

2007年8月13日

调研跟踪报告

上海汽车 (600104)

外联内合，打造综合型汽车集团

评级 推荐
现价 24.35元

公司动态

上海汽车近期在对外联合方面动向较多：7月底上汽集团与跃进集团签署全面合作意向书；此外市场还有关于上汽集团收购上柴股份的传闻。8月10日上海汽车股东大会通过了发行分离交易可转债等议案。会后我们就企业经营现状及后期发展规划与公司进行了交流。

投资要点

- 看好上海汽车自主品牌轿车的发展前景。集团较强的研发实力、完善的零部件配套体系和上汽良好的品牌形象是其自主品牌轿车成功的保证。
- 公司借助资本市场加快发展步伐。募集资金将主要投向自主品牌轿车项目，同时通过收购兼并等方式快速提升商用车生产能力。
- 与南汽的合作将提升上海汽车商用车产销规模和竞争实力，并有利于自主品牌轿车的建设。
- 收购上柴股份将增强上海汽车商用车发动机技术力量，符合公司做大商用车业务的发展战略。
- 上海汽车下属整车企业技术力量雄厚，具有稳定的产品质量和良好的品牌形象，市场占有率较高。我们判断上海汽车将取得接近或略高于行业平均的发展速度，上海大众和自主品牌轿车是公司后期主要增长点。
- 考虑公司稳固的行业龙头地位和增长的持续性，我们认为公司可定位于35倍市盈率，合理价格在30元左右。投资评级：推荐。

风险提示

- 自主品牌轿车初期盈利能力有限。公司今后几年投资规模偏大，相关折旧摊销对业绩压力较大。

余兵：汽车行业研究员

(021)62078960

yubing@pasc.com.cn

行业 汽车
公司代码 600104
公司网址 www.china-sa.com

52周幅度(元) 4.44/25.7
52周日平均成交额(百万) 229

总股本(万股) 655103
流通股(万股) 148075
流通市值(百万) 36056

大股东 上海汽车工业
持股量(%) (集团)总公司
83.83

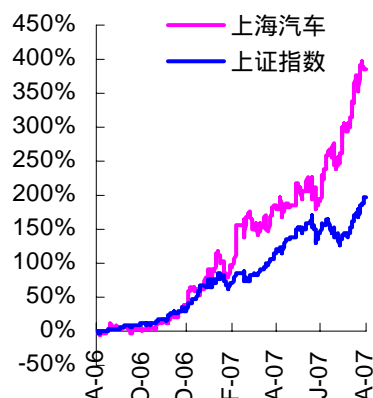
每股净资产(元) 4.83
净资产收益率(%) 10.6
每股净负债(元) 7.54

研究员联系方式

相关研究报告：

截至年度	主营收入	净利润	增长率	每股盈利	股息	市盈率	股息率
12月31日	(百万)	(百万)	(%)	(元)	(元)	(倍)	(%)
2004	7491	1978	30.4%	0.60	0.25	40.3	1.0
2005	6389	1105	-44.2%	0.34	0.25	72.2	1.0
2006	30503	1425	29.0%	0.22	0.16	111.9	0.7
2007F	126600	4917	245.1%	0.75	0.15	32.4	0.6
2008F	153598	5683	15.6%	0.87	0.15	28.1	0.6
2009F	170104	6417	12.9%	0.98	0.2	24.9	0.8

近一年与上证指数走势对比



目 录

I. 经营状况.....	3
OICA 排名彰显自主品牌建设重要性	3
借助资本市场实现发展宏图	4
上汽集团与南汽集团合作谋求共赢.....	5
收购上柴股份或将提高商用车配套能力	8
上汽集团 2007 上半年产销形势良好	9
汽车板块的指数型品种.....	10
II. 财务预测	11
III. 估值：市盈率法.....	12

I. 经营状况

■ OICA 排名彰显自主品牌建设重要性

近日，国际汽车制造商协会（OICA）公布了 2006 年全球汽车企业产量排名，通用、丰田、福特分别以总产量 892.62 万辆、803.60 万辆和 626.82 万辆位居前三位。中国汽车企业长安汽车以 52.28 万辆的总产量位居第 23 名，成为中国汽车企业产量之首。一汽、北汽、东风、奇瑞、哈飞，分别以总产量 47.93 万辆、37.36 万辆、35.23 万辆、30.72 万辆、26.50 万辆位居第 24~28 名。上汽集团名列第 34 名，总产量为 17.80 万辆。

图表1 全球汽车企业2006年产量及名次

名次	公司	国家	产量(万)
1	通用	美国	892.62
2	丰田	日本	803.6
3	福特	美国	626.82
4	大众	德国	568.46
23	长安	中国	52.28
24	一汽	中国	47.93
25	北汽	中国	37.36
26	东风	中国	35.23
27	奇瑞	中国	30.72
28	哈飞	中国	26.5
31	吉利	中国	20.71
32	华晨	中国	19.04
34	上汽	中国	17.8

