

2010年04月06日

韩伟琪  
WeiQi\_Han@e-capital.com.cn  
目标价(元) RMB 25.00

**公司基本信息**

产业别	汽车
A 股价(10/04/02)	21.14
上证综合指数(10/04/02)	3157.96
股价 12 个月高/低	27.23 / 9.17
总发行股数(百万)	6554.95
A 股数(百万)	1648.48
A 市值(亿元)	348.49
主要股东	上海汽车工业(集团)有限公司 (78.90%)
每股净值(元)	6.48
股价/账面净值	3.26
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.07 -21.59 115.27

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2009-11-03	24.40	买入

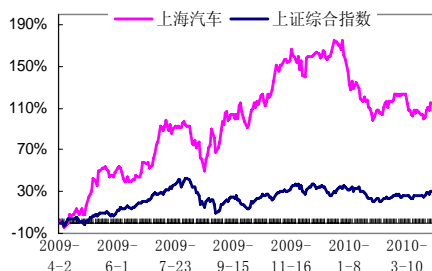
**产品组合**

整车业务	82.74%
零部件业务	15.15%
金融业务	0.01%
其它	2.10%

**机构投资者占流通 A 股比例**

一般法人	83.82%
基金	7.80%
社保基金	0.83%
券商集合理财	0.05%

**股价相对大盘走势**



**上海汽车 (600104)**

Buy 买入

**一季度业绩喜人，估值较低**

**结论与建议：**

09 年上汽净利润 66 亿元，YoY 增长 905%，EPS1.006 元。全年销售汽车 272.5 万辆，YoY 增长 57%。

2010 年一季度公司销售整车 89 万辆，YoY 增长 70%，预计 Q1 EPS 将超 0.4 元。全年上汽销量预计将达到 310 万辆，YoY 增长 14%左右，大众、通用、五菱以及自主品牌国内竞争力依旧；同时双龙破产影响不在、上海通用并表，营收以及净利润增速都将明显增长。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 1.452 元和 1.689 元。预计一季度业绩将表现靓丽，目前 20101 年 A 股 P/E 为 14.6 倍，估值偏低，故短期给予买入投资建议，目标价 25 元，对应 2010 年 18 倍 P/E。

- 上海汽车 09 年完成营业收入 1388.75 亿元，YoY 增长 31.75%，实现净利润 65.92 亿元，YoY 增长 904.61%，EPS 为 1.006 元，上海大众、上海通用依旧为主要的利润贡献者。年中计提双龙资产减值损失 12 亿元，拖累 EPS0.183 元。
- 上海汽车全年销售汽车 272.46 万辆，YoY 增长 57.18%，在国内市场占有率 19.9%，YoY 提高 1.4 个百分点；其中上海大众、上海通用以及上汽通用五菱全年销量分别达到 72.82 万、72.76 万和 106.51 万辆
- 一季度公司销售整车 89 万辆，YoY 增长 70%。预计公司一季度净利达到 27 亿元，YoY+330%，EPS 超过 0.4 元。
- “五一”长假取消及政策利好减弱将导致国内乘用车销售开始进入淡季，不过经济持续平稳较快发展的情况下，3、4 月份商用车旺季预计将如期而至。
- 预计上汽集团 2010 年汽车销量在 310 万辆左右，YoY 增长 14%。其中大众+通用 170 万辆、自主品牌 18 万辆、通用五菱 120 万辆。
- 预计公司 2010、2011 年营收将分别达到 2658.72 亿元和 3005.85 亿元，YoY 分别增长 90.40%和 13.06%；实现净利润分别为 95.13 亿元和 110.65 亿元，YoY 分别增长 44.31%和 16.32%；EPS 分别为 1.452 元和 1.689 元。预计其一季度业绩将表现靓丽，目前 20101 年 A 股 P/E 为 14.6 倍，估值偏低，故短期给予买入投资建议，目标价 25 元，对应 2010 年 18 倍 P/E。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	4635	656	6592	9513	11065
同比增减	%	241.83%	-85.84%	904.61%	44.31%	16.32%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.707	0.100	1.006	1.452	1.689
同比增减	%	241.83%	-85.84%	904.61%	44.31%	16.32%
A 股市盈率(P/E)	X	29.88	211.06	21.01	14.56	12.52
股利(DPS)	RMB 元	0.210	0.026	0.050	0.180	0.209
股息率(Yield)	%	0.99%	0.12%	0.24%	0.85%	0.99%

