

乘用车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

上海汽车

600104

推荐

## 发布预增预告，业绩好于预期

事件：上海汽车发布业绩预告，预计公司2009年每股收益超过1.00元，归属于上市公司股东的净利润同比净增长900%以上。披露的业绩高于我们此前0.94元的预测，主要在于公司四季度销量超出预期。

### 点评：

- **公司业绩增长主要来源于合营公司盈利的大幅提升。**公司作为国内最大的汽车生产企业，拥有国内最好合资公司中的两家，09年充分分享了我国轿车市场的繁荣。上海通用在新君威、克鲁兹的推动下实现了销量提升与产品结构改善，全年完成销售73万辆，增长近59%；上海大众在朗逸和晶锐的带动下实现销量约73万辆，增长49%，均超行业平均水平。在销量与结构改善的同时作用下，其盈利也快速提升。我们预计09年来自联营与合营公司的收益约为75亿元，同比增长67%。4季度尤其是12月份两大合资公司销量超出预期，这使得公司单季EPS近0.44元左右，环比提升11%以上。我们认为12月份销量大幅超出预期的重要原因可能在于乘用车购置税的变化导致消费者在年末集中采购，这在我们之前的报告中已经提及。
- **2010年，国内轿车市场有望稳定增长。**在政策推动下，我们预期2010年国内轿车市场有望实现10%左右的增长。我们预期上海通用在新君威、克鲁兹的持续放量、新赛欧的推出下推动销量增长10%以上；上海大众在朗逸、晶锐和昊锐的持续放量、新产品大众途观的上市等推动下销量增长15%左右，由于产能利用率保持在高位，盈利能力将得以保持。
- **公司自主品牌进入快速发展阶段。**经过近3年的市场培育，公司自主品牌荣威逐渐获得市场认同，09年销量超过9万辆，同比增长157%。2010年公司自主品牌有望推出A级车和SUV等几款新车，在新产品推动下，明年自主品牌销量有望达到15万辆，这将显著改善本部盈利。
- **维持“推荐”评级。**预测公司09-11年EPS分别为1.04元、1.36元和1.67元，目前股价对应09年、10年P/E分别为25倍、19倍，估值处于行业中端。考虑到公司的海外市场拓展能力以及在新能源汽车中的研发实力，给予公司6-12个月目标价30元，维持“推荐”评级。

6-12个月目标价：30元

当前股价：25.65元

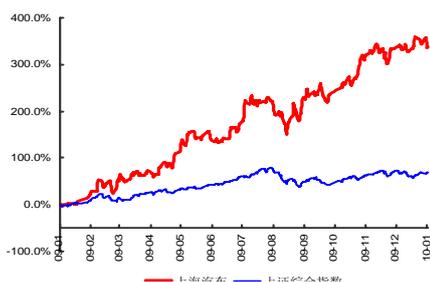
评级调整：维持

### 基本资料

上证综合指数	3282
总股本(百万)	6551
流通股本(百万)	6551
总市值(亿)	1680
EPS (09E)	1.04
每股净资产(元)	5.69
资产负债率	57.8%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海汽车	-1.8	29.9	60.3
上证综合指数	0.2	18.1	6.3



### 相关报告

- 《上海汽车：3季度盈利好于预期》  
2009-10-13
- 《上海汽车：大额计提减值、释放后期风险》  
2009-4-23
- 《上海汽车：公司09年经营情况将明显好转》  
2009-2-27
- 《上海汽车：长期股权投资面临较大减值风险》  
2009-1-12

### 主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	105406	135454	143603	155103
同比(%)	1%	29%	6%	8%
归属母公司净利润(百万)	656	6781	8889	10968
同比(%)	-86%	933%	31%	23%
毛利率(%)	11.5%	13.6%	14.1%	15.1%
ROE(%)	1.9%	16.2%	18.4%	19.5%
每股收益(元)	0.10	1.04	1.36	1.67
P/E	256.08	24.78	18.90	15.32
P/B	4.85	4.02	3.49	2.98
EV/EBITDA	47	11	9	7

