

汽车整车行业

大起大落的 2008

——汽车整车行业 2008 年年报前瞻

研究结论

- **08 年汽车下游需求前高后低。**08 年汽车整车需求上演过山车行情，全年呈现前高后低的走势。08 年上半年，由于制造业高度景气，固定资产投资保持较高增速，刺激卡车产品旺销；由于可支配收入增速维持较高水平，08 年 1 季度乘用车产品销量增速依然较高。08 年下半年，金融危机袭来，发达国家对来自中国的产品需求锐减，中国制造业遭受重创，经济景气程度迅速下降，民间投资意愿锐减，居民消费信心大打折扣，汽车产品需求迅速下降。全年汽车产品销量增速仅为 6.7%。
- **08 年汽车产品成本及产品价格波动较大。**上半年生产汽车产品所需原材料价格大幅度上涨，到 7 月下旬达到近期高点，然后掉头下降，各种原材料价格暴跌。同时卡车产品需求上半年非常旺盛，而下半年的需求迅速萎缩，全年卡车产品价格呈现前高后低的走势。上半年卡车产品价格累计同比增长 1.22%，卡车全年产品价格累计同比下降 0.19%。由于原材料价格在产品成本中的比重低于卡车产品，上半年乘用车产品成本上升有限，同时需求从 4 月份开始趋缓，因此，乘用车产品价格在上半年变化不大，但是下半年的价格下降比较明显，全年累计下降 1.5%，行业综合毛利率由 07 年的 16.1%，下降到 08 年的 15.0%。
- **08 年行业投资回报率下降。**全行业 08 年三费占比为 8.74%，比 07 年微降 0.05 个百分点。大幅度低于毛利率下降的幅度。净资产收益率由 07 年的 17.05%，下降到 08 年的 15.56%。
- **08 年汽车整车行业盈利水平分化较大。**受经济景气程度的剧烈变化的影响，重卡行业上半年产销两旺，下半年市场需求急剧萎缩，重卡类上市公司的业绩波动最大，08 年四季度的盈利水平大幅度下降；受排放标准升级和经济高度景气的影响，大中型车行业上半年景气程度较高，盈利水平依然保持增长，下半年急转之下，下游需求迅速萎缩，盈利水平下降，但下降的幅度将小于重卡行业；相对而言，由于消费品的属性，以及相对较高的销售毛利率，尽管下游需求增速趋缓，乘用车行业盈利水平下滑的幅度相对较小。
- **08 年盈利保持增长状态的汽车整车上市公司凤毛麟角。**我们预计，汽车整车类上市公司，只有一汽轿车（000800）的 08 年盈利水平同比大幅度增长，其他整车类上市公司的盈利水平均出现不同程度的下降。


东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

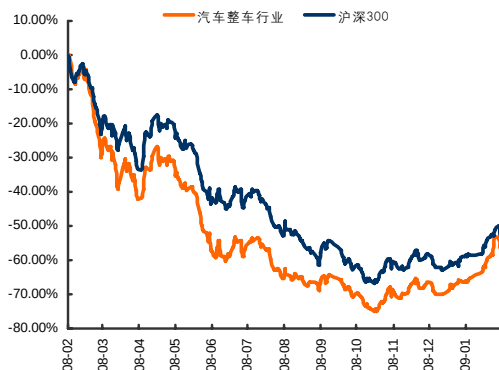
 汽车行业高级分析师
8621-63325888 × 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

周凤武

 机械行业资深分析师
8621-63325888 × 6090
zhoufw@orientsec.com.cn

 行业评级 看好 **中性** 看淡（维持）
国家/地区 中国/A 股
行业 汽车及零部件
报告日期 2009 年 2 月 19 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	47.38	33.65	(55.97)
相对表现 (%)	20.94	20.03	(2.79)

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EPS(E)	10EPS(E)	股价	评级
中国重汽	1.15	1.08	1.44	18.72	买入
潍柴动力	2.41	1.92	2.42	25.90	买入
一汽轿车	0.68	0.85	0.95	9.90	买入
一汽夏利	0.11	0.15	0.23	5.06	增持
上海汽车	0.16	0.45	0.58	8.11	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《2009 年汽车整车行业投资策略报告》

2009 年 1 月 20 日

《提前购买说不成立》

2008 年 6 月 10 日

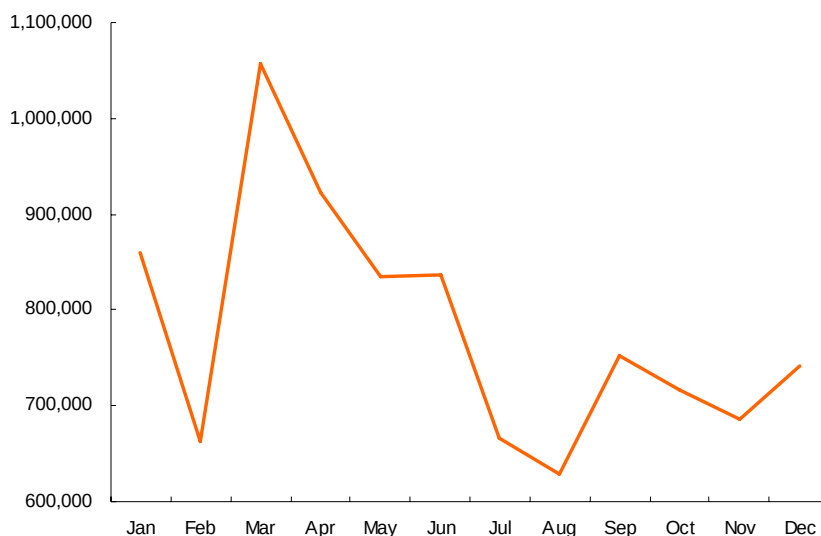
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、08 年汽车下游需求前高后低

08 年汽车整车需求上演过山车行情，全年呈现前高后低的走势。08 年上半年，由于制造业高度景气，固定资产投资保持较高增速，刺激卡车产品旺销；由于可支配收入增速维持较高水平，08 年 1 季度乘用车产品销量增速依然较高。08 年下半年，金融危机袭来，发达国家对来自中国的产品需求锐减，中国制造业遭受重创，经济景气程度迅速下降，民间投资意愿锐减，居民消费信心大打折扣，汽车产品需求迅速下降。全年汽车产品销量增速仅为 6.7%。

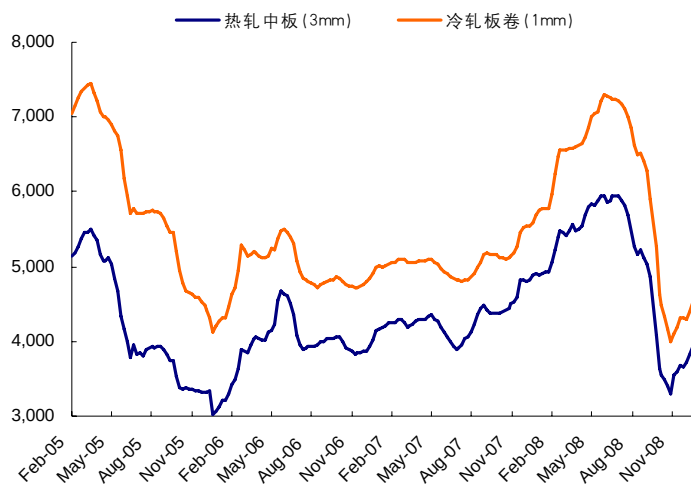
图 1 08 年汽车产品市场销量波动趋势



数据来源：中国汽车工业协会产销快讯

二、08 年汽车产品成本及产品价格波动较大

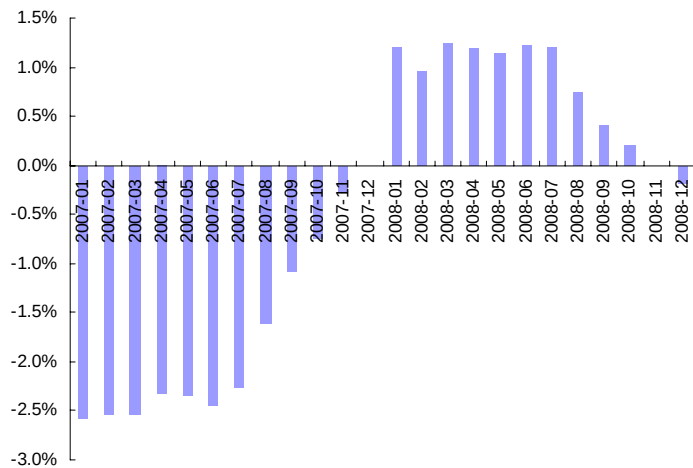
上半年生产汽车产品所需原材料价格大幅度上涨，到 7 月下旬达到近期高点，然后掉头下降，各种原材料价格暴跌。同时卡车产品需求上半年非常旺盛，而下半年的需求迅速萎缩，全年卡车产品价格呈现前高后低的走势。上半年卡车产品价格累计同比增长 1.22%，卡车全年产品价格累计同比下降 0.19%。由于原材料价格在产品成本中的比重低于卡车产品，上半年乘用车产品成本上升有限，同时需求从 4 月份开始趋缓，因此，乘用车产品价格在上半年变化不大，但是下半年的价格下降比较明显，全年累计下降 1.5%，行业综合毛利率由 07 年的 16.1%，下降到 08 年的 15.0%。

