

不断开拓新的成长空间

上海汽车深度分析

报告关键点:

- 2010-2013年上汽自主车销量CAGR为30%
- 雪佛兰品牌告别经济型定位, 为通用打开新的成长空间
- 领先的节能技术保证上海大众稳定增长

报告摘要:

- 2010-2013年上汽自主车销量CAGR为30%。**从第一阶队自主轿车的发展历程来看, 产销规模从10万辆到20万辆只需要2-3年的时间, 隐含的CAGR为26%-41%。根据上汽的自主规划及新车推出计划, 我们认为2011-2013上汽自主轿车CAGR有望达到30%, 2013年销量约为25.2万辆。当前上汽主打车型荣威550定价远高于韩系及自主同级别车型, 接近丰田、大众同级别车型价格, 而丰田、大众该级别车型国内售价约比国外高1/3-1/4, 毛利率约在25%左右, 可以推测荣威550具有较强的盈利能力。上汽目前每年期间费用25亿元左右, 产销规模在20万辆上下费用只会有较少的增加, 我们预计2010、2011年上海汽车自主车 EBIT分别达到3.25、5.33亿元。
- 雪佛兰品牌告别经济型定位, 为通用打开新的成长空间。**2009年4月, 售价10-15万元的科鲁兹上市, 产品得到了消费者的认可, 2009年12月销量高达18818辆。根据通用品牌产品的历史表现, 通过适当的改款升级, 预计科鲁兹产品在2010-2012年销量有望维持在15万辆左右。雪佛兰全球平台产品丰富, 上海通用会通过不断引进新的产品提升雪佛兰品牌的销量和盈利, 预计2013年雪佛兰品牌的盈利将占到上海通用盈利的30%, 远高于2009年约10%的利润贡献率。
- 大众领先的节能技术保证公司稳定增长。**大众TSI、TDI、DSG技术目前处于领先地位, 在国外市场, 大众多年前就开始采用此类传统汽车节能技术。大众在国内已经开始采用TSI、TDI、DSG等全球先进的传统汽车动力总成技术, 节能潜力在30%左右。传统汽车动力总成是相对比较成熟的技术, 大众的TSI、TDI、DSG技术的领先地位3-5年内难以被超越, 随着国家对汽车节能要求的不断提高, 大众在中国市场份额稳中有升, 盈利稳定增长。
- 维持增持-A投资评级, 目标价上调至21.00元。**预计公司2010-2012年销售收入为2742、3249、3831亿元, 净利润114、139、176亿元, 对应EPS 1.34、1.63、2.07元。按15倍估值, 目标价上调至21.00元, 维持增持-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	105,892.3	139,635.8	274,216.5	324,927.6	383,145.6
Growth(%)	1.4%	31.9%	96.4%	18.5%	17.9%
净利润	656.2	6,591.9	11,408.0	13,906.3	17,610.9
Growth(%)	-85.8%	904.6%	73.1%	21.9%	26.6%
毛利率(%)	12.0%	13.2%	16.8%	16.5%	17.6%
净利润率(%)	0.6%	4.7%	4.2%	4.3%	4.6%
每股收益(元)	0.08	0.77	1.34	1.63	2.07
每股净资产(元)	4.52	5.49	7.92	9.75	13.40
市盈率	220.6	22.0	12.7	10.4	8.2
市净率	3.8	3.1	2.1	1.7	1.3
净资产收益率(%)	-2.2%	17.3%	30.7%	30.4%	28.0%
ROIC(%)	2.0%	43.9%	156.8%	72.8%	273.6%
EV/EBITDA	33.2	7.3	5.2	3.4	2.1
股息收益率	1.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

21.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 18.00 元

现价: 16.99 元

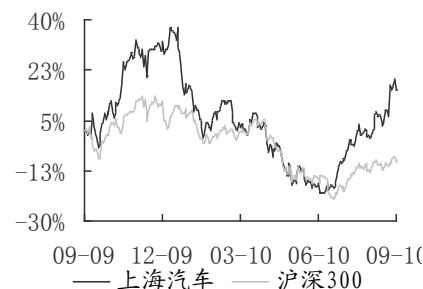
报告日期:

2010-10-09

市场数据

总市值(百万元)	144,779.29
流通市值(百万元)	144,779.29
总股本(百万股)	8,521.44
流通股本(百万股)	8,521.44
12 个月最高/最低	11.82/27.23 元
十大流通股股东(%)	88.35%
股东户数	192,611

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.54)	11.42	12.30
绝对收益	(2.52)	26.42	8.52

研究员

谈际佳

行业分析师

tanjj@essence.com.cn
 S1450210050006

证书编号

前期研究成果

上海汽车: 公司盈利对降价潮有一定的免疫能力

2010-08-26

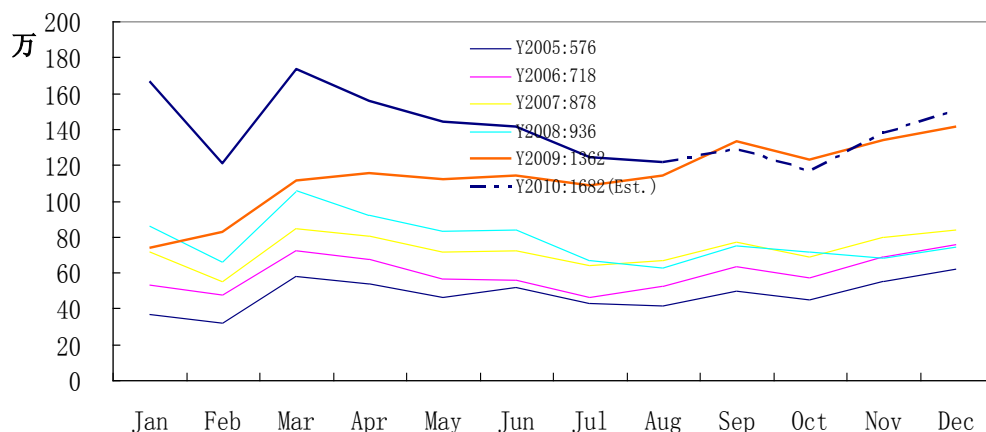
1. 上海汽车：当之无愧的行业龙头

1.1. 汽车行业：稳定增长可期

根据汽协数据，8月，汽车销售132.23万辆，环比增长6.3%，同比增长16.1%。其中乘用车销售101.90万辆，环比增长7.7%，同比增长18.72%；商用车销售30.33万辆，环比增长1.83%，同比增长8.24%。1-8月，汽车销售1158.26万辆，同比增长39.0%；其中乘用车销售868.61万辆，同比增长39.5%；商用车销售289.65万辆，同比增长37.6%。

基于目前厂家的产销情况，9月6日我们将2010年汽车行业销量预测从1615万辆调高到1682万辆。2011年从1811万辆调高到1898万辆。根据汽协8月数据，2010年3季度至2011年4季度汽车增速修正为8%、0%、-4%、11%、15%、32%。需要强调的是，2011年数据预测基于月度数据模拟，汽车制造商可以合理排产，实际的2011年各季度增速可能会在10%以上。

图 1 汽车销量数据月度预测



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 2 汽车销量年度预测

千辆	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
汽车总销量	5,850	7,173	8,688	9,340	13,597	16,818	18,975
乘用车	3,232	4,215	5,313	5,660	8,390	10,669	12,108
基本型	2,867	3,797	4,721	4,969	7,399	9,249	10,451
SUV	207	234	374	495	690	1,104	1,325
MPV	158	184	217	196	301	316	332
交叉型	833	918	988	1,064	1,948	2,240	2,576
商用车	1,786	2,040	2,387	2,617	3,260	3,909	4,291
卡车	1,518	1,746	2,138	2,285	2,946	3,564	3,928
重卡	235	305	484	542	636	890	1,024
中卡	194	203	234	212	250	243	230
轻卡	856	950	1,097	1,171	1,540	1,817	1,999
微卡	233	288	323	360	520	614	675
客车	266	289	349	331	314	345	363
同比增长 (%)							
汽车总销量	22.2	22.6	21.1	7.5	45.6	23.7	12.8
乘用车	27.6	30.4	26	6.5	48.2	27.2	13.5
基本型	27.4	32.4	24.3	5.3	48.9	25.0	13.0
SUV	29.5	13.3	59.8	32.2	39.4	60.0	20.0
MPV	30.3	16.6	18.4	-9.9	53.6	5.0	5.0
交叉型	93.1	10.2	7.6	7.7	83.2	15.0	15.0
商用车	-2.1	14.2	17	9.6	24.6	19.9	9.8
卡车	22.5	6.9	28.9	9.8	10	21.0	10.2
重卡		29.7	58.8	11.8	17.4	40.0	15.0
中卡		4.5	15.2	-9.1	17.8	-3.0	-5.0
轻卡		10.9	15.5	6.8	31.5	18.0	10.0
微卡		23.8	12	11.5	44.3	18.0	10.0
客车		8.8	20.9	-5.1	-5.3	10.0	5.0

数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

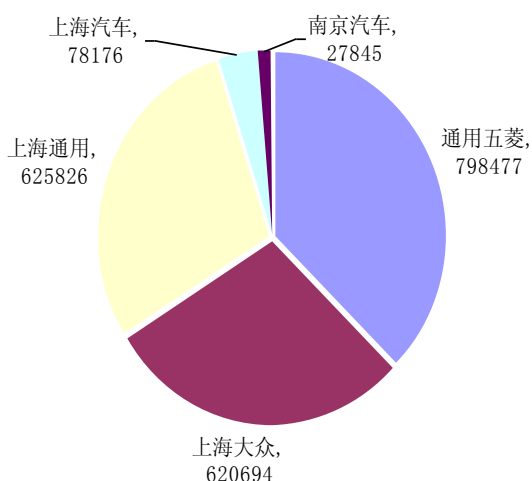
1.2. 上海汽车：当之无愧的行业龙头

2010年1-8月上海汽车共销售汽车233万辆，同比增长39%，市场份额为20%，紧随其后的东风汽车、长安汽车、一汽集团销量分别为166、162、153万辆。

1-8月上海汽车乘用车销量215万辆，其中通用五菱、上海通用、上海大众分别贡献了80、63、62万的销量。商用车销售17万辆，南京汽车、通用五菱、上汽依维柯红岩分别贡献了7.6、7.0、2.4万的销量

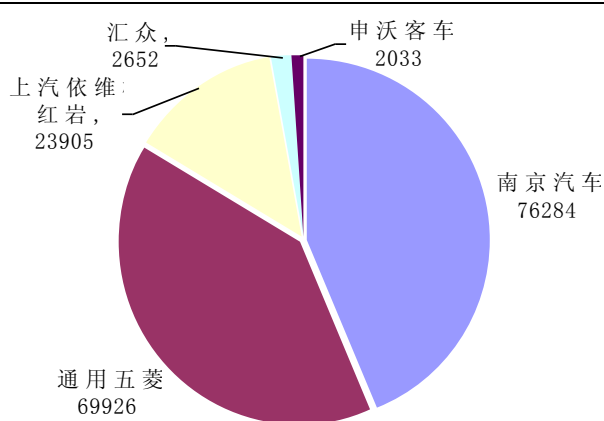
图 3 2010 年 1-8 月上海汽车乘用车销量构成

图 4 2010 年 1-8 月上海汽车商用车销量构成



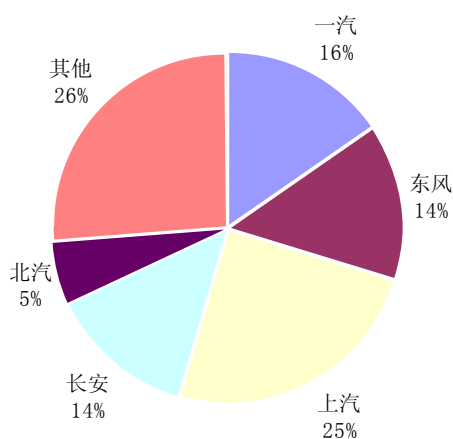
数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

图 5 2010 年 1-8 月乘用车五大集团份额

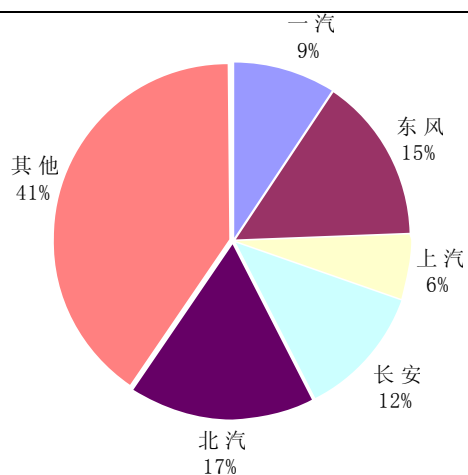


数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

图 6 2010 年 1-8 月商用车五大集团份额



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

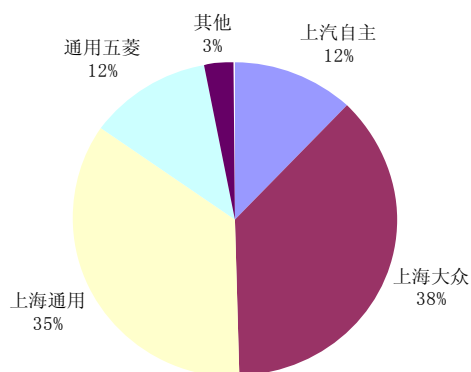
1.3. 合资企业仍是公司利润的主要来源

2010 年上半年公司实现营业收入 1476 亿元, 同比增长 140%; 营业利润 127 亿元, 同比增长 429%; 实现归属于母公司净利润 59 亿元, 同比增长 306%。公司收入大幅增长的主要原因是上海通用从 2 月 1 日起进入合并报表, 贡献营业收入 517 亿元; 剔除合并报表范围变动因素, 营业总收入同比增长 56%。

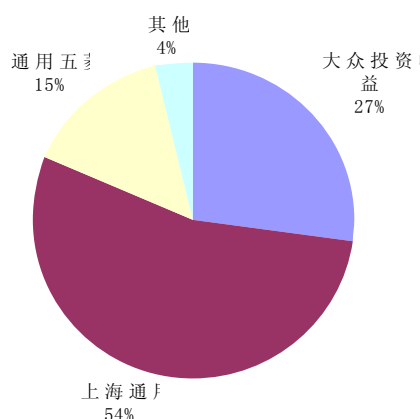
我们利用产品销量和平均售价对公司的收入和利润进行分解, 预计上海通用、上海大众 (通过大众销售进入合并报表)、上汽通用五菱、自主轿车对收入的贡献率分别为 35%、38%、12%、12%。但是 127 亿元的营业利润主要来源于合资企业, 预计上海通用、上海大众 (50%投资收益)、上汽通用五菱对营业利润贡献率分别为 54%、27%、15%。

图 7 2010 年中期收入构成

图 8 2010 年中期利润构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心



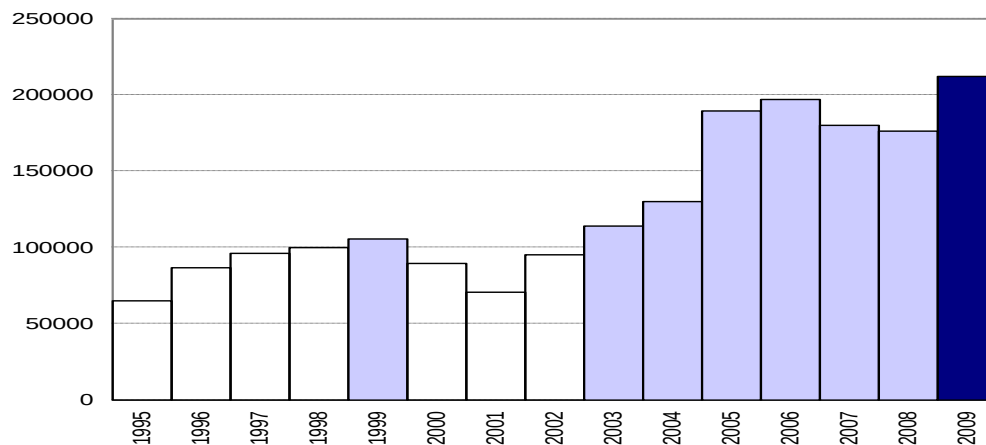
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 自主品牌上升趋势已确立

2.1. 自主品牌第一阶段增速放缓

1999 年以前，国内轿车生产上一定规模的只有天津夏利，其产销规模也仅在 10 万辆左右徘徊。1999 年我国轿车销量 62 万辆，自主轿车销量 13 万辆，其中天津夏利销量 11 万辆。