### 营运分析

上汽集团 09 年营收 1389 亿元，YoY+32%，实现净利润 66 亿元，YoY+905%，EPS1.006 元。

上海大众、上海通用依旧为主要的利润贡献者。年中计提双龙资产减值损失 12 亿元，拖累 EPS0.183 元。

上海汽车 09 年全年销售汽车 272 万辆，YoY 增长 57%，大众、通用、五菱合计贡献 92.5% 的销量。

上海汽车 09 年完成营业收入 1388.75 亿元，YoY 增长 31.75%，实现净利润 65.92 亿元，YoY 增长 904.61%，EPS 为 1.006 元，符合预期。公司分红方案为 10 转 3、派 0.5 元。

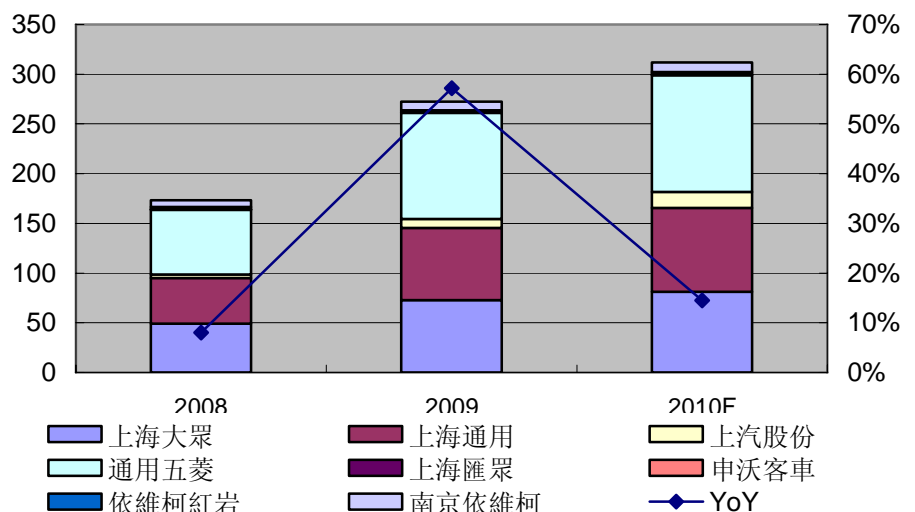
上海汽车 09 年全年销售汽车 272.46 万辆，YoY 增长 57.18%，快于行业增速约 10 个百分点。09 年，集团在国内市场占有率 19.9%，比上一年度增加了 1.4 个百分点。

09 年公司整车业务毛利率达到 12.71%，YoY 提高 1.16 个百分点，主要为汽车销量的提高以及钢材等原材料价格的下降所致。

同时公司年内再次计提双龙汽车破产后产生的 12 亿元资产减值损失，连同 08 年计提的 32 亿元，双龙破产后的影响已被全额计提，2010 年将不再对公司业绩产生影响，而 09 年计提的 12 亿对公司的 EPS 影响为 0.183 元左右。年内两大合资公司上海大众及上海通用合计贡献投资收益达到 80 亿元左右，占营业利润的 95% 左右。

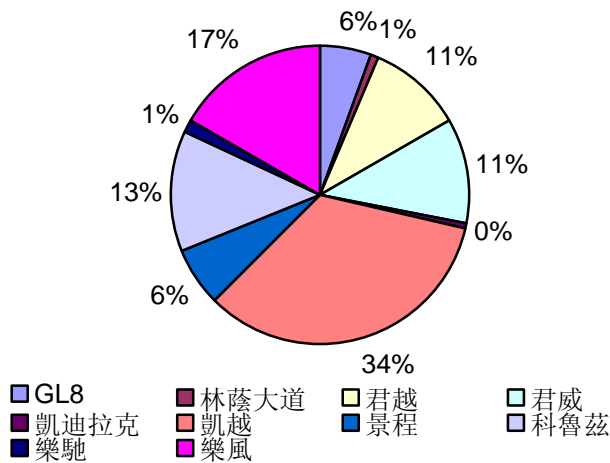
09 年国内汽车销量火爆，作为龙头之一的上海汽车全年销售汽车 272.46 万辆，YoY 增长 57.18%，快于行业增速约 10 个百分点，其中上海大众、上海通用以及上汽通用五菱全年销量分别达到 72.82 万、72.76 万和 106.51 万辆，YoY 分别增长 48.59%、58.65% 和 63.73%，三者合计贡献公司全年销量的 92.5%；此外，上汽自主品牌在荣威 550 的带动下，全年销量达到 9 万辆，YoY 增长 153.32%。

