，上升到 09 年的 14.72 亿元。上汽通用五菱、上汽财务和上海大众销售公司等并表子公司盈利水平的快速增长，为公司 09 年整体盈利水平的快速增长也做出了重要贡献。
- **金融业务盈利水平快速增长。**09 年上汽财务实现毛利 4.08 亿元，同比增长 126.9%。上汽财务的盈利水平的快速增长，主要受益于汽车金融业务的快速增长。我们认为，全新一代汽车消费群体的消费观念和现有的消费群体有着显著的区别，更加倾向于信贷消费。上汽财务的个人汽车消费信贷业务成长空间巨大，即将成为公司上汽财务业绩增长的重要驱动力。
- **投资评级。**预计公司 10 年、11 年分别实现每股收益 1.27 元、1.38 元（按照资本公积金转增股本摊薄后计算），对应 10 年、11 年 PE 分别为 16.57 倍、15.34 倍；10 年、11 年 PB 分别为 3.39 倍、2.81 倍。继续维持对公司买入的投资评级。
- **风险因素。**1)、乘用车产品需求增速显著放缓；2)、整车行业产能释放速度过快，乘用车产品价格体系显著下移。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



秦绪文 汽车行业高级分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209090198

王轶 汽车行业分析师
8621-63325888 x 6129
wangyi1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121343

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 4 月 1 日)	21.1 元
目标价格 (6 个月)	33.00 元
总股本/A 股 (万股)	655495/655495
A 股市值 (百万元)	138310
国家/地区	中国
行业	汽车
报告日期	2010 年 4 月 1 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(0.52)	(16.14)	115.71
相对表现 (%)	(4.84)	(9.22)	82.65

资料来源：WIND

财务预测

(百万元人民币)	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	105,892	139,636	188,050	211,019
税前利润	369.71	489.16	798.93	865.10
归属母公司净利润	656	6,592	10,849	11,719
EBITDA	2,339	11,195	15,852	17,293
每股收益 (元)	0.10	1.01	1.27	1.38
净资产收益率	1.82%	17.10%	22.71%	20.03%
每股经营现金 (元)	1.78	3.29	2.16	3.42
市盈率 (X)	210.65	20.97	16.57	15.34
EV/EBITDA	10.66	13.60	9.85	8.19

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

损益表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	105,892	139,636	188,050	211,019	经营活动现金流	11,670	21,572	18,403	29,127
营业成本	93,542	121,580	163,700	183,610	税后利润	656	6,592	10,849	11,719
主营业务税金及附加	790	1,465	1,975	2,216	经常性非现金支出	7,146	4,097	2,782	3,086
销售费用	7,190	9,789	12,818	14,384	非经常性现金支出	(5,204)	(9,521)	(10,460)	(11,139)
管理费用	5,376	4,750	6,495	7,289	营运资金变动	10,578	18,889	13,564	23,626
财务费用	1,517	579	354	397	少数股东损益	(1,506)	1,516	1,668	1,834
资产减值损失	3,229	1,426	108	98	投资活动现金流	(4,236)	(12,285)	(12,995)	(13,449)
投资收益	4,489	8,344	10,370	11,049	资本开支	(6,383)	(3,657)	(3,883)	(3,763)
营业利润	(970)	8,431	13,036	14,138	投资与投资收益	2,146	(8,628)	(9,111)	(9,686)
非经常性损益	489	166	280	280	筹资活动现金流	(850)	(4,154)	(72)	(645)
税前利润	(480)	8,597	13,316	14,418	贷款增加	(191)	(2,270)	500	600
所得税	370	489	799	865	支付股利利息	(2,581)	(1,295)	(682)	(1,250)
净利润	(850)	8,108	12,517	13,553	其他融资	(79)	(590)	0	0
少数股东损益	(1,506)	1,516	1,668	1,834	现金净流量	6,357	5,140	5,341	15,039
归属母公司净利润	656	6,592	10,849	11,719	现金期初余额	14,411	20,768	25,908	31,249
EPS (元/股)	0.10	1.01	1.27	1.38	现金期末余额	20,768	25,908	31,249	46,288

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产合计	55,972	74,492	93,344	109,801	增长能力				
货币资金	22,174	30,500	35,749	50,788	营收增长率(%)	1.44%	31.87%	34.67%	12.21%
应收账款及票据	15,871	20,980	28,429	31,900	EBITDA 增长率(%)	-72.36%	378.72%	41.60%	9.09%
存货	7,442	8,314	13,988	11,087	EBIT 增长率(%)	-98.40%	8914.14%	47.85%	8.63%
交易性金融资产	275	77	127	177	净利润增长率(%)	-115.72%	-1053.83%	54.37%	8.28%
非流动资产合计	51,885	63,666	75,077	86,807	盈利能力				
长期投资	21,471	25,425	35,370	45,994	毛利率(%)	11.66%	12.93%	12.95%	12.99%
固定资产	14,006	14,651	15,783	16,805	净利率(%)	-0.80%	5.81%	6.66%	6.42%
在建工程	3,092	3,479	3,736	3,836	EBITDA 利润率(%)	2.21%	8.02%	8.43%	8.20%
可供出售金融资产	2,966	10,451	10,451	10,451	ROA(%)	-0.81%	6.59%	8.17%	7.43%
无形资产	2,530	2,946	3,165	3,361	ROE(%)	1.8%	17.1%	22.7%	20.0%
开发支出	707	1,230	980	630	ROIC(%)	-1.70%	16.00%	21.37%	18.97%
资产总计	107,857	138,158	168,420	196,608	偿债能力				
流动负债合计	55,120	79,757	97,778	113,214	资产负债率(%)	64.3%	66.2%	64.9%	63.5%
循环借款	5,331	2,734	3,234	3,734	流动比率(倍)	1.02	0.93	0.95	0.97
应付账款及票据	19,018	24,766	32,904	36,906	速动比率(倍)	0.88	0.83	0.81	0.87
预收账款	3,123	7,765	9,402	10,551	营运能力				
其他应付款	2,663	4,518	4,584	5,141	总资产周转率	1.01	1.14	1.23	1.16
非流动负债合计	14,200	11,637	11,587	11,637	应收账款周转率	3.24	3.78	3.80	3.49
长期贷款	1,225	1,663	1,663	1,763	存货周转率	12.23	15.43	14.68	14.64
应付债券	7,053	7,279	7,279	7,279	应付账款周转率	4.94	5.55	5.68	5.26
负债合计	69,320	91,394	109,365	124,851	价值评估				
股本	6,551	6,551	8,521	8,521	P/B (倍)	3.99	3.26	3.39	2.81
资本公积	22,202	22,347	20,482	20,482	P/E (倍)	210.7	21.0	16.6	15.3
未分配利润	4,886	8,825	18,262	27,956	EV/收入(倍)	0.24	1.09	0.83	0.67
股东权益合计	38,537	46,764	59,056	71,757	EV/EBITDA (倍)	10.66	13.60	9.85	8.19
负债和股东权益	107,857	138,158	168,421	196,608	EV/EBIT (倍)	245.10	16.61	11.51	9.62

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn