

乘用车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12 个月目标价: 28.00 元

当前股价: 21.84 元

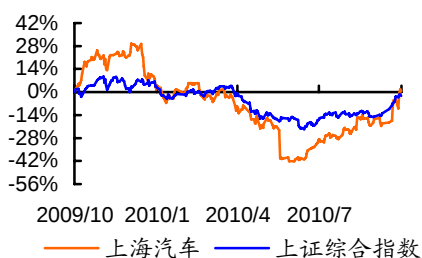
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2983.53
总股本(百万)	8521
流通股本(百万)	8521
流通市值(亿)	1783
EPS (TTM)	1.29
每股净资产(元)	5.49
资产负债率	66.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海汽车	20.23	41.45	43.55
上证综合指数	15.13	17.68	-1.64



相关报告

上海汽车

600104

推荐

优势积聚明显, 开启全球霸业

投资要点:

- **国内最大、最先进的汽车企业, 品牌优势和技术积淀增强竞争力, 市场份额持续扩大;** 公司具有“内生增长+外延扩张”的发展潜质, 具备全球扩张实力。合资公司“上海大众”、“上海通用”是国内乘用车龙头, 管理运营出色, 积极发展本土研发实力, 在成本控制和产品开发方面具有明显优势; 公司自主品牌历经多年培育进入收获期, 增收创利同时增强未来潜力, 自主平台的新能源汽车将按期面世, 迎来市场机遇。预计今年上汽集团实现销售超过 350 万辆, 收入规模接近 3300 亿元。
- **内生增长: 市场持续旺盛, 乘用车渗透速度加快, 合资品牌状态正佳。** 我们认为我国汽车市场仍将保持温和增长, 三年年均增长率为 15%, 乘用车增速将超过 20%。上海汽车乘用车合资品牌形象好, 经营管理出众, 市场份额创近年新高 (20%)。双品牌策略引领上海大众夺得 09 年轿车销售冠军; 上海通用研发速度加快, 新车效应下, 业绩持续释放; 上汽通用五菱, 保持市场霸主地位, 市场份额仍在扩大, 出口机会更将扩大利润贡献。
- **外延扩张: 自主品牌仍处于快速成长期, 新能源汽车领域行胜于言。** “荣威”和“名爵”获得市场成功, 销售收入大增, 研发支出减少, 短期成为公司利润增长亮点, 长期预示公司美好未来, 全球舞台愈走愈近; 基于自主平台的荣威 750 中混混合动力轿车、荣威 550 插电式强混轿车将于 2010 年、2012 年上市, 节能效果明显, 确保未来新能源汽车市场的龙头地位;
- **其他看点: 未来市场经历供需再平衡, 公司凭竞争优势稳健增长; 国家推进汽车行业兼并重组, 面临机遇公司继续做大做强。** 未来几年我国汽车产能增速加快, 市场面临供需再平衡, 市场结构将分化, 定位中高端的上海汽车具有品牌、技术和产业链优势, 保持稳健增长。全球汽车版图历经大洗牌, 政府支持汽车行业兼并重组和境外并购, 上海汽车面临机遇继续做大做强。
- **未来三年公司业绩稳健增长, 面临发展机遇, 是轿车子行业配置的重点品种。** 预计公司 10~12 年 EPS 为 1.56、1.80 和 2.13, 对应 10~12 年 PE 为 13.69、11.83、10.00。考虑中国汽车市场的成长性, 估值偏低, 给予推荐评级, 目标价 28 元。

风险提示:

- 宏观经济放缓, 影响居民消费欲望, 将影响公司销售情况; 燃油税费等政策出台, 抑制汽车需求

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	138875	326407	390138	480263
同比(%)	32%	135%	20%	23%
归属母公司净利润(百万元)	6592	13289	15364	18116
同比(%)	905%	102%	16%	18%
毛利率(%)	12.7%	15.8%	15.4%	14.9%
ROE(%)	15.5%	24.0%	21.8%	20.6%
每股收益(元)	0.77	1.56	1.80	2.13
P/E	27.52	13.65	11.81	10.01
P/B	4.27	3.27	2.58	2.06
EV/EBITDA	12	6	5	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

图表目录	2
一、上海汽车：汽车制造商绝对龙头	4
1.1 核心竞争力：品牌优势+技术积淀	4
1.2 市场地位巩固，多种优势积聚	5
二、内生式增长：行业需求增长+合资品牌出众	6
2.1 我国汽车市场需求持续旺盛，乘用车渗透提速	6
2.2 上海大众：轿车龙头王者归来	10
2.3 上海通用：新车型助力强劲增长	12
2.4 上汽通用五菱：微车霸主继续扩张	13
三、外延式增长：自主品牌+新能源汽车	14
3.1 自主品牌终放量，前途不可限量	14
3.2 新能源汽车：自主平台上结硕果	16
四、其他看点：定位中高端、兼并重组机遇	16
4.1 中高端定位抵御低端市场供应风险	16
4.2 兼并重组机遇	17
五、盈利预测及投资建议	18

图表目录

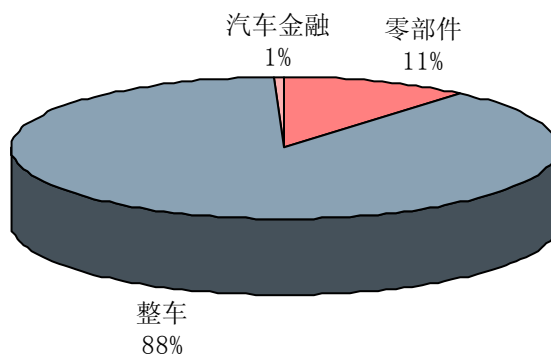
图 1 公司主要控股子公司及联营企业股权结构图	4
图 2 上海汽车主要业务及其品牌结构	5
图 3 上海汽车的生产基地	5
图 4 上海汽车的海外布局	5
图 5 上汽跻身全球汽车十强行列	6
图 6 上海汽车轿车市场占有率稳步攀升（2010.1-9）	6
图 7 我国汽车市场占有率情况	6
图 8 我国汽车月度销量（2006.1-2010.7）	7
图 9 一线城市（北京、天津、上海）R 值	7
图 10 二线城市 R 值	7
图 11 各国千人乘用车保有量	8
图 12 中国汽车年度销量乘用车渗透情况（2004-2010）	8
图 13 日本汽车季度销量乘用车渗透情况（1993-2010）	8
图 14 上海汽车月度销量情况（2009.1-2010.9）	9
图 15 上海汽车销量构成（分部情况）（2010.1-8）	10
图 16 上海大众重夺轿车品牌销售头名	10
图 17 上海大众销量构成	10
图 18 上海大众各品牌增速情况（2010.1-9）	10
图 19 上海大众销量增长情况（分品牌）（2010.1-9）	11
图 20 上海大众主要车型	11
图 21 上海通用销量构成	12

图 22	上海大众各品牌增速情况 (2010.1-9)	12
图 23	上海通用销量增长情况 (分品牌) (2010.1-9)	12
图 24	上海通用主要车型	13
图 25	五菱微客市场占有率 (2010.1-9)	13
图 26	上汽通用五菱销量构成 (2010.1-9)	13
图 27	上汽通用五菱增速情况 (2010.1-9)	13
图 26	荣威销量情况 (2010.1-9)	14
图 27	名爵销量情况 (2010.1-9)	14
图 28	上汽乘用车主要车型	15
表 1	未来我国汽车及乘用车产量预测 (2008-2016)	9
表 2	未来上海汽车总销量及乘用车销量预测 (2008-2016)	9
表 3	世界主要汽车生产国销量和增速	14
表 4	非公开增发募集资金投向	15
表 5	公司目前产能及 2014 年前产能规划 (单位: 辆)	17
表 6	中国汽车企业国内并购重组	17
表 7	中国汽车企业海外并购	17
表 8	上海汽车的成长性体现估值较低	18
表 9	公司今明年将推出的新车型列表	18
表 10	上海汽车及其各公司销量预测 (单位: 辆)	19
表 11	上汽集团主要分公司收入预测 (单位: 千元)	19
表 12	上海汽车未来三年盈利预测 (单位: 百万元)	19

一、上海汽车：汽车制造商绝对龙头

公司是中国汽车制造商和乘用车制造商的龙头企业。公司共有三大业务板块，一是整车的研发、制造和销售；二是与整车开发密切相关的零部件，含动力总成系统、底盘系统和电子系统；三是汽车金融业务。