图2 钢材价格变化趋势（元/吨）


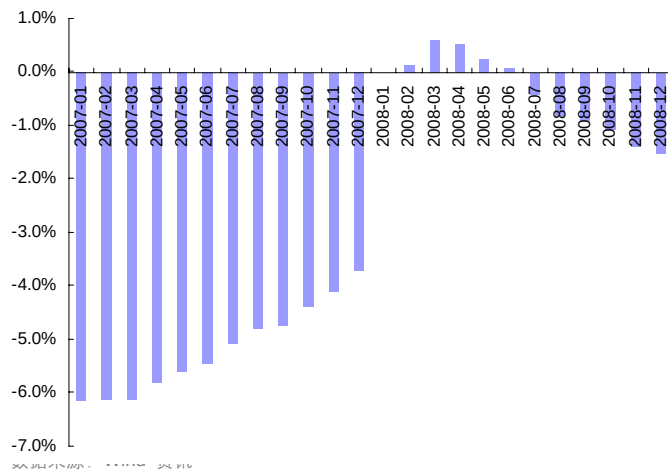
数据来源：Wind 资讯

图3 广州丁苯橡胶价格变动趋势


数据来源：Wind 资讯

图4 08年卡车产品价格波动趋势


数据来源：Wind 资讯

图5 08年乘用车产品价格波动趋势


三、08 年行业投资回报率下降

全行业 08 年三费占比为 8.74%，比 07 年微降 0.05 个百分点。大幅度低于毛利率下降的幅度。净资产收益率由 07 年的 17.05%，下降到 08 年的 15.56%。

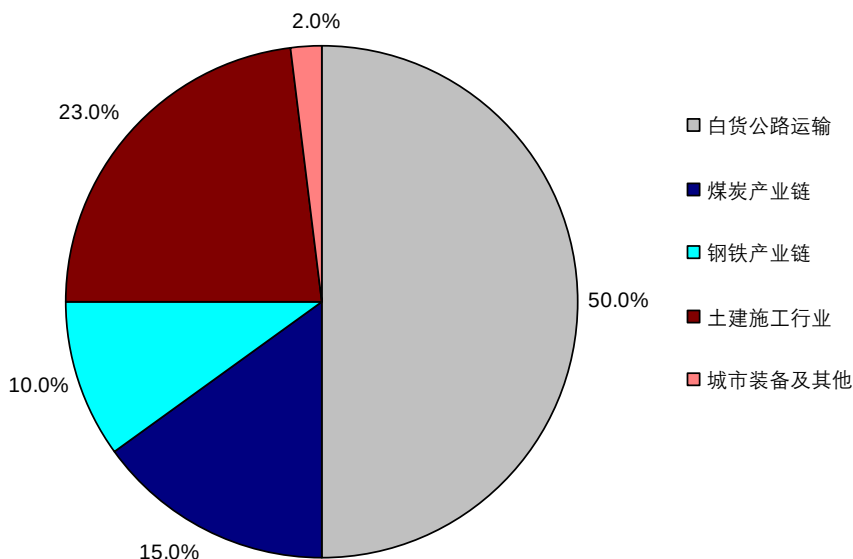
四、09 年汽车行业展望

1、不同整车品种的市场需求将出现分化

- 09 年上半年重卡产品销量逐月反弹，但是行业复苏希望不大

受国家加强基础设施建设投资的鼓舞，土建施工用重卡产品销量有望逐月反弹，但是土建施工领域使用的重卡产品只占全部重卡销量的 23%左右，而公路运输用产品则占到重卡产品总销量的 75%，主要服务于制造业，如果制造业景气程度不好转，只靠土建施工用重卡产品的销量反弹无法有效带动重卡行业复苏。预计 09 年重卡产品销量同比下降 28%。

图 6 重卡产品来自不同下游行业的需求的比重（根据 2008 年上半年的销售数据）



数据来源：中国汽车工业协会 公安部交管局 东方证券研究所

- 轻卡产品销量小幅度下降

轻卡产品的下游行业包括城区物流行业、城际物流行业、城乡物流行业、土建运输行业和城市装备行业。城区、城际物流行业使用轻卡做城市内、城市之间的各种货物运输，主要服务于制造业、商贸零售行业和其他服务行业；城乡物流行业使用轻卡产品用于城市和农村之间的各种货物运输；土建运输行业使用基于轻卡底盘的自卸车为农村的小型土建工程提供土石方运输服务，这种自卸车有时也用来短途运输煤炭，但是以运输土石方为主；城市装备行业使用轻卡底盘改装成的专用车，提供城市环卫服务。

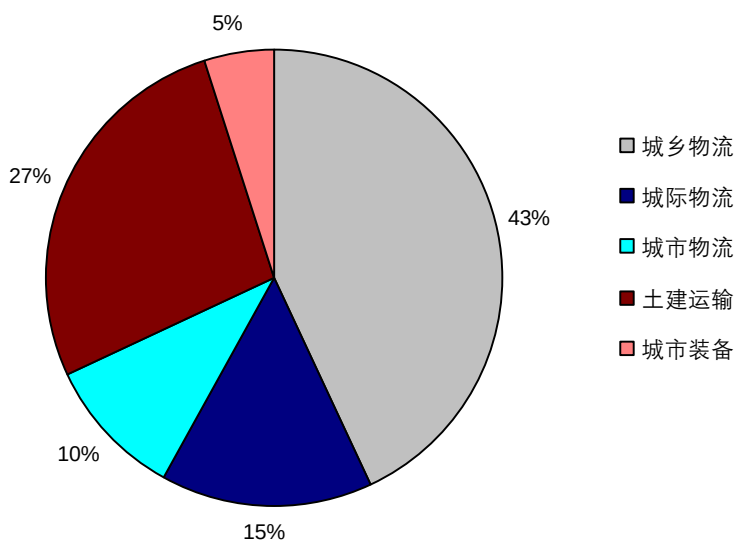
由于用于城区、城际物流行业主要和制造业、服务业高度相关，预计 09 年制造业和服务业的景气程度难有大的起色，服务于这两个行业的城区、城际物流行业的景气程度显著下降，因此，城区、城际物流行业对轻卡产品的需求是下降的，预计城区、城际物流行业对轻卡产品的需求下降 50%左右。

城市和农村之间的货物运输主要是从城市向农村运输各种消费品、农用物资和建筑材料，从农村向城市运输各种农产品。因此，城市和农村之间的货运需求具备一定的刚性。但经济景气程度下行，城市居民消费支出亦不可避免的受到影响，农村向城市的货运量将小幅度下滑；而农村消费主要取决于存量财富，加上国家补贴农村消费、投资的政策刺激，09年城市向农村的货运需求仍将保持增长。预计09年上半年来自城乡物流行业的轻卡需求仍将保持增长，但是考虑到下半年销售的N1类轻卡产品需要达到国III排放标准，下半年轻卡产品需求将显著下降，考虑到，汽车下乡政策会对低端轻卡产品需求具有一定的提振作用，预计全年来自城乡物流行业的轻卡产品需求下降10%左右。

基于轻卡底盘的小型自卸车主要用于农村小型基础设施建设，住宅建设的土石方运输。受惠于国家加强农村基础设施建设的拉动，农村土建运输需求将保持强劲增长；而农村的住宅建设投资主要取决于农民的存量财富，具备一定的刚性，土石方运输需求仍将稳定增长。因此农村的总体土建运输需求依然旺盛，但是受二手的重型自卸车的冲击，09年基于轻卡底盘的自卸车的需求增长幅度有限，预计在15%左右。

整体上看，09年轻卡产品销量大约下滑10%。

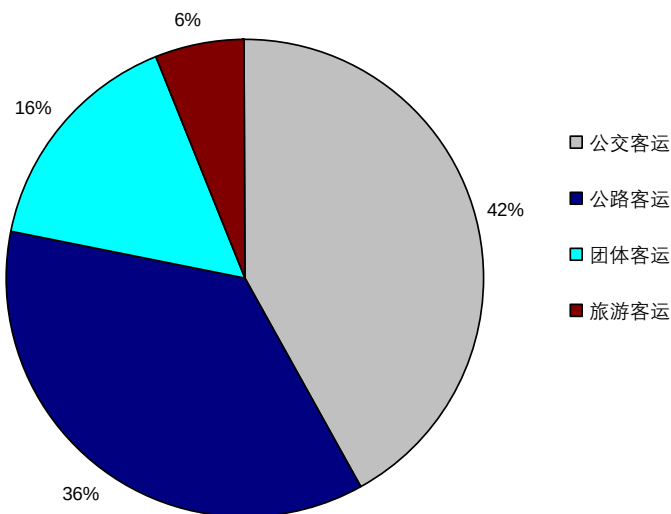
图7 不同下游行业对轻卡产品销量贡献比重（根据08年前3季度的销售数据）



数据来源：中国汽车工业协会 东方证券研究所

● 大中型客车产品需求低迷将持续

大中型客车产品的下游行业包括：公交行业、公路客运行业、旅游客运行业和团体通勤客运行业。由于经济景气程度大幅度下降，预计09年来自公路客运、旅游客运行业和团体通勤客运行业对大中型客车的需求将显著下降；受国家公车系统改革的推动，来自公交行业对大中型客车产品的需求有望在09年保持增长。综合看来，09年大中型客车产品销量同比下降13%左右。

图 8 不同下游行业贡献的大中型客车销量的比重(根据 08 年前 3 季度的销售数据)