资料来源：OICA

而按照国内汽车行业协会统计，上汽集团 2006 年整车销售超过 134 万辆，其中乘用车销售 91.5 万辆，商用车销售 42.9 万辆，位居全国汽车各大集团销量之首。

国内外对汽车企业产销量的统计口径不同是造成上述排名结果差异的主要原因。按照国际惯例，上汽集团下属合资企业上海通用、上海大众的产品品牌属于外方，该部分产销量分别纳入美国通用和德国大众公司名下，剔除合资企业产销量后，上汽集团 2006 年产量仅有 17.8 万辆。

上海汽车的发展目标是努力成为一家具有核心竞争能力和国际经营能力的蓝筹汽车公司。按照国际统计标准，上汽集团目前的产销规模与其走向世界的发展目标差距较大。公司当务之急是加快自主品牌轿车建设工作。对于自主品牌轿车项目建设，我们的看法是：

自主品牌轿车项目对带动国家和地区经济增长、促进产业结构升级、解决就业问题有重大意义。

自主品牌轿车项目虽然投资规模较大，有一定风险，但投资回报也较高。与商用车相比，轿车市场发展空间更大。

此前国内各大汽车集团对自主品牌轿车项目建设的得失成败考虑过多，畏难心理偏重，自主品牌轿车项目建设“非不能也，实不为也”。奇瑞、吉利、哈飞等企业进军轿车领域初战告捷也为其他企业提供了借鉴意义和探索经验。

看好上海汽车自主品牌轿车项目的发展前景。集团较强的研发实力、完善的零部件配套体系和上汽良好的品牌形象是其自主品牌轿车成功的重要保证。

■ 借助资本市场实现发展宏图

上海汽车在稳固乘用车业务的基础上积极推进自主品牌轿车项目建设，并在商用车领域谋求收购合并，公司向全面型汽车集团发展目标稳步前进。

7月25日上海汽车公告拟申请向公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券：发行规模不超过人民币80亿元，每张债券的认购人可以无偿获得公司派发的认股权证。本次发行分离交易可转债的募集资金，拟用于公司乘用车自主品牌建设项目、商用车收购兼并项目、增资上海汽车集团财务有限责任公司、偿还金融机构贷款，资金总需求约273.55亿元。

公司在“十一五”期间的战略重点是自主品牌汽车项目建设。本次募集资金拟投向的乘用车自主品牌建设项目具体包括三个方面：自主品牌整车建设、整车和发动机产品研发、上海汽车股份有限公司技术中心建设，资金总需求约213.55亿元。公司初步估算，乘用车自主品牌建设项目的全部投资从2007年到2012年的内部收益率约18%，静态投资回收期约5.7年。

商用车业务是公司“十一五”规划的重点之一。为进一步做大做强公司的商用车业务，公司拟收购兼并与商用车业务相关的研发、制造等平台，以及与整车开发密切相关的零部件业务，不断完善公司产品系列及业务结构。

公司为我们描绘了今后几年的发展蓝图，其工作重点是积极建设自主品牌轿车项目，同时通过收购兼并等方式快速提升商用车生产能力。如果上述项目得以顺利实施，公司将由目前的以合资企业为主的乘用车生产企业转型为业务全面的大型综合汽车生产集团。公司今后几年投资规模巨大，因此拟通过资本市场筹措发展资金。由于本次发行募集资金投向符合国家产业发展政策，有利于提升企业综合竞争力和中长期投资价值，8月10日公司股东大会顺利通过了发行分离交易可转债等议案。

图表2 表2 上海汽车发行分离交易可转债募集资金项目 **单位：亿元**

项目名称	投资额	建设内容及形成产能
一.乘用车自主品牌建设项目	213.55	
1.自主品牌整车建设	113.88	
其中:自主品牌建设一期	36.8	以罗孚技术为基础，开发生产的经济型、中级和中高级系列轿车及变型车，以及直列4缸、V型6缸等系列发动机。年产轿车及变型车12万辆和发动机17万台
自主品牌建设二期	36.72	利用原有存量资产，投资建设的整车和发动机生产基地，主要生产中级及中低级轿车系列及其变型车产品，以及直列4缸、V型6缸等系列发动机。年产整车15万辆和发动机15万台的生产规模
运动型多用途乘用车	10.36	以双龙汽车中级SUV产品为原型车，由公司根据中国市场需求进行二次开发。年生产规模为2.4万辆
乘用车收购兼并	30	
2.整车和发动机产品研发	80.43	
3.技术中心建设	19.24	
二.商用车收购兼并项目	20	
三.增资上汽财务公司	20	充实财务公司资本金，扩大其业务规模
四.偿还金融机构贷款	20	降低公司财务成本，提高资金运用效率
合计	273.55	

资料来源：上海汽车

与配股、增发等融资方式相比，发行分离交易可转债具有以下优点：向股东提供灵活的交易选择；延缓每股收益的摊薄效应，较好的保护了投资者的利益。公司目前资产负债率处于合理水平（一季度末为 51.45%），也为发行分离交易可转债提供了有利条件。

公司授权董事会根据市场情况及预计所附认股权证全部行权后募集的资金总量不超过拟发行公司债券金额的限定条件，确定具体发行规模及认股权证的派发数量。我们预计公司将按上限募集资金，即 160 亿元（80+80=160）。

其认股权证的行权价格不低于公告分离交易可转债《募集说明书》日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价，显示公司对其后期业绩增长信心较大。如果按 25 元转股价和行权价计算，全部行权和转股后股本扩大 6.4 亿，即对 EPS 的摊薄幅度在 9.77%左右。

我们预计项目建设前期投资规模较大，同时新产品上市初期产销量和利润贡献有限，该阶段公司业绩压力较大。但由于认股权证的存续期自认股权证上市之日起 24 个月，债券期限为 6 年，因此公司业绩压力期与行权和转股高峰期基本错开，而到行权和转股高峰期公司业绩将有较大幅度提高，实际每股收益摊薄影响将较为有限。

但需要注意的是公司今后几年投资额偏大，虽然部分投资可能采取费用化处理，但今后几年折旧摊销压力依然较大。

■ 上汽集团与南汽集团合作谋求共赢

在上述规划中，上海汽车拟通过收购兼并做大做强公司的商用车业务，这种设想在短期内即付诸实施。

公司 7 月 30 日公告披露：控股股东上海汽车工业（集团）总公司本着贯彻国家发展长江三角洲战略要求、国家汽车产业政策导向和高效整合、利用双方资源的原则，与南京汽车集团有限公司的控股股东跃进汽车集团公司探讨在整车、汽车零部件和汽车服务贸易等领域进行全面战略合作的可能性。7 月 27 日，上汽集团与跃进集团在上海签署了《上汽集团和跃进集团全面合作意向书》，该《全面合作意向书》将涉及到上海汽车。根据该《全面合作意向书》，上汽集团和跃进集团将本着全面合作的原则，成立联合工作小组，对下一步的合作以及资产重组进行讨论，以实现上汽与南汽的全面融合。

南汽集团概况

跃进汽车集团公司主要业务和资产在南汽集团。南汽的历史可追溯到 1947 年，1958 年 3 月 10 日成功地制造出我国第一辆轻型载货汽车，国家命名为跃进牌汽车，同时批准成立南京汽车制造厂。1995 年 6 月 21 日国家经贸委同意更名为跃进汽车集团公司。2003 年 8 月 28 日，由跃进汽车集团公司、中国信达资产管理公司、中国华融资产管理公司、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通产业集团有限公司等 5 家公司共同出资重组的南京汽车集团有限公司正式揭牌。

南汽集团是我国大型汽车生产企业之一，现有资产总额 120 亿元，占地面积 340 余万平方米，1.46 余万名职工，拥有 25 家控股子公司（其中 7 家中外合资），7 家参股公司（其中 2 家中外合资），400 余家关联企业。南汽目前拥有四个整车生产公司，即南汽跃进、南京菲亚特、南京依维柯、南汽新雅途，生产跃进、依维柯、菲亚特、新雅途四大品牌系列 400 多个品种汽车，年综合生产能力 20 万辆。

从近年经营情况看，南汽集团年产销量在 10 万辆左右水平徘徊不前。从销售结构看，其轻卡产品基本占总销量的一半；轿车业务近年处于下滑态势，与全行业良好的发展形势形成较大反差；主要产品中只有轻客业务稳步增长。

总体看，南汽集团经营不理想，这其中管理、技术、销售等多方面原因。虽然南京市政府对南汽集团非常重视，委派了高级别的政府官员到集团任职，但短期看，依靠内部力量的推动，集团经营状况难以实现较大的改观。江苏省、南京市政府有依靠外部力量来促进南汽集团发展的愿望。

图表3 南汽集团近年产品销售结构

单位：辆

产品类别	2005年	2006年	同比增长	2006H	2007H	同比增长
一.乘用车	36672	31898	-13.02%	17211	11265	-34.55%
其中:轿车	35992	31310	-13.01%	16932	10958	-35.28%
二.商用车	74800	73152	-2.20%	37752	37653	-0.26%
1.客车小计	19670	21455	9.07%	11003	11703	6.36%
其中:轻客	15577	17211	10.49%	8830	10021	13.49%
中客	4093	4244	3.69%	2173	1682	-22.60%
2.卡车小计	55130	51697	-6.23%	26749	25950	-2.99%
其中:重卡	124	457	268.55%	231	252	9.09%
中卡	2020	3436	70.10%	832	1460	75.48%
轻卡	52673	47804	-9.24%	25686	24238	-5.64%
三.合计	111472	105050	-5.76%	54963	48918	-11.00%

资料来源：中国汽车工业协会

双方达成合作意向的背景与契机

两大汽车集团公司目前经营状况差异较大。其中上汽集团的业务和利润主要来自合资企业上海通用和上海大众，上述两家合资企业销售和经营业绩良好，上汽集团自主品牌轿车项目建设也进展顺利。相比之下，南汽集团产销量徘徊不前，市场占有率下降，自主品牌轿车项目面临较大的资金缺口压力。因此，南汽集团的经营困境促使了两大集团的合作，我们判断南汽集团希望合作的紧迫性和积极性更高。上汽集团在技术、资金方面的强大实力是南汽所急需的。

图表4 上汽集团与南汽集团近年销量

单位：辆

企业	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007H
上汽集团	448946	560002	782036	848542	917513	1224008	761007
南汽集团	55714	83538	100282	95276	111472	105050	48918

资料来源：中国汽车工业协会

从上汽集团方面看，商用车一直是其薄弱环节，其商用车销量仅占集团总销量的 5% 左右，与一汽集团、东风集团相比，上汽的发展不够全面和均衡，集团有通过收购等方式尽快提升商用车业务实力的迫切需要，而南汽集团商用车业务具有一定规模和实力。

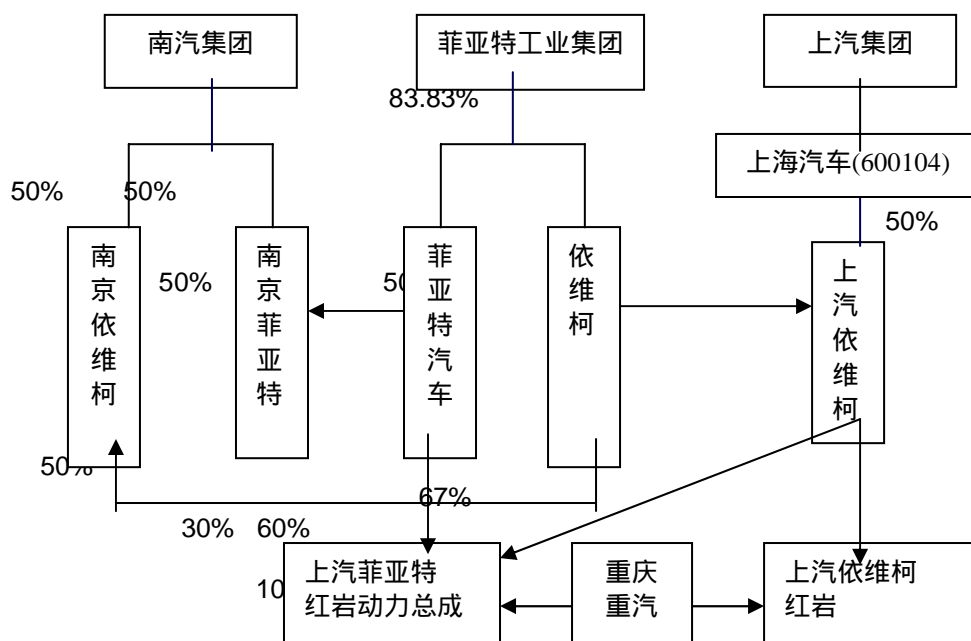
此外，两大集团曾参与了英国 MG 罗孚品牌的收购竞标，但都只得到部分资源，其中上汽购得罗孚 25、75 系列轿车和全系列发动机的知识产权；南汽则收购了 MG 罗孚的整套设备和一系列品牌。技术与设备的分离使双方在自主品牌项目的建设上都面临困难。双方资源的互补和共同的发展需求促使了两大集团达成战略合作意向。

双方共同的外资合作伙伴意大利菲亚特集团可能是两大集团达成合作意向的背后推动力量。菲亚特集团是全球汽车行业有影响力的集团之一，集团下属的经济型轿车、豪华轿车和商用车产品均有较强实力。南汽与菲亚特集团此前在轿车（南京菲亚特）和轻客领域（南京依维柯）有较长合作历史。

2006 年上汽集团在红岩重卡项目也开始与依维柯集团开始合作。2007 年 6 月上海汽车与意大利依维柯商用车股份有限公司、重庆重型汽车集团有限公司三方出资组建，以生产重型卡车为主要业务的合资公司——上汽依维柯红岩商用车有限公司在重庆市

成立。由上海汽车、菲亚特、重庆重汽共同投资的上汽菲亚特红岩动力总成有限公司也同时成立。我们推测上海汽车与菲亚特集团顺畅的合作关系也推动了上汽与南汽达成战略合作意向。

图表5 上汽、南汽与菲亚特集团合作关系



资料来源：平安证券研究所整理

从政府层面看，两大集团的合作符合国家汽车产业政策，通过存量资产的重组实现社会资源的优化配置。上海市委书记习近平、市长韩正率领的上海市代表团7月底对江苏省进行学习考察，双方研究交流推进长三角地区协调发展，探讨了两地经济合作事项。上海、江苏两地领导的交流最终促成两大集团达成合作意向。

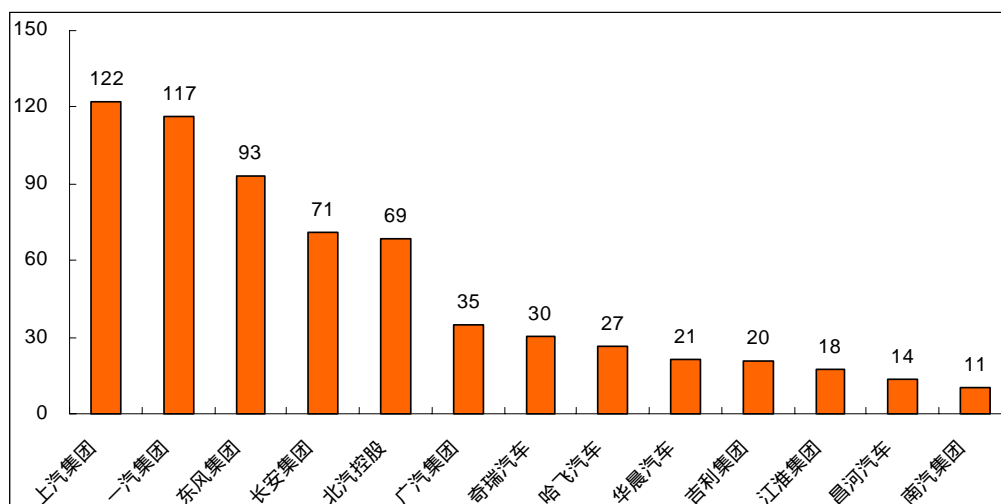
双方合作的可能方式

我们判断双方合作的落脚点在于商用车和轿车自主品牌轿车项目。南汽集团前期通过与意大利菲亚特在依维柯等项目的合作在商用车领域积累一定实力，双方合作将提升上汽集团在商用车领域的竞争力；而罗孚资源的共享将对上汽自主品牌轿车项目建设提供生产设备方面的支持。

双方合作后的上汽集团总销量与市场份额将得以提升。在国内市场上，目前上汽集团与一汽集团产销规模比较接近。如果上汽与南汽实现合资合作，按2006年经营情况，新集团产销量为133万辆左右，为一汽集团当年销量的115%，从而扩大对一汽集团的领先优势。另外，从市场份额看，新集团市场占有率18.4%，更有利于获得国家产业政策的扶持。

图表6 各大汽车集团2006年销量

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

对于具体合作方式，南汽集团提出“南汽集团法人地位不变、注册地不变、税收地位不变”的合作基本原则。据最新了解，双方可能采取资产与股份互换的方式，即南汽集团整车业务和资产将纳入上海汽车股份公司旗下，同时南汽取得上海汽车部分股权，从而避免两大集团间同业竞争；而南汽零部件业务可能置入上汽集团公司层面。目前双方已成立联合工作小组，进驻南汽开始进行尽职调查，该阶段时间预计在一月左右。

■ 收购上柴股份或将提高商用车配套能力

近期市场有关于上汽集团收购上柴股份的传闻，我们认为该事项有一定可能性。

上柴股份主要从事柴油机、油泵及柴油机配件的生产及销售，柴油机的商标为“东风”及“上柴动力”。拥有 G128/135、C(121)、D(114)、P11C、105 五大系列、300 多个变型产品的完整产品结构，功率范围覆盖 60-600 马力，产品主要为载重汽车、客车、工程机械、船舶、移动式电站等领域配套。

该公司有一定研发能力，产品在客车市场具有一定竞争力，2005 年公司自主研发制造的 6CT 天然气发动机被世界客车联盟评为年度最佳发动机；2006 年公司被世界客车联盟授予“年度最佳发动机制造商”奖。其参股公司上海日野发动机有限公司、上海浦东伊维燃油喷射有限公司均有相当实力。

但因内部管理和销售方面等原因，公司近年来销量持续下滑，利润大幅下降，基本处于保本经营状况。

图表7 上柴股份近年经营业绩

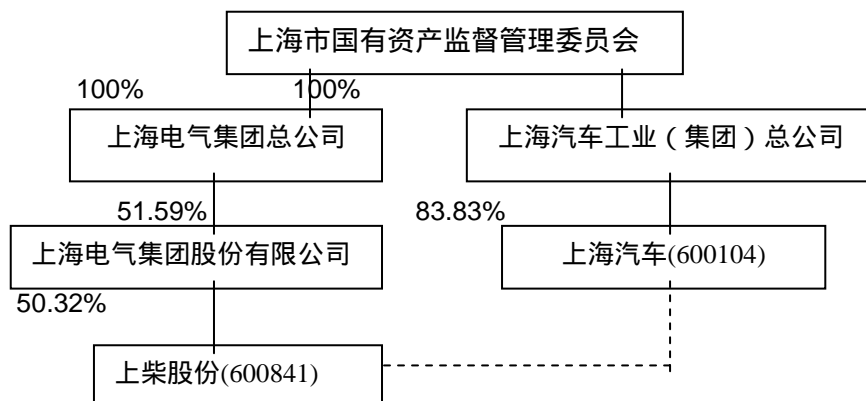
经营指标	2004 年	2005 年	2006 年
销量(台)	92249	66859	62614
主营业务收入(万元)	397437	310912	298782
净利润(万元)	21153	588	1285
每股收益(元)	0.44	0.01	0.03

资料来源：上柴股份

从国内外发动机行业发展情况看，缺乏整车资源、独立的发动机企业经营较为困难。如果上柴股份纳入上汽集团旗下，可以获得上汽集团整车资源的支持，从而引导该公司走出经营困境。而对上海汽车来说，上柴股份的柴油机生产能力可为其商用车产品提供稳定的发动机配套来源，符合公司做大商用车业务的发展战略。

从行业技术属性看，上柴股份与上汽集团更为接近，如果划转到上汽集团更有利于上柴股份的经营发展。从股权关系看，上柴股份目前属于上海电气集团，该集团与上汽集团同为上海市国资委管理。国有股权的划拨较为简捷，在操作上具有可行性。

图表8 上柴股份股权关系



资料来源：平安证券研究所整理

■ 上汽集团 2007 上半年产销形势良好

上汽集团今年以来产销形势良好，上半年销售汽车 761007 辆，同比增长 22.46%，略低于全国汽车行业 23.3%的增长幅度。

从产品类别看，上汽集团乘用车增长速度略高于行业平均水平，但其商用车上半年仅增长 14.43%，低于行业 25.89%的平均水平。商用车是上汽集团相对薄弱的环节，集团公司也认识到这一问题，目前正积极通过收购兼并等手段尽快提高相关领域的产销规模和竞争实力。集团内部各乘用车企业经营状况有所差异，其中上海大众上半年增长速度最快（34%）。

上海大众

该公司新产品波罗劲取上市后表现出色；老产品桑塔纳性能和质量较为稳定，具有品牌成熟、销售网络广、维修保养费用合理的优势，经过持续的更新换代后，依然保持旺盛的生命力。

但帕萨特今年以来表现一般，该产品虽然有良好的技术性能和质量稳定性，但较高的价格成为该品牌提高产销规模的制约因素。我们注意到，8月6日上海大众启动“领驭奥运计划”，对帕萨特领驭系列产品进行降价，降价幅度在 0.7-1.6 万元不等，新的价格区间为 17.68 万元-30.18 万元，产品的性价比和竞争力得到提升。我们预计该品牌下半年表现将有明显回升。

新产品斯柯达明锐 6 月 6 日上市以来表现合乎预期，该产品发动机性能出色，是该品牌的最大卖点。目前 1.8T 和 2.0L 两个排量车型已向消费者交车超过 6000 余量，累计定金订单数更是突破了 1 万辆。此外，8 月初上海大众宣布斯柯达明锐 1.6L 开始接受预订。我们预计随后两月左右时间将是该产品生产爬坡期，之后将进入快速增长期。斯柯达明锐将成为上海大众后期产销量和利润的重要增长点。

上汽通用五菱

上汽通用五菱继续扩大在微型客车市场的领先优势。该公司近年来依靠通用汽车在技术方面的支持、充分发挥自身管理和销售方面优势，取代了长安汽车在微客市场上的龙头地位。

上海通用

上海通用上半年表现一般，主力车型凯越销量增长仅在 5%左右。我们认为该公司目前存在两个问题：一是部分产品市场竞争力下降，如别克系列产品存在自重高、油耗偏高问题；二是产品结构过于繁杂，产品目标市场区分不明显，存在内部竞争问题。此外，别克林荫大道上市前公司内部的产品结构调整也对其他产品的销售有一定影响。

我们对上海通用的发展持相对谨慎态度。该公司前期在中国市场取得巨大成功，主要原因在于其强大的营销能力，而该公司在技术和产品质量方面并不占优。这种经营特点在轿车消费处于起步阶段的中国市场较为有效，厂商对消费者的引导作用较为明显。但随着消费者轿车消费心理的成熟以及部分家庭开始购买第二辆车，产品性能和质量将成为消费者更为重视的因素，营销对销售的推动效用开始递减。

荣威

上海汽车自主品牌荣威 750 上市以来稳步增长，累计销量为 7632 辆。近三月月度销量分别为 2347、1901、2316 辆。预计该产品今年可实现销售 2.5 万辆左右。

图表9 上汽集团上半年销量 单位：辆

生产企业	品牌	2007H	2006H	同比增长
上汽通用五菱	Spark	19951	21331	-6.47%
	交叉乘用车	249722	200651	24.46%
	小计	269673	221982	21.48%
上海通用	别克 GL8	18474	17915	3.12%
	别克君威	8434	19142	-55.94%
	别克林荫大道	673	0	
	别克荣御	0	2628	
	君越	37814	19242	96.52%
	凯迪拉克	2210	1524	45.01%
	凯越	91327	86928	5.06%
	赛欧	7750	13088	-40.79%
	雪佛兰	58532	41323	41.65%
	小计	225214	201790	11.61%
上海大众	波罗	43657	15997	172.91%
	高尔	8	4751	-99.83%
	旅行车	1222	655	86.56%
	明锐	3098	0	
	帕萨特	60249	57584	4.63%
	桑塔纳	108274	82944	30.54%
	途安	4987	3406	46.42%
	小计	221495	165337	33.97%
上汽股份	小计	7632	0	
乘用车合计		724014	589109	22.90%
商用车合计		36993	32327	14.43%
总计		761007	621436	22.46%

资料来源：中国汽车工业协会

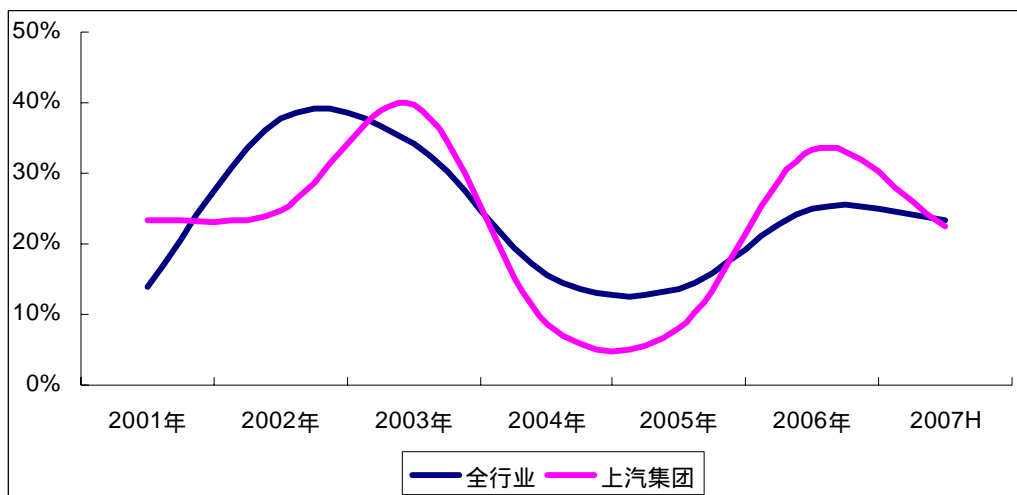
■ 汽车板块的指数型品种

目前上海汽车下属的上海大众、上海通用、上汽通用五菱等企业产品技术较为成熟，具有稳定的产品质量和较好的品牌形象，市场占有率较高。

从上述各企业内部看，产品种类齐全、产品线较长，各产品虽然增减幅度不一，但经常出现此消彼涨的互补局面，从而有利于化解产品单一带来的经营风险。

此外，上述各企业虽然目标市场有所交叉，存在一定竞争关系，但从集团层面看，这种交叉竞争局面也有利于上汽集团多方向出击全面占领市场。我们判断上汽集团将取得接近或略高于行业平均的发展速度。从近年统计数据看，这种增长趋势较为明显。因而可以将上海汽车定义为汽车板块的风向标或指数型品种。

图表10 上汽集团近年销量增速



资料来源：中国汽车工业协会

II. 财务预测

我们预计上海汽车后期将保持较快增长，其增长的动力来自以下方面：中国汽车市场发展空间巨大，给汽车企业提供良好发展机遇；上海汽车行业龙头地位显著，具有技术、质量、品牌和网络综合竞争优势。此外，在市场调查中我们还发现，现有产品和品牌保有量是消费者购车时考虑的重要因素之一。经过多年发展，上海汽车产品保有量不断扩大，既是企业以往经营成功的例证，也是公司后续发展的重要保障和推动力。

分公司看，各企业发展速度将有所分化。我们相对看好以下企业的发展前景：

1、上海大众：以技术和产品质量见长的上海大众在后期愈加显现优势。公司将在斯柯达明锐等新产品的带动下将取得持续较快增长。

2、自主品牌轿车。这是公司后期的发展方向和工作重点。集团较强的研发实力、完善的零部件配套体系和上汽良好的品牌形象是自主品牌轿车成功的保证。

3、商用车。集团将通过收购兼并等方式迅速提高商用车技术水平和产销规模。

预计上海汽车 2007 年销量将达到 168 万辆左右，增长幅度约为 25%。

图表11 上海汽车销量预测

单位：辆

企业名称	2005年	2006年	2007E	2008E	2009E
一.乘用车	1053242	1332387	1635500	1867000	2061500
上海大众	250006	349088	465000	536000	614000
上海通用	324742	406144	467500	538000	594500
上汽通用五菱	337188	460155	538000	598000	638000
上汽股份	0	0	25000	40000	50000
双龙汽车	141306	117000	140000	155000	165000
二.商用车	5387	8601	40300	48200	55500
上海汇众	4055	6042	7500	10000	12000
申沃客车	1332	2559	2800	3200	3500
上汽依维柯	0	0	30000	35000	40000
合计	1058629	1340988	1675800	1915200	2117000

盈利预测假设：

国家产业政策和经济环境无重大改变；

公司经营范围和主要产品维持现状；

主要原材料的供应及价格不会发生重大变化；

公司对下属子公司的股权比例维持不变；

公司于2008年开始执行25%的所得税税率。

图表12 盈利预测表

单位：万元

指标名称	2005年	2006年	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	638869	3050298	12660000	15359750	17010363
减：主营业务成本	520975	2486745	10950900	13270824	14662932
主营业务税金及附加	1827	56968	75600	90720	99792
主营业务利润	116067	506585	1633500	1998206	2247638
加：其他业务利润	3151	14147	30000	35000	40000
营业费用	17754	177185	822900	921585	1020622
管理费用	82020	250062	696300	806387	850518
财务费用	2152	4776	63300	76799	85052
营业利润	17292	88709	81000	228435	331446
加：投资收益	98773	85618	524050	511945	504315
补贴收入	303	730	2000	2500	3000
营业外收入	1864	2078	3000	4000	5000
营业外支出	2229	26327	3000	4000	5000
利润总额	116002	150808	607050	742880	838761
减：所得税	5478	8417	60705	111432	125814
减：少数股东损益	62	-100	54635	63145	71295
净利润	110462	142492	491711	568303	641652
总股本(万)	327600	655103	655103	655103	655103
每股收益(元/股)	0.34	0.22	0.75	0.87	0.98

III. 估值：市盈率法

公司是乘用车行业龙头企业。产品种类齐全、产品线较长，后期有望取得略高于行业平均的发展速度。

其整车业务以合资企业为主，合资伙伴实力强大，双方合作关系稳固。其中上海通用盈利能力强，该公司优势在于宽广的品牌系列和良好的营销能力。后期我们更为看好

上海大众，该公司以技术和产品质量见长，随着消费者的成熟，其产品在中国市场上愈加显现优势，并将在斯柯达明锐等新产品的带动下取得持续较快增长。

自主品牌轿车是公司后期的工作重点，集团较强的研发实力、完善的零部件配套体系和上汽良好的品牌形象是自主品牌轿车成功的保证。

通过收购兼并等方式快速提升商用车生产能力，以实现汽车行业的全面均衡发展，由目前乘用车为主转型为业务全面的大型综合汽车生产集团。与南汽集团的合作有利于资源互补，提升市场份额，实现共同发展的目标。

考虑公司稳固的行业龙头地位和可持续增长性，我们认为公司可定价在 35 倍市盈率，其合理价格在 30 元左右。相对于目前股价有 20%以上涨幅，投资评级：推荐。

风险提示：自主品牌轿车初期盈利能力有限。公司今后几年投资规模偏大，相关折旧摊销对业绩压力较大。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度在 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价下跌幅度超过 10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2007 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司
PING AN SECURITIES COMPANY LIMITED

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338 传真：(0755) 82449257