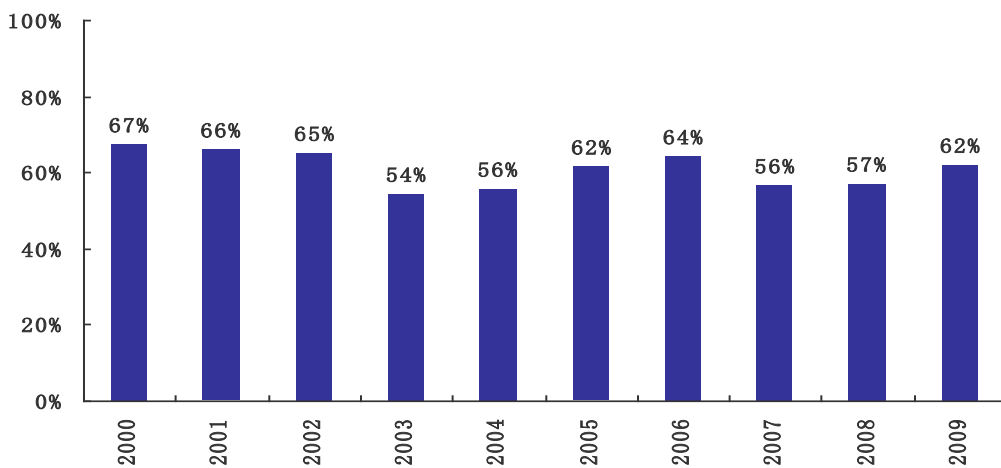
图 9 夏利汽车年销量



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

2000 年以后我国自主轿车品牌开始崛起，吉利、奇瑞、比亚迪、长城等自主品牌逐渐得到市场认可，2009 年自主品牌轿车销量 252 万辆，市场份额达到 29%。随着市场品牌的增多，自主品牌集中度下降，2009 年前五品牌市场占有率为 62%，天津夏利销量下滑到第四。

图 10 自主轿车前五品牌市场占有率

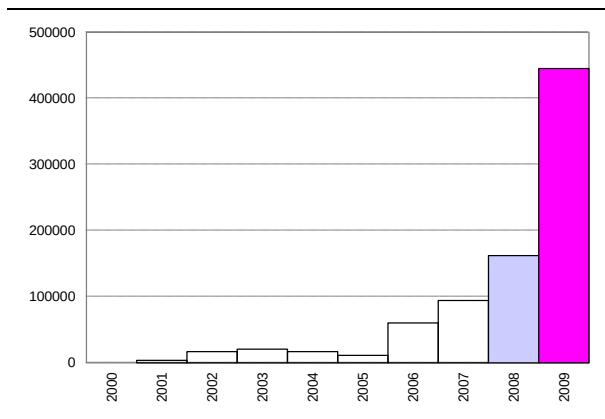


数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

自主轿车经过十年的发展, 前四自主品牌产销已经超过 20 万辆的产销规模。一个典型的汽车制造工厂, 设计产能一般在 20 万辆左右。如果剔除 2009 年高速增长的产销数据, 从历史趋势来看, 自主品牌产销在 20 万辆上下徘徊了较长时间, 比亚迪、奇瑞、吉利分别有 1 年、4 年、5 年产销规模在 20 万辆上下。最早上规模的自主品牌天津夏利自 2003 年产销突破 10 万辆后, 2009 年销量也仅为 21 万辆。

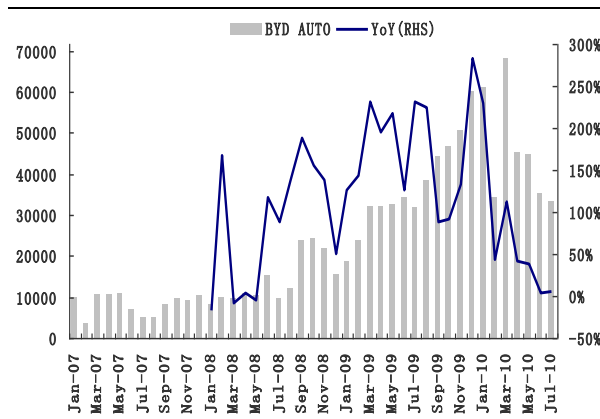
2009 年的高速增长使自主轿车产销上了一个台阶, 比亚迪、奇瑞年销量达到 40 万辆规模, 吉利销量超过 30 万辆, 三大品牌进入了自主品牌第一梯队。但是 2010 年以来三大品牌增速迅速放缓, 当前月度销量只达到高峰时的 60% 左右。三大品牌进一步增长需要培育新的主打产品, 我们预计未来 2-3 年内销量将在 2009 年销量水平上下徘徊, 产销增长将慢于行业增速。

图 11 比亚迪汽车年销量



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

图 12 比亚迪汽车月销量



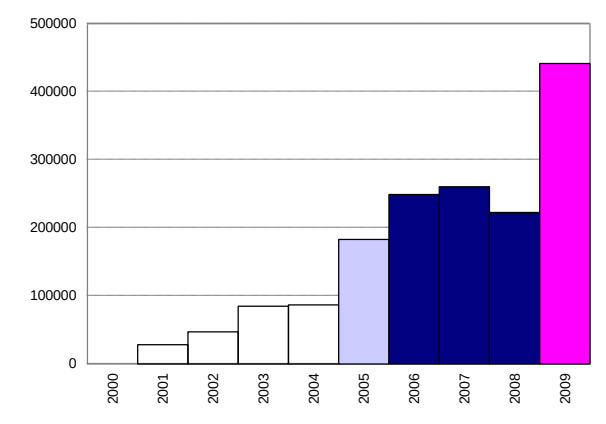
数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

图 13 奇瑞汽车年销量



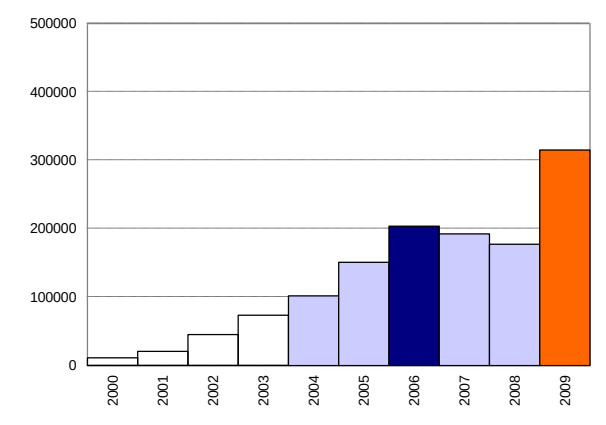
图 14 奇瑞汽车月销量



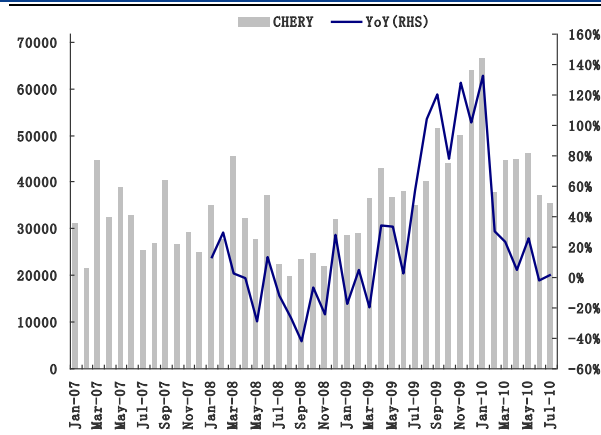


数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 15 吉利汽车年销量

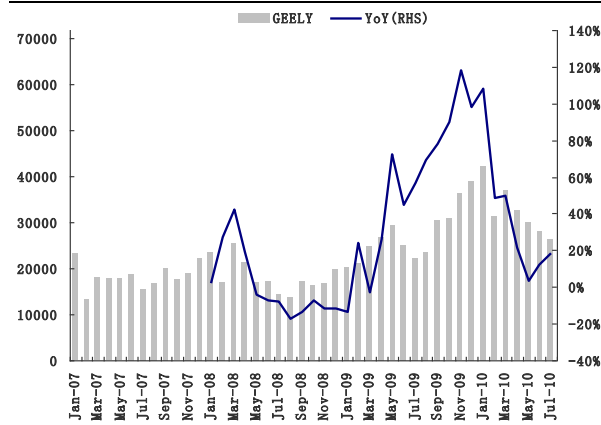


数据来源：CAAM，安信证券研究中心



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 16 吉利汽车月销量

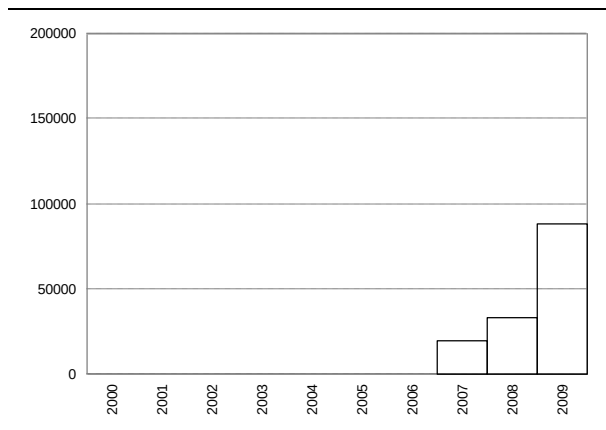


数据来源：CAAM，安信证券研究中心

2.2. 自主品牌第二梯队未来 2-3 年 CAGR 有望为 26%-41%

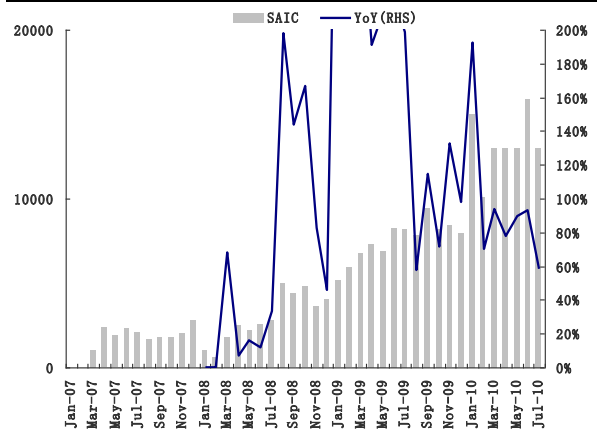
虽然第一梯队自主品牌销量增长有所放缓，以上汽、江淮、长安为代表的第二梯队经过 3-5 年的蛰伏，分别有荣威 550、同悦、悦翔等成熟车型得到市场的认可，2009 年销量在 10 万辆上下。轿车市场目前客户需求逐渐多样化，一般成熟车型的改款车也比较容易得到市场认可。从第一梯队自主轿车的发展历程来看，产销规模从 10 万辆到 20 万辆只需要 2-3 年的时间，隐含的 CAGR 为 26%-41%。

图 17 上汽轿车年销量



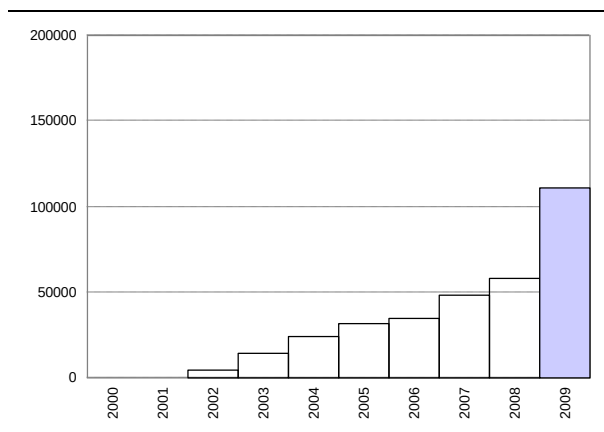
数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 18 上汽轿车月销量



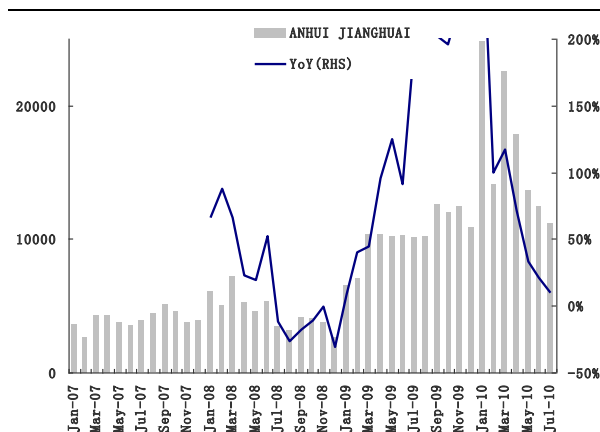
数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 19 江淮汽车年销量



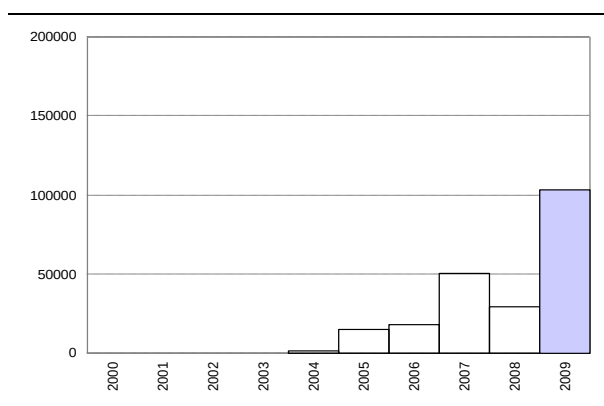
数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 20 江淮汽车月销量



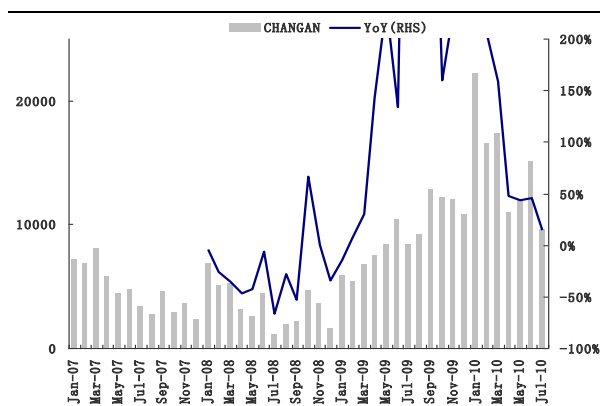
数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 21 长安汽车年销量



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 22 长安汽车月销量



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

2.3. 上汽自主品牌销量 2011-2013 年 CAGR 30%

公司目前的自主品牌主要有荣威、名爵两个品牌，产品立足中高端市场，以质量取胜，避开自主轿车价格厮杀。目前主要有 5 款产品投放市场，产品排量覆盖 1.5-2.5L，共线生产的荣威 550、MG6 产品定位主流中级车市场，售价在 12 万元以上；2010 年推出的新款 MG3、荣威 350 主打经济型轿车中高端市场，售价在 8 万元以上。

2010 年 6 月，公司计划非公开发增发，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，其中乘用车项目相关投资额超过 90 亿元。募集的资金及公司的利润可以保证上汽自主每年 15 亿元左右持续的研发投入，基本可以满足现有车型改款以及每 2-3 年推出一款新车所需的研发资金需求。

图 23 非公开发增发拟投资项目

项目名称	资金需要数量(亿元)	募集资金拟投入数量(亿元)
1、自主品牌乘用车投资项目	60.47	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	23.75	20.25
2、自主品牌商用车投资项目	11.79	11.79
3、双离合自动变速器总成项目	6.57	5.97
4、技术中心建设二期项目	28.04	26.94

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1-8 月上汽自主销量在 7.8 万辆，同比增长 64.8%，预计 2010 年销量约为 11.4 万辆，同比增长 52.3%。根据上汽的自主规划及新车推出计划，我们认为 2011-2013 上汽自主轿车 CAGR 有望达到 30%，2013 年销量约为 25.2 万辆。

图 24 上汽自主车型一览

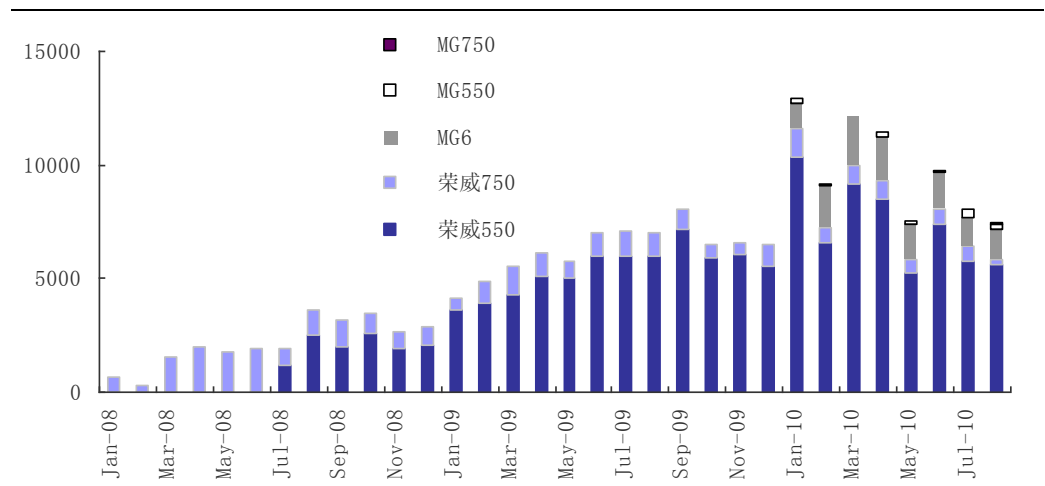
	2010			2011		
	车型	排量	价格	车型	排量	价格
Sedan (<1.6L)	荣威 350	1.5L	8.97-12.47 万元	荣威 350	1.5L	8.97-12.47 万元
	MG3		7.98-10.98 万元	MG3		7.98-10.98 万元
Sedan (1.6-2.5L)	荣威550	1.8L	12.68-18.98 万元	荣威550	1.8L	12.68-18.98 万元
	MG6	1.8L	12.88-19.28 万元	MG6	1.8L	12.88-19.28 万元
	荣威750	1.8L、2.5L	14.38-26.88 万元	荣威750	1.8L、2.5L	14.38-26.88 万元
SUV				荣威W50		
	新推出车型					

数据来源：上海汽车，安信证券研究中心

2.4. 上汽自主品牌具有较强的盈利能力

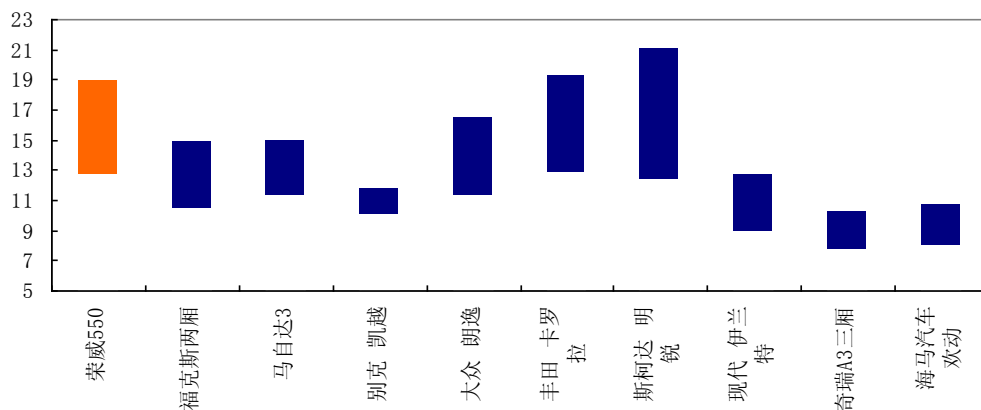
上海汽车目前主力车型为荣威 550，其销量占到上汽轿车销量的 3/4。荣威 550 定价远高于韩系及自主同级别车型，接近丰田、大众同级别车型价格，而丰田、大众该级别车型国内售价约比国外高 1/3-1/4，毛利率约在 25% 左右，可以推测荣威 550 具有较强的盈利能力。

图 25 荣威 550 是当前上汽的主力车型



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

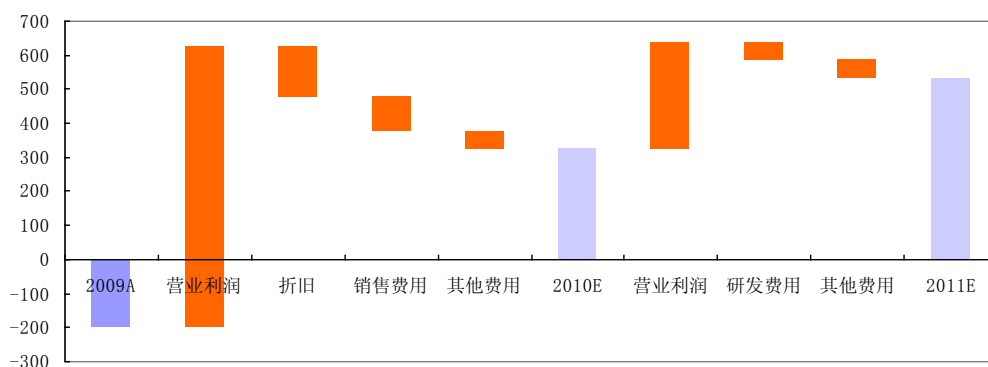
图 26 荣威 550 定价靠近合资品牌上限



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

上汽轿车之所以可以获得一定的品牌溢价源自达到国际水准的制造流程和质量控制。上汽轿车后续产品可以持续获得该溢价。我们据此推测上汽自主品牌未来三年毛利率可以维持在 22% 左右。上汽目前每年期间费用 25 亿元左右, 产销规模在 20 万辆上下费用只会有较少的增加, 我们预计 2010、2011 年上海汽车 EBIT 分别达到 3.25、5.33 亿元。

图 27 上汽自主 EBIT 预测 (百万元)



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

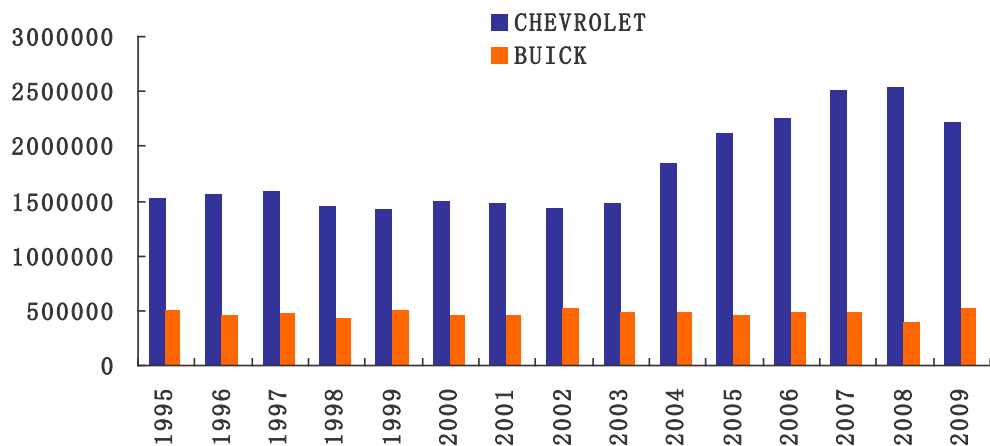
3. 通用: 雪佛兰品牌告别经济型定位

3.1. 雪佛兰品牌是通用的主打品牌

在通用的产品谱系中, 雪佛兰是绝对的主流产品, 2008 年雪佛兰品牌总销量 400 万辆, 占通用总销量的 48%。全球市场来看, 雪佛兰品牌轿车销量约为别克品牌的 3-4 倍, 雪佛兰品牌在美国、巴西、中国及欧洲均有量产, 而别克产品中国、美国、加拿大有量产, 其中中国销量占全球销量的 87%。

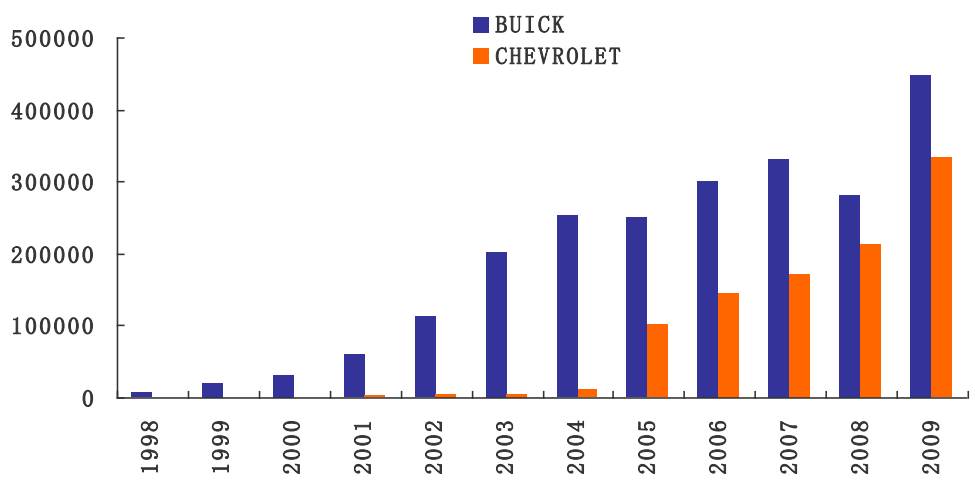
中国市场由于上海通用最早引入的产品均为别克产品, 2001 年 6 月 8 日上市的 10 万元家轿代表作赛欧当时也归属到别克品牌下, 导致雪佛兰品牌在中国 2005 年才开始逐渐放量。随着乐骋、乐风、景程、科鲁兹投放市场, 雪佛兰品牌销量开始爬升, 2009 年雪佛兰品牌在中国销量 33 万辆, 约为别克品牌的 3/4。