数据来源：中国客车统计信息网 东方证券研究所

● 乘用车产品销量或微降

09 年城镇居民可支配收入增速将显著下降，而居民投资股票市场是否能赚到钱无法预测，因此，推动乘用车产品销量高速增长的驱动因素并不存在。但是 09 年的乘用车市场不会出现像西方发达国家 08 年动辄 30% 左右的跌幅。主要原因在于中国的消费者购车主要依靠储蓄，而不是汽车贷款。西方发达国家的汽车消费的大幅度萎缩主要原因在于可支配收入的大幅度下降，以及无法拿到汽车贷款。预计 09 年乘用车市场产品销量增速在正负 5% 之间，需求层面不会很好，也不会很糟糕。

2、产品成本、产品售价将比 08 年整体水平有所下降

由于钢材、橡胶等原材料的价格 09 年继续低位运行。考虑到销量萎缩的因素，和 08 年相比，重卡产品、轻卡产品、大中型客车产品和乘用车产品成本分别下降 6%、5%、6% 和 4%，产品价格将一如既往的下降，但是产品有竞争力，产品结构和市场需求结构契合度比较高的企业的产品价格的下降和成本的下降基本相当，单车盈利能力和 08 年持平，而产品缺乏竞争力、产品结构和市场需求结构契合程度不高的企业，其产品价格的下降额度将超过产品成本的下降额度，单车盈利能力下降。不同企业的盈利水平分化会非常明显。相对而言，09 年的乘用车行业，由于需求萎缩有限，产品成本下降，产品价格稳定下降，不会爆发价格战，因而乘用车行业的盈利水平将明显好于其他整车行业，并且产品有竞争优势、有新产品上市的企业的盈利水平有望实现同比增长。

五、重点公司 08 年年报前瞻

1、中国重汽（000951）：08 年 4 季度或将出现亏损

08 年上半年，重卡产品市场高度景气，公司的产品销量增速也维持了较高的水平，同比增长 49.6%，整车销售收入 115.9 亿元，同比增长 46.2%。受原材料涨价影响，上半年公司的综合毛利率由去年同期的 13.6%，下滑到 9.9%。其中，整车业务的销售毛利率由去年同期的 9.30%，下滑到今年的 6.6%；售后零配件的销售毛利率由去年同期的 16.2%，下滑到今年的 5.4%；公司的营业利润同比仅增长 8.7%。原材料价格的大幅度上涨，吞噬了公司巨额利润。

08 年 3 季度，重卡行业景气程度大幅度下降，公司的产品销量也同比下降 8.5%，好于行业市场表现。由于产品制造环节对原材料采购环节的滞后性，尽管 7 月下旬生产重卡所需的原材料的价格迅速下降，但是 3 季度公司实际使用的原材料价格并没有下降，并且由于上半年销量大幅度增加，导致部分销售业绩突出的经销商在报告期内得到的销售返利水平提高，销售返利的提高一方面降低了产品的销售毛利率，一方面也增加了报告期内的销售费用。3 季度，公司的综合毛利率公司的综合毛利率为 6.6%，同比下滑 4.3 个百分点，环比下滑 2.9 个百分点，毛利率的大幅度下滑导致税前主营业务利润同比下降 70.5%。

08 年 4 季度，原材料价格下降对公司销售毛利率提振的积极影响将在四季度开始得到体现，但是公司的产品销量大幅度下滑，预计公司在 4 季度将出现小幅度的亏损。

由于产品结构和产品竞争力的关系，预计公司的产品销量在 09 年上半年逐月反弹，但是全年萎缩大约 20%。

预计 08 年、09 年每股净收益为 1.15 元、1.08 元。

2、潍柴动力（000338）：08 年 4 季度盈亏平衡

潍柴动力在重卡用发动机市场上的市场份额接近 35%，旗下的法士特在重卡用变速箱市场上的份额超过 80%，在载重量 5 吨以上装载机市场上的份额超过 60%。08 年上半年，重卡产品市场和工程机械市场高度景气，潍柴动力充分受益于这两个市场的高度景气，上半年产品销量大幅度增长，销售发动机 201,650 台，同比增长 43.9%，发动机业务(含发动机售后配件)实现销售收入 73.3 亿元，同比增长约 59.5%；销售重卡整车 42,814 辆，同比增长 39.9%，变速箱 331,166 台，同比增长 35.9%，包括重卡整车、变速箱、驱动桥以及整车、变速箱售后服务配件在内的整车及总成业务实现销售收入约 128.7 亿元，同比增长约 38.4%。

尽管公司的发动机和重型变速箱产品的毛利率较高，但是原材料价格的大幅度上涨还是对公司的盈利能力造成了一定的影响。08 年上半年，公司的综合毛利率由去年同期的 23.0%，下降到 21.7%，1 季度的综合毛利率为 24.4%；而 2 季度的综合毛利率则大幅度下降到 19.6%；3 季度的综合毛利率继续下降到 19.0%。08 年 4 季度，原材料价格大幅度下降，产品销售毛利率有所恢复，但是公司的发动机和重型变速箱的销量锐减，乐观预计 08 年 4 季度公司处于盈亏平衡状态。

09 年，重卡产品市场需求大幅度萎缩，公司的发动机及变速箱产品销量同比将大幅度下滑。由于公司盈利来源主要是重卡发动机和变速箱，所以公司的盈利水平在 09 年的下滑不可避免。

预计公司 08 年每股净收益 2.42 元，09 年 1.92 元，维持买入评级。

3、上海汽车（600104）：08年是非常困难的一年

08年乘用车产品市场景气程度显著下降，公司旗下的上海通用产品销量同比下滑7%，净利润同比下降超过30%，为公司贡献的投资收益显著减少；上汽财务的投资收益显著减少；双龙亏损约10亿元人民币；本部自主品牌盈利状况没有好转；南汽并表，为公司带来额外的亏损；尽管上海大众、上汽通用五菱的盈利水平有所增长，但是依然无法弥补上海通用盈利能力的大幅度下降。可以说，08年是上海汽车比较困难的一年。

09年，上海汽车将重新焕发生机：上海通用的重量级车型新君威、雪佛兰克鲁兹陆续放量，帮助上海通用重新进入盈利上升通道；本部、南汽自主品牌整合的成效渐显，本部自主品牌的经济车型销量上升，本部减亏；上海大众有望维持08年的盈利水平；受益于汽车下乡的产业政策，上汽通用五菱的盈利水平继续增长；双龙汽车进入企业回升程序，对公司盈利的拖累降低。

预计公司08年每股净收益0.16元，09年0.45元，买入评级。

4、一汽轿车（000800）：08年盈利水平逆势上扬

08年，公司的奔腾B70、马自达6延续了07年下半年的旺销的局面，整体销量同比增长52%，由于较高的产能利用率，产品盈利水平受到原材料涨价的影响比较小，08年公司的盈利水平同比增长预计接近100%。

09年公司将有两台新车上市销售，产能利用率进一步提高，同时新增折旧额度有限，原材料价格进一步下降，产品成本有望进一步下降；产品销量有望进一步提高，09年公司的盈利水平有望继续增长。

预计公司08年每股净收益0.68元，09年0.85元，维持买入评级。

六、重点整车公司盈利预测及投资评级汇总

表1 重点整车公司盈利预测及估值水平汇总

股票代码	上市公司	股价	2008 EPS	2009EPS	2008 P/E	2009 P/E	投资评级
000951	中国重汽	18.72	1.15	1.08	16.3	17.3	买入
000338	潍柴动力	25.90	2.41	1.92	10.8	13.5	买入
600166	福田汽车	8.78	0.27	0.28	32.5	31.4	增持
600104	上海汽车	8.11	0.16	0.45	50.7	18.0	买入
000800	一汽轿车	9.90	0.68	0.85	14.6	11.6	买入

数据来源：东方证券研究所 股价为2月19日收盘价

附表：中国重汽（000951）财务报表预测及比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	7989	9015	8598	11151	营业收入	17335	20259	16691	22974
现金	3518	5180	5448	6294	营业成本	15189	18436	15077	20783
应收账款	561	662	531	847	营业税金及附加	14	0	0	0
其它应收款	41	90	90	123	营业费用	482	588	451	666
预付账款	229	238	194	268	管理费用	289	340	234	310
存货	2766	1811	1483	2446	财务费用	128	39	26	52
其他	875	1034	852	1172	资产减值损失	50	-14	-1	43
非流动资产	1616	1994	2104	2093	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	912	1057	1138	1145	营业利润	1183	871	905	1119
无形资产	224	214	208	202	营业外收入	11	6	8	7
其他	480	722	758	746	营业外支出	6	5	8	5
资产总计	9605	11009	10702	13244	利润总额	1188	872	905	1121
流动负债	6359	7097	6108	7518	所得税	259	148	145	191
短期借款	1672	1659	1357	1870	净利润	929	723	760	931
应付账款	1331	1475	1131	1455	少数股东损益	212	195	250	292
其他	3356	3963	3620	4193	归属母公司净利润	717	484	451	604
非流动负债	700	686	667	903	EBITDA	1426	981	1023	1280
长期借款	656	596	596	796	EPS (元)	2.22	1.15	1.08	1.44
其他	44	90	71	107					
负债合计	7058	7783	6775	8421	主要财务比率				
少数股东权益	529	724	974	1267	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	323	419	419	419	成长能力				
资本公积	781	684	684	684	营业收入	74.0%	16.9%	-17.6%	37.6%
留存收益	914	1398	1849	2453	营业利润	76.9%	-26.4%	3.9%	23.7%
归属母公司股东权益	2018	2501	2952	3556	归属于母公司净利润	172.0%	-32.6%	-6.8%	33.9%
负债和股东权益	9605	11009	10702	13244	获利能力				
					毛利率	12.4%	9.0%	9.7%	9.5%
现金流量表					净利率	4.1%	2.4%	2.7%	2.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	35.6%	19.3%	15.3%	17.0%
经营活动现金流	-38	2281	690	785	ROIC	76.1%	154.8%	113.9%	109.0%
净利润	929	723	760	931	偿债能力				
折旧摊销	115	72	92	108	资产负债率	73.5%	70.7%	63.3%	63.6%
财务费用	128	39	26	52	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.26	1.27	1.41	1.48
营运资金变动	-2283	1522	-123	-315	速动比率	0.81	1.01	1.16	1.15
其它	1072	-76	-65	9	营运能力				
投资活动现金流	-369	-448	-194	-100	总资产周转率	2.00	1.97	1.54	1.92
资本支出	372	440	189	84	应收账款周转率	48	31	26	31
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	13.77	13.14	11.57	16.08
其他	3	-8	-4	-15	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	998	-171	-228	161	每股收益(最新摊薄)	1.71	1.15	1.08	1.44
短期借款	331	-12	-302	514	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	5.44	1.65	1.87
长期借款	596	-60	0	200	每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.96	7.04	8.48
普通股增加	0	97	0	0	估值比率				
资本公积增加	-38	-97	0	0	P/E	8.41	16.22	17.39	12.99
其他	110	-99	74	-552	P/B	2.99	3.14	2.66	2.21
现金净增加额	591	1662	268	846	EV/EBITDA	5.36	7.79	7.47	5.97