图表一：上海汽车 08-10 年销量及 YoY



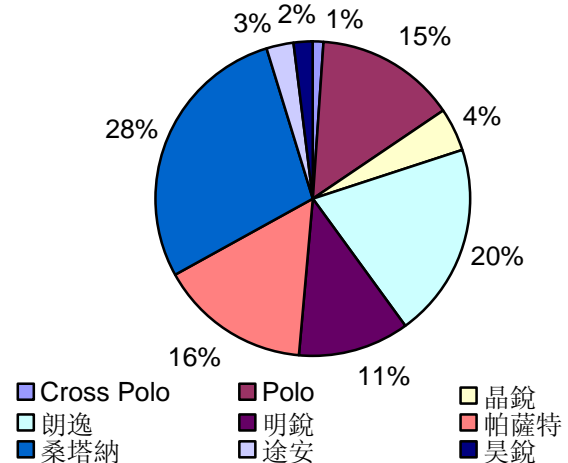
资料来源：公司公告，群益证券

图表二：上海通用 09 年销量构成（按车型）



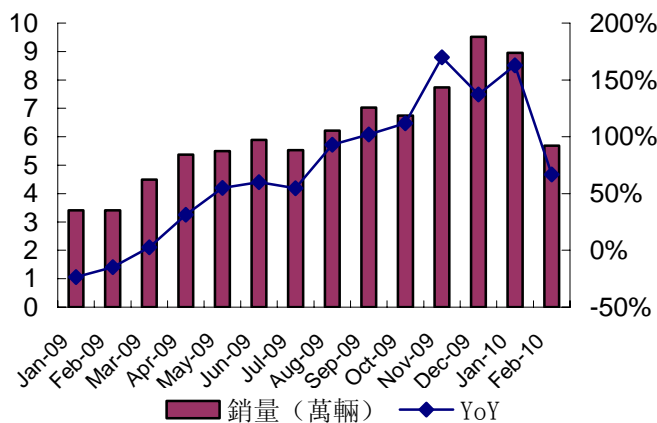
资料来源：中国汽车工业协会，群益证券

图表三：上海大众 09 年销量构成（按车型）



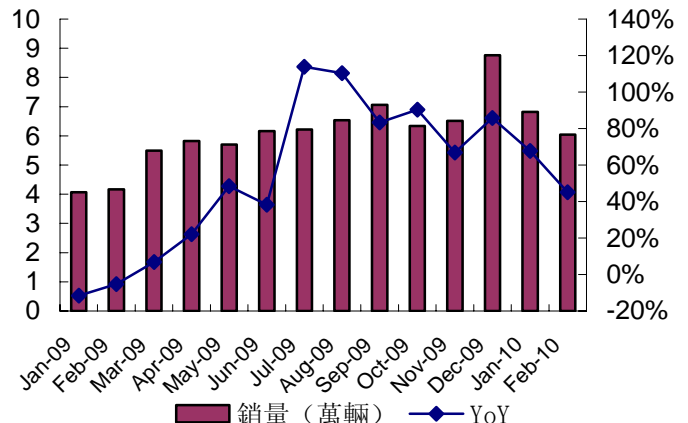
资料来源：中国汽车工业协会，群益证券

图表四：上海通用 09 年以来月度销量及 YoY



资料来源：中国汽车工业协会，群益证券

图表五：上海大众 09 年以来月度销量及 YoY



资料来源：中国汽车工业协会，群益证券

一季度公司销售整车 89 万辆，YoY 增长 70%。预计公司一季度净利达到 27 亿元，YoY+330%。

2010 年一季度，上汽集团共销售汽车 89 万辆，YoY 增速超过 70%，其中 3 月份销售超过 35 万辆，超过了 1 月份的 30.7 万辆，好于我们此前的预期。其中，一季度大众和通用合计贡献了 45 万辆的销量，通用五菱销量 36 万辆，自主品牌接近 4 万辆，YoY 分别增长 82%、46%和 166%。

由此确保了公司一季度业绩继续靓丽，我们预计其净利润能达到 27 亿元左右，YoY 增长 330%左右，EPS 超过 0.41 元。

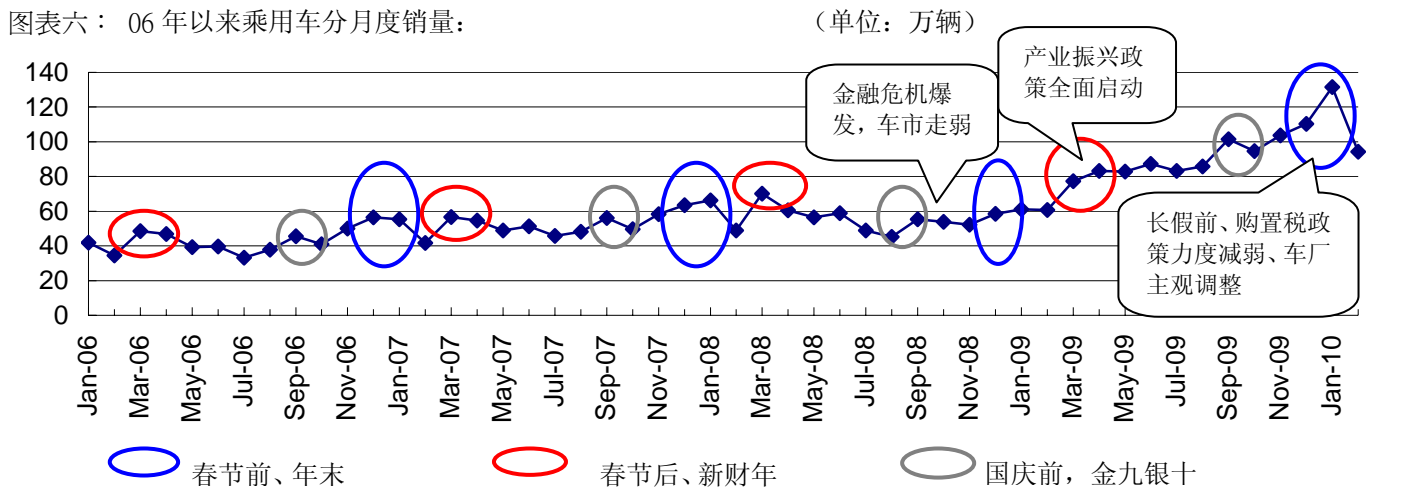
“五一”长假取消及政策利好减弱将导致国内乘用车销售开始进入淡季。

国内车市一年中有多个波段，以以往乘用车来说，“长假前购车高峰”促成了以往春节前、“五一”前和“十一”前三个高峰期，同时商务用途的乘用车（MPV、中高级轿车等）购车需求则在春节后和年末“锦上添花”。

但 2010 年来说，由于缺少“五一”长假，加之去年同期进行得如火如荼的购置税政策优惠力度减弱，故 4 月份预计将是年内乘用车销售淡季的开始，将一直持

续到下一个旺季——“金九银十”的来临。

图表六：06年以来乘用车分月度销量：

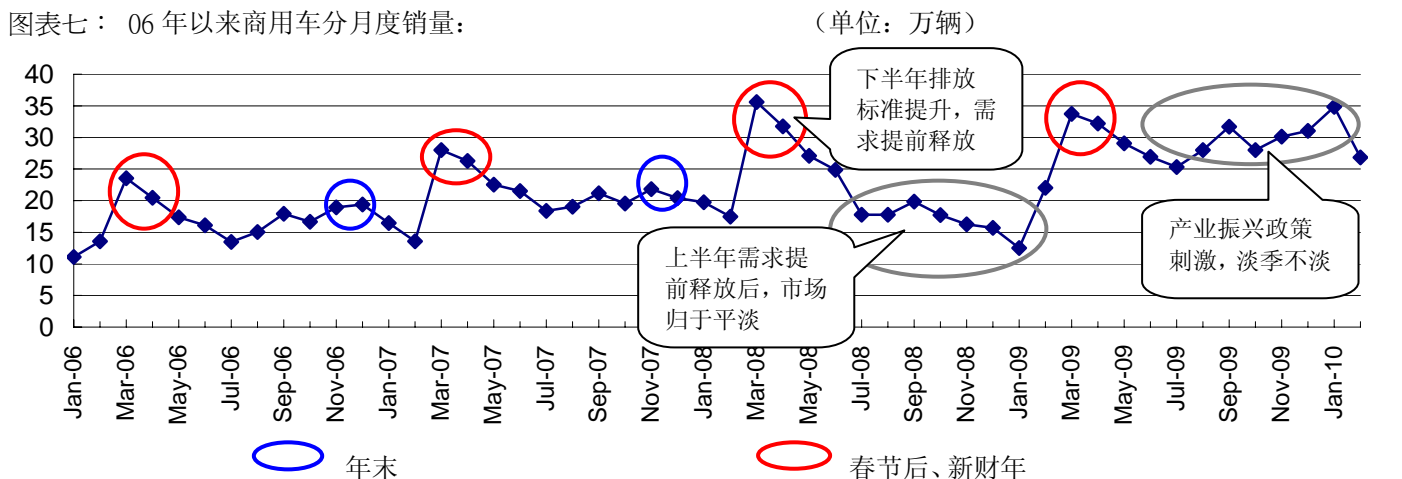


资料来源：中国汽车工业协会，群益证券

经济持续平稳较快发展，3、4月份商用车旺季预计将如期而至。

而对于商用车，其周期性则更为明显，春节以后的3、4月份为年内的最高峰，适逢国内企事业单位、团体等年度计划开始实施、年度预算下划后的采购高峰，是对商用车市场的最好刺激。而之后则是年末部分多余预算带来的采购小高峰，9、10月份的销量波动则相对平淡些。目前看来，2010年3、4月份国内经济继续平稳，同时无重大因素（产业政策、排放标准等）的影响，故3、4月份的商用车高峰预计将如期而至，其中4月份虽环比3月会有所下降，但其销量预计仍将为年内较高水平。

图表七：06年以来商用车分月度销量：



资料来源：中国汽车工业协会，群益证券

预计上汽集团2010年汽车销量在310万辆左右，YoY增长14%。其中大众+通用170万辆、自主

2010年，虽然国内经济依旧保持较快平稳的发展势头，而中国汽车业长期向好的需求增长预期亦没有太大的悬念。但在09年爆发式的增长之后，2010年面临增速放缓的情景似乎是不可避免的。