图 28 雪佛兰品牌全球轿车销量约为别克品牌的 3-4 倍



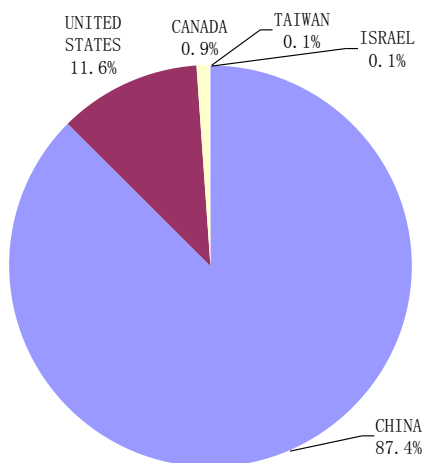
数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 29 中国雪佛兰品牌销量正在逼近别克品牌



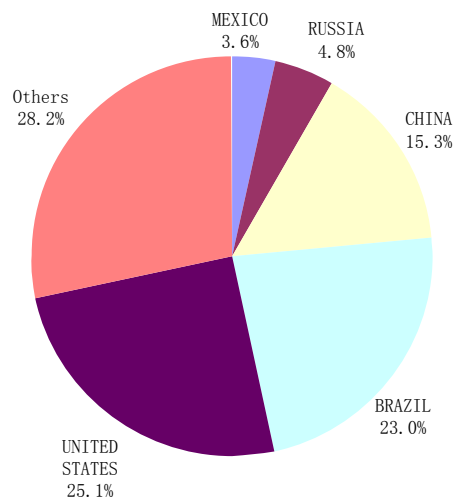
数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 30 2009 年别克全球销量分布



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

图 31 2009 年雪佛兰全球销量分布



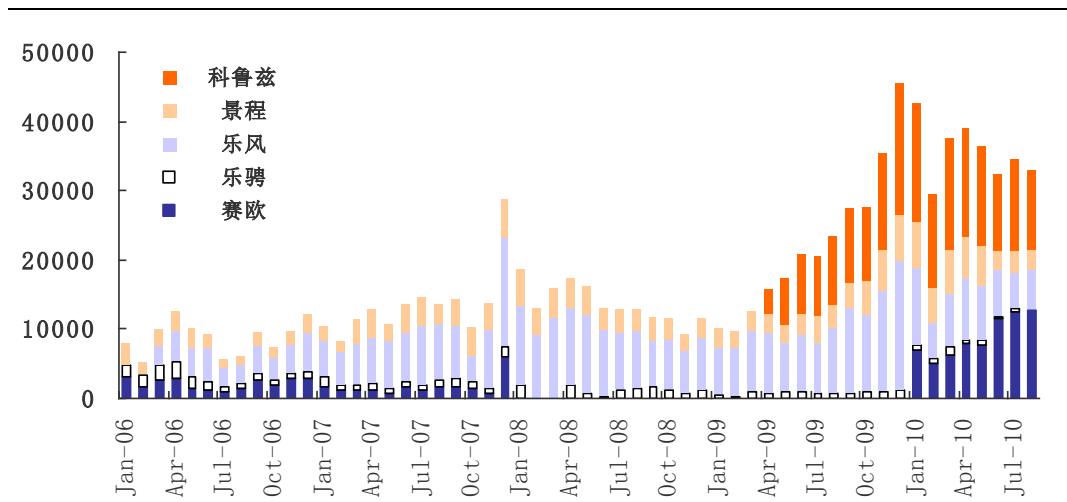
数据来源：CAAM，安信证券研究中心

3.2. 雪佛兰品牌均价上升 盈利能力向别克品牌靠近

雪佛兰品牌以乐骋、乐风产品进入中国，给消费者留下经济型轿车印象。2009 年以前，

B级轿车景程销量一直差强人意，雪佛兰主打产品是售价在 5-10 万元的乐风，雪佛兰盈利能力比较弱。

图 32 科鲁兹得到消费者认可

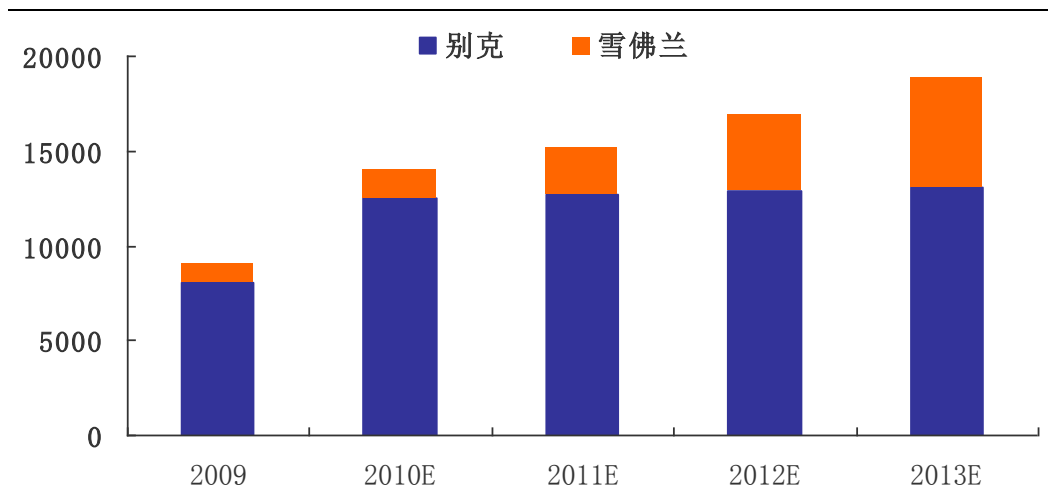


数据来源：CAAM，安信证券研究中心

2009 年 4 月，售价 10-15 万元的科鲁兹上市，产品得到了消费者的认可，2009 年 12 月销量高达 18818 辆。根据通用品牌产品的历史表现，通过适当的改款升级，预计科鲁兹产品在 2010-2012 年销量有望维持在 15 万辆左右。

雪佛兰全球平台产品丰富，上海通用会通过不断引进新的产品提升雪佛兰品牌的销量和盈利，预计 2013 年雪佛兰品牌的盈利将占到上海通用盈利的 30%，远高于 2009 年约 10% 的利润贡献率。

图 33 雪佛兰品牌盈利能力向别克品牌靠近（单位：百万元）



数据来源：CAAM，安信证券研究中心

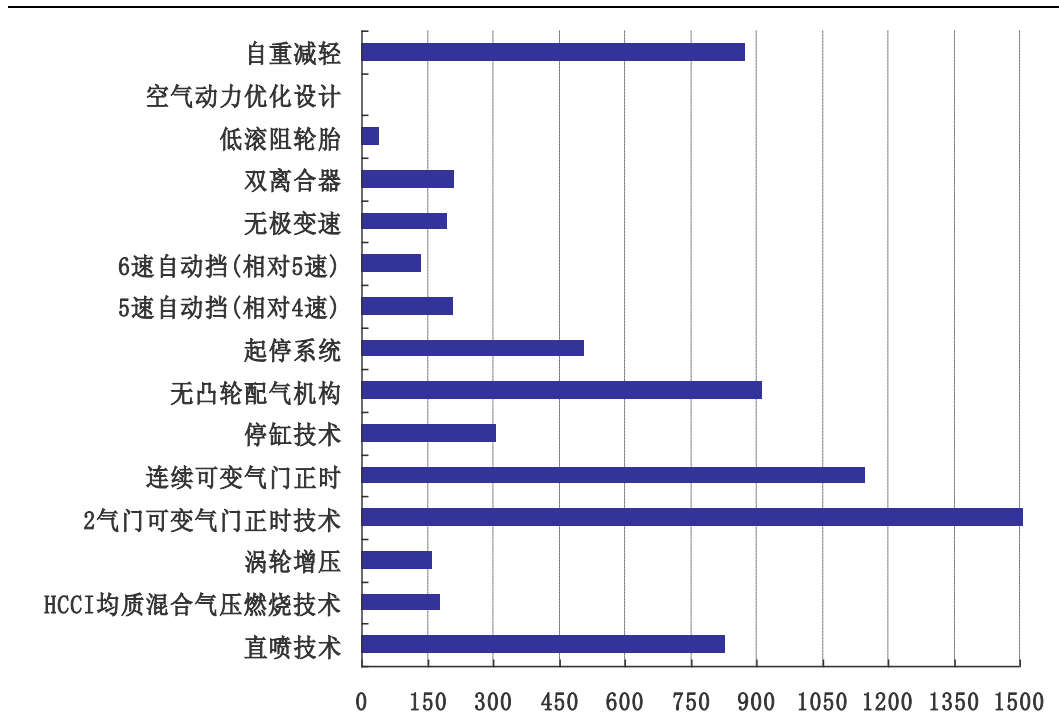
4. 大众：节能技术领先者

6 月实施的乘用车节能补贴政策其根本动机亦为鼓励汽车制造商不断降低车辆的百公里油耗，进而减少尾气排放。第一、第二、第三批补贴分别有 71、61、74 款汽车进入“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录。

我们认为随着补贴车型的增加，行业平均油耗降低，补贴的标准会逐渐提高，为了获得补贴，制造商会陆续采用目前较为成熟的汽车节能技术。

从节能技术的经济性来看，率先采用的技术可能包括：涡轮增压、双离合器、无极变速、低滚阻轮胎、HCCI 等。上述技术每降低 1% 油耗增加的成本约为 150 元左右，补贴金额基本可以覆盖成本的增加。

图 34 汽车节能技术成本比较（每降低 1% 油耗增加的成本）



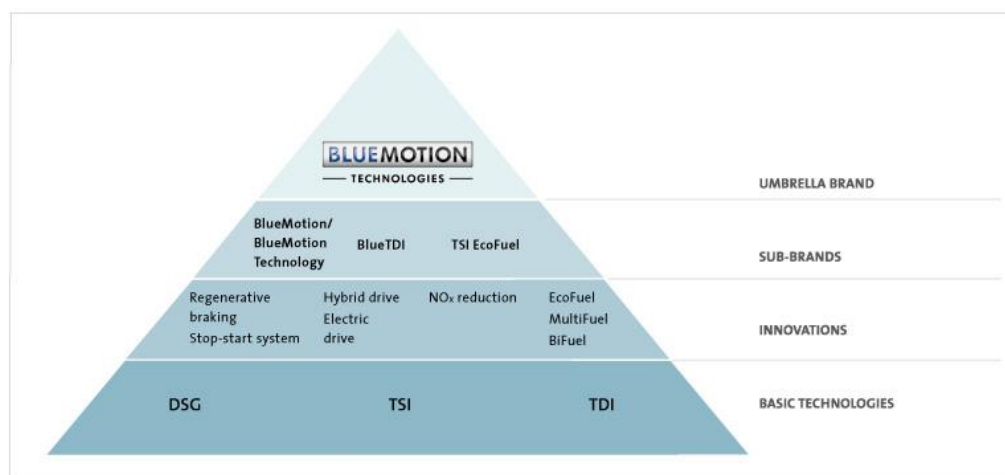
数据来源：安信证券研究中心

大众 TSI、TDI、DSG 技术目前处于领先地位，在国外市场，大众多年前就开始采用此类传统汽车节能技术。大众在国内已经开始采用 TSI、TDI、DSG 等全球先进的传统汽车动力总成技术，节能潜力在 30% 左右。

传统汽车动力总成是相对比较成熟的技术，大众的 TSI、TDI、DSG 技术的领先地位 3-5 年内难以被超越，随着国家对汽车节能要求的不断提高，大众在中国市场份额稳中有升，盈利稳定增长。

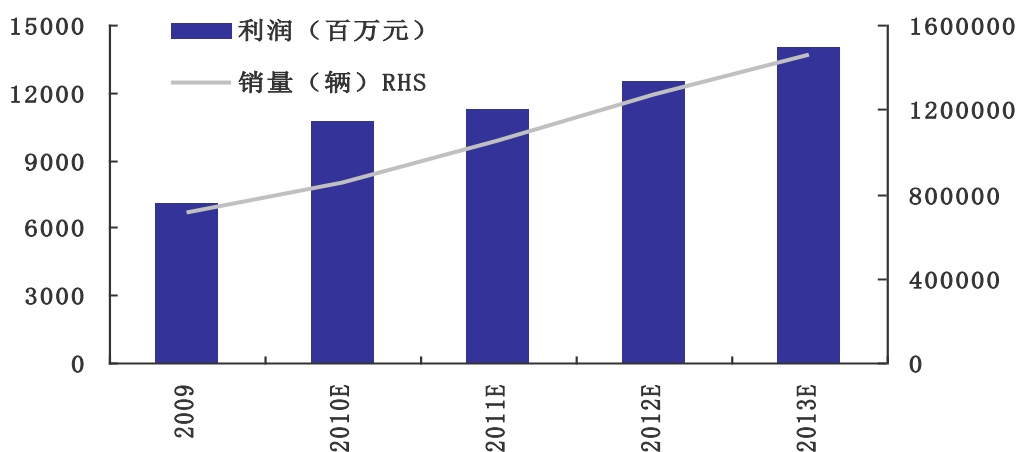
图 35 大众节能汽车规划

ECO-FRIENDLY PRODUCTS AND TECHNOLOGIES UNDER ONE UMBRELLA BRAND



数据来源：大众，安信证券研究中心

图 36 上海大众销量与盈利预测



数据来源：大众，安信证券研究中心

5. 公司估值及投资建议

预计公司 2010-2012 年销售收入为 2742、3249、3831 亿元，净利润 114、139、176 亿元，对应 EPS 1.34、1.63、2.07 元。按 15 倍估值，目标价上调至 21.00 元，维持增持-A 投资评级。

图 37 上海汽车销量与盈利预测

项 目	2010E	2011E	2012E	2013E
并表收入	274,217	324,928	383,146	430,134
并表营业利润	23,517	28,650	36,260	41,779
上海汽车				
销售收入（百万元）	13,525	14,945	18,457	22,794
增长率（YOY）		10.50%	23.50%	23.50%
毛利率	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本（百万元）	10,549	11,657	14,396	17,779
增长率（YOY）		10.50%	23.50%	23.50%
毛利（百万元）	2,975	3,288	4,060	5,015
利润总额（百万元）	325	533	1,195	2,033
增长率（YOY）		63.74%	124.27%	70.10%
上海通用				
销售收入（百万元）	94,000	121,401	154,240	168,507
增长率（YOY）		29.15%	27.05%	9.25%
毛利率	29.00%	29.50%	29.50%	29.50%
销售成本（百万元）	66,740	85,588	108,739	118,798
增长率（YOY）		28.24%	27.05%	9.25%
毛利（百万元）	27,260	27,349	29,879	32,643
增长率（YOY）		0.33%	9.25%	9.25%
利润总额（百万元）	16,920	22,156	26,992	29,489
增长率（YOY）		30.94%	21.83%	9.25%
上海大众				
销售收入（百万元）	96,882	108,072	120,555	134,479
增长率（YOY）		11.55%	11.55%	11.55%
毛利率	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本（百万元）	70,724	78,893	88,005	98,170
增长率（YOY）		11.55%	11.55%	11.55%
毛利（百万元）	26,158	27,349	29,879	32,643
增长率（YOY）		4.55%	9.25%	9.25%
利润总额（百万元）	16,470	17,832	19,892	22,189
增长率（YOY）		8.27%	11.55%	11.55%

数据来源：安信证券研究中心

图 38 汽车估值国际比较

	09 PE	10 PE	P/B	P/S
国内				
上海汽车	12.79	13.37	2.94	0.64
福田汽车	10.67	10.51	3.66	0.33
一汽轿车	11.97		3.52	0.90
江淮汽车	18.12	14.13	2.75	0.49
金龙汽车	18.27	18.48	2.52	0.28
宇通客车	14.38	14.67	5.46	0.98
一汽夏利	30.18	18.82	3.43	1.38
香港				
长城汽车	11.64	11.58	2.30	1.15
广汽集团	20.92	14.39		
东风汽车	11.33	11.81	3.49	1.01
法国				
标致	11.61	7.06	0.42	0.10
雷诺	25.13	10.02	0.51	0.26
日本				
丰田	46.04		0.93	0.51
本田	20.26		1.26	0.63
日产	71.55		1.12	0.40
铃木	28.97		1.06	0.34
马自达			0.71	0.14
德国				
大众	17.21	13.41	0.98	0.29
奔驰	30.23	12.56	1.48	0.55
宝马	24.10	13.21	1.66	0.62
奥迪	16.51	14.83	2.48	0.81
印度				
MARUTI SUZUKI	15.74	16.99	3.39	1.40
HERO HONDA	16.69	15.85	10.75	2.36
BAJAJ AUTO	27.06	19.09	15.88	3.74
意大利				
FIAT SPA		48.33	1.22	0.25

数据来源: Bloomberg

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-8		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
营业收入	105,892.3	139,635.8	274,216.5	324,927.6	383,145.6	成长性							
减: 营业成本	93,235.2	121,227.6	228,233.6	271,278.8	315,718.8	营业收入增长率	1.4%	31.9%	96.4%	18.5%	17.9%		
营业税费	790.1	1,465.4	6,307.0	7,473.3	8,812.3	营业利润增长率	-117.4%	-969.4%	178.9%	21.8%	26.6%		
销售费用	7,189.8	9,789.3	13,624.9	14,610.0	17,756.5	净利润增长率	-85.8%	904.6%	73.1%	21.9%	26.6%		
管理费用	5,375.6	4,750.4	10,781.7	12,628.6	16,141.2	EBITDA 增长率	-65.9%	285.7%	114.3%	19.2%	24.2%		
财务费用	1,517.2	578.7	-512.8	-1,074.9	-1,797.9	EBIT 增长率	-87.0%	995.9%	145.7%	19.9%	25.0%		
资产减值损失	3,229.2	1,425.8	500.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-89.2%	1202.1%	133.6%	19.9%	25.1%		
加: 公允价值变动收益	300.5	30.3	-	-78.0	-	投资资本增长率	-40.5%	-34.7%	158.4%	-66.7%	-47.1%		
投资和汇兑收益	4,481.5	8,354.9	8,235.0	8,916.0	9,945.8	净资产增长率	-10.4%	21.3%	44.3%	23.1%	37.5%		
营业利润	-969.8	8,431.2	23,517.1	28,649.7	36,260.5	利润率							
加: 营业外净收支	489.4	166.0	-80.0	-80.0	-80.0	毛利率	12.0%	13.2%	16.8%	16.5%	17.6%		
利润总额	-480.4	8,597.2	23,437.1	28,569.7	36,180.5	营业利润率	-0.9%	6.0%	8.6%	8.8%	9.5%		
减: 所得税	369.7	489.2	2,695.3	3,285.5	4,160.8	净利率	0.6%	4.7%	4.2%	4.3%	4.6%		
净利润	656.2	6,591.9	11,408.0	13,906.3	17,610.9	EBITDA/营业收入	2.7%	8.0%	8.8%	8.8%	9.3%		
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	0.8%	6.7%	8.4%	8.5%	9.0%		
货币资金	22,174.2	30,499.8	51,249.7	105,444.3	147,640.4	运营效率							
交易性金融资产	274.8	76.9	78.0	-	-	固定资产周转天数	53	37	20	17	14		
应收帐款	3,298.6	4,551.2	22,184.2	26,601.5	31,336.8	流动营业资本周转天数	-39	-64	-26	-17	-24		
应收票据	12,572.9	16,428.6	58,726.3	45,749.8	56,642.9	流动资产周转天数	188	168	161	218	242		
预付帐款	2,205.9	4,681.4	7,118.4	10,015.0	13,770.2	应收帐款周转天数	12	9	13	18	18		
存货	7,442.1	8,314.2	17,401.3	20,835.4	24,165.4	存货周转天数	28	22	18	23	23		
其他流动资产	8,003.0	9,940.0	13,551.8	15,073.2	16,819.7	总资产周转天数	356	317	239	271	278		
可供出售金融资产	2,965.5	10,450.6	9,000.0	-	-	投资资本周转天数	90	42	30	25	8		
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率							
长期股权投资	21,470.7	25,425.0	26,221.0	26,155.1	26,077.9	ROE	-2.2%	17.3%	30.7%	30.4%	28.0%		
投资性房地产	1,339.7	1,289.6	1,354.1	-	-	ROA	-0.8%	5.9%	9.2%	9.6%	9.8%		
固定资产	14,005.6	14,650.6	15,062.3	15,481.5	15,320.9	ROIC	2.0%	43.9%	156.8%	72.8%	273.6%		
在建工程	3,092.2	3,478.7	2,251.5	1,545.5	1,135.3	费用率							
无形资产	2,529.8	2,946.1	2,208.2	2,167.1	1,925.4	销售费用率	6.8%	7.0%	5.0%	4.5%	4.6%		
其他非流动资产	5,602.7	3,386.7	-3,337.3	-5,872.9	-8,783.8	管理费用率	5.1%	3.4%	3.9%	3.9%	4.2%		
资产总额	107,856.6	138,158.4	225,222.6	264,683.8	327,688.4	财务费用率	1.4%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.5%		
短期债务	4,326.2	1,745.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	13.3%	10.8%	8.7%	8.1%	8.4%		
应付帐款	20,849.4	28,587.2	59,403.3	63,661.3	75,329.0	偿债能力							
应付票据	831.1	697.2	1,250.6	3,240.7	2,532.9	资产负债率	64.3%	66.2%	70.0%	68.6%	65.1%		
其他流动负债	4,499.9	10,178.7	15,663.0	20,609.5	26,960.4	负债权益比	179.9%	195.4%	233.8%	218.6%	186.9%		
长期借款	1,225.4	1,662.9	1,662.9	1,662.9	1,662.9	流动比率	1.02	0.93	1.22	1.39	1.53		
其他非流动负债	12,974.1	9,974.3	16,703.4	19,238.9	22,149.8	速动比率	0.87	0.82	1.09	1.25	1.39		
负债总额	69,319.9	91,394.3	157,744.9	181,617.2	213,482.6	利息保障倍数	0.56	16.18	-44.86	-25.65	-19.17		
少数股东权益	3,897.0	4,301.6	13,635.5	25,013.4	39,422.2	分红指标							
股本	6,551.0	6,551.0	8,521.4	8,521.4	8,521.4	DPS(元)	0.16	0.02	0.07	0.08	0.10		
留存收益	29,374.2	35,933.8	45,320.8	49,531.8	66,262.1	分红比率	209.7%	2.6%	5.0%	5.0%	5.0%		
股东权益	38,536.7	46,764.1	67,477.7	83,066.6	114,205.8	股息收益率	1.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%		
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
净利润	-850.1	8,108.0	11,408.0	13,906.3	17,610.9	EPS(元)	0.08	0.77	1.34	1.63	2.07		
加: 折旧和摊销	2,236.8	2,025.5	1,002.2	1,038.2	1,071.6	BVPS(元)	4.52	5.49	7.92	9.75	13.40		
资产减值准备	3,229.2	1,425.8	500.0	200.0	200.0	PE(X)	220.6	22.0	12.7	10.4	8.2		
公允价值变动损失	-300.5	-30.3	-	-78.0	-	PB(X)	3.8	3.1	2.1	1.7	1.3		
财务费用	697.2	1,679.9	645.2	-512.8	-1,074.9	P/FCF	8.5	12.6	-13.4	4.0	6.3		
投资收益	-4,489.4	-8,344.4	-8,235.0	-8,916.0	-9,945.8	P/S	1.4	1.0	0.5	0.4	0.4		
少数股东损益	-1,506.2	1,516.1	9,333.8	11,377.9	14,408.9	EV/EBITDA	33.2	7.3	5.2	3.4	2.1		
营运资金的变动	8,211.1	29,725.9	544.3	27,260.4	9,943.8	CAGR(%)	-409.8%	58.1%	21.2%	-100.0%	-100.0%		
经营活动产生现金流量	11,669.8	21,572.5	14,040.5	43,713.9	31,491.5	PEG	-0.5	0.4	0.6	-0.1	-0.1		
投资活动产生现金流量	-4,236.4	-12,285.1	9,710.0	17,593.9	9,545.7	ROIC/WACC	0.2	4.5	16.2	7.5	28.2		
融资活动产生现金流量	-850.1	-4,153.6	-1,272.7	-8,620.4	917.3	REP	23.5	1.4	0.2	1.2	0.5		

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

谈际佳，安信证券研究中心汽车与零部件行业分析师，车辆工程学士，数量经济学硕士。3 年汽车与零部件行业研究经验，曾先后任职于天相投资顾问有限公司和太平洋证券股份有限公司。2010 年 5 月加入安信证券，从事证券研究之前，有多家汽车制造厂实习或工作经历。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034