数据来源：东方证券研究所

附表：潍柴动力（000338）财务报表预测及比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	14477	18327	15840	19740	营业收入	29261	33974	27179	30903
现金	2716	3397	3827	6016	营业成本	22352	27009	21471	24166
应收账款	1884	2604	1634	1828	营业税金及附加	128	170	136	155
其它应收款	264	679	625	803	营业费用	1537	1801	1440	1638
预付账款	1066	790	895	937	管理费用	1543	1490	1223	1452
存货	4323	5204	4007	4210	财务费用	236	250	253	216
其他	4224	5652	4853	5946	资产减值损失	151	152	175	193
非流动资产	7945	10895	12012	11261	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	295	295	321	335	投资净收益	-107	15	20	25
固定资产	5276	6224	6546	6797	营业利润	3206	3117	2500	3109
无形资产	614	574	509	444	营业外收入	95	89	95	90
其他	1760	3802	4636	3685	营业外支出	23	35	66	70
资产总计	22423	29223	27852	31001	利润总额	3278	3170	2529	3129
流动负债	12644	15151	10923	11932	所得税	480	507	405	469
短期借款	1158	2363	1288	1450	净利润	2798	2663	2124	2659
应付账款	5470	6212	4938	5558	少数股东损益	779	655	523	647
其他	6017	6575	4696	4924	归属母公司净利润	2019	2008	1602	2013
非流动负债	371	871	1271	1571	EBITDA	4111	4082	3572	4226
长期借款	241	741	1141	1441	EPS（元）	3.88	2.41	1.92	2.42
其他	129	130	130	130	主要财务比率				
负债合计	13015	16021	12194	13503	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	3026	3681	4204	4851	成长能力				
股本	521	833	833	833	营业收入	312.7%	16.1%	-20.0%	13.7%
资本公积	2376	2063	2063	2063	营业利润	260.4%	-2.8%	-19.8%	24.4%
留存收益	3488	5267	6748	8697	归属于母公司净利润	172.5%	-0.6%	-20.2%	25.7%
归属母公司股东权益	6381	8160	9641	11590	获利能力				
负债和股东权益	22423	29223	27852	31001	毛利率	23.6%	20.5%	21.0%	21.8%
现金流量表					净利率	6.9%	5.9%	5.9%	6.5%
单位：百万元					ROE	31.6%	24.6%	16.6%	17.4%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	42.2%	29.1%	24.5%	26.3%
经营活动现金流	2303	-213	3511	3424	偿债能力				
净利润	2798	2663	2124	2659	资产负债率	58.0%	54.8%	43.8%	43.6%
折旧摊销	670	715	819	901	净负债比率				
财务费用	236	250	253	216	流动比率	1.14	1.21	1.45	1.65
投资损失	107	-15	-20	-25	速动比率	0.79	0.85	1.06	1.27
营运资金变动	-1576	-3030	465	-1067	营运能力				
其它	69	-797	-131	739	总资产周转率	1.99	1.32	0.95	1.05
投资活动现金流	-1380	-1240	-1137	-1421	应收账款周转率	28	13	10	13
资本支出	1415	1237	1137	1432	应付账款周转率	8.17	4.62	3.85	4.60
长期投资	-49	8	26	14	每股指标（元）				
其他	-14	4	26	25	每股收益（最新摊薄）	2.42	2.41	1.92	2.42
筹资活动现金流	-340	2135	-1944	186	每股经营现金流（最新摊薄）	2.76	-0.26	4.21	4.11
短期借款	1158	1206	-1075	162	每股净资产（最新摊薄）	7.66	9.80	11.57	13.91
长期借款	241	500	400	300	估值比率				
普通股增加	191	312	0	0	P/E	6.68	10.75	13.47	10.72
资本公积增加	2376	-312	0	0	P/B	2.11	2.64	2.24	1.86
其他	-4305	430	-1269	-276	EV/EBITDA	3.74	3.77	4.31	3.64
现金净增加额	582	682	430	2189					

