

自主品牌走上崛起之路

研究结论

- **上汽自主品牌正在走上崛起之路。**自主品牌是未来发展中国汽车工业的关键，政府已经开始给予重视，预期在持续出台的政策支持下，汽车企业将更有动力进行产品开发，不断推出新产品。我们预计，未来十年自主品牌乘用车产品销量的年复合增长率在 20% 左右。上汽的自主品牌是在收购罗孚技术的基础上建立起来的，经过几年的精耕细作，预计今年首度扭亏为盈。公司自主品牌业务的整体实力在业内名列前茅，是未来最有可能优先胜出、并引领中国自主品牌汽车产业发展方向的公司之一。随着研发实力与规模的不断壮大，上汽的自主品牌正在越来越被消费者认可，逐步走上崛起之路。
- **旗下合资企业经营前景依然良好。**公司旗下 3 个合资企业经营情况依然良好，上海通用产品性能短板随着车型换代逐渐消失，步入第二个黄金增长期；上海大众也通过产品换代与引入斯柯达品牌改变产品老化、品牌单一的局面，双品牌策略初显成效，盈利能力有望进一步提升；上汽通用五菱行业龙头地位稳固。首批节能推广目录中，公司旗下合资企业的多个产品跻身首批节能环保推广目录，成为本批目录最大的受益者。我们预计，节能汽车补贴政策和现有的优惠政策叠加后，相关车型价格非常有吸引力，将对公司的销量产生明显的推动作用。
- **新能源产业化道路已占领先机。**公司的新能源汽车关键零部件体系已经完成初步构建，并研制成功多种新能源汽车。公司已为世博会提供了 972 辆新能源汽车，占世博会所有新能源汽车的 95% 以上，预示着公司的新能源汽车已走出实验室，进入产业化发展阶段。此外，公司的荣威 750 中混合动力轿车年内实现量产，插电式强混和纯电动轿车也将于 2012 年上市。我们认为公司已占领了新能源产业化道路的先机，长期发展前景乐观。
- **拥有汽车金融双牌照，具备先发优势。**汽车金融业务对汽车集团的作用不仅表现在刺激销量、稳定价格方面，还可为公司贡献丰厚的利润，上汽已拥有 2 张汽车金融牌照，其中上汽通用汽车金融公司已占据汽车金融业务 50% 以上的市场份额，上汽财务业务发展迅速，公司在汽车金融业务领域先发优势明显。
- **投资评级与目标价。**我们看好未来十年中国乘用车行业，公司作为行业龙头成长性高于行业。目前股价对应 9.8 倍市盈率；对应增发摊薄后市盈率也仅有 10.8 倍。由于目前行业内主要乘用车上市公司估值水平均在 10 倍左右。我们认为公司作为乘用车龙头企业，未来成长性好于行业，理应享受溢价。对应 10 年 EPS15 倍市盈率，目标价 19.05 元。维持买入评级。
- **风险提示。**1) 乘用车行业景气程度显著下降；2) 公司自主品牌新产品销量显著低于预期；3) 乘用车行业开始新一轮的价格战。

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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 7 月 6 日) 12.44 元

目标价格 19.05 元

总股本/A 股 (万股) 852144/ 852144

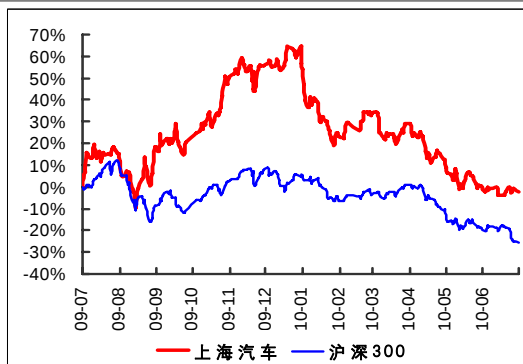
A 股市值 (百万元) 1060 亿元

国家/地区 中国

行业 汽车与零部件

报告日期 2010 年 7 月 7 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.2	-24.2	-2.0
相对表现 (%)	7.0	2.1	23.5

资料来源：Wind

财务预测 (单位：百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	139,636	275,896	322,890	373,537
同比 (%)	31.9%	97.6%	17.0%	15.7%
净利润	6,592	10,849	11,719	14,961
同比 (%)	905%	64.6%	8.0%	27.7%
毛利率 (%)	12.93%	20.8%	20.5%	20.4%
ROE (%)	17.10%	22.7%	20.0%	21.1%
每股收益 (元)	1.01	1.27	1.38	1.76
P/E (倍)	12.4	9.8	9.0	7.1
P/B (倍)	1.9	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	13.60	2.79	1.69	1.02

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1、自主品牌走上崛起之路	4
1.1、国家支持力度加强促进自主品牌加速发展	4
1.2、新能源汽车提供另一个切入点	6
1.3、上汽自主品牌正在走上崛起之路	7
1.3.1、高起点、高标准的自主品牌	7
1.3.2、今年首度开花结果有望扭亏为盈	7
1.3.3、借助资本市场走上崛起之路	8
2、合资企业经营前景依然良好	8
2.1、多个品牌跻身首批节能环保目录	8
2.2、合资品牌仍处于上升期	9
2.2.1、上海通用步入第二个黄金增长阶段	9
2.2.2、上海大众双品牌战略初现成效	10
2.2.3、五菱成为最受益节能补贴的微客厂商	11
3、新能源汽车产业化道路已占领先机	11
4、拥有汽车金融双牌照，具备先发优势	12
5、公司长期投资价值凸显	13
5.1、未来成长性依然良好	13
5.2、估值偏低，长期投资价值凸显	14
6、风险提示	15

图表目录

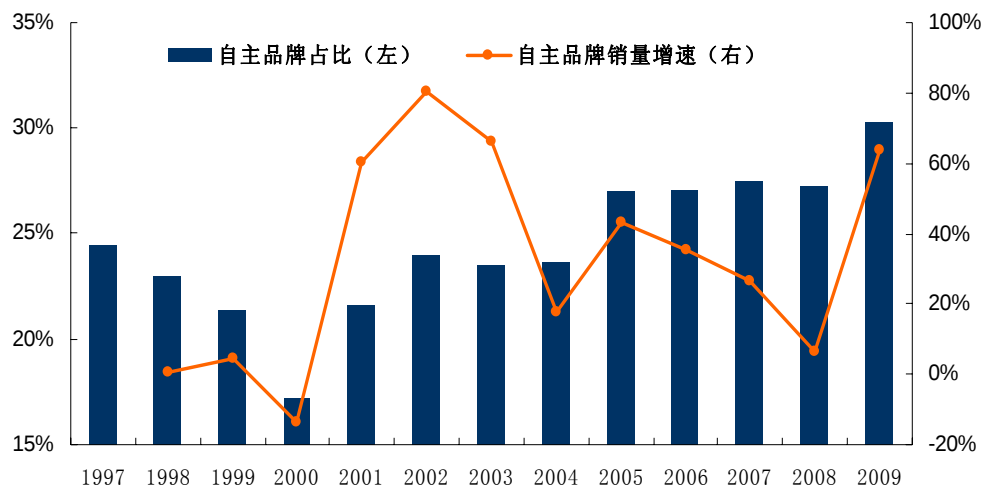
图 1 中国自主品牌狭义乘用车销量增速及占比	4
图 2 上汽荣威品牌月度销量走势	7
图 3 上海通用新车型销量已占到 50%以上	10
图 4 上海通用与上海大众狭义乘用车市场占有率变化	10
图 5 大众朗逸上市后月销量	11
图 6 斯柯达三种产品上市后月销量	11
图 7 上汽在新能源汽车领域已取得一定进展	12
图 8 上汽财务汽车消费信贷余额及同比增速	13
表 1 国家近 2 年对自主品牌的政策支持力度显著增强	5
表 2 上汽定向增发拟募集资金投向	8
表 3 节能产品惠民工程节能汽车（1.6 升及以下乘用车）推广目录（第一批）	9
表 4 上汽为世博会提供新能源汽车的计划	12
表 5 上汽旗下主要整车企业销量预测	14
表 6 公司分部备考净利及权益净利分拆（百万元人民币）	14
附表：财务报表预测与比率分析	16

1、自主品牌走上崛起之路

1.1、国家支持力度加强促进自主品牌加速发展

我国自主品牌最早源于 20 世纪 50 年代的“红旗”、“凤凰”牌轿车。但实际上，乘用车工业（本报告指狭义乘用车）的发展是在 20 世纪 80 年代才开始起步，而自主品牌的发展是从本世纪开始才有所作为。进入 21 世纪，私人汽车消费逐渐崛起，吉利、奇瑞等企业相继获得生产和销售轿车的许可，并以经济型轿车为主的自主品牌找到了市场，并快速发展起来，2006 年开始，大型汽车集团上汽、一汽等也开始介入并推出中高端自主品牌轿车，自主品牌汽车的产品线开始丰富，整体竞争力明显提升，市场份额不断提升至 2009 年的 30.3%。

图 1 中国自主品牌狭义乘用车销量增速及占比



数据来源：汽车工业协会产销快讯，东方证券研究所

尽管自主品牌乘用车销量的市场份额已占超过 30%，但自主品牌乘用车无论性能、质量、还是服务等方面均有合资车有一定的差距，大多产品分布在低端区间，企业的整体盈利能力偏低。我们认为，如果仅靠自身积累资金，企业将缺乏足够实力进行下一步自主研发与品牌建设。日本与韩国自主品牌汽车崛起的过程表明，国家在自主品牌汽车发展初期给予企业各方面给予的支持作用不可忽视，过去十年，国家层面对自主品牌的世纪支持力度远远不够，我们认为这一状况将很快发生根本改变：

1. **汽车工业已经成为重要的经济增长点，战略地位不容忽视。**2009 年，汽车工业总产值占 GDP 的比重已经由 10 年前的不足 2% 提升至 10% 左右，已成为经济增长的重要推动力，战略地位不容忽视。
2. **中国汽车工业发展的核心在于提升自主品牌的核心竞争力。**过去“以市场换技术”的发展的合资策略并未取得预期的效果，自主品牌的缺失，使我们不仅要支付品牌使用费、技术转让费等巨额费用，在生产、管理、销售领域也缺乏控制力。由于技术进步是经济增长的内生因素之一，

过度依赖合资的模式会造成丧失本土技术进步推动经济增长的动力,汽车工业的发展必然受到制约。

3. **政策支持力度很大程度上决定自主品牌发展的速度。**日本、韩国自主品牌崛起的经验表明,国家对自主品牌政策方面的支持对产业的发展非常重要,正是由于政府在汽车工业发展初期给予了多方面的支持,包括公务车采购、各种补贴与优惠、鼓励出口等等政策,日本、韩国的汽车工业均只经历了 20 多年的发展便成为国民经济发展的支柱,并登上了国际舞台。
4. **大型汽车集团全面介入使自主品牌获得政策支持更顺理成章。**由于发展初期,我国自主品牌汽车以弱小的民营资本为主,政府未给予过多关注;目前各个大型汽车集团均已经介入自主品牌的研发,其行业话语权远远大于民营资本,获得政府支持更顺理成章。

我们认为,自主品牌已成为未来我国发展汽车工业的关键点,政府已经开始给予重视,2008 年来已相继出台多项政策支持自主品牌汽车的发展,特别是在公务车采购方面已获得突破,要求自主品牌比例不得低于 50%,充分证明了政府明确支持自主品牌的态度,后续将很有可能出台一系列优惠政策和法规来推动自主品牌的发展,如税收优惠、补贴、信贷优惠等等。在政策支持下,企业将更有动力与实力进行技术研发,整体实力将快速上升,我国自主品牌乘用车的快速发展值得期待。我们预测,未来十年中国乘用车的年复合增长率在 15%左右,而自主品牌乘用车的年复合增长率在 20%左右。

表 1 国家近 2 年对自主品牌的政策支持力度显著增强

时间	政策	内容
2008 年 9 月	国务院 《关于中央和国家机关进一步加强节油节电工作和深入开展全民节能行动具体措施的通知》	要求一般公务车排气量要在 1.8 升(含)以下、价格要在 16 万元以内;而之前一般公务车配备标准为 2.0 升(含)以下、价格 25 万元以内。
2009 年 3 月	国务院 《汽车产业调整和振兴规划》	1. 规划目标:自主品牌乘用车国内市场份额超过 40%,其中轿车超过 30%。自主品牌汽车出口占产销量的比例接近 10%。 2. 自 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日,对 1.6 升及以下小排量乘用车减按 5%征收车辆购置税。 3. 在技术开发、政府采购、融资渠道等方面制定相应政策,引导汽车生产企业将发展自主品牌作为企业战略重点,支持汽车生产企业通过自主开发、联合开发、国内外并购等多种方式发展自主品牌。
2009 年 6 月	中央国家机关政府 采购中心 《2009—2010 年中央国家机关汽车协议供货汽车厂商名单》	38 家进入采购名单的汽车厂家中,有自主品牌车企 21 家,车型 60 多款,合资品牌 55 款。包括上汽的名爵、荣威,一汽的奔腾,长安的悦翔、志翔、杰勋,比亚迪的 F3、F3DM 以及吉利的金刚、远景,奇瑞的 A5、A3、旗云、东方之子,长城炫丽、酷熊等。

2009 年 7 月	中央国家机关政府采购中心	《关于 2009-2010 年度中央国家机关汽车协议供货有关问题的通知》	优先采购新能源汽车、环保低排放的小排量汽车。各单位新配备、更新汽车，自主品牌汽车比例应达到 50%。
2009 年 11 月	工信部	《关于促进我国汽车产品出口持续健康发展的意见》	1. 全面落实科学发展观，大力实施汽车产品出口战略，扩大具有自主知识产权和自主品牌的汽车产品出口，增强企业自主创新能力，加大结构调整力度，加快转变外贸出口增长方式，提高出口增长效益和质量，推动我国汽车产品出口持续健康发展。 2. 着力培育我国具有较强科技创新能力和自主核心技术的跨国汽车和零部件企业集团。大力支持自主品牌汽车产品出口。
2009 年 12 月	财政部 国税总局	《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减按 7.5%征收。

资料来源：东方证券研究所

1.2、新能源汽车提供另一个切入点

能源矛盾与环境问题使得新能源成为未来全球汽车工业发展的方向。我们认为，中国在发展新能源汽车，特别是纯电动汽车方面更具优势，是未来最有可能最先获得突破的一个领域：

- 1) **我国锂电池正级材料碳酸锂资源丰富。**我国探明的锂矿资源储量居世界第二位，主要分布于西藏、青海两地的盐湖中，其中青海初步探明氯化锂 2108 万吨，占全国已探明储量的 90%以上，占世界盐湖锂资源储量的 1/3，品位也非常高。
- 2) **我国在电机电控方面的技术具有比较优势。**相比传统内燃机汽车，我们在新能源汽车方面与发达国家处于同一起跑线上，目前电机电控方面已掌握核心技术，除核心新品与功率器件（IGBT、膜电容）外，整体而言与发达国家的差距较小。
- 3) **政府对新能源汽车的支持力度非常大。**2009 年 2 月 9 日，国务院出台了《汽车产业调整振兴规划》，明确支持新能源汽车，鼓励公务用车选择新能源汽车，补贴方面，除了试点整车购置补贴外，如插电式混合动力汽车最高 5 万元、纯电动汽车最高 6 万元、综合工况油耗低于标准 20%的 1.6L 及以下汽车 3000 元补贴，还给予高效能电机补贴，其中稀土永磁电机每千瓦补贴 40~60 元。我们认为，未来新能源汽车的支持政策还将继续出台，政府对新能源汽车的支持力度超出市场预期。

我们认为，由于我国在发展新能源汽车，特别是纯电动汽车方面的优势，新能源汽车成为为自主品牌迅速发展提供了另外一个切入点。长期而言，特别是对新能源汽车整车控制、电池组管理方面开发较早、资金与研发能力较强的自主品牌汽车企业将最有可能优先胜出。

1.3、上汽自主品牌正在走上崛起之路

1.3.1、高起点、高标准的自主品牌

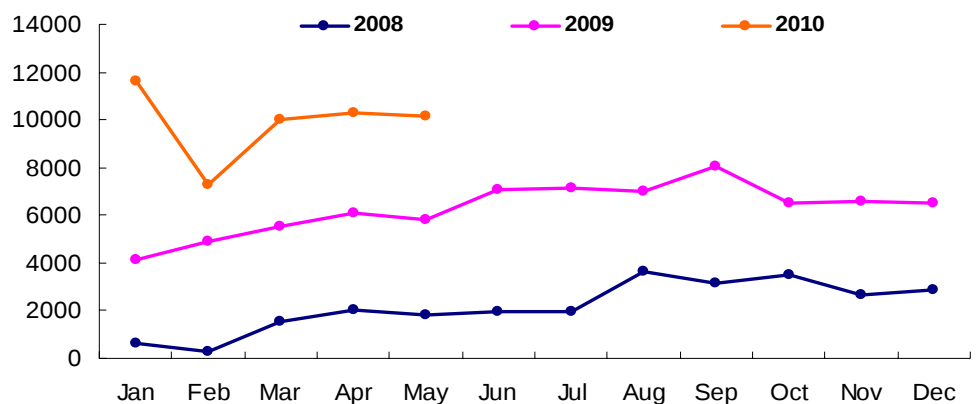
尽管上汽的自主品牌之路起步不算早，但在收购罗孚技术的基础上再进行自主研发而创立起来的，自主品牌不仅具备了较高的起点，以中高端产品打入市场塑造了高标准的企业形象，多年合资经验的运用使公司不必再从头做起，大大降低了发展过程中的风险成本，为公司自主品牌的发展开辟了一条捷径。

- 国际化的资源整合获得了高起点。**公司通过购买核心知识产权、上南合作拥有了除罗孚品牌外的所有资产，“百年罗孚”使上汽自主品牌获得较高的起点。公司在次基础上，投入巨资建立国家级技术研发中心，具备了国内甚至亚洲领先的产品设计和研发能力。
- 中高级轿车为切入点塑造高标准的品牌形象。**国内的自主品牌基大多数是采取依靠低成本、低价格的策略攻占低中端市场，而上汽的自主品牌选择以中高端产品为切入点，直接与合资品牌竞争，不仅打造了高标准的品牌形象，更代表着我国可以与合资品牌抗衡的自主品牌乘用车诞生。
- 多年合资积累的宝贵经验为自主品牌发展开辟了一条捷径。**与大众、通用的多年合资为公司培养了高素质的专业汽车储备人才，大众的“技术派”路线与通用的“营销派”路线也使公司受益匪浅，公司可以直接借鉴合资品牌成功的经验发展自主品牌，降低发展过程中的风险成本。产品良好的性能与恰当的营销方式是荣威品牌能够迅速获得初步成功的重要因素。

1.3.2、今年首度开花结果有望扭亏为盈

目前公司采取荣威、名爵双品牌策略。荣威品牌自上市以来，销量稳中见长，特别是荣威 5501.8L 上市后，较高的性价比迅速获得了市场的认同；而今年上市的荣威 350 以科技与时尚为理念，1.5L 的排量不仅可以享受购置税优惠，8.97 万元的入门价获得了消费者，特别是年轻消费者的高度关注，荣威 350 上市第二月即创出 4310 辆的销量，我们认为下半年销量有望继续走高。此外，尽管荣威与名爵贡献生产，但由于营销体系建设相对滞后，销量还较低，我们认为后期随着营销网络的逐步完善，名爵有望延续荣威的成功之路。

图 2 上汽荣威品牌月度销量走势



数据来源：汽车工业协会产销快讯，东方证券研究所

2009 年，上汽自主品牌共销售 9.01 万辆，我们认为，在荣威 350 的推动下，下半年自主品牌轿车销量有望进一步提升，年内完成 18 万辆的目标值的期待。我们估算，上汽自主品牌的盈亏平衡点在 10 万辆左右，经历了几年的市场培育期后，今年有望开花结果，并实现整体扭亏为盈。

1.3.3、借助资本市场走上崛起之路

由于自主品牌汽车需要投入昂贵的研发成本，进展速度很大程度上受投资金额及持续性的制约。公司的自主品牌汽车已取得初步成果，但未来做大做强仍需大量资金支持。公司近日公告：计划向不超过十名特定对象非公开发行 A 股股票不超过 9 亿股，增发价格不低于 11.47 元/股，募集资金总额不超过 100 亿元。募集资金项目主要投入自主品牌建设。其中自主品牌乘用车项目投资额就超过 60 亿元。

我们认为，相比大多数实力较弱的自主品牌企业，上汽具有发展自主品牌更好的基础和便捷的上市融资平台，整体实力均在业内名列前茅，是未来最有可能优先胜出、并引领中国自主品牌汽车产业发展方向的公司。随着研发实力与产销规模的不断壮大，上汽的自主品牌正在越来越被消费者认可，逐步走上崛起之路。

表 2 上汽定向增发拟募集资金投向

项目名称	资金需求 (亿元)	募集资金拟投入 (亿元)
1、 自主品牌乘用车投资项目	60.47	55.31
其中：自主品牌乘用车项目（二期）	36.72	35.06
其中：自主品牌乘用车研发项目	23.75	20.25
2、 自主品牌商用车投资项目	11.79	11.79
3、 双离合自动变速器总成项目	6.57	5.97
4、 技术中心建设二期项目	28.04	26.94
合计	106.86	100.00

资料来源：公司公告、东方证券研究所

2、合资企业经营前景依然良好

2.1、多个品牌跻身首批节能环保目录

2010 年 6 月，发布第一批节能汽车推广目录，主要针对 1.6L 及以下排量的乘用车产品，共有 16 个厂商的 30 个品牌进入目录，上海汽车旗下共有 10 个品牌 25 个型号进入目录，是本次目录中上榜品牌最多的企业：其中上海通用系 5 个、上海大众 3 个。上汽通用五菱 2 个。由于购买这些车型，不仅可享受每辆 3000 元的补贴，还可叠加 2.5% 的购置税优惠，因而 12 万元以下得车型优惠幅度可超过 2009 年购置税减半的优惠力度。我们认为补贴细节将很快明朗，上榜车型未来的销量表现将明显好于其他未能上榜的同类型产品，上汽则是该批目录中其中最大的受益者。

表 3 节能产品惠民工程节能汽车（1.6 升及以下乘用车）推广目录（第一批）

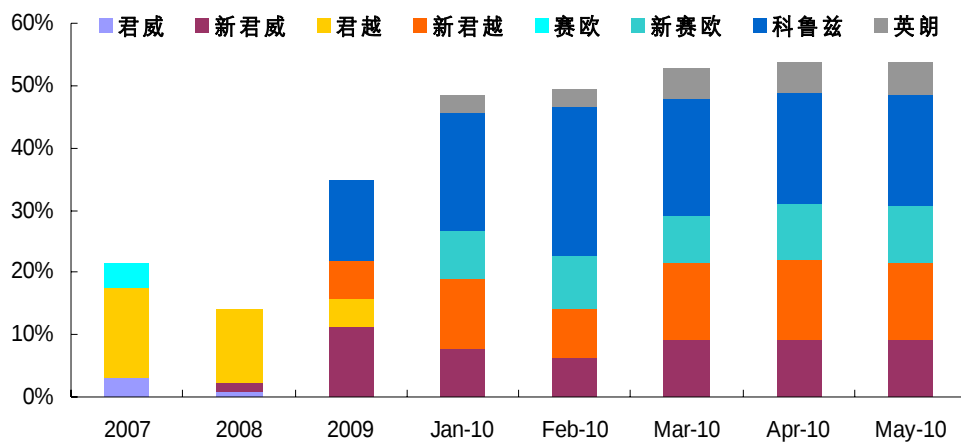
厂商	品牌	型号	排量 (L)	变速器 型式	变速器 档位	整车整备 质量 (kg)	综合燃料消 耗 (L/100 km)
上海通用	新君威	SGM7162TMTB	1.6	MT	6	1545	7.9
	乐骋	SGM7122MT	1.2	MT	5	1095	6.1
	乐风	SGM7124MTA	1.2	MT	5	1105	6.1
	新赛欧	SGM7120MT	1.2	MT	5	1020	5.7
		SGM7120AMT	1.2	AMT	5	1030	5.9
		SGM7142MT	1.4	MT	5	1060	5.9
		SGM7142AMT	1.4	AMT	5	1070	6.1
		SGM7121MT	1.2	MT	5	1020	5.7
		SGM7121AMT	1.2	AMT	5	1030	5.9
		SGM7143MT	1.4	MT	5	1060	5.9
		SGM7143AMT	1.4	AMT	5	1070	6.1
	科鲁兹	SGM7169MTA	1.6	MT	5	1360	7.3
上海大众	朗逸	SVW7147ERD	1.4	MT	5	1305	6.7
	明锐	SVW7147FRD	1.4	DCT	7	1325	6.5
		SVW7146ARD	1.4	MT	5	1360	6.5
		SVW7146BRD	1.4	DCT	7	1380	6.4
		SVW7146CRD	1.4	DCT	7	1326	6.1
	昊锐	SVW7149DRD	1.4	MT	5	1450	7.0
		SVW7149ERD	1.4	DCT	7	1480	6.7
上汽通用五菱	五菱鸿途	LZW6381A3	1.1	MT	5	1095	6.8
		LZW6381AF	1.1	MT	5	1095	6.8
		LZW6381B3	1.2	MT	5	1095	6.8
		LZW6381BF	1.2	MT	5	1095	6.8
	乐驰	LZW7120K3Q	1.2	MT	5	880	5.8
		LZW7100XF	1.0	MT	5	880	5.6

资料来源：发改委网站、东方证券研究所

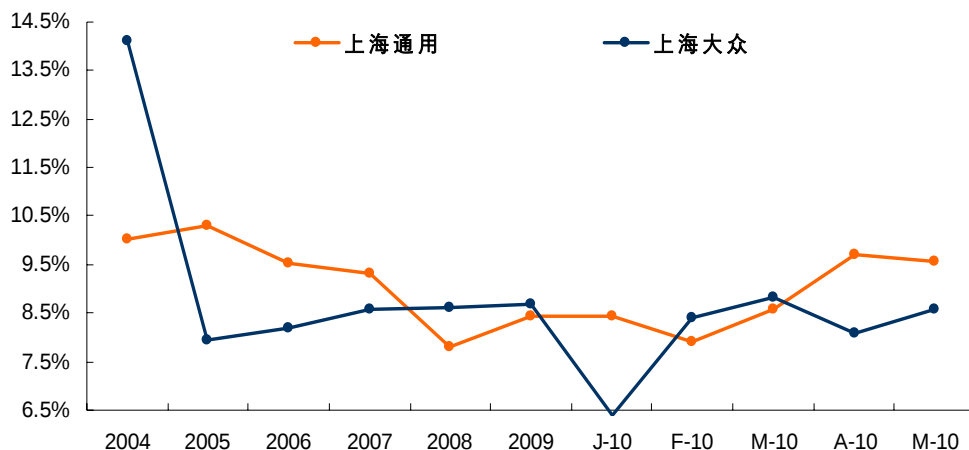
2.2、合资品牌仍处于上升期

2.2.1、上海通用步入第二个黄金增长阶段

2008 年 4 季度开始，上海通用旗下中级车产品陆续开始换代，欧系车型将取代美系、韩系车型，至 2010 年 5 月，包括新君威、新君越、新赛欧、科鲁兹、英朗在内的新车型销量占比已逐步提升至 53.6%，产品整体竞争力得到迅速提升；同时，市场份额从 2009 年起止跌，并呈现稳中趋升的状态。车型迅速更新换代使得产品性能不再是上海通用的短板，不断提高的主流产品竞争力、出色的营销能力，将帮助上海通用巩固在国内乘用车市场上的领先地位，未来几年上海通用进入第二个黄金增长阶段。2010 年前 5 个月，上海通用累计销量已达 40.12 万辆，同比增长高达 80.9%，市场占有率荣升至第一。此外，我们注意到，上海通用跻身第一批环保目录的车型中，有 3 个是换代后的新产品，这从另一方面证明了换代产品在节能环保方面的竞争力。

图 3 上海通用新车型销量已占到 50%以上


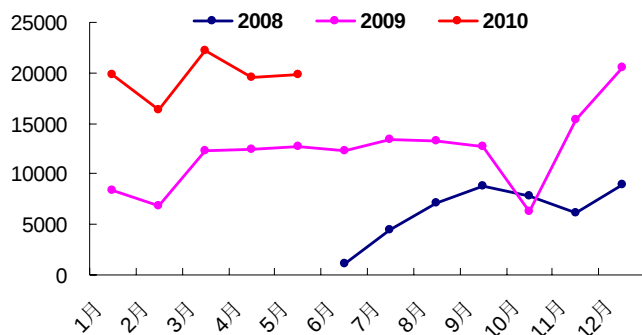
数据来源：汽车工业协会产销快讯，东方证券研究所

图 4 上海通用与上海大众狭义乘用车市场占有率变化


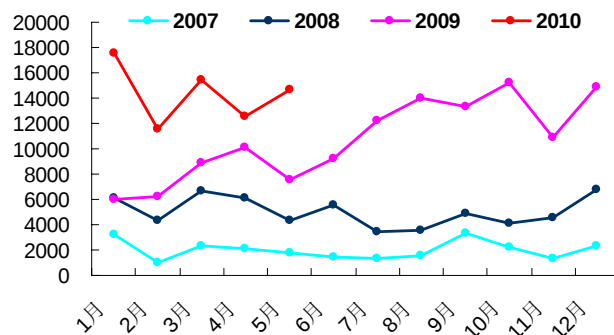
数据来源：汽车工业协会产销快讯，东方证券研究所

2.2.2、上海大众双品牌战略初现成效

为改变过去产品严重老化的局面，上海大众产品的更新换代从 2008 年开始，朗逸上市以来，销量稳步增长，近几个月一直稳定在 20000 辆左右，目前占总销量的比重接近 30%；途观上市第 5 个月销量已超过 6000 辆，销售状况良好；公司从 2007 年开始引入的“斯柯达”品牌已逐步得到市场认可，随着产品线的不断丰富，销量稳中有升，2010 年前 5 个月晶锐、明锐、昊锐三种产品的累计销量已经占到上海大众销量的 20%左右，双品牌战略初现成效。我们认为，随着时间的推移，上海大众高档中级车的市场表现将随着斯柯达昊锐的导入而变得更加出色，盈利能力有望进一步提升。

图 5 大众朗逸上市后月销量


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

图 6 斯柯达三种产品上市后月销量


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

2.2.3、五菱成为最受益节能补贴的微客厂商

上汽通用五菱在微客行业的龙头地位已经非常稳固。在近期公布的第一批节能汽车推广目录中，上汽通用五菱有 6 款车上榜，其中微客五菱鸿途有 4 款，轿车乐驰 2 款。公司也是仅有的 2 家微客上榜厂商之一。以五菱鸿途为例，官方指导价为 4.58-6.08 万元，节能汽车推广补贴政策落实之后，用户购买五菱鸿途可叠加享受到“节能补贴 3000 元”、“购置税 7.5% 优惠”、“汽车下乡 10% 财政补贴（最高 5000 元）”三项优惠政策，合计优惠金额在 8725 元-9520 元之间，优惠力度非常大。我们认为公司产品进入节能推广目录的意义，不仅能使消费者获得 3000 元的补贴，还有助于树立公司产品节能环保的形象，这将对公司未来产品销量产生明显的推动作用。

3、新能源汽车产业化道路已占领先机

前面提到，新能源汽车为中国的自主品牌提供了另外一个切入点。上汽的目标是将新能源汽车作为增加核心竞争力的关键部分，公司计划到 2014 年，在新能源汽车上投资 120 亿，实现新能源汽车产业化。目前公司的新能源汽车关键零部件体系已经完成初步构建，已成功研制生产出混合动力轿车、插电式燃料电池轿车、二甲醚客车，混合动力客车、纯电动客车、超级电容客车等新能源汽车。公司已为世博会提供了 972 辆新能源汽车，占世博会所有新能源汽车的 95% 以上，预示着公司的新能源汽车已摆脱实验室，进入产业化的加速发展阶段。此外，公司计划综合节油率 20% 左右的荣威 750 中混混合动力轿车今年量产，2012 年还将推出节油率 50% 以上的荣威 550 插电式强混和纯电动轿车。我们认为公司已占领了新能源产业化道路的发展先机，长期发展前景乐观。

图 7 上汽在新能源汽车领域已取得一定进展


数据来源：公司公开资料，东方证券

表 4 上汽为世博会提供新能源汽车的计划

动力类型	车型	品牌	厂商	数量
混合动力	轿车	君越	上海通用	350
	大巴	申沃	上海申沃	150
超级电容	大巴	申沃	上海申沃	36
纯电动	大巴	申沃	上海申沃	120
	场馆车	申驰	南汽专用车	140
燃料电池	轿车	荣威	上汽乘用车	40
	轿车	帕萨特领域	上海通用	30
	观光车	申驰	南汽专用车	100
	大巴	申沃	上海申沃	6
合计				972

