



上海汽车（600104）：行业龙头地位稳固，自主品牌不走寻常路

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	8521.44
实际流通 A 股（百万股）	8521.44
实际流通 A 股市值（亿元）	1482.73

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 刘洋

电话 025-83367888-3305

邮箱 liuyang200029@163.com

● 内容提要

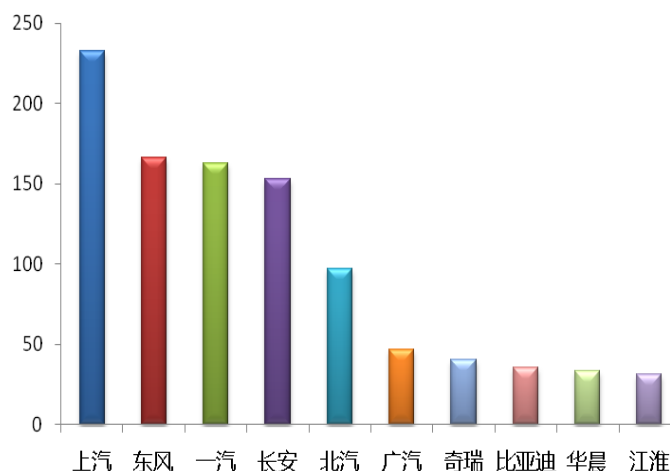
公司评级： 推荐

- 公司最为我国乘用车行业的龙头企业，业绩稳定增长。2010年1-8月份上汽销售232.58万辆，市场占有率达到20.08%，排名第一。
- 拥有贵族血统，自主品牌注定不走寻常路。依靠罗孚整套核心技术的自主品牌轿车，一开始就以B级车为切入点，进入了其他自主品牌轿车难以企及的中高端发展路径。经过几年的市场培育，品牌认知度大幅提升。公司自主品牌轿车销售从2008年的月均销售量2167辆到2010年7月的月均销量13119辆，复合增长率高达146%。
- 上海大众、上海通用销量增速远超行业平均水平，市场占有率位列前两位。2010年1-7月上海通用销售整车共计56万辆，同比增长62.2%，上海大众销售53万辆，同比增长42.1%。上海通用五菱上半年销售68.1万辆，同比增长29.7%，其中微客销量达到14.2万辆，连续4年市场占有率第一。
- 在新能源领域，稳扎稳打，步步为营。最为全国最大乘用车的厂商，上汽步伐较为稳健，公司技术路径是在推动燃料电池汽车研发升级和示范运行的同时，重点加快推进混合动力和电动汽车产业化。在电驱、电控等关键技术上逐步建立自己的核心研发团队
- 盈利预测：我们预测公司2010年、2011年和2012年的EPS为1.37元、1.65元和1.98元，根据上汽在行业的龙头地位，我们给予公司15倍的PE，2010年公司合理价格为20.55元，因此我们给予推荐的评级。
- 风险提示：未来经济走势的不确定性影响公司销量，以及原材料价格上涨超出预期等因素将影响公司盈利水平。

一、行业龙头地位稳固，业绩稳定增长

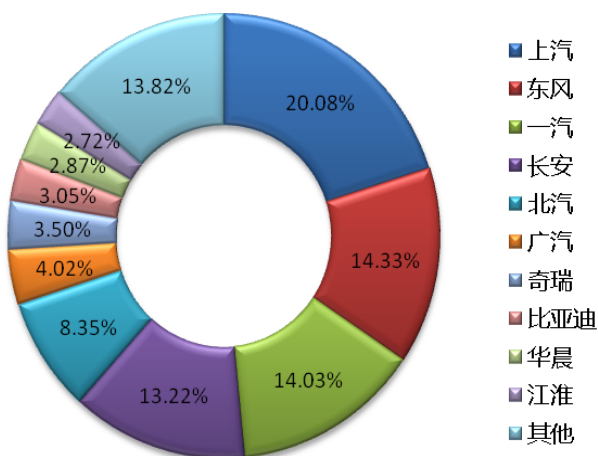
上海汽车整车销量继续保持行业首位，行业龙头地位稳固。2010年1-8月份上汽销售232.58万辆，市场占有率达到20.08%，远领先排名第二市场占有率14.33%的东风汽车。

图1. 1-8月份汽车整车厂商销量排名



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

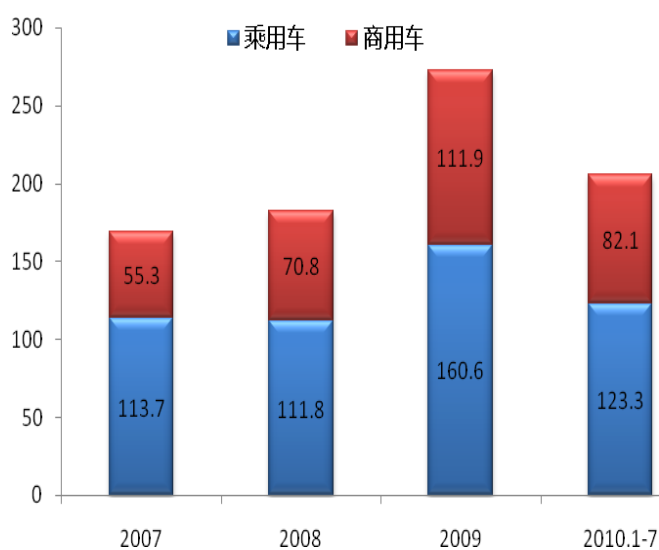
图2. 1-8月份汽车整车厂商市场占有率



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

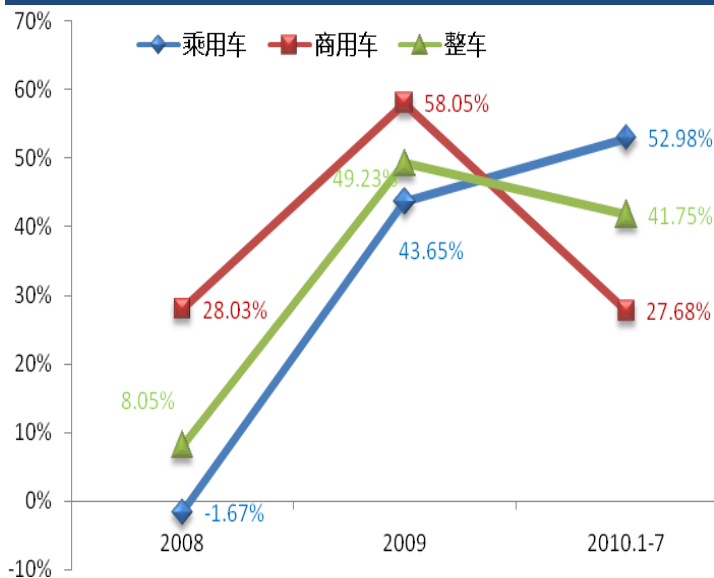
2010年1-7月份上汽乘用车销量123.3万辆，商用车销量82.1万辆，同比增速分别为52.98%和27.68%，整车销量同比增速41.75%。从2007年来上汽汽车销量一直保持较高销量，其中商用车年08、09年增速较快，尤其是09年增速高达58.05%，乘用车一直保持较高增速。

图3. 上汽乘用车、商用车销售情况



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

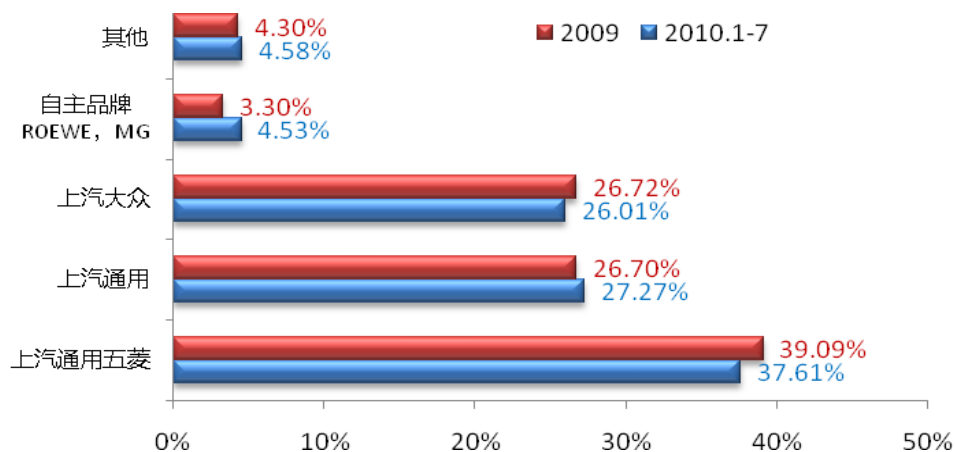
图4. 上汽各车型销量增速对比



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

从品牌来看，2010年1-7月份上汽通用销量占比27.27%，比去年的26.7%有所提升。上汽大众占比26.72%，上汽通用五菱占比37.61%，自主品牌占比4.53%，高于去年同期的3.30%，主要是自主品牌经过几年的市场培育，市场认知度大幅提升。

图5. 2009、2010年1-7月份上汽各品牌销售占比

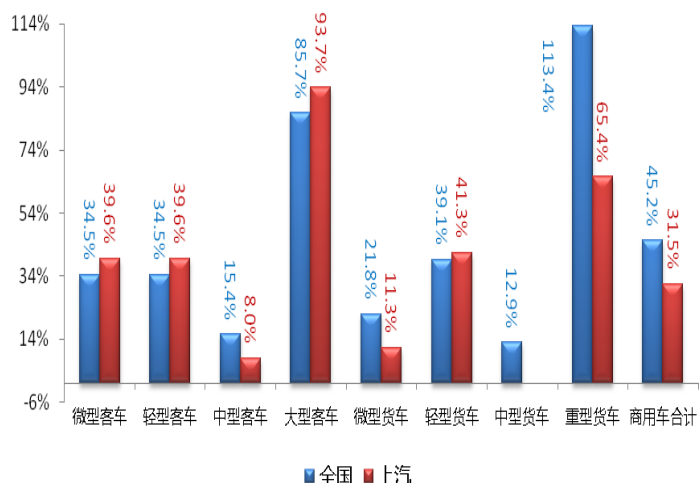


资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

在商用车领域中，上汽微客市场占有率达到50%，今后将加大高附加值的产品生产，提高盈利能力。上汽的“两轻一重”的布局初见成效，轻客增速39.6%，轻货增速41.3%，高于行业平均水平，重货增速65.4%稳步增长。

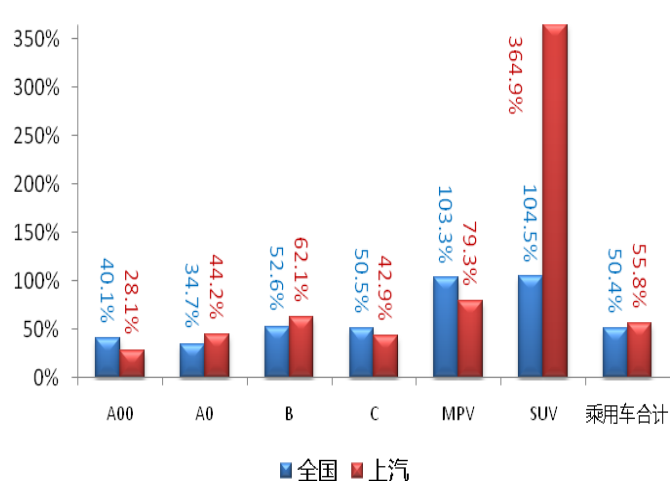
国内轿车销量主要集中在A0、A、B级车型，约占轿车销量的70%左右。上汽在该级别的轿车增速远高于市场平均水平。

图6. 2010H1 上汽商用车销售情况



资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

图7. 2010H1 上汽乘用车销售情况



资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

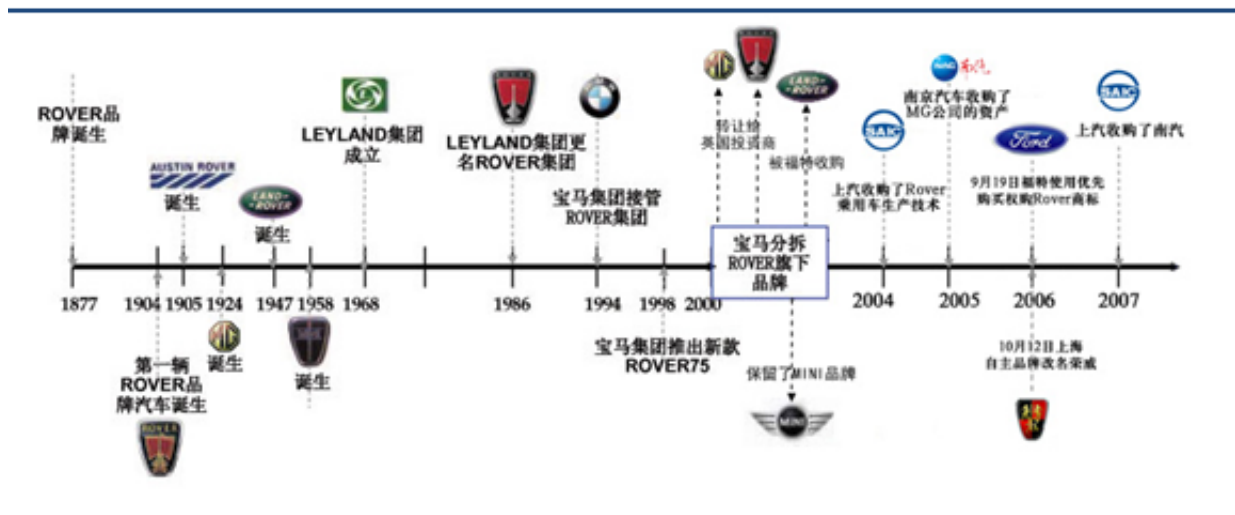
二、拥有贵族血统，自主品牌注定不走寻常路

1、自主品牌的前世今生

荣威、MG来自拥有百年历史的英国名车罗孚。罗孚从1904年生产了世界上第一辆具有中央底盘的汽车以来，旗下共有4大知名品牌。罗孚Rover（1904，高级轿车，英国女皇、首相的私人坐驾）；名爵MG（1924，英国风格的小跑车）；路虎Land Rover（1948，高档越野车）；迷你Mini（1958，高品质小车）。

1968年利兰(Leyland)汽车集团成立，Rover与凯旋(Triumph)和美洲豹合并。1994年罗孚被宝马集团全盘收购，mini品牌经营较好。2000年宝马分拆品牌分拆出售，路虎出售给了福特公司，MG和rover出售给了英国凤凰财团，并重组成MG Rover汽车集团有限公司。但宝马公司保留了Rover的商标，并授权MG Rover生产。2004年上海汽车收购了Rover乘用车生产技术。2005年南汽收购了MG Rover公司的资产，包括工厂与设备以及MG商标和MG车技术。2006年9月19日福特使用优先权购得罗孚品牌。2006年10月12日上汽自主品牌改名为“荣威”。2007年12月26日上汽收购南汽，荣威、名爵又走到了一起。

图8. 罗孚品牌历史



南京证券研究所整理

2、贵族血统得到市场认可，成功走上中高端发展路径

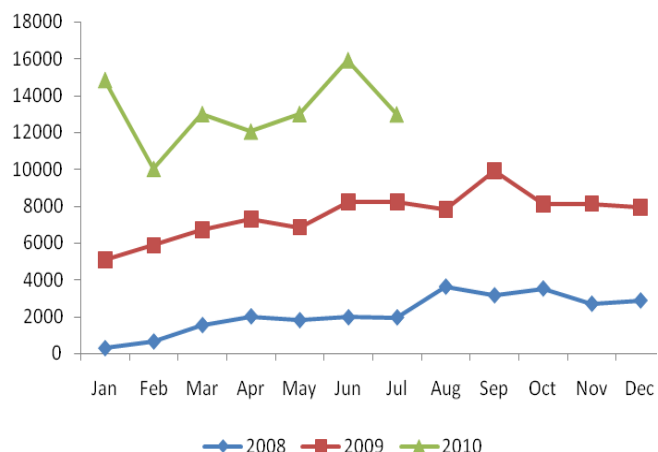
依靠罗孚整套核心技术，自主轿车注定不走寻常路。它一开始就以B级车为切入点，进入了其他自主品牌轿车难以企及的中高端发展路径。上汽自主品牌的优势主要在于：

(1) 上汽的品牌优势。上汽作为中国汽车的龙头企业拥有较好的口碑，旗下的上汽大众、上汽通用的成功运营为公司积累了丰富的研发优势、管理优势、人才优势以及渠道优势。(2) 罗孚固有的技术优势。罗孚做为拥有百年历史的汽车品牌，自身积淀了深厚的技术底蕴。

公司自主品牌轿车销售从2008年的月均销售量2167辆到2010年7月的月均销量13119辆，复合增长率高达146%，市场认可度大幅提高。

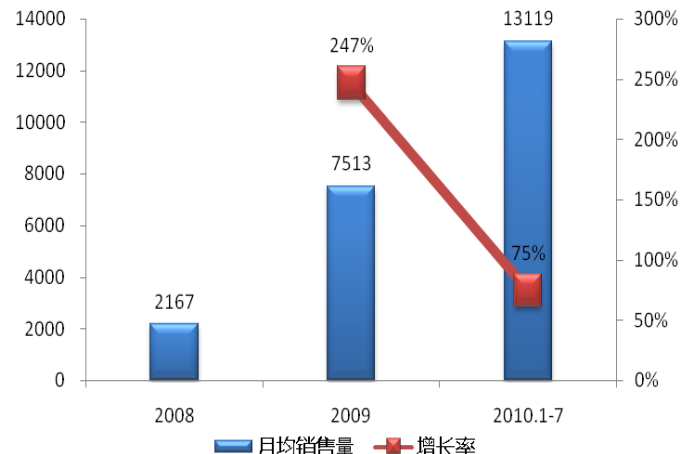
公司的自主品牌目前整体来看暂时仍未实现盈利，如果把技术中心的研发费用单独核算的话，09年荣威盈利约2个亿，名爵亏损约5个亿。截至今年7月，自主品牌累计销量达到93,009辆，其中荣威、名爵分别销售73,809辆和19,200辆。我们预计今年自主品牌将完成销售约16万辆，可在完成摊销每年5亿元左右的研发费用后，达到盈亏平衡。

图9. 上汽自主品牌轿车销售情况



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图10. 上汽自主品牌月均销售情况

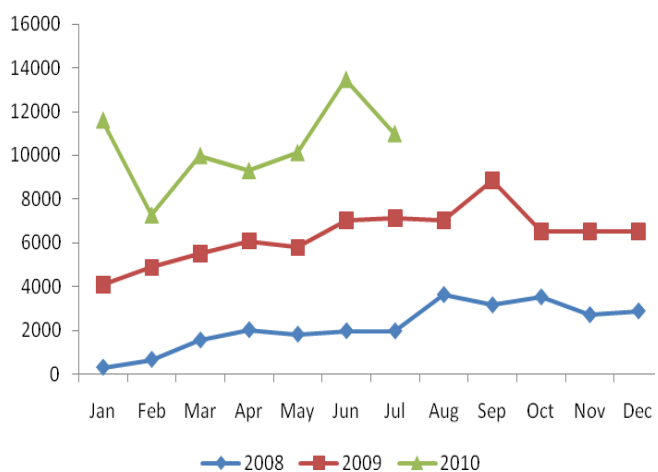


资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

3、荣威品牌

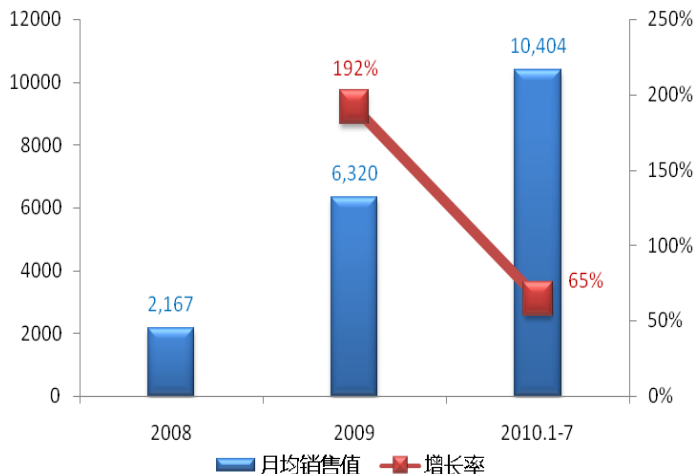
荣威销量快速增长，从2008年的月均销量2167到2010年7月份的月均销量10404辆，复合增长率达到119%，从车型上来看，荣威550月均销量超过5000辆，今年1-7月份荣威销量达到53065辆，比去年同期增长56.7%。而荣威330由于在今年才刚刚上市月均销量就将达到5000辆，我们认为350后市增长依然强劲。

图11. 上汽荣威轿车销售情况



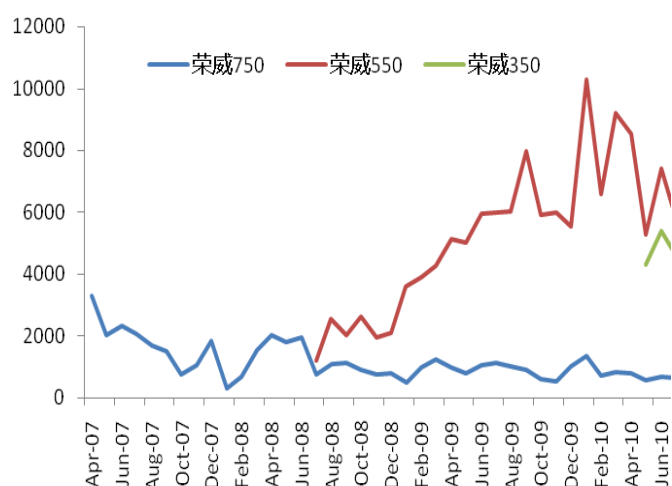
资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图12. 上汽荣威月均销售情况



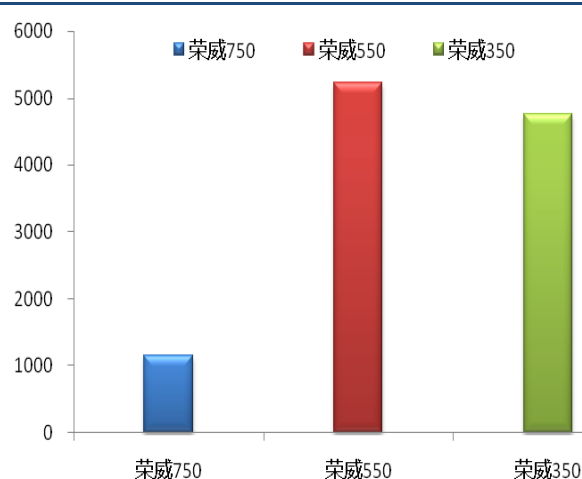
资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图13. 上汽荣威不同车型销售情况



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图14. 上汽荣威不同车型月均销售情况

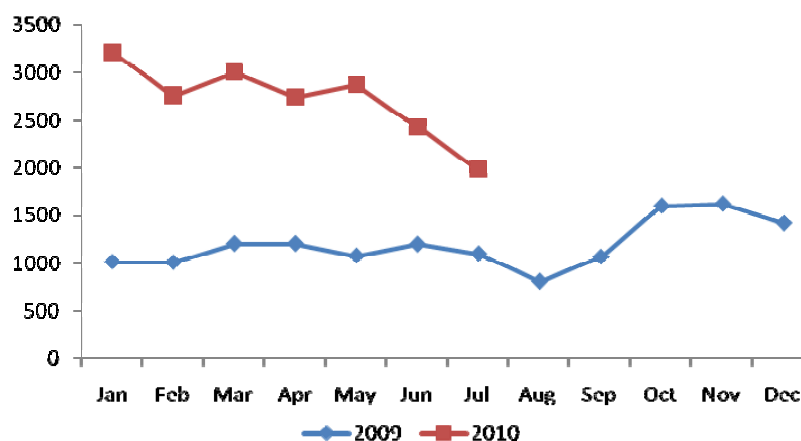


资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

4、MG品牌

由于公司拥有MG的品牌，并且MG品牌在国际上知名度较高，所以公司将MG主要定位于国际市场。目前工作重心在英国，即将在英国重启生产，其中MG6在英国组装并销售，如果情况好再向欧洲其他市场销售。预计首期目标年销量为5000辆。

图15. 上汽名爵的销售情况



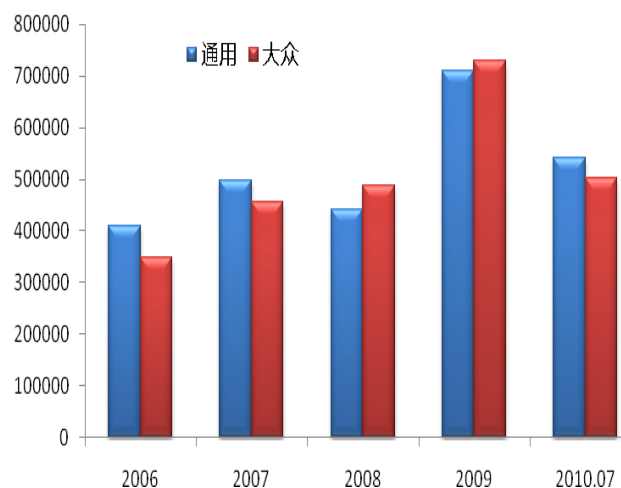
资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

三、合资品牌销量增速远超行业平均水平

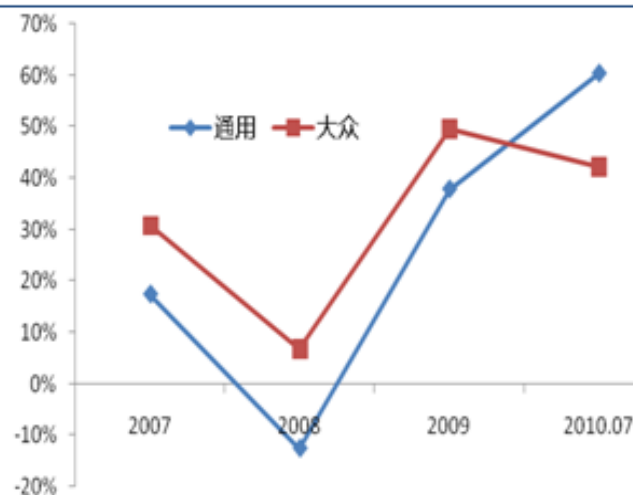
上海大众、上海通用是我国成立最早且经营最成功的合资公司，市场占有率位列前两位。其核心竞争力来源于：良好的市场口碑+本土化的研发策略+产品的密集更新换代。2010年1-7月上海通用销售整车共计56万辆，同比增长62.2%，上海大众销售53万辆，同比增长42.1%。

图16. 上汽通用和大众销售情况

图17. 上汽通用和大众销售增长率



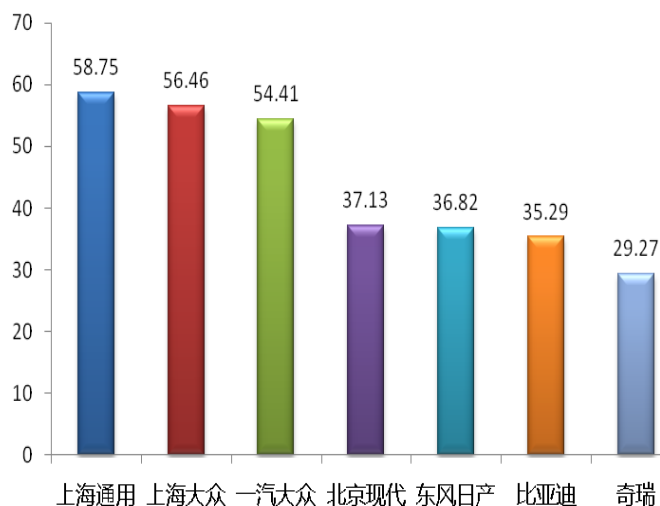
资料来源: CAAM 南京证券研究所整理



资料来源: CAAM 南京证券研究所整理

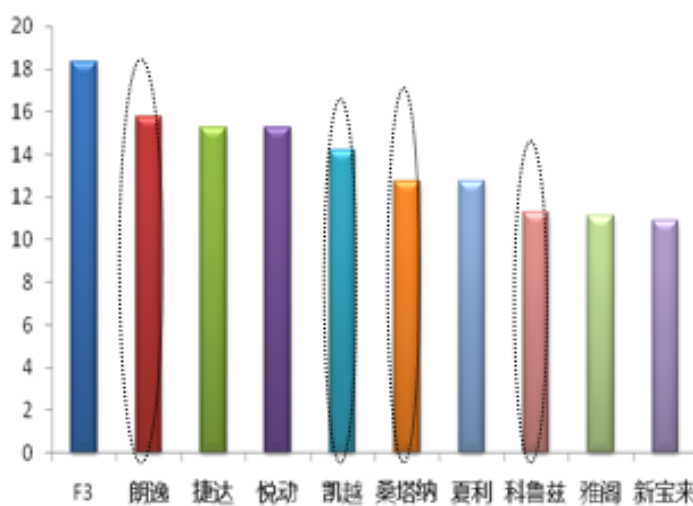
最新数据显示, 2010年1-8月份上海通用销售轿车58.75万辆, 上海大众销售56.46万辆, 排名分别为第一名和第二名。在8月轿车市场销售前十名里上汽就占了4席, 其中大众的朗逸排名第二, 桑塔纳排名第六, 销售量分别为15.75万辆和12.76万辆。通用旗下的凯越排名第五, 科鲁兹排名第八, 销量分别为14.21万辆和11.28万辆。

图18. 2010. 1-8月全国轿车厂商销售情况



资料来源: CAAM 南京证券研究所整理

图19. 1-8月份轿车销量排名



资料来源: CAAM 南京证券研究所整理

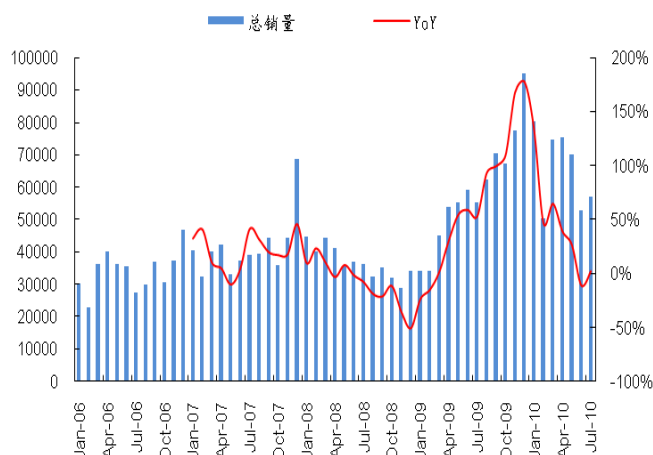
1、上海通用

上海通用1-8月份轿车销量达到58.75万辆, 跃居销售冠军。多品牌全谱系车型布局得以完善, 促使销量大幅增长。主要在于上海通用加大了针对中国的市场

本土化的研发，众多新车型都脱颖而出。

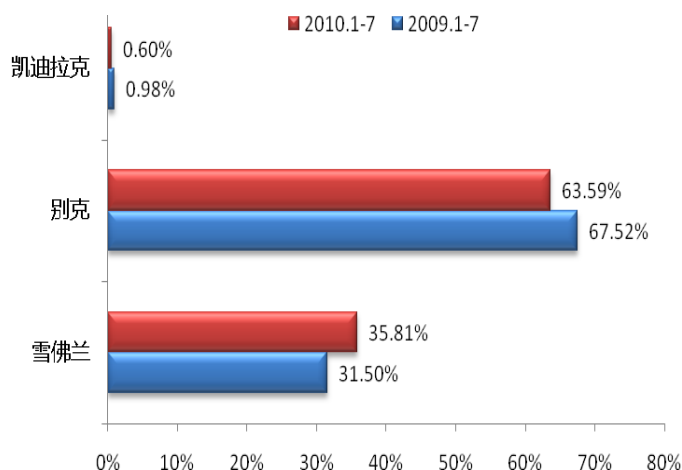
别克品牌中，B级车型新君威、新君越仍是中坚力量，继续保持稳步的发展势头。雪佛兰品牌A级车型科鲁兹及A0级车型新赛欧的半年销量合计占雪佛兰总销量60%，雪佛兰销量占比达到35.81%，凯迪拉克依靠其高端的产品定位销量稳步提升。

图20. 上汽通用销售情况



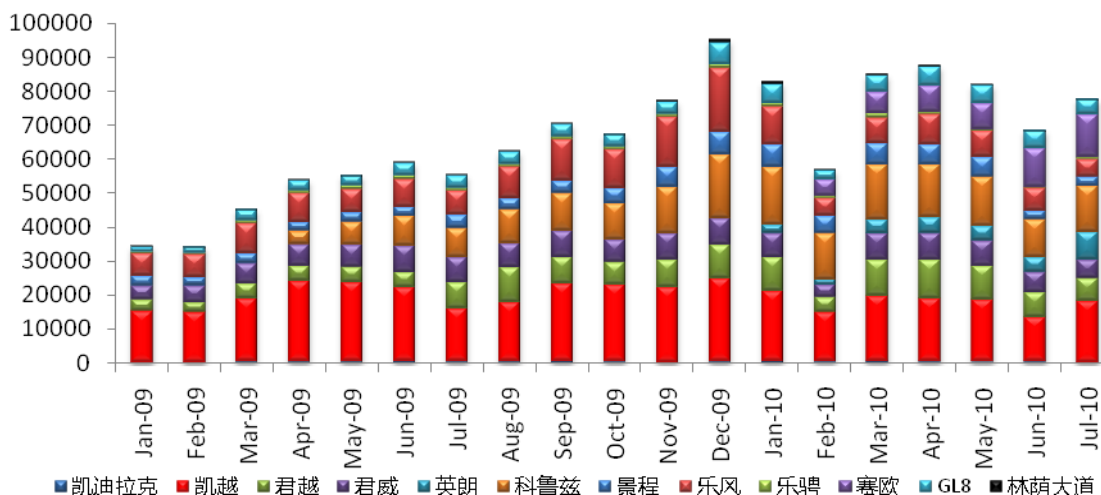
资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图21. 上汽通用各品牌占有率



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图22. 通用各车型销售情况



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

2、上海大众双品牌战略发展态势强劲

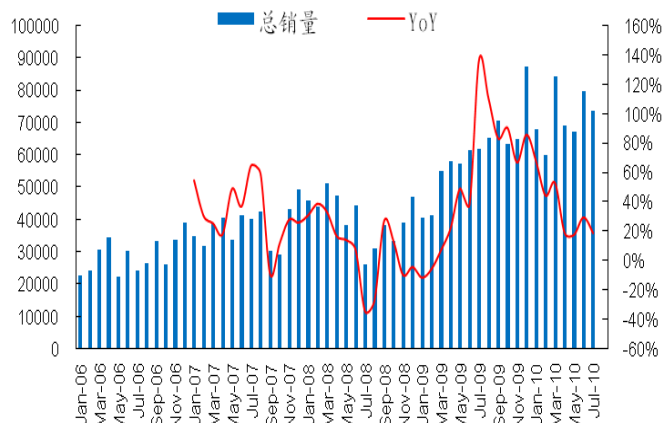
公司自从2007年引入斯柯达品牌，经过几年的市场培育，如今斯柯达品牌销

量已经接近大众销量的17%-20%。大众、斯柯达双品牌战略扩大了公司产品的市场覆盖面，提升了上海大众的整体销量。

大众朗逸已取代桑塔纳成为上海大众A级车的销量冠军，2010年以来月均销售近20000辆，其销量占上海大众总销量的26.4%，有利于上海大众改善产品的销售结构，提高整体盈利能力。

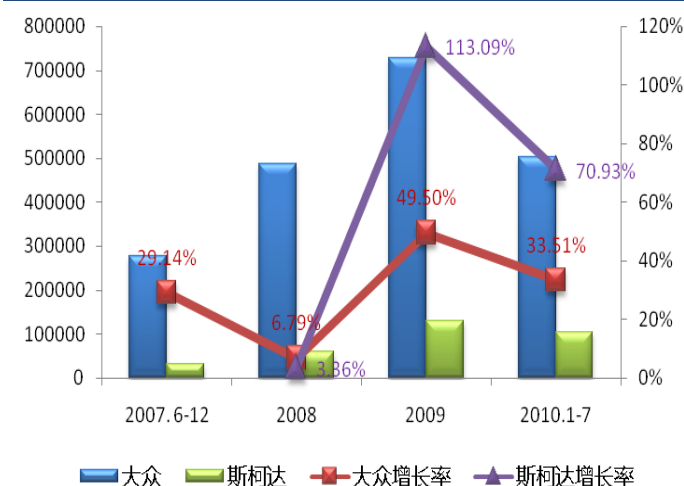
上海大众今年推出的途观SUV，5个月累计销量3.1万辆，月均销售在6000辆左右，由于受产能限制影响较大，订单无法满足。下半年将通过柔性调整生产线来解决途观的产能问题，销量将进一步放大，另外途观毛利率较高，有利于公司盈利水平的提高。

图23. 上汽大众销售情况



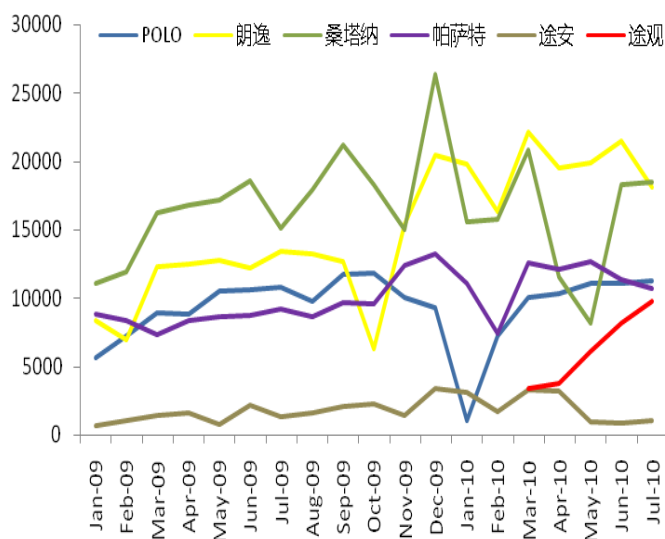
资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图24. 上汽大众双品牌销售及增长率



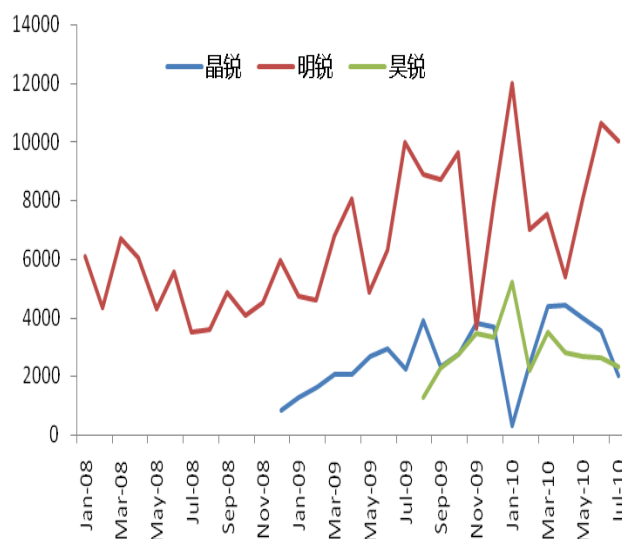
资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图25. 上汽大众各车型销售情况



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图26. 斯柯达各车型销售情况

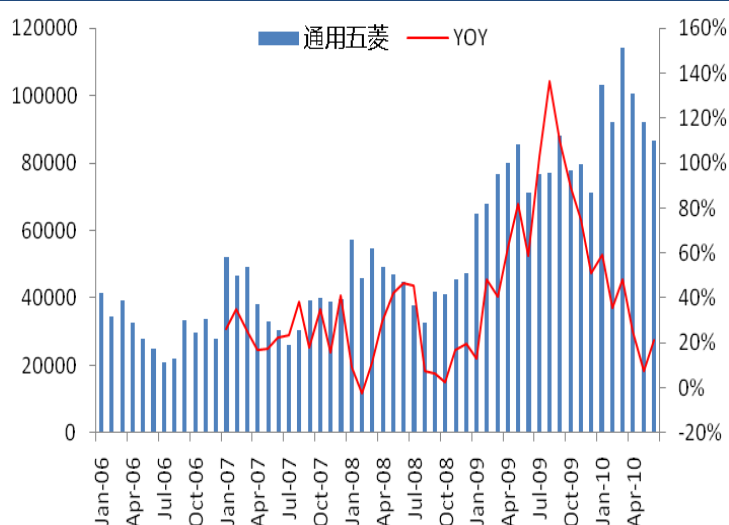


资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

3、上海通用五菱

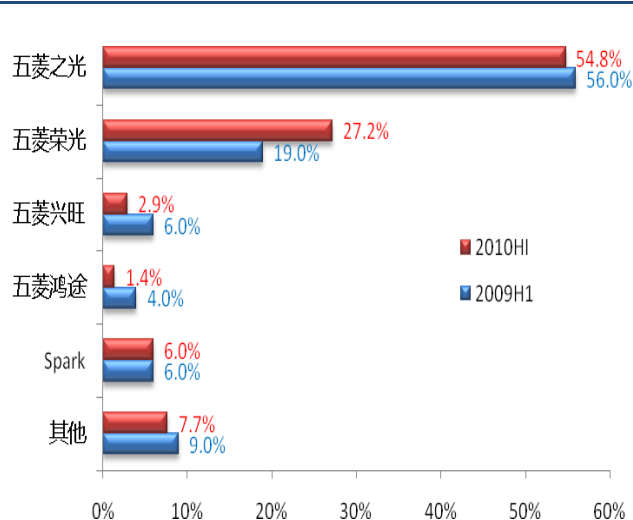
上海通用五菱上半年销售68.1万辆，同比增长29.7%，其中微客销量达到14.2万辆，连续4年市场占有率第一，去年成为国内第一家年产销超100万辆的单一车企。其中微客高端车型五菱荣光销量大幅增长，销量占比上升到27.2%，而去年同期占比仅为19%。公司产品结构不断优化，盈利能力逐步增强。另外还将推出全新的中级乘用车品牌“宝骏”。2010年上汽通用五菱预期销售123万辆。

图27. 上汽通用五菱销售情况



资料来源：CAAM 南京证券研究所整理

图28. 上汽通用五菱各品牌销售占比

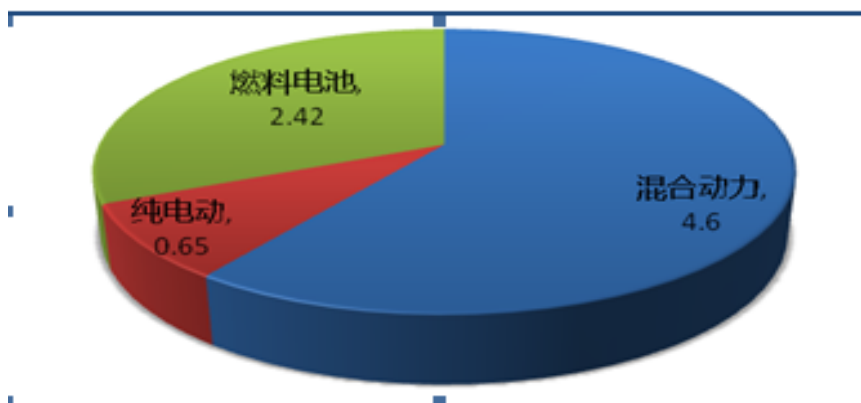


资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

四、新能源汽车领域，稳扎稳打，步步为营

新能源汽车作为我国汽车发展方向，随着国家新能源政策的不断出台，公司利用现有合资企业资源进行自主开发和生产，与有经验的国内外伙伴合作，在新能源市场抢得先机。公司新能源的目标是在新能源汽车领域的市场占有率目标和传统汽车一样，要达到20%。公司技术路径是在推动燃料电池汽车研发升级和示范运行的同时，重点加快推进混合动力和电动汽车产业化。在电驱、电控等关键技术上逐步建立自己的核心研发团队；同时，利用全球发展比较成熟的新能源汽车关键零部件供应商资源，如和A123、811所、万向等合作，快速打造自己的新能源整车产品，最终形成战略安全、自主掌控的产业链体系。2010年下半年，即将推出综合节油20%的荣威750中混混合动力轿车，到2012年，节油50%以上的插电式强混轿车荣威550以及自主品牌纯电动轿车也将批量生产。

图 29. 2009 年上汽新能源汽车研发投入情况



资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

表1. 上汽为世博会提供各类新能源汽车情况

纯电动车	大巴士	120
	场馆车	140
超级电容	大巴士	36
燃料电池	大巴士	6
	轿车	70
	观光车	100
混合动力	大巴士	150
	轿车	350
合计		972

资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

表2. 上汽新能源汽车发展短期规划

2010	荣威 750 中混混合动力轿车年底将投放市场, 实现综合节油率 20% 左右, 向世博会提供跨越四大系统、972 辆新能源汽车产品
2011-2012	荣威 550 插电式强混轿车上市, 实现节油 50% 以上自主品牌纯电动轿车将推向市场, 真正实现零排放

资料来源：公司公告 南京证券研究所整理

五、盈利预测

公司处于汽车行业的龙头企业, 两大合资公司具有较高的市场地位, 今年上半年上海通用、上汽大众销量分列第一、第二名。另外上汽通用今年已经并入公司的合并报表, 为公司的业绩短期提升注入了一阵强心剂。从长期来看, 合资品牌本土化战略的成功, 将成为公司一个最为稳定的业绩支撑点。拥有高贵血统的自主品牌通过持续的投入, 已经开始稳步拓展市场, 整体盈利近在咫尺。在新能源市场上, 最为全国最大乘用车的厂商, 上汽步伐较为稳健, 公司新能源的目标是在新能源汽车领域的市场占有率目标和传统汽车一样, 要达到 20%。我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 为 1.37 元、1.65 元和 1.98 元, 根据上汽在行业的

龙头地位，我们给予公司15倍的PE，2010年公司合理价格为20.55元，因此我们给予推荐投资评级。

表3. 各主要乘用车上市公司2010年市盈率预测值

代码	上市公司	市盈率 2010E
000927. SZ	一汽夏利	21.64
600006. SH	东风汽车	16.42
600104. SH	上海汽车	14.21
600418. SH	江淮汽车	14.74
000800. SZ	一汽轿车	13.05
000625. SZ	长安汽车	11.62
000572. SZ	海马股份	22.11
中位数		14.74

数据来源：万德 南京证券研究所整理

表4. 上汽为世博会提供各类新能源汽车情况

销量预测	2010	2011	2012
自主品牌	17	31	45
上海通用	88	107	127
上海大众	83	97	114
上汽通用五菱	120	140	164
其他	17	20	23
合计	325	395	474

南京证券研究所整理

财务和估值数据摘要	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	104083.6	105405.6	138875.4	270344.7	342182	434575.5
增长率(%)	433.11%	1.27%	31.75%	94.67%	26.57%	27%
归属母公司股东净利润	4634.68	656.168	6591.933	11686.34	14074.54	16941.54
增长率(%)	241.83%	-85.84%	904.61%	77.28%	20.44%	20.37%
每股收益(EPS)	0.543885	0.077002	0.77357	1.371405	1.651662	1.988107
每股股利(DPS)	0.123003	0.161442	0.019988	1.073621	1.293024	1.556414
每股经营现金流	0.065421	1.409376	2.529933	2.321195	2.167103	2.249526
销售毛利率	13.98%	11.55%	12.71%	16.2%	16.5%	16.7%
销售净利率	5.19%	-0.81%	5.84%	6.31%	6.17%	6.00%

净资产收益率 (ROE)	12.40%	1.89%	15.52%	25.97%	29.29%	32.75%
投入资本回报率 (ROIC)	23.57%	1.99%	26.81%	64.19%	35.97%	33.90%
市盈率 (P/E)	31.99208	225.9681	22.49311	12.68772	10.53484	8.752044
市净率 (P/B)	3.966136	4.280429	3.491863	3.294957	3.085415	2.866024
股息率 (分红/股价)	0.007069	0.009278	0.001149	0.061702	0.074312	0.089449
报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	104083.6	105405.6	138875.4	270344.7	342182	434575.5
减：营业成本	89529	93235.19	121227.6	226548.8	285721.9	362001.4
营业税金及附加	703.9205	790.1329	1465.438	2852.724	3610.764	4585.716
营业费用	8591.289	7189.79	9789.298	18248.27	23165.72	30116.08
管理费用	5374.399	5375.584	4750.408	8542.892	11531.53	14514.82
财务费用	741.4891	1517.188	578.7036	121.8681	289.9241	670.0423
资产减值损失	96.45841	3229.231	1425.812	500	600	600
加：投资收益	6577.528	4489.369	8344.415	5560	6456	7312.34
公允价值变动损益	-115.434	300.5301	30.31408	0	0	0
其他经营损益	68.59766	179.7346	407.8119	0	0	0
营业利润	5577.713	-961.888	8420.728	19090.09	23718.08	29399.78
加：其他非经营损益	272.7667	481.5375	176.4567	0	0	0
利润总额	5850.48	-480.35	8597.184	19090.09	23718.08	29399.78
减：所得税	442.2432	369.7103	489.159	2029.513	2589.313	3313.117
净利润	5408.237	-850.061	8108.025	17060.57	21128.77	26086.67
减：少数股东损益	773.5564	-1506.23	1516.092	5374.23	7054.23	9145.13
归属母公司股东净利润	4634.68	656.168	6591.933	11686.34	14074.54	16941.54
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

货币资金	17008.4	22470.4	31509.42	40551.7	51327.29	65186.32
应收和预付款项	18391.27	18077.4	25661.12	33126.08	36572.87	50169.03
存货	7851.411	7442.145	8314.153	11874.23	14500	16700
其他流动资产	9404.689	6502.757	7390.952	7390.952	7390.952	7390.952
长期股权投资	19416.02	21470.66	25425	30985	37441	44753.34
投资性房地产	369.8306	1339.717	1289.647	1223.163	1156.679	1090.195
固定资产和在建工程	21896.76	17097.87	18129.27	18929.6	18279.94	17880.27
无形资产和开发支出	2373.988	3243.89	4183.122	6696.329	9209.537	11922.74
其他非流动资产	2983.729	8390.26	13210.89	11308.15	11309.65	11323.65
资产总计	99696.1	106035.1	135113.6	162085.2	187187.9	226416.5
短期借款	2292.31	4326.247	1744.978	2701.825	7784.417	16623.02
应付和预收款项	25431.41	24803.45	37049.69	53721.54	59631.31	71197.52
长期借款	6182.808	8278.849	8941.72	12941.72	16941.72	22941.72
其他负债	22783.3	30089.8	40613.1	38044.27	38044.27	38044.27
负债合计	56689.82	67498.35	88349.49	107409.4	122401.7	148806.5
股本	6551.029	6551.029	6551.029	6551.029	6551.029	6551.029
资本公积	23175.97	22201.54	22346.57	22346.57	22346.57	22346.57
留存收益	7657.765	5887.208	13564.86	16102.4	19158.52	22837.16
归属母公司股东权益	37384.77	34639.77	42462.45	45000	48056.12	51734.76
少数股东权益	5621.512	3896.969	4301.623	9675.853	16730.08	25875.21
股东权益合计	43006.28	38536.74	46764.08	54675.85	64786.2	77609.98
负债和股东权益合计	99696.1	106035.1	135113.6	162085.2	187187.9	226416.5
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	557.4796	12009.92	21558.67	19779.92	18466.84	19169.2
投资性现金净流量	-4870.38	-4236.41	-12285.1	-6608.07	-5650	-6400

筹资性现金净流量	6726.622	-850.149	-4153.6	-4129.57	-2041.25	1089.826
现金流量净额	2301.298	6696.781	5125.923	9042.283	10775.59	13859.03

风险提示：未来经济走势的不确定性影响公司销量，以及原材料价格上涨超出预期等因素将影响公司盈利水平。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。