

2010年4月6日

上海汽车

2010年稳健增长

A
买入

600104.SS - 人民币 21.14

目标价格: 人民币 27.24 (↓31.20)

王玉笙

(8621) 6860 4866 分机 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

上海汽车 09 年录得每股收益 1 元, 由于双龙的股权减值准备负面影响每股收益近 0.2 元, 实际公司 09 年每股盈利近 1.2 元。2010 年 1-2 月, 上海大众和通用销量分别同比增长 53% 和 113%, 预计 1 季度经常性盈利与 09 年 3-4 季度相仿, 同比实现大幅增长。我们将目标价格下调至 27.24 元, 维持买入评级。

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

- 产能不足, 不能及时满足市场需求。
- 未来可能的价格战, 将导致盈利能力下降。
- 相比市场新车投放, 合资企业 2010 年新车型较少。

估值

- 我们预计 2010 年汽车行业 20% 的增长, 预计上汽在新车的支持下销量增长能小幅高于行业平均。我们维持对公司 2010 年的每股收益 1.56 元的预测, 将目标价格从 31.20 元下调至 27.24 元, 维持**买入**评级。

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)	30,011
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

中银国际证券有限责任公司

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	105,892	139,636	174,545	208,581	249,254
变动 (%)	1	32	25	20	19
净利润 (人民币 百万)	656	6,592	10,227	11,565	13,515
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.100	1.006	1.561	1.765	2.063
变动 (%)	(85.8)	904.6	55.1	13.1	16.8
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.930	1.286	1.463	-
先前预期摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.564	1.724	-
调整幅度 (%)	-	-	(0.2)	2.4	N/A
全面摊薄市盈率 (倍)	211.1	21.0	13.5	12.0	10.2
每股现金流量 (人民币)	1.78	3.29	3.51	1.39	1.62
价格/每股现金流量 (倍)	11.9	6.4	6.0	15.2	13.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	91.5	37.5	24.6	27.2	20.6
每股股息 (人民币)	0.210	0.026	0.050	0.297	0.335
股息率 (%)	1.0	0.1	0.2	1.4	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

09 年业绩大幅改善

上海汽车 2009 年实现营业总收入 1,396.36 亿元，净利润 65.92 亿元，每股收益 1.006 元，净利润同比增长超 900 倍。由于对双龙计提剩余部分的长期股权投资减值准备，负面影响每股收益近 0.2 元，故公司 09 年实际经常性每股收益近 1.2 元。公司合并报表层面，相比 2008 年双龙不再纳入合并范围，上柴进入合并范围，统计口径有所改变。总体而言，销售收入同比增长 31.9%，主营业务收入同比增长 43.5%，合并报表层面盈利有所改善。

公司销售费用比去年同期增长 36.16%，主要由于整车销量较去年同期大幅上升，而相应增加销售费用的运输费和经销商返利。管理费用比去年同期减少 11.63%，实际上扣除合并报表范围变化影响后，同比增长 7.82%，主要是公司研究费用、技术转让费有所增加。财务费用比去年同期减少 61.86%，扣除合并报表范围变化影响后，同比减少 21.46%，主要系公司资金状况改善而减少了财务费用支出。总体而言，公司 09 年各项费用控制得当，使盈利能力有所提升。

图表 2. 利润表主要项目列示

(人民币, 百万)	09 年 3 季度	09 年 4 季度	09 年 3 季度 / 09 年 4 季度	2008	2009	同比变动(%)
营业总收入	38,026	40,025	5.3	105,892	139,636	31.9
营业成本	32,708	35,115	7.4	93,235	121,228	30.0
利息支出	100	110	9.5	306	344	12.3
手续费及佣金支出	1	6	277.7	1	9	668.4
营业税金及附加	398	398	0.0	790	1,465	85.5
主营业务利润	4,817	4,396	(8.7)	11,560	16,590	43.5
销售费用	2,753	2,768	0.6	7,190	9,789	36.2
管理费用	1,200	1,466	22.2	5,376	4,750	(11.6)
财务费用	142	95	(32.9)	1,517	579	(61.9)
资产减值损失	98	181	85.2	3,229	1,426	(55.8)
公允价值变动净收益	(3)	41	-	301	30	(89.9)
营业利润	621	(74)	-	(5,451)	76	-
投资净收益	2,474	2,997	21.2	4,489	8,344	85.9
对联营合营的投资收益	2,426	2,883	18.8	3,807	8,101	112.8
加：营业外收入	16	215	1,251.2	514	303	(41.1)
减：营业外支出	24	98	311.7	25	137	446.4
利润总额	3,090	3,045	(1.5)	(480)	8,597	-
减：所得税	177	44	(75.3)	370	489	32.3
减：少数股东损益	385	383	(0.6)	(1,506)	1,516	-
净利润	2,528	2,618	3.6	656.2	6591.9	904.6