数据来源：公司公开资料，东方证券研究所

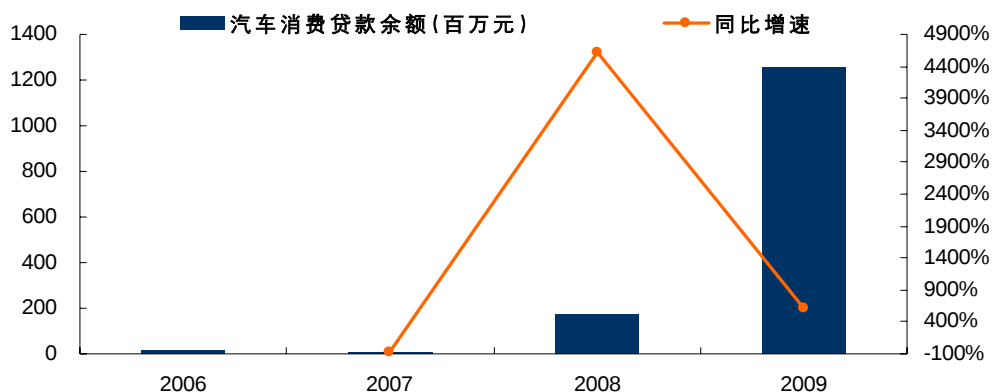
4、拥有汽车金融双牌照，具备先发优势

汽车消费信贷是汽车金融业务最重要的利润来源之一。随着汽车消费群体的年龄结构和消费观念发生变化，贷款购车的消费者的比例将越来越高。据乘联会调查，2009年末，我国居民购车贷款比例达到11%，较2008年的8%有明显提升。我们认为，汽车消费信贷的快速发展，短期内对于汽车企业的意义在于：1）促进产品销量。整车企业如果能为消费者提供方便、快捷、有价格竞争力的购车贷款服务，将大大促进旗下产品的销售；2）稳定乘用车价格。整车企业通常对现金购车者给出较大折扣，但对贷款购车取消折扣，有助增厚销售环节的盈利水平。长期而言，汽车集团旗下

的汽车金融公司逐步发展壮大，汽车集团之间的竞争也由产品和售后服务两个维度过渡到产品、售后服务和汽车金融服务三个维度的竞争。从国际上看，汽车金融业务对福特、通用、标致等汽车集团的利润贡献已经超过 30%。

我们认为，公司具有上汽通用汽车公司于上汽集团财务公司两张汽车金融牌照，前者已在汽车金融市场占据了 50% 以上的份额，2009 年末汽车消费贷款余额达到 181 亿元；而上汽集团财务公司在汽车消费信贷业务方面发展迅速，2009 年汽车消费贷款余额达到 12.6 亿元，同比增速超过 6 倍。公司在目前还处于起步阶段的汽车金融业务方面具有领先优势。

图 8 上汽财务汽车消费信贷余额及同比增速



数据来源：上汽财务公司报表，东方证券研究所

5、公司长期投资价值凸显

5.1、未来成长性依然良好

我们估算，2010 年上汽旗下主要整车企业整车销量将达到 315 万辆，其中乘用车 305 万辆，同比增长超过 20%。其中，自主品牌将实现扭亏为盈，合资企业上海通用、上海大众、上汽通用五菱盈利稳定增长。我们估算 2010 年公司可实现归属母公司股东净利润 108.5 亿元，同比增长 64.6%。

持续提高的支付能力、较低的汽车保有量、乘用车符号商品的属性决定了中国乘用车汽车市场依然具有良好的成长性，预计未来十年的复合增长率依然维持在 15% 左右。我们认为，公司作为乘用车行业的龙头，旗下合资企业资产质量优良，盈利能力丰厚，竞争力处于业内前列，而自主品牌从无到有不断发展壮大，未来有望快速发展并成为自主品牌的领头羊。我们认为公司未来十年增长将显著高于行业，成长性依然良好。

表 5 上汽旗下主要整车企业销量预测

	2006	2007	2008	2009	2010E
公司本部		16,549	26,007	75,188	141,454
南京名爵			10,450	14,943	38,577
上海通用	406,144	495,405	444,756	708,356	900,050
上海大众	349,088	456,424	490,087	728,238	820,075
上汽通用五菱 (含微卡)	460,155	552,788	650,508	1,065,050	1,250,346
合计	1,215,387	1,521,166	1,621,808	2,591,775	3,151,002

资料来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

表 6 公司分部备考净利及权益净利分拆 (百万元人民币)

业务分类	公司名称	股比	备考净利润				权益净利润			
			2007	2008	2009	2010E	2007	2008	2009	2010E
乘用车业务	本部+南汽名爵	100.00%	(2,755)	(4,902)	(2,091)	300	(2,755)	(4,902)	(2,091)	300
	上汽英国技术中心	100.00%	(400)	(350)	(400)	(400)	(400)	(350)	(400)	(400)
	上海通用系	51.00%	5,316	3,850	7,300	9,200	2,658	1,925	3,650	4,692
	上海大众系	50.00%	2,265	3,121	5,975	7,200	1,133	1,560	2,988	3,600
	上海通用五菱	50.10%	697	977	2,100	1,800	349	489	1,052	902
	双龙汽车	51.33%	426	(1,500)			219	(770)		
商用车业务	上海申沃	50.00%	80	50	65	75	40	25	33	38
	南京依维柯	50.00%	212	255	350	400	-	96	175	200
	上汽依维柯商用车	50.00%	(50)	(50)	0	50	(25)	(25)	0	25
核心零部件业务	中联汽车电子等	-	-	-	-	-	370	480	580	550
金融投资	公司本部	100.00%	845	83	0	50	845	83	0	100
与服务	上汽财务	98.59%	807	695	455	700	796	685	448	690
其他业务							1,406	1,359	158	152
						合计	4,635	656	6,592	10,849
						总股本	6,551	6,551	6,551	8,521
						EPS	0.71	0.10	1.01	1.27