数据来源：东方证券研究所

附表：上海汽车（600104）财务报表预测及比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	54575	52882	59885	69629	营业收入	104084	115220	127894	141962
现金	16620	14402	16103	20894	营业成本	89529	100702	111396	123223
应收账款	4197	4448	5444	6183	营业税金及附加	704	864	959	1065
其它应收款	770	996	1106	1228	营业费用	8591	8411	9336	10789
预付账款	1665	2518	2785	3081	管理费用	5374	5473	5947	6601
存货	7851	11447	12663	12840	财务费用	741	885	995	998
其他	23471	19070	21785	25403	资产减值损失	96	1351	568	81
非流动资产	47241	62651	64464	65236	公允价值变动收益	-115	20	50	70
长期投资	19416	23091	23645	24461	投资净收益	6578	3538	4777	5350
固定资产	17446	17976	18941	20864	营业利润	5575	1092	3519	4625
无形资产	1769	1909	1884	1802	营业外收入	354	255	150	172
其他	8609	19675	19994	18109	营业外支出	78	79	82	90
资产总计	101815	115533	124350	134865	利润总额	5850	1268	3587	4707
流动负债	48691	59915	65417	65750	所得税	442	89	251	329
短期借款	2292	7306	3592	4056	净利润	5408	1179	3336	4377
应付账款	16384	27190	31191	32038	少数股东损益	774	147	416	546
其他	30015	25420	30634	29656	归属于母公司净利润	4635	1032	2920	3831
非流动负债	10118	10363	11568	10932	EBITDA	8402	4318	7060	8433
长期借款	175	1775	3575	5075	EPS (元)	0.71	0.16	0.45	0.58
其他	9943	8588	7992	5856					
负债合计	58809	70279	76985	76682	主要财务比率				
少数股东权益	5622	5769	6185	6731	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	6551	6551	6551	6778	成长能力				
资本公积	23176	23976	24076	30220	营业收入	241.2%	10.7%	11.0%	11.0%
留存收益	7906	8939	10483	14314	营业利润	528.4%	-80.4%	222.3%	31.4%
归属母公司股东权益合计	37385	39486	41180	51453	归属于母公司净利润	225.3%	-77.7%	182.9%	31.2%
负债和股东权益	101815	115533	124350	134865	获利能力				
					毛利率	14.0%	12.6%	12.9%	13.2%
现金流量表					净利率	4.5%	0.9%	2.3%	2.7%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	12.4%	2.6%	7.1%	7.4%
经营活动现金流	376	4919	5661	-324	ROIC	38.5%	12.8%	31.7%	29.1%
净利润	5408	1179	3336	4377	偿债能力				
折旧摊销	2086	2341	2546	2810	资产负债率	57.8%	60.8%	61.9%	56.9%
财务费用	741	885	995	998	净负债比率				
投资损失	-6578	-3538	-4777	-5350	流动比率	1.12	0.88	0.92	1.06
营运资金变动	-1249	5174	3858	-3731	速动比率	0.95	0.68	0.71	0.85
其它	-33	-1122	-298	572	营运能力				
投资活动现金流	-4870	-12961	148	956	总资产周转率	1.11	1.06	1.07	1.10
资本支出	4991	5950	5000	4200	应收账款周转率	28	26	26	24
长期投资	-4016	10591	-921	-482	应付账款周转率	5.99	4.62	3.82	3.90
其他	-3895	3580	4227	4674	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	6727	5824	-4109	4159	每股收益	0.71	0.16	0.45	0.58
短期借款	959	5013	-3713	464	每股经营现金流	0.06	0.75	0.86	-0.05
长期借款	26	1600	1800	1500	每股净资产	5.71	6.03	6.29	7.85
普通股增加	0	0	0	227	估值比率				
资本公积增加	1744	800	100	6144	P/E	7.10	31.86	11.26	8.58
其他	3998	-1589	-2296	-4176	P/B	0.88	0.83	0.80	0.64
现金净增加额	2119	-2218	1701	4791	EV/EBITDA	1.43	2.79	1.70	1.43

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*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn