

强烈推荐-A (上调)**上海汽车 600104.SH**

目标估值: 23.4 元

当前股价: 17.23 元

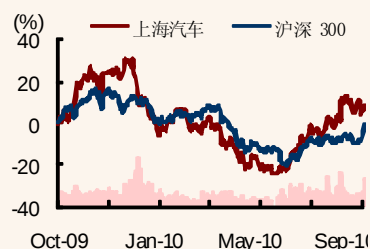
2010 年 10 月 12 日

三季度业绩靓丽，四季度保持稳定**基础数据**

上证综指	2807
总股本(万股)	852144
已上市流通股(万股)	524641
总市值(亿元)	1468
流通市值(亿元)	904
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	22.9
资产负债率	61.3%
主要股东	上海汽车工业(集团)
主要股东持股比例	78.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	11	14
相对表现	-8	18	15

**相关报告**

- 1、《上海汽车-合资企业盈利恢复，自主品牌有所改善》2009/8/27
- 2、《上海汽车-自主品牌盈利改善，投资收益大幅增长》2009/11/2

汪刘胜

0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 S1090208030186

范玉琢

021-68407276
 fanyz@cmschina.com.cn
 S1090210090007

公司发布业绩预增公告，“预计公司前三季度归属于上市公司股东的净利润同比增长 140%以上”，测算得到三季度公司净利润 36.7 亿元以上，对应 EPS 为 0.43 元以上；我们预计公司 2010 年净利润为 133.1 亿元，EPS 为 1.56 元，按 15 倍 PE 估值相对合理，给予目标价 23.4 元，上调公司投资评级至“强烈推荐-A”。

- **三季度经营情况较好，盈利创历史新高。**2010 年上半年实现 EPS 为 0.69 元，其中一季度 0.34 元，二季度 0.35 元；按公告测算，公司三季度净利润应该在 36.7 亿元以上，对应 EPS 为 0.43 元，盈利水平创历史新高，我们认为主要原因在于三季度公司产品结构继续优化，同时毛利率水平较好。
- **预计四季度公司经营情况稳定。**从我们对公司旗下荣威、名爵、上海通用和上海大众经销商实地调研了解到，目前主要产品销量情况较好，降价幅度依然较少，主要降价由经销商承担，厂商利润有持续性；预计四季度公司 EPS 为 0.44 元，比三季度略有增长。
- **自主品牌有望扭亏，合资企业盈利能力强。**我们看好公司自主品牌荣威和名爵的发展前景，未来随着新车型的推出，产品线将不断完善，成本和费用大幅摊薄后，自主品牌有望在 2011 年实现扭亏；合资企业上海通用、上海大众品牌优势突出，产品结构较好，在中高端轿车市场的优势不断突出。
- **我们预计公司未来两年盈利将保持稳定增长趋势。**公司短期经营情况较好，未来盈利仍有较大提升空间，主要来自于自主品牌的扭亏、合资品牌盈利的稳定增长以及海外市场业务的不断开拓，我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 1.56 和 1.85 元；
- **给予目标价 23.4 元。**考虑到公司行业龙头地位以及未来盈利稳定增长的可持续性，我们认为按 2010 年 EPS 的 15 倍估值相对合理，目标价 23.4 元，上调公司投资评级至“强烈推荐-A”。
- **风险提示：**原材料价格上涨影响公司盈利；公司自主品牌销量及盈利低于预期。

财务数据与估值

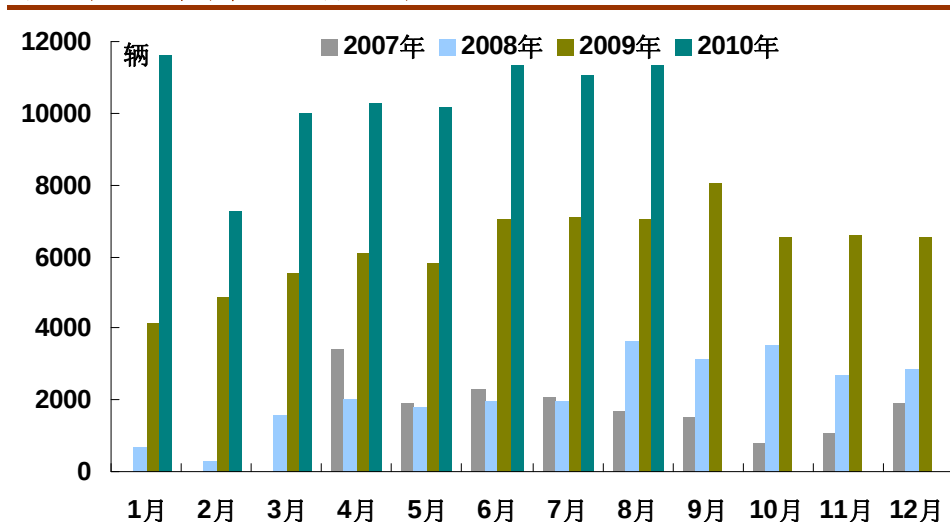
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	105892	139636	307199	353278	409803
同比增长	1%	32%	120%	15%	16%
营业利润(百万元)	-970	8413	28425	33402	39109
同比增长	-117%	-967%	238%	18%	17%
净利润(百万元)	656	6573	13305	15740	18425
同比增长	-86%	902%	102%	18%	17%
每股收益(元)	0.08	0.77	1.56	1.85	2.16
PE	223.8	22.3	11.0	9.3	8.0
PB	3.3	2.7	2.6	2.1	1.7

资料来源：招商证券

表 1: 单季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
一、营业总收入	28929	28709	24328	23927	27215	34370	38026	40025	62831	84788
二、营业总成本	29254	29067	24760	28563	27288	34761	37401	40140	59434	79471
其中: 营业成本	25523	24974	21436	21302	23863	29541	32708	35115	50899	68121
营业税金及附加	213	210	192	174	302	367	398	398	1530	2201
营业费用	1735	2336	1768	1352	1749	2519	2753	2768	4078	5192
管理费用	1476	1276	1057	1567	965	1119	1200	1466	2738	3290
财务费用	257	227	178	855	153	188	142	95	117	73
资产减值损失	-32	-39	41	3260	193	955	98	181	-16	510
三、其他经营收益	1865	1176	697	1052	1069	1797	2470	3038	2080	1930
公允价值变动收益	-21	-63	84	300	-11	5	-3	41	-124	-77
投资收益	1886	1239	613	752	1081	1793	2474	2997	2204	2008
四、营业利润	1540	818	261	-3588	997	1409	3098	2928	5482	7251
加: 营业外收入	33	47	201	234	19	52	16	215	47	35
减: 营业外支出	38	-14	5	-4	10	6	24	98	22	225
五、利润总额	1535	879	457	-3351	1007	1456	3090	3045	5508	7061
减: 所得税	123	98	90	58	101	167	177	44	776	1213
六、净利润	1411	782	366	-3409	905	1288	2913	3001	4732	5848
减: 少数股东损益	171	57	106	-1839	278	469	385	383	1854	2855
七、归属母公司所有者净利润	1241	725	261	-1570	627	819	2528	2618	2877	2993
EPS (元)	0.15	0.09	0.03	-0.18	0.07	0.10	0.30	0.31	0.34	0.35
主要比率										
毛利率	11.8%	13.0%	11.9%	11.0%	12.3%	14.0%	14.0%	12.3%	19.0%	19.7%
营业利润率	5.3%	2.8%	1.1%	-15%	3.7%	4.1%	8.1%	7.3%	8.7%	8.6%
净利率	4.3%	2.5%	1.1%	-6.6%	2.3%	2.4%	6.6%	6.5%	4.6%	3.5%
营业费率	6.0%	8.1%	7.3%	5.6%	6.4%	7.3%	7.2%	6.9%	6.5%	6.1%
管理费费率	5.1%	4.4%	4.3%	6.6%	3.5%	3.3%	3.2%	3.7%	4.4%	3.9%
实际税率	8.0%	11.1%	19.8%	-1.7%	10.1%	11.5%	5.7%	1.4%	14.1%	17.2%

资料来源: 公司报表, 招商证券

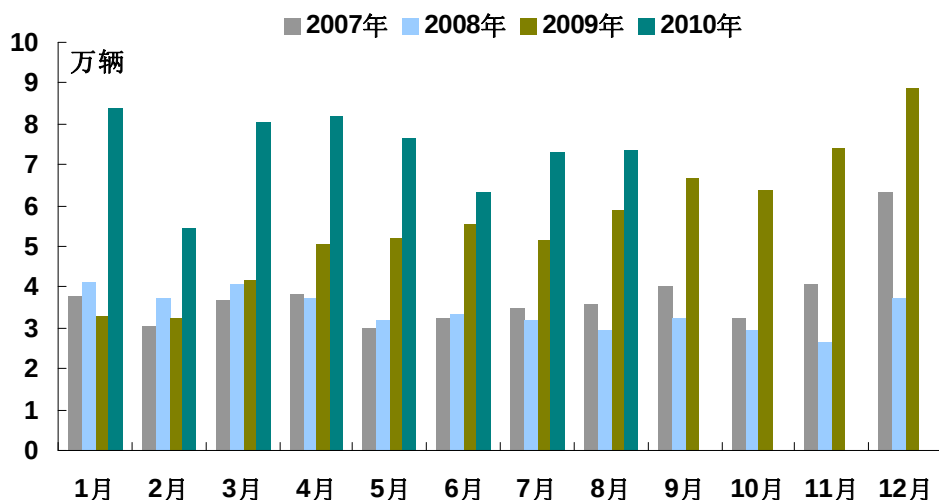
图1: 荣威品牌轿车月度销量统计


资料来源: 公司资料, 招商证券

表 2: 母公司利润表分析

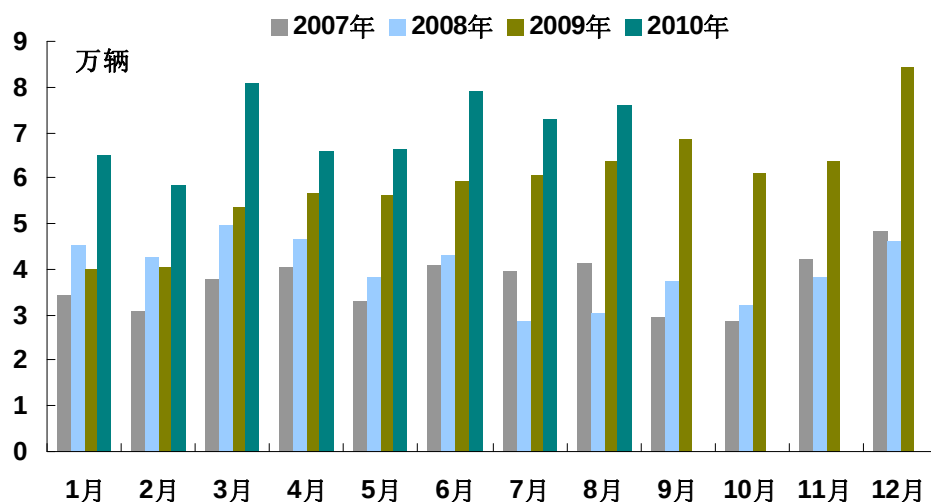
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
一、营业总收入	853	1081	1463	1533	1994	2508	3711	3581	4874	5106
二、营业总成本	1237	1391	1874	4731	2236	3336	3907	3901	5217	5593
其中：营业成本	732	931	1172	1217	1622	2022	2971	2891	3926	4105
营业税金及附加	25	48	61	68	103	135	162	109	262	144
营业费用	46	67	115	179	141	194	304	331	397	563
管理费用	381	287	471	142	286	345	383	480	550	673
财务费用	53	58	55	45	84	100	87	90	81	107
资产减值损失				3080		540	-1	0	0	0
三、其他经营收益						0		0		0
公允价值变动						0		0	0	0
投资收益	1256	1522	1397	489	800	1965	3013	2861	1841	4227
四、营业利润	872	1212	986	-2708	558	1137	2818	2542	1498	3739
加：营业外收入	22	0	0	1	9	0	0	13	1	1645
减：营业外支出	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
五、利润总额	893	1211	986	-2708	567	1137	2817	2554	1500	3740
减：所得税	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-9
六、净利润	901	1219	994	-2700	575	1145	2826	2563	1508	3749
毛利	121	150	291	317	372	486	740	690	948	1000
费用支出	505	460	702	434	613	774	936	1010	1291	1488
测算的经营性亏损	-384	-310	-411	-117	-242	-288	-196	-320	-343	-487
主要比率										
毛利率	14.2%	13.9%	19.9%	20.7%	18.6%	19.4%	19.9%	19.3%	19.4%	19.6%
营业费率	5.4%	6.2%	7.8%	11.7%	7.1%	7.7%	8.2%	9.2%	8.1%	11.0%
管理费费率	44.7%	26.5%	32.2%	9.3%	14.3%	13.7%	10.3%	13.4%	11.3%	13.2%

资料来源：公司报表，招商证券（测算的经营性亏损=毛利-费用支出）

图2: 上海通用轿车月度销量统计


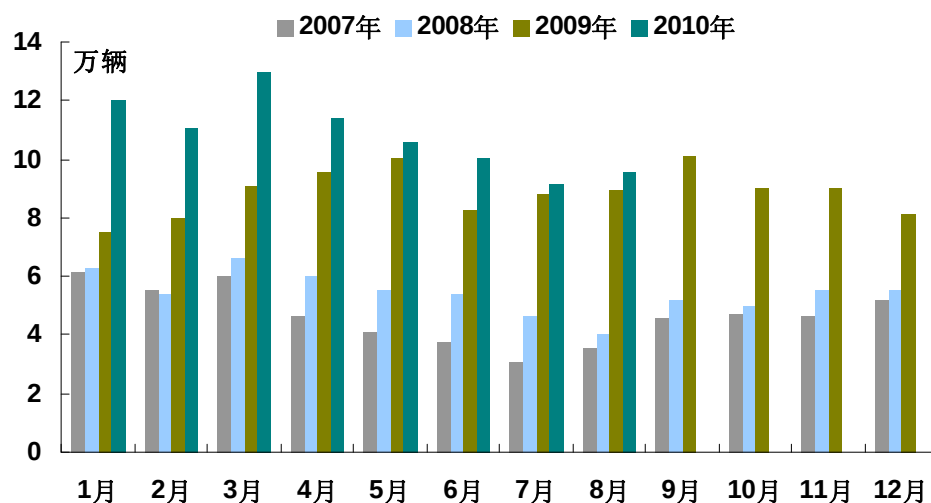
资料来源：公司资料，招商证券

图3: 上海大众轿车月度销量统计



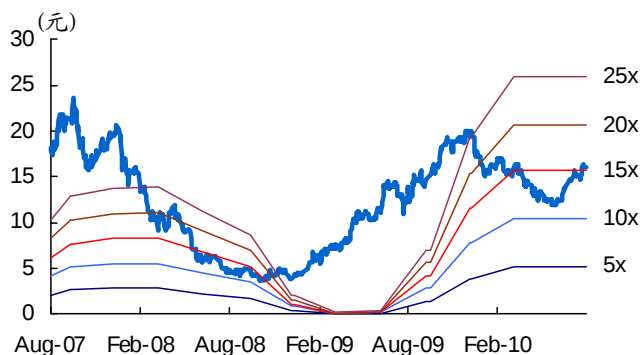
资料来源: 公司资料, 招商证券

图4: 上汽通用五菱月度销量统计



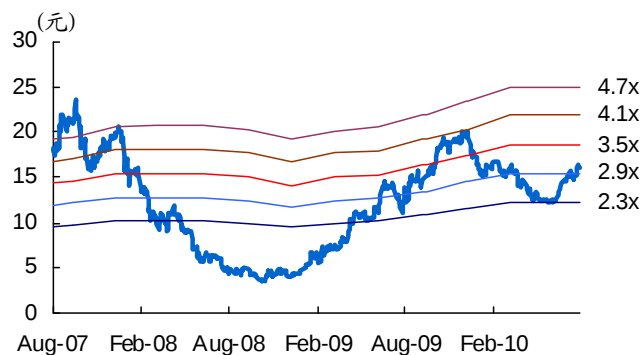
资料来源: 公司资料, 招商证券

图5: 上海汽车历史 PE Band



资料来源: 招商证券

图6: 上海汽车历史 PB Band



资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《从产业发展现状 寻找综合实力较强企业》2007/3/22 行业策略报告，重点推荐上海汽车以及一汽轿车；
- 2、《上海汽车（600104）-08 年整合继续推进，发展基石持续夯实》2008/9/1；
- 3、《汽车行业 2009 年投资策略报告-金融危机下国内乘用车投资价值凸现》2008/12/4，核心观点“看好乘用车、看空商用车”；
- 4、《上海汽车（600104）-韩国双龙，实为“鸡肋”》2009/1/12；
- 5、《上海汽车（600104）-基本面向好，估值水平偏低》2009/2/15；
- 6、《上海汽车（600104）-08 年业绩受累双龙，09 年将有所改善》2009/4/28；
- 7、《上海汽车（600104）-短期经营状况良好，未来发展仍需观察》2009/6/11。
- 8、《上海汽车（600104）-合资企业盈利恢复，自主品牌有所改善》2009/8/27。
- 9、《上海汽车（600104）-自主品牌盈利改善，投资收益大幅增长》2009/11/2。
- 10、《上海汽车（600104）-未来发展持续看好、行权利于行业利于公司》2010/1/4。
- 11、《上海汽车（600104）-看好公司发展前景，把握长期投资价值》2010/4/2。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	55972	74492	137127	177194	225356
现金	22174	30500	44279	70439	101537
交易性投资	275	77	80	80	80
应收票据	12573	16429	39936	45926	53274
应收款项	2860	4067	8522	9792	11354
其它应收款	439	484	1536	1766	2049
存货	7442	8314	16312	18759	21761
其他	10209	14621	26462	30431	35300
非流动资产	51885	63666	60864	63693	66662
长期股权投资	21471	25425	25425	25425	25425
固定资产	14006	14651	17567	20663	23871
无形资产	2530	2946	2652	2386	2148
其他	13879	20645	15221	15219	15218
资产总计	107857	138158	197991	240887	292018
流动负债	55120	79757	114780	131142	151213
短期借款	4326	1745	1000	1000	1000
应付账款	18187	24069	47103	54168	62835
预收账款	3123	7765	9916	11404	13228
其他	29484	46178	56761	64570	74149
长期负债	14200	11637	12048	12048	12048
长期借款	1225	1663	2663	2663	2663
其他	12974	9974	9385	9385	9385
负债合计	69320	91394	126828	143190	163261
股本	6551	6551	8521	8521	8521
资本公积金	22202	22347	22347	22347	22347
留存收益	5887	13565	25539	39706	56288
少数股东权益	3897	4302	14756	27123	41600
母公司所有者权益	34640	42462	56407	70574	87156
负债及权益合计	107857	138158	197991	240887	292018

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	11670	21573	5703	23502	27289
