

上海汽车(600104.sh)

产品实力奠定成长基础

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

规模效应与结构优化推动业绩大幅提升

公司2010年上半年实现营业收入1476.18亿元;同比增长139.70%,实现归属于母公司净利润58.71亿元,比去年同期增长306.03%,实现每股收益0.67元。业绩符合我们之前的预期。公司净利润大幅提升的主要原因来自于规模效应以及产品结构的优化。

完善的产品体系是未来成长的基础

在合资品牌方面,我们认为切换产品与动力平台的上海通用与上海大众的车型的市场份额呈上升趋势。2010年7月份上海大众在狭义乘用车的市场份额达到10.5%;上海通用达到9.8%,相对2009年分别提升1.8个百分点和1.3个百分点。

在自主品牌方面,我们认为公司中高端的品牌形象已经逐步得到了市场的认可,且双品牌战略也初见成效。2010年1-7月份自主品牌轿车累计销售9.30万辆,同比增长92.26%。

盈利预测

我们预计公司2010-2012年的每股收益分别为1.31元、1.54元、1.84元,维持“买入”评级。

盈利预测

自主品牌销售情况低于预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	105,405.9	138,875.2	280383	327950	369191
EBITDA(百万元)	3,272.40	11,195.39	27218.8	30319.9	34030.1
净利润(百万元)	656.17	6,591.93	11155.7	13122.8	15653.9
净利润增长率	-85.84%	904.61%	69.23%	17.63%	19.29%
每股收益(元)	0.100	1.006	1.31	1.54	1.84
市盈率	53.49	25.97	11.89	10.11	8.48
市净率	1.01	4.03	2.58	2.14	1.78
EV/EBITDA	9.22	13.99	4.87	4.38	3.90
每股红利(元)	0.03	0.05	0.15	0.15	0.15
股息率(%)	0.49	0.19	0.96	0.96	0.96

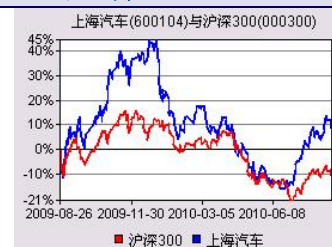
来源:上海汽车集团股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.57
目标价格(元)	17.80
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	6.72%	17.88%	8.79%
沪深300	1.39%	1.28%	-10.16%

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 78.28%

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。

规模效应与结构优化推动业绩大幅提升

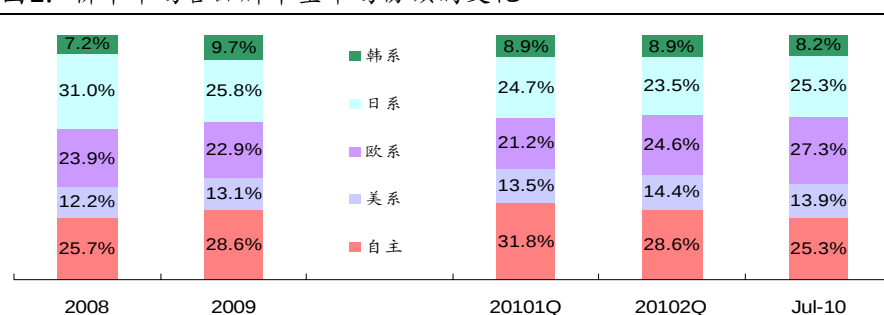
公司2010年上半年实现营业收入1476.18亿元；同比增长139.70%，实现归属于母公司净利润58.71亿元，比去年同期增长306.03%，实现每股收益0.67元。业绩符合我们之前的预期。公司净利润大幅提升的主要原因来自于规模效应以及产品结构的优化。

2010年上半年上海通用销售46.97万辆，同比增长66.30%；上海大众销售45.07万辆，同比增长38.62%；自主品牌荣威销售6.28万辆，同比增长88.3%；MG销售1.72万辆，同比增长151.2%；上汽通用五菱销售68.12万辆，同比增长29.74%。其中，上海大众朗逸取代桑塔纳成为其A级车的主力，产品结构比例达到26.4%；上汽通用五菱的高端微客五菱荣光结构比例由去年同期的19%提升到27.2%。

完善的产品体系是未来成长的基础

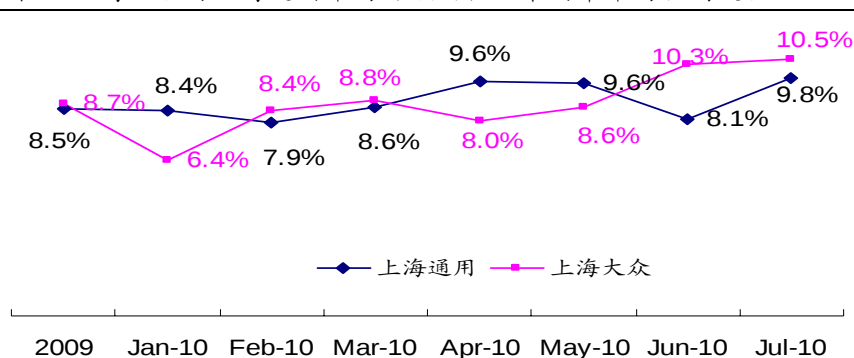
在合资品牌方面，我们认为上海通用和上海大众在产品与动力平台的切换全面提升了产品的竞争实力，2010年欧美系产品的市场份额呈逐步提升的趋势，2010年7月份上海大众在狭义乘用车的市场份额达到10.5%，相对2009年提升了1.8个百分点；上海通用则提升1.3个百分点，到9.8%。

图1：轿车市场各品牌车型市场份额的变化



数据来源：汽车工业协会，广发证券发展研究中心

图2：上海大众与上海通用市场份额（狭义乘用车市场）的变化

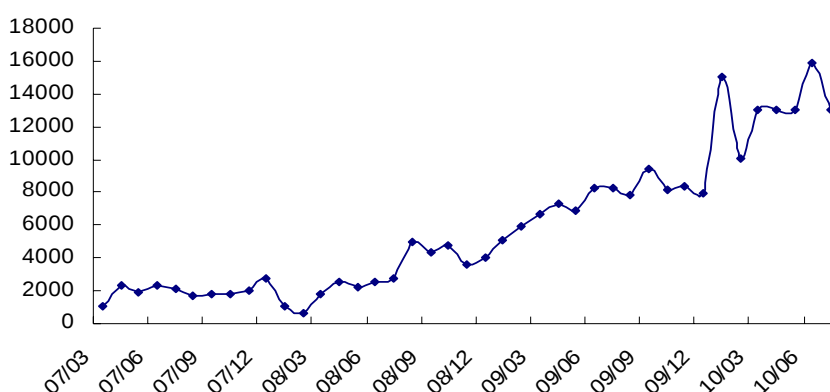


数据来源：汽车工业协会，广发证券发展研究中心

我们认为凭借着完善的产品体系，上海通用在各个级别的轿车市场均表现出优秀的竞争实力，君威君越系列在B级车市场处于领先地位，凯越克鲁兹则在A级车市场表现良好。而朗逸对桑塔纳的升级，以及B级平台车昊锐、SUV途观的市场投放，上海大众的产品结构逐步上移，其盈利能力也将相应提升。

在自主品牌方面，公司中高端品牌形象已经得到了市场的认可，且双品牌战略也初见成效。2010年1-7月份自主品牌轿车累计销售9.30万辆，同比增长92.26%。其中，今年1月上市的MG6到7月累计销售1.14万辆，4月份上市的荣威350到7月累计销售1.53万辆。

图3: 上海汽车自主品牌上市以来各月份的销售情况



数据来源: 汽车工业协会, 广发证券发展研究中心

盈利预测与假设

盈利假设

- 1、我们预计2010-2012年收入增速分别为101.90%、16.97%、12.58%;
- 2、假设2010-2012年毛利率分别为在19%左右;
- 3、假设2010-2012年期间费用率在11%左右;
- 4、假设2010-2012年综合所得税税率为15%。

基于前面的假设，我们预计2010-2012年公司营业收入分别为2803.83亿元、3279.50亿元、3691.91亿元，实现归属母公司净利润分别为111.56亿元、131.23亿元、156.54亿元，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、1.54元、1.84元，对应的动态市盈率分别为11.89倍、10.11倍、8.48倍。我们维持公司“买入”评级。

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	53719	77220	101044					
应收账款	4067	7851	9183	10337					
预付款项	4681	7559	8841	9953					
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	1407	1645	1852					
存货	8314	22680	26520	29841					
流动资产合计	74492	126240	162039	196514					
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	1445	1690	1903					
非流动资产合计	63666	62782	63949	65203					
资产总计	138158	189023	225988	261718					
短期借款	1745	1402	1640	1846					
应付票据	697	1361	1591	1790					
应付账款	24069	43591	50973	57356					
预收款项	7765	11340	13260	14921					
应付职工薪酬	1186	2320	2713	3052					
应交税费	1228	5760	6043	5453					
应付利息	61	139	163	183					
应付股利	285	3925	4405	4990					
其他应付款	4518	7696	8999	10126					
流动负债合计	79757	106408	121921	134047					
长期借款	1663	2698	2698	2698					
应付债券	7279	8411	9839	11076					
长期应付款	156	328	384	432					
预计负债	732	3365	3280	2954					
递延所得税负债	285	561	656	738					
非流动负债合计	11637	18447	20463	21959					
负债合计	91394	124855	142384	156006					
股本	6551	8521	8521	8521					
资本公积	22347	20527	20527	20527					
盈余公积	4762	5878	7190	8755					
未分配利润	8825	16472	25692	36937					
少数股东权益	4302	12770	21674	30972					
负债股东权益总计	138158	189023	225988	261718					
每股净资产(元)	7.14	7.53	9.81	12.41					

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	280383	327950	369191					
营业成本	121228	226798	265204	298415					
营业税金及附加	1465	7010	8199	9230					
销售费用	9789	18505	21645	23997					
管理费用	4750	11496	13446	15137					
财务费用	579	561	656	738					
资产减值损失	1426	567	226	262					
公允价值变动收益	30								
投资收益	8344	7781	7306	7906					
营业利润	8431	23227	25882	29318					
营业外收入	303	140	197	222					
营业外支出	137	280	164	185					
利润总额	8597	23087	25914	29355					
所得税费用	489	3463	3887	4403					
净利润	8108	19624	22027	24951					
归属母公司净利润	6592	11156	13123	15654					
少数股东损益	1516	8468	8904	9298					
EPS(元)	1.01	1.31	1.54	1.84					

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	27401	27467	29667					
投资活动现金流量	-12285	7098	-21776	-22621					
筹资活动现金流量	-1077	-6688	17811	16778					
现金及现金等价物净增加额	8211	27811	23502	23823					
期末现金余额	20768	25908	53719	77220					
每股经营活动现金流(元)	3.29	3.22	3.22	3.48					

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%	101.9%	17.0%	12.6%					
营业利润增长率	-969%	175%	11%	13%					
毛利率	12.7%	19.1%	19.1%	19.2%					
营业利润率	6.1%	8.3%	7.9%	7.9%					
净利率	4.7%	4.0%	4.0%	4.2%					
净资产收益率	19.0%	35.4%	29.8%	26.4%					
总资产收益率	6.6%	12.0%	10.6%	10.2%					
流动比率	0.93	1.19	1.33	1.47					
资产负债率	66.2%	66.1%	63.0%	59.6%					
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)_公告点评	汤俊	2010-06-27
上海汽车(600104.sh)_公告点评	汤俊	2009-12-07
上海汽车(600104.sh)_公司调研简报	汤俊	2009-11-03

	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。