

上海汽车(600104.sh)

稳扎稳打，厚积薄发

杨华超 首席研究员

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

汤俊 研究员

020-87555888-628

eMail: tj5@gf.com.cn

定向增发项目进一步巩固自主品牌发展

2010年公司新上市了MG6、MG550、MG750、R350，轿车产品系列明显丰富。1-5月份公司自主品牌轿车累计销售6.41万辆，同比增长100.83%；其中乘用车分公司销售5.32万辆，同比101.65%。我们预计2010年公司自主品牌轿车销售规模将达到16万辆。我们认为此次定增募投项目将有利于进一步完善自主品牌乘用车的产品谱系，提高公司自主品牌竞争力和新能源研发能力；弥补在自主品牌商用车方面的短板，填补和丰富公司自主品牌轻型客车产品型谱；同时，关键零部件方面的研发以及投放有利于提升公司自主品牌产品的质量与竞争实力。

合资品牌车型市场份额提升，业绩稳健增长

2010年1-5月份，上海通用销售40.12万辆，同比增长79.42%；上海大众销售36.27万辆，同比增长37.66%。其中上海通用的君越月销量达到1万辆，上海大众的新品途观在5月份销量达到6146辆。我们预计行业经过7、8月份的淡季调整以后，行业的库存会有有所好转，行业的需求以及盈利情况会在四季度有较好的表现。我们看好上海大众与通用在中高端乘用车市场的竞争力。我们预计2010年上海通用和上海大众的销售规模分别达到90万辆和87万辆。

投资评级与盈利预测

我们预计2010-2012年公司营业收入分别为2679.60亿元、3166.74亿元、3464.11亿元，实现归属母公司净利润分别为111.24亿元、129.09亿元、152.82亿元，按照目前的总股本85.21亿股计算，实现的每股收益分别为1.31元、1.51元、1.79元，对应的动态市盈率分别为9.39倍、8.09倍、6.84倍。我们认为目前公司的估值具有足够的安全边际，而公司的自主品牌处于上升阶段，合资品牌产品结构提升均有利于对公司形成有力的业绩支撑，因此，我们给予公司“买入”评级。目标价15.10元。

风险提示

自主品牌销售情况低于预期。

公司评级

买入

当前价格(元)	12.05
目标价格(元)	15.10
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-10.02%	-19.81%	0.77%
沪深300	-2.01%	-14.61%	-11.56%

股票数据

总股本(万股)	852,144.1
	2
流通A股(万股)	852,144.1
	2
主要股东:	
上海汽车工业(集团)总公司	
主要股东持股比例	60.22%
流通A股比例	100.00%

财务比率

ROE	15.52%
ROA	7.46%
资产负债率	66.15%
每股净资产(元)	6.48

2009年报数据。

定向增发项目进一步巩固自主品牌发展

公司近日公告：公司计划向不超过十名特定对象非公开发行A股股票不超过9亿股，增发价格不低于11.47元/股，本次发行A股股票的募集资金总额不超过100亿元。募集资金项目主要投入自主品牌建设。

表 1：公司定向增发募集资金项目

序号	项目名称	资金需要数量 (人民币亿元)	募集资金拟投入数量 (人民币亿元)
1	自主品牌乘用车投资项目	60.471	55.31
	其中：自主品牌乘用车项目（二期）	36.72	35.06
	自主品牌乘用车研发项目	23.751	20.25
2	自主品牌商用车投资项目	11.785	11.785
3	双离合器自动变速器总成项目	6.565	5.965
4	技术中心建设二期项目	28.04	26.94
合计		106.861	100

数据来源：公司公告

其中，自主品牌乘用车二期，将形成整车与发动机各15万辆的产能，主要生产中高端轿车I2系列及其变型车产品、中高端轿车B2系列及其变型车产品、新一代的发动机NLE系列产品。

自主品牌乘用车研发项目，将投入开发中级乘用车和中高级乘用车，包括“荣威”和“MG”两大品牌八个系列的车型产品，涉及基本型乘用车和运动型多用途车（SUV）等多种类型，其中中级车3个系列、中高级车5个系列。在新能源汽车开发方面，该项目还将投入开发插电强混新能源汽车和纯电动轿车的两款全新车型。

自主品牌商用车项目主要生产LD100宽体轻型客车和BD100窄体轻型客车。项目建成后，上海汇众将形成年产轻型客车5万辆的生产能力。

双离合器自动变速器项目建成后，将新增年产12.5万套双离合器自动变速器总成的生产能力。

技术中心建设二期项目，拟新建造型车间、动力总成实验室、新能源汽车试验室等，增建研发楼和试制车间等，还将新增联合站房及各试验室的公用设备以及部分试验试制设备。

2010年公司新上市了MG6、MG550、MG750、R350，轿车产品系列明显丰富。1-5月份公司自主品牌轿车累计销售6.41万辆，同比增长100.83%；其中乘用车分公司销售5.32万辆，同比101.65%。我们预计2010年公司自主品牌轿车销售规模将达到16万辆。

我们认为此次定增募投项目将有利于进一步完善自主品牌乘用车的产品谱系，提高公司自主品牌竞争力和新能源研发能力；弥补在自主品牌商用车方面的短板，填补和丰富公司自主品牌轻型客车产品型谱；同时，关键零部件方面的研发以及投放有利于提升公司自主品牌产品的质量与

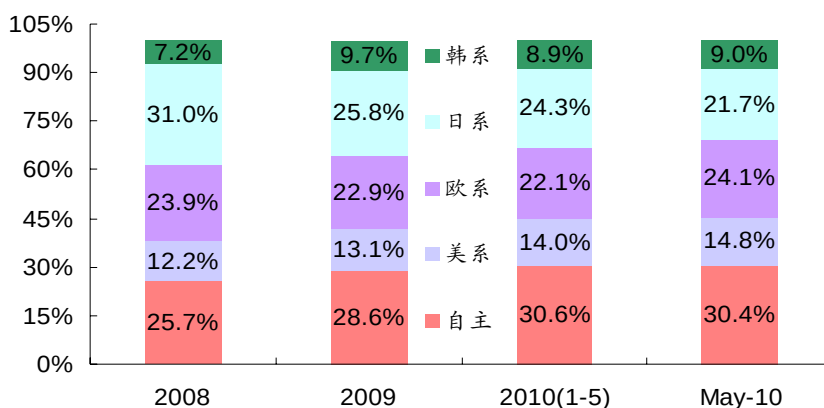
竞争实力。

合资品牌车型市场份额提升，业绩稳健增长

2010年1-5月份，狭义乘用车市场销售45.42万辆，同比增长57.88%。其中轿车销售38.90万辆，同比增长49.91%；MPV销售17.50万辆，同比增长109.10%；SUV销售47.73万辆，同比140.52%。

在轿车市场，今年由于丰田的召回事件影响，日系的市场份额有了明显的下滑，美系品牌和欧系品牌市场份额在提升。2010年5月，美系品牌市场份额为14.8%，相对2009年提高了1.7个百分点；欧系品牌的市场份额为24.1%，相对2009年提高了1.2个百分点。

图1：轿车市场各品牌的市场份额变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

公司的通用与大众系列车型在市场结构变化中充分受益。2010年1-5月份，上海通用销售40.12万辆，同比增长79.42%；上海大众销售36.27万辆，同比增长37.66%。其中上海通用的中高端品牌，君越的月销量达到1万辆，上海大众的新产品途观在5月份销量达到了6146辆。

我们预计行业经过7、8月份的淡季调整以后，行业的库存会有有所好转，行业的需求以及盈利情况会在四季度有较好的表现。我们看好上海大众与通用在中高端乘用车市场的竞争力。我们预计2010年上海通用和上海大众的销售规模分别达到90万辆和87万辆。

新能源产业布局已经开始

我们认为新能源的发展需要有技术、产品、市场共同推进。在技术方面，我们认为作为乘用车市场的龙头企业，公司以及与A123合作，未来将形成公司的动力电池平台。同时，我们预计公司旗下的联合电子将在电子电力技术平台上会有新的突破；而在整个集团层面上，华域汽车零部件领域的研究实力也将为上汽未来新能源的发展提供有力支持。

在产品方面，我们预计美国通用在今年10月底将推出VOLT，预计11月份将引进到上海通用生产销售。而公司的强混荣威750也将上市。在市

场方面，目前公共服务领域与私人领域的新能源购置补贴城中中均有上海，我们认为作为上海本土的上海汽车将充分受益于新能源推动政策。

盈利预测与假设

1、因为今年开始上海通用汽车开始合并报表，我们假设2010-2012年收入增速分别为92.95%、18.18%、9.39%。

2、假设2010-2012年毛利率分别为19.89%、19.09%、19.28%。

3、假设2010-2012年期间费用率分别为11.10%、11%、10.80%

4、假设2010-2012年综合所得税税率分别为15%。

基于前面的假设，我们预计2010-2012年公司营业收入分别为2679.60亿元、3166.74亿元、3464.11亿元，实现归属母公司净利润分别为111.24亿元、129.09亿元、152.82亿元，按照目前的总股本85.21亿股计算，实现的每股收益分别为1.31元、1.51元、1.79元，对应的动态市盈率分别为9.39倍、8.09倍、6.84倍。我们认为目前公司的估值具有足够的安全边际，而公司的自主品牌处于上升阶段，合资品牌产品结构提升均有利于对公司形成有力的业绩支撑，因此，我们给予公司“买入”评级。目标价15.1元。

风险提示

自主品牌销售情况低于预期。

资产负债表简表				
单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	30500	48990	71694	93128
应收账款	4067	7503	8867	9700
预付款项	4681	7224	8537	9339
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	1.00	2.00	3.00
其他应收款	484	1344	1589	1738
存货	8314	21735	25622	27963
流动资产合计	74492	118359	153609	182670
长期股权投资	25425	17954	17954	17954
固定资产	14651	28569	29997	31497
在建工程	3479	4660	4194	3774
无形资产	2946	4587	4541	4496
长期待摊费用	17	21	27	33
递延所得税资产	1428	1381	1632	1785
非流动资产合计	63666	62718	63891	65086
资产总计	138158	181077	217500	247756
短期借款	1745	1340	1583	1732
应付票据	697	1304	1537	1678
应付账款	24069	41775	49246	53745
预收款项	7765	10867	12811	13981
应付职工薪酬	1186	2223	2621	2860
应交税费	1228	5094	5477	4876
应付利息	61	133	157	172
应付股利	285	3512	4159	4786
其他应付款	4518	7376	8694	9489
流动负债合计	79757	101220	117314	125529
长期借款	1663	2698	2698	2698
应付债券	7279	8039	9500	10392
长期应付款	156	314	371	406
预计负债	732	3216	3167	2771
递延所得税负债	285	536	633	693
非流动负债合计	11637	17749	19852	20770
负债合计	91394	118969	137166	146300
股本	6551	8521	8521	8521
资本公积	22347	20527	20527	20527
盈余公积	4762	5874	7165	8693
未分配利润	8825	16446	25495	36442
少数股东权益	4302	10739	18626	27273
负债股东权益总计	138158	181077	217500	247756
每股净资产(元)	7.14	7.29	9.43	11.91

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表				
单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	138875	267960	316674	346411
营业成本	121228	217349	256216	279628
营业税金及附加	1465	6163	7284	7967
销售费用	9789	17685	20900	22517
管理费用	4750	11522	13300	14203
财务费用	579	536	633	693
资产减值损失	1426	181	218	248
公允价值变动收益	30			
投资收益	8344	6003	6184	6822
营业利润	8431	20526	24307	27978
营业外收入	303	268	317	346
营业外支出	137	134	158	173
利润总额	8597	20660	24466	28151
所得税费用	489	3099	3670	4223
净利润	8108	17561	20796	23928
归属母公司净利润	6592	11124	12909	15282
少数股东损益	1516	6438	7887	8647
EPS(元)	1.01	1.31	1.51	1.79

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表				
单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	21572	24150	26418	28335
投资活动现金流量	-12285	5649	-22884	-23744
筹资活动现金流量	-1077	-6717	19170	16842
现金及现金等价物净增加额	8211	23082	22704	21434
期末现金余额	20768	25908	48990	71694
每股经营活动现金流(元)	3.29	2.83	3.10	3.33

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标				
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	31.8%	92.9%	18.2%	9.4%
营业利润增长率	-969%	143%	18%	15%
毛利率	12.7%	18.9%	19.1%	19.3%
营业利润率	6.1%	7.7%	7.7%	8.1%
净利率	4.7%	4.2%	4.1%	4.4%
净资产收益率	19.0%	32.3%	29.2%	26.3%
总资产收益率	6.6%	11.0%	10.4%	10.3%
流动比率	0.93	1.17	1.31	1.46
资产负债率	66.2%	65.7%	63.1%	59.0%
所得税税率	5.7%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

上海汽车(600104.sh) 汤俊 2009-12-07

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。