资料来源：中投证券研究所

图表 1: 上海汽车季度财务数据 (单位: 百万元)

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
上海通用销量 (万辆)	12.8	11.3	10.3	10.2	11.3	16.7	18.9	25.9
上海大众销量 (万辆)	14.1	13.1	9.9	11.9	13.7	17.7	19.4	22.0
合计	26.9	24.4	20.2	22.1	25.0	34.4	38.3	47.9
净利润	1,241	725	261	-1,570	626	820	2528	2807
EPS (元)	0.19	0.11	0.04	-0.24	0.10	0.12	0.39	0.43

资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

注: 四季度净利润为预测数

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	55972	84593	83171	95281	<b>营业收入</b>	105406	135454	143603	155103
现金	22174	20925	26692	34587	营业成本	93235	117050	123371	131704
应收账款	2860	7266	6109	6770	营业税金及附加	790	1016	1077	1163
其它应收款	439	1839	1341	1527	营业费用	7190	9211	9765	10237
预付账款	2206	2837	2850	3105	管理费用	5376	4741	5313	6049
存货	7442	19410	15304	17186	财务费用	1517	626	732	788
其他	20851	32317	30874	32106	资产减值损失	3229	1148	0	0
<b>非流动资产</b>	51885	48328	54427	57738	公允价值变动收	301	0	0	0
长期投资	21471	17495	19142	18982	投资净收益	4489	7500	8200	8900
固定资产	14006	19456	23791	27053	<b>营业利润</b>	-970	9163	11544	14062
无形资产	2530	2923	3422	3886	营业外收入	514	0	0	0
其他	13879	8454	8072	7816	营业外支出	25	0	0	0
<b>资产总计</b>	107857	132920	137598	153019	<b>利润总额</b>	-480	9163	11544	14062
<b>流动负债</b>	55120	73676	68913	73846	所得税	370	916	1154	1406
短期借款	4326	3149	3399	3470	<b>净利润</b>	-850	8247	10390	12656
应付账款	18187	34086	29748	32945	少数股东损益	-1506	1466	1501	1687
其他	32607	36440	35766	37430	<b>母公司净利润</b>	656	6781	8889	10968
<b>非流动负债</b>	14200	22	34	58	EBITDA	2784	11507	14611	17742
长期借款	1225	0	0	0	EPS (元)	0.10	1.04	1.36	1.67
其他	12974	22	34	58					
<b>负债合计</b>	69320	85710	82548	88148					
少数股东权益	3897	5363	6864	8551	<b>主要财务比率</b>				
股本	6551	6551	6551	6551	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
资本公积	22202	22202	22202	22202	<b>成长能力</b>				
留存收益	7173	13783	20248	28418	营业收入	1.3%	28.5%	6.0%	8.0%
母公司股东权益	34640	41848	48186	56320	营业利润	-117.4%	844.9%	26.0%	21.8%
<b>负债和股东权益</b>	107857	132920	137598	153019	母公司净利润	-85.8%	933.4%	31.1%	23.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	11.5%	13.6%	14.1%	15.1%
					净利率	0.6%	5.0%	6.2%	7.1%
					ROE	1.9%	16.2%	18.4%	19.5%
					ROIC	62.5%	65.9%	72.4%	77.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	64.3%	64.5%	60.0%	57.6%
					净负债比率				
					流动比率	1.02	1.15	1.21	1.29
					速动比率	0.87	0.87	0.97	1.04
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.01	1.13	1.06	1.07
					应收账款周转率	29.3	26.0	20.9	23.5
					应付账款周转率	5.39	4.48	3.87	4.20
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.10	1.04	1.36	1.67
					每股经营现金流	1.78	1.21	1.11	1.22
					每股净资产	5.29	6.39	7.36	8.60
					<b>估值比率</b>				
					P/E	256.08	24.78	18.90	15.32
					P/B	4.85	4.02	3.49	2.98
					EV/EBITDA	47	11	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

陈光明, 中投证券研究所汽车行业分析师, 管理学硕士, 4 年行业经历, 5 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434