图 1 上海汽车营业收入构成（2009A）

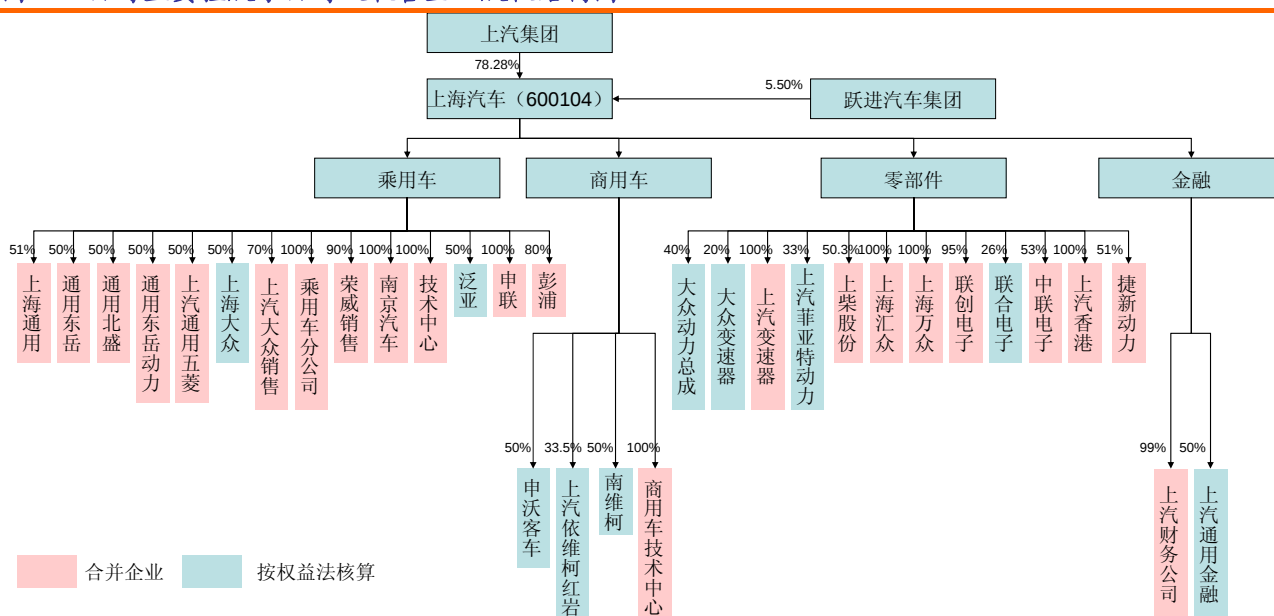


资料来源：公司资料，中投证券研究所

整体上市完成后，公司已成为国内资本市场规模最大的汽车企业。2009年公司实现营业总收入 1,396.36 亿元，营业利润 84.31 亿元。

公司下属主要企业：乘用车公司，上海大众、上海通用、上海申沃，上汽通用五菱、南京依维柯、上汽依维柯红岩等整车企业；上汽变速器、联合汽车电子、上柴股份等与整车开发紧密相关的零部件企业；以及上汽财务公司等汽车金融企业。

图 2 公司主要控股子公司及联营企业股权结构图



资料来源：公司资料，中投证券研究所

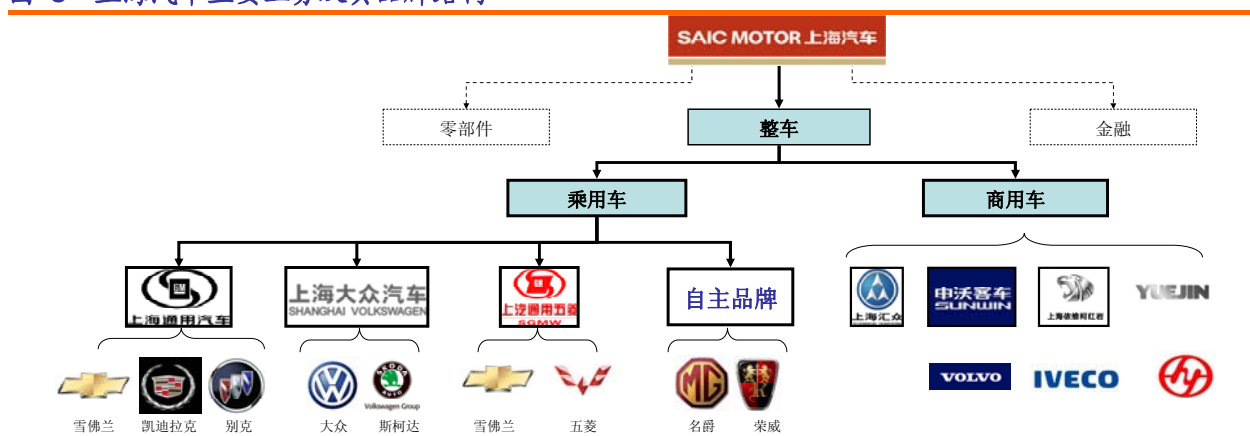
1.1 核心竞争力：品牌优