品牌 18 万辆、通用五菱 120 万辆。

全年我们预计国内汽车销售总量在 1528 万辆左右，YoY 增长 12%左右，而上汽集团方面销量预计达到 310 万辆左右，YoY 增长 14%，基本与行业增速相近。

其中上汽从 09 年开始发力的自主品牌乘用车系列将继续得到公司的大力支持，2010 年全年销量预计达到 18 万辆，荣威及 MG 系列预计将达到 16 万辆左右，销量实现翻番。

上海大众及上海通用同样销量也有好的增长，2010 年全年合计销量有望接近 170 万辆，YoY 增长 16%左右。

惟通用五菱微车系列增速预期较小，为 120 万辆，增速仅为 5.5%。一方面由于 2010 年微客市场由于 09 年的快速成长后，出现调整不可避免；另一方面，上汽本身也将微车发展偏向于提高产品附加值和盈利能力的方向，发展较好的中高端产品，而非单纯提升销量。

### 盈利预测

预计公司 2010、2011 年营收将分别达到 2658.72 亿元和 3005.85 亿元，YoY 分别增长 90.40%和 13.06%；实现净利润分别为 95.13 亿元和 110.65 亿元，YoY 分别增长 44.31%和 16.32%；EPS 分别为 1.452 元和 1.689 元。

鉴于一季度公司销量增长良好，且也无大额资产减值等业外因素影响，故预计其一季度业绩将表现靓丽，目前 20101 年 A 股 P/E 为 14.6 倍，估值偏低，故短期给予买入投资建议，目标价 25 元，对应 2010 年 18 倍 P/E。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER  $\geq$  30%)；买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

**附一：合并损益表**

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	104384	105892	139636	265872	300585
经营成本	89761	93542	121580	222851	251804
营业税金及附加	704	790	1465	3190	3306
销售费用	8591	7190	9789	19276	21792
管理费用	5374	5376	4750	9040	9919
财务费用	827	1517	579	1462	1653
资产减值损失	96	3229	1426	200	200
投资收益	6578	4489	8344	5547	5851
营业利润	5575	-970	8431	15400	17772
营业外收入	354	514	303	275	300
营业外支出	78	25	137	80	80
利润总额	5850	-480	8597	15595	17992
所得税	442	370	489	1248	1349
少数股东损益	774	-1506	1516	4834	5578
归属于母公司所有者的净利润	4635	656	6592	9513	11065

**附二：合并资产负债表**

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	16620	22174	30500	35284	40089
应收账款	15956	15433	20495	21110	21744
存货	7851	7442	8314	8480	8650
流动资产合计	54575	55972	74492	80451	86887
长期股权投资	19416	21471	25425	26696	28031
固定资产	17446	14006	14651	14944	15242
在建工程	4451	3092	3479	3618	3763
非流动资产合计	1769	2530	2946	3005	3065
资产总计	101815	107857	138158	145049	152956
流动负债合计	47045	55120	79757	82150	83793
非流动负债合计	11765	14200	11637	11986	12346
负债合计	58809	69320	91394	94136	96139
少数股东权益	5622	3897	4302	4646	5017
股东权益合计	37385	34640	42462	46268	51800
负债及股东权益合计	101815	107857	138158	145049	152956

**附三：合并现金流量表**

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	-5263	11670	21572	22867	24696
投资活动产生的现金流量净额	769	-4236	-12285	-13514	-14865
筹资活动产生的现金流量净额	6727	-850	-4154	-4569	-5026
现金及现金等价物净增加额	2232	6583	5134	4784	4805

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

## 群益大中华产业研究团队

### 台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
<b>总经及市场策略处</b>		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
<b>产业研究一处</b>		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
<b>产业研究二处</b>		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
<b>产业研究三处</b>		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

### 上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场、总经、金融
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Lihui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

### 群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料