净利润			13305	15740	18425
折旧摊销			2267	2608	2967
财务费用			658	618	561
投资收益			(9000)	(10350)	(12213)
营运资金变动			(12477)	2279	2795
其它			10950	12607	14754
投资活动现金流	(4236)	(12285)	417	(5501)	(6001)
资本支出			(5000)	(5500)	(6000)
其他投资			5417	(1)	(1)
筹资活动现金流	(850)	(4154)	7659	8158	9810
借款变动			(734)	0	0
普通股增加			1970	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1331)	(1574)	(1843)
其他			7753	9732	11652
现金净增加额	6583	5134	13779	26159	31098

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	105892	139636	307199	353278	409803
营业成本	93235	121228	247909	285096	330711
营业税金及附加	790	1465	7066	8125	9425
营业费用	7190	9789	19046	21903	25408
管理费用	5376	4750	12595	14484	16802
财务费用	1517	579	658	618	561
资产减值损失	3229	1426	500	0	0
公允价值变动收益	301	30	0	0	0
投资收益	4489	8344	9000	10350	12213
营业利润	(970)	8413	28425	33402	39109
营业外收入	514	303	140	100	100
营业外支出	25	137	280	40	40
利润总额	(480)	8579	28285	33462	39169
所得税	370	489	4526	5354	6267
净利润	(850)	8090	23759	28108	32902
少数股东损益	(1506)	1516	10454	12367	14477
母公司所有者净利润	656	6573	13305	15740	18425
EPS (元)	0.08	0.77	1.56	1.85	2.16

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	1%	32%	120%	15%	16%
营业利润	-117%	-967%	238%	18%	17%
净利润	-86%	902%	102%	18%	17%
获利能力					
毛利率	12.0%	13.2%	19.3%	19.3%	19.3%
净利率	0.6%	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%
ROE	1.5%	11.9%	23.6%	22.3%	21.1%
ROIC	2.1%	16.6%	32.6%	28.2%	25.2%
偿债能力					
资产负债率	64.3%	66.2%	64.1%	59.4%	55.9%
净负债比率	6.1%	3.2%	1.9%	1.5%	1.3%
流动比率	1.0	0.9	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.8	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.6	1.5	1.4
存货周转率	12.2	15.4	20.1	16.3	16.3
应收帐款周转率	30.0	40.3	48.8	38.6	38.8
应付帐款周转率	5.4	5.7	7.0	5.6	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.08	0.77	1.56	1.85	2.16
每股经营现金	1.78	3.29	0.67	2.76	3.20
每股净资产	5.29	6.48	6.62	8.28	10.23
每股股利	0.00	0.00	0.16	0.18	0.22
估值比率					
PE	223.8	22.3	11.0	9.3	8.0
PB	3.3	2.7	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	193.8	46.5	16.1	13.7	11.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。