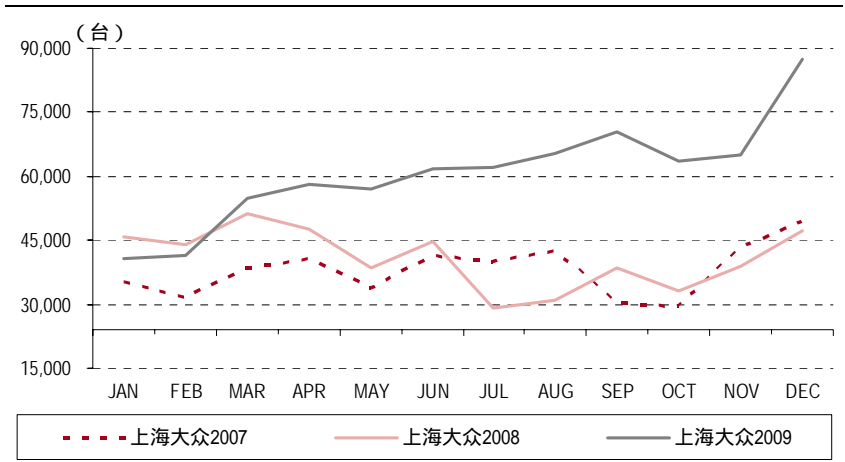
资料来源：公司数据，中银国际研究

销量创新高

09年公司完成整车销售272.5万辆，不含双龙汽车同比增长57.2%；其中乘用车160.6万辆，同比增长56.7%，商用车111.9万辆，同比增长57.9%；国内市场占有率19.9%，比上一年度增加了1.4个百分点，市场领先优势进一步扩大。

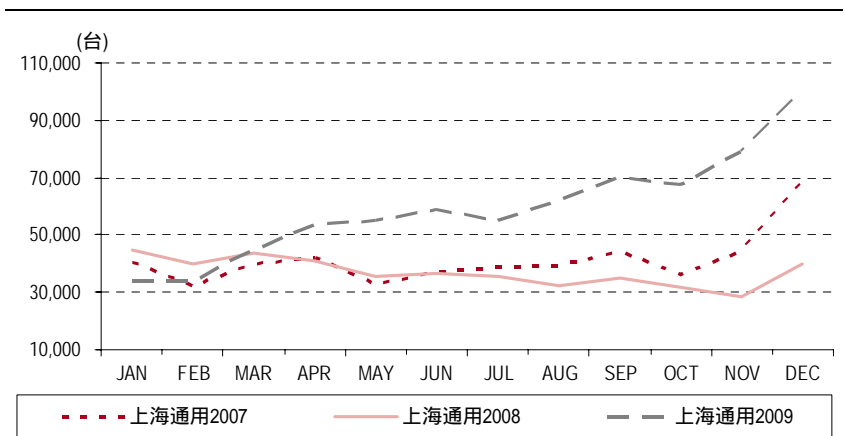
公司4季度销量表现良好，12月上海通用的上海大众单月销量分别突破10万台和8.7万台，再创年内新高。09年，上海大众和通用销量同比上升48.6%和58.7%，预计2010年两者均可达到销量目标90万台，实现20%左右的销量增长。

图表 3.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 4.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

可转债部分行权

公司于 07 年 12 月发行的总计人民币 63 亿元认股权和分离交易可转债。认股权证的发行总量为 22,680 万份，存续期为认股权证上市之日起 24 个月。截至 2010 年 1 月 7 日，共计 3,925,647 份上汽认股权证成功行权，公司股份发生变化，变动后公司的总股本为 6,554,954,737 股。

分配预案 10 转增 3

公司 2010 年的利润分配预案为，以公司总股本 6,554,954,737 股为基准，用资本公积金以每 10 股转增 3 股，并派送现金红利每 10 股 0.50 元（含税），计 327,747,736.85 元。10 转增 3 后公司的总股本将由 65.5 亿变更为 85.2 亿股，公司每股收益将相应摊薄。

2010 年展望

自主品牌方面，09 年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，估计 09 年这些亏损额在 10 多亿的水平，约合每股收益 0.2 元。2010 年自主品牌有 4 款新车上市，我们看好荣威 350 和 MG6 的市场前景，预计自主品牌整体达到 18 万台的目标，实现 2010 年自主品牌板块的整体扭亏。

我们预计 2010 年公司的主要盈利来源上海大众和上海通用仍将录得 20%左右的销量增长。由于持股比例的变化，上海通用的业绩将纳入合并报表，大幅提升销售收入，投资收益则相应减少。我们认为在合资企业稳步增长，自主品牌销量翻倍增长的情况下，保守预计 2010 年每股收益 1.56 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	105,892	139,636	174,545	208,581	249,254
销售成本	(94,332)	(123,046)	(153,774)	(183,968)	(219,842)
经营费用	(9,980)	(12,484)	(15,492)	(20,255)	(24,389)
息税折旧前利润	1,580	4,106	5,279	4,358	5,023
折旧及摊销	(5,514)	(3,451)	(2,277)	(2,272)	(2,530)
经营利润(息税前利润)	(3,934)	655	3,002	2,086	2,493
净利息收入/(费用)	(1,525)	(568)	(949)	13	363
其他收益/(损失)	4,979	8,510	10,581	12,354	14,124
税前利润	(480)	8,597	12,633	14,453	16,979
所得税	(370)	(489)	(587)	(704)	(845)
少数股东权益	1,506	(1,516)	(1,819)	(2,183)	(2,620)
净利润	656	6,592	10,227	11,565	13,515
核心净利润	656	6,601	10,234	11,573	13,523
每股收益(人民币)	0.100	1.006	1.561	1.765	2.063
核心每股收益(人民币)	0.100	1.008	1.562	1.767	2.064
每股股息(人民币)	0.210	0.026	0.050	0.297	0.335
收入增长(%)	1	32	25	20	19
息税前利润增长(%)	2,178	(117)	358	(31)	20
息税折旧前利润增长(%)	(22)	160	29	(17)	15
每股收益增长(%)	(86)	905	55	13	17
核心每股收益增长(%)	(86)	906	55	13	17

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	22,174	30,500	22,203	32,988	49,150
应收帐款	3,299	4,551	5,462	6,527	7,799
库存	7,442	8,314	10,359	12,492	15,025
其他流动资产	23,057	31,127	17,934	17,939	17,939
流动资产总计	55,972	74,492	55,958	69,946	89,914
固定资产	17,098	18,129	18,742	19,243	19,528
无形资产	13,317	19,303	24,135	26,985	29,303
其他长期资产	21,471	26,234	26,234	26,234	26,234
长期资产总计	51,885	63,666	69,111	72,463	75,065
总资产	107,857	138,158	125,068	142,408	164,979
应付帐款	23,518	34,945	43,437	51,966	62,100
短期债务	23,192	39,891	6,000	3,000	1,500
其他流动负债	8,410	4,921	4,585	4,590	4,590
流动负债总计	55,120	79,757	54,022	59,556	68,190
长期借款	1,225	1,663	1,663	1,663	1,663
其他长期负债	11,689	9,952	10,879	10,879	10,881
股本	6,551	6,551	6,551	6,551	6,551
储备	29,374	35,934	45,833	55,455	66,770
股东权益	35,925	42,485	52,384	62,006	73,321
少数股东权益	3,897	4,302	6,121	8,304	10,924
总负债及权益	107,857	138,158	125,068	142,408	164,979
每股帐面价值(人民币)	5.48	6.49	8.00	9.47	11.19
每股有形资产(人民币)	3.45	3.54	4.31	5.35	6.72
每股净负债/(现金)(人民币)	0.34	1.69	(2.22)	(4.32)	(7.02)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(480)	8,597	12,633	14,453	16,979
折旧与摊销	5,514	3,451	2,277	2,272	2,530
净利息费用	1,525	568	949	(13)	(363)
运营资本变动	210	19,388	13,510	7,432	8,821
税金	(370)	(489)	(587)	(704)	(847)
其他经营现金流	5,271	(9,944)	(5,778)	(14,336)	(16,507)
经营活动产生的现金流	11,670	21,572	23,005	9,103	10,614
购买固定资产净值	(8,045)	(3,759)	(7,491)	(5,591)	(5,092)
投资减少/增加	(22,094)	(31,361)	10,431	12,204	13,973
其他投资现金流	25,902	22,835	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,236)	(12,285)	2,939	6,612	8,881
净增权益	1	2	0	0	1
净增债务	1,809	(2,270)	(33,891)	(3,000)	(1,500)
支付股息	(2,581)	(1,295)	(1,277)	(1,930)	(1,836)
其他融资现金流	1,100	2,602	927	0	1
融资活动产生的现金流	329	(962)	(34,241)	(4,930)	(3,334)
现金变动	7,763	8,326	(8,297)	10,786	16,162
期初现金	14,411	22,174	30,500	22,203	32,988
公司自由现金流	7,433	9,287	25,944	15,715	19,495
权益自由现金流	9,243	7,018	(7,947)	12,715	17,995

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	1.5	2.9	3.0	2.1	2.0
息税前利润率	(3.7)	0.5	1.7	1.0	1.0
税前利润率	(0.5)	6.2	7.2	6.9	6.8
净利率	0.6	4.7	5.9	5.5	5.4
流动性(倍)					
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.3
利息覆盖率	(2.6)	1.2	3.2	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	5.6	23.6	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	211.1	21.0	13.5	12.0	10.2
核心业务市盈率	211.1	21.0	13.5	12.0	10.2
目标价对应核心业务市盈率	312.3	31.0	20.0	17.7	15.2
市净率	3.9	3.3	2.6	2.2	1.9
价格/现金流	11.9	6.4	6.0	15.2	13.0
企业价值/息税折旧前利润	91.5	37.5	24.6	27.2	20.6
周转率					
存货周转天数	29.6	23.4	22.2	22.7	22.8
应收帐款周转天数	14.2	10.3	10.5	10.5	10.5
应付帐款周转天数	81.2	76.4	82.0	83.5	83.5
回报率(%)					
股息支付率	209.7	2.6	3.2	16.8	16.3
净资产收益率	1.8	16.8	21.6	20.2	20.0
资产收益率	(3.8)	0.5	2.2	1.5	1.5
已运用资本收益率	(6.2)	0.9	3.9	3.0	3.1

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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