

2010年1月7日

上海汽车

中长期看好

买入

A 600104.SS - 人民币 25.24
 目标价格: 人民币 31.28 (↑27.24)

王玉笙
 (8621) 6860 4866 分机 8523
 yusheng.wang@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	(1)	28	329
相对新华富时A50指数(%)	(2)	2	14	260

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	6,551
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	35,831
3个月日均交易额(人民币 百万)	484
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
上汽集团	78

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

上海汽车 12 月销量创新高, 由于 09 年 1 季度基数较低, 我们预计 2010 年 1 季度销量及业绩将呈现同比大幅上升。我们认为 2010 年上海大众和通用仍将实现高于行业平均的销量增长, 同时, 自主品牌 09 年的亏损(合每股收益约 0.2 人民币) 2010 年将可能扭转。我们中期看好公司的表现, 将 6 个月目标价格从 27.24 元上调至 31.28 元。

支撑评级的要点

- 上海大众 2010 年昊锐、途欢 SUV 等将带动销量稳定增长, 销量目标 90 万台。
- 上海通用由于新车爬坡, 预计将实现高于行业平均的增长, 销量目标 90 万台。
- 自主品牌 4 款新车将带动 2010 年销量翻番, 预计 2010 年扭亏。

评级面临的主要风险

- 短期内获利资金回吐。
- 未来可能的价格战, 将导致盈利能力下降。
- 油价若持续上升将抑制消费热情。

估值

- 我们预计 2010 年汽车行业的增长率为 15%, 预计上汽在新车的支持下销量增长高于行业平均。我们将 2010 年的每股收益从 1.36 元上调至 1.56 元, 将 6 个月目标价格由 27.24 元上调至 31.28 元, 维持**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

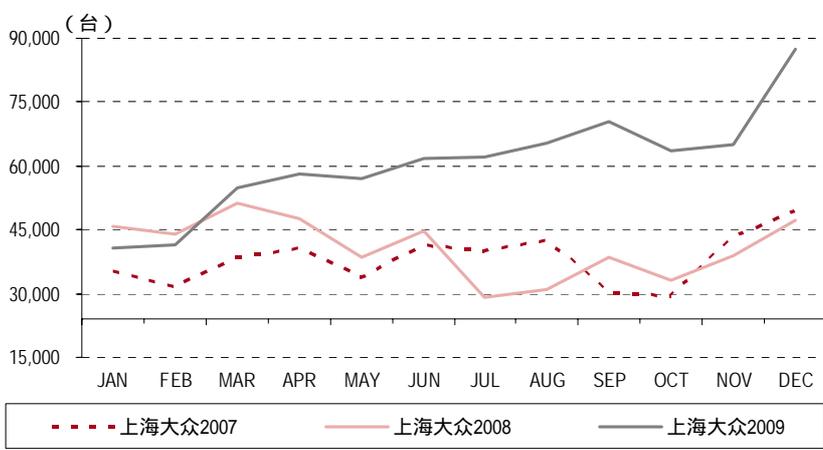
年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	104,384	105,892	133,424	166,780	200,136
变动(%)	434	1	26	25	20
净利润(人民币 百万)	4,635	656	6,566	10,245	11,296
全面摊薄每股收益(人民币)	0.707	0.100	1.002	1.564	1.724
变动(%)	241.8	(85.8)	900.6	56.0	10.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.930	1.269	1.420
先前预期摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.930	1.362	1.631
调整幅度(%)	-	-	7.7	14.8	5.8
全面摊薄市盈率(倍)	35.7	252.0	25.2	16.1	14.6
每股现金流量(人民币)	(0.80)	1.78	1.36	1.36	1.40
价格/每股现金流量(倍)	(31.4)	14.2	18.5	18.5	18.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	86.5	108.5	79.3	32.9	28.7
每股股息(人民币)	0.160	0.210	0.130	0.351	0.547
股息率(%)	0.6	0.8	0.5	1.4	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

09 年每股收益超 1 元

上海汽车公告 09 年净利润将同比增长 900%以上，每股收益超 1 元，小幅高于我们之前的预计 0.93 元，主要由于 4 季度上海汽车销量小幅高于我们之前的预计，尤其是 12 月上海通用的上海大众单月销量分别突破 10 万台和 8.7 万台，再创年内新高。09 年，上海大众和通用销量同比上升 48.6%和 58.7%，预计 2010 年两者都可能达到销量目标 90 万台，再实现 20%左右的销量增长。