数据来源：东方证券研究所

5.2、估值偏低，长期投资价值凸显

按目前股本计算，预测 2010 年公司实现每股收益 1.27 元，如果按照定向增发最多发行 9 亿股计算，摊薄每股收益为 1.15 元。按现有股本计算，目前股价对应 9.8 倍市盈率；按增发摊薄后股本计算，对应 10.8 倍市盈率。由于目前行业内主要乘用车上市公司估值水平均在 10 倍左右。我们认为公司作为乘用车龙头企业，未来成长性好于行业，理应享受溢价。对应 10 年 EPS15 倍市盈率，目标价 19.05 元。维持买入评级。

6、风险提示

- 1) 乘用车行业景气程度显著下降；
- 2) 公司自主品牌新产品销量显著低于预期；
- 3) 乘用车行业开始新一轮的价格战。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	139,636	275,896	322,890	373,537	经营活动现金流	21,572	15,016	36,683	26,548
营业成本	121,580	218,502	256,755	297,170	税后利润	6,592	10,849	11,719	14,961
主营业务税金及附加	1,465	6,897	8,072	9,338	经常性非现金支出	4,097	2,969	3,412	3,850
销售费用	9,789	18,485	21,956	25,027	非经常性现金支出	(9,521)	(5,111)	(5,445)	(6,257)
管理费用	4,750	13,243	15,499	17,183	营运资金变动	18,889	(2,991)	16,767	2,740
财务费用	579	450	604	650	少数股东损益	1,516	9,300	10,230	11,253
资产减值损失	1,426	158	70	144	投资活动现金流	(12,285)	(549)	(9,811)	(10,395)
投资收益	8,344	5,296	5,505	6,317	资本开支	(3,657)	(5,468)	(4,744)	(4,717)
营业利润	8,431	23,301	25,409	30,310	投资与投资收益	(8,628)	4,919	(5,067)	(5,679)
非经常性损益	166	74	55	100	筹资活动现金流	(4,154)	1,533	(1,622)	(1,641)
税前利润	8,597	23,375	25,463	30,410	贷款增加	(2,270)	2,700	300	300
所得税	489	3,226	3,514	4,197	支付股利利息	(1,295)	(778)	(1,456)	(1,503)
净利润	8,108	20,149	21,949	26,214	其他融资	(590)	(500)	(500)	(500)
少数股东损益	1,516	9,300	10,230	11,253	现金净流量	5,140	16,004	25,255	14,517
归属母公司净利润	6,592	10,849	11,719	14,961	现金期初余额	20,768	25,908	41,912	67,167
EPS (元/股)	1.01	1.27	1.38	1.76	现金期末余额	25,908	41,912	67,167	81,684

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	74,492	123,807	149,837	184,595	增长能力				
货币资金	30,500	46,412	71,667	86,184	营收增长率(%)	31.87%	97.58%	17.03%	15.69%
应收账款及票据	20,980	40,844	46,187	53,426	EBITDA 增长率(%)	378.72%	136.73%	9.52%	18.33%
存货	8,314	20,897	15,172	27,013	EBIT 增长率(%)	8914.14%	163.55%	9.01%	18.87%
交易性金融资产	77	52	52	2	净利润增长率(%)	904.59%	64.58%	8.02%	27.66%
非流动资产合计	63,666	62,012	69,061	76,586	盈利能力				
长期投资	25,425	20,762	25,842	31,734	毛利率(%)	12.93%	20.80%	20.48%	20.44%
固定资产	14,651	16,347	18,140	19,732	净利率(%)	5.81%	7.30%	6.80%	7.02%
在建工程	3,479	4,132	4,358	4,434	EBITDA 利润率(%)	8.02%	9.61%	8.99%	9.20%
可供出售金融资产	10,451	10,451	10,451	10,451	ROA(%)	6.59%	12.44%	10.85%	10.92%
无形资产	2,946	3,749	3,910	4,048	ROE(%)	17.1%	22.7%	20.0%	21.1%
开发支出	1,230	980	630	280	ROIC(%)	16.00%	26.53%	22.71%	21.47%
资产总计	138,158	185,819	218,898	261,181	偿债能力				
流动负债合计	79,757	97,232	109,414	126,536	资产负债率(%)	66.2%	59.3%	55.8%	53.2%
循环借款	2,734	4,234	4,734	5,234	流动比率(倍)	0.93	1.27	1.37	1.46
应付账款及票据	24,766	43,919	51,608	59,731	速动比率(倍)	0.83	1.06	1.23	1.25
预收账款	7,765	13,795	16,144	18,677	营运能力				
其他应付款	4,518	6,118	7,189	8,321	总资产周转率	1.14	1.70	1.60	1.56
非流动负债合计	11,637	12,923	12,723	12,523	应收账款周转率	3.78	4.47	3.71	3.75
长期贷款	1,663	2,863	2,663	2,463	存货周转率	15.43	14.96	14.24	14.09
应付债券	7,279	7,365	7,365	7,365	应付账款周转率	5.55	6.36	5.38	5.34
负债合计	91,394	110,156	122,138	139,059	价值评估				
股本	6,551	8,521	8,521	8,521	P/B(倍)	1.9	2.0	1.7	1.4
资本公积	22,347	20,482	20,482	20,482	P/E(倍)	12.4	9.8	9.0	7.1
未分配利润	8,825	18,262	27,957	40,569	EV/收入(倍)	1.09	0.27	0.15	0.09
股东权益合计	46,764	75,663	96,760	122,122	EV/EBITDA(倍)	13.60	2.79	1.69	1.02
负债和股东权益	138,158	185,819	218,898	261,181	EV/EBIT(倍)	16.61	3.06	1.86	1.11

资料来源：东方证券研究所

附图：上海汽车近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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，未给予投资评级等相关信息。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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