图表 2. 上海大众 07-09 年月销量走势图



资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

图表 3. 上海通用 07-09 年月销量走势图



资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

自主品牌扭亏

上海汽车的自主品牌的盈利情况分别体现在上汽、乘用车事业部以及本部的大笔研发费用上,我们估计 09 年这些亏损额仍在 10 多亿的水平,约合每股收益 0.2 元。我们认为上海汽车 2010 年自主品牌的布局已定,4 款新上市的车型中,我们看好荣威 350 和 MG6 的未来销量,预计自主品牌整体可能达到 18 万台的目标,从而实现 2010 年自主品牌板块的整体扭亏。我们认为在合资企业稳步增长,自主品牌翻倍增长的情况下,公司 2010 年业绩将有望超过 1.5 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	104,384	105,892	133,424	166,780	200,136
销售成本	(90,465)	(94,332)	(117,280)	(146,458)	(175,920)
经营费用	(11,901)	(9,980)	(14,052)	(15,488)	(18,900)
息税折旧前利润	2,018	1,580	2,092	4,834	5,317
折旧及摊销	(2,191)	(5,514)	(1,145)	(1,691)	(1,915)
经营利润(息税前利润)	(173)	(3,934)	947	3,144	3,402
净利息收入/(费用)	(830)	(1,525)	(460)	(59)	174
其他收益/(损失)	6,853	4,979	8,311	9,839	11,083
税前利润	5,850	(480)	8,798	12,924	14,659
所得税	(442)	(370)	(622)	(746)	(1,045)
少数股东权益	(774)	1,506	(1,610)	(1,932)	(2,318)
净利润	4,635	656	6,566	10,245	11,296
核心净利润	4,656	656	6,585	10,261	11,315
每股收益(人民币)	0.707	0.100	1.002	1.564	1.724
核心每股收益(人民币)	0.711	0.100	1.005	1.566	1.727
每股股息(人民币)	0.160	0.210	0.130	0.351	0.547
收入增长(%)	434	1	26	25	20
息税前利润增长(%)	(57)	2,178	(124)	232	8
息税折旧前利润增长(%)	435	(22)	32	131	10
每股收益增长(%)	242	(86)	901	56	10
核心每股收益增长(%)	243	(86)	904	56	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	16,620	22,174	10,674	16,678	23,781
应收帐款	4,967	3,299	4,305	5,381	6,458
库存	7,851	7,442	7,356	9,286	11,235
其他流动资产	25,137	23,057	17,320	17,325	17,330
流动资产总计	54,575	55,972	39,656	48,671	58,804
固定资产	21,897	17,098	18,137	19,114	20,018
无形资产	5,928	13,317	18,247	23,128	27,959
其他长期资产	19,416	21,471	21,471	21,471	21,471
长期资产总计	47,241	51,885	57,855	63,713	69,447
总资产	101,815	107,857	97,511	112,384	128,251
应付帐款	23,571	23,518	30,617	38,234	45,926
短期债务	20,077	23,192	4,487	1,858	0
其他流动负债	3,397	8,410	3,380	3,385	3,390
流动负债总计	47,045	55,120	38,484	43,477	49,316
长期借款	175	1,225	1,225	1,225	1,225
其他长期负债	11,341	11,689	10,653	10,653	10,653
股本	6,551	6,551	6,551	6,551	6,551
储备	31,082	29,374	35,090	43,038	50,748
股东权益	37,633	35,925	41,641	49,589	57,299
少数股东权益	5,622	3,897	5,507	7,439	9,757
总负债及权益	101,815	107,857	97,511	112,384	128,251
每股帐面价值(人民币)	5.74	5.48	6.36	7.57	8.75
每股有形资产(人民币)	4.84	3.45	3.57	4.04	4.48
每股净负债/(现金)(人民币)	0.55	0.34	(0.76)	(2.08)	(3.44)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	5,850	(480)	8,798	12,924	14,659
折旧与摊销	2,191	5,514	1,145	1,691	1,915
净利息费用	830	1,525	460	59	(174)
运营资本变动	(389)	210	7,496	6,505	6,580
税金	(442)	(370)	(622)	(746)	(1,045)
其他经营现金流	(11,113)	10,785	(7,209)	(9,808)	(10,847)
经营活动产生的现金流	(5,263)	11,670	8,923	8,934	9,173
购买固定资产净值	(6,182)	(8,045)	(7,413)	(7,513)	(7,613)
投资减少/增加	(13,045)	(22,094)	8,041	9,569	10,813
其他投资现金流	19,996	25,902	0	0	0
投资活动产生的现金流	769	(4,236)	628	2,056	3,200
净增权益	349	1	0	0	0
净增债务	8,880	1,809	(18,706)	(2,628)	(1,858)
支付股息	(2,502)	(2,581)	(1,310)	(2,357)	(3,412)
其他融资现金流	2,097	1,100	(1,035)	0	0
融资活动产生的现金流	8,823	329	(21,051)	(4,985)	(5,270)
现金变动	4,328	7,763	(11,500)	6,004	7,103
期初现金	12,292	14,411	22,174	10,674	16,678
公司自由现金流	(4,495)	7,433	9,551	10,989	12,373
权益自由现金流	4,385	9,243	(9,155)	8,361	10,515

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	1.9	1.5	1.6	2.9	2.7
息税前利润率	(0.2)	(3.7)	0.7	1.9	1.7
税前利润率	5.6	(0.5)	6.6	7.7	7.3
净利率	4.4	0.6	4.9	6.1	5.6
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
利息覆盖率	(0.2)	(2.6)	2.1	53.5	n.a.
净权益负债率(%)	8.4	5.6	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0
估值(倍)					
市盈率	35.7	252.0	25.2	16.1	14.6
核心业务市盈率	35.5	252.0	25.1	16.1	14.6
目标价对应核心业务市盈率	38.5	272.0	27.2	17.4	15.8
市净率	4.4	4.6	4.0	3.3	2.9
价格/现金流	(31.4)	14.2	18.5	18.5	18.0
企业价值/息税折旧前利润	86.5	108.5	79.3	32.9	28.7
周转率					
存货周转天数	27.2	29.6	23.0	20.7	21.3
应收帐款周转天数	13.9	14.2	10.4	10.6	10.8
应付帐款周转天数	77.0	81.2	74.0	75.3	76.7
回报率(%)					
股息支付率	22.6	209.7	12.9	22.4	31.7
净资产收益率	13.3	1.8	16.9	22.5	21.1
资产收益率	(0.2)	(3.8)	0.9	2.8	2.6
已运用资本收益率	(0.3)	(6.2)	1.6	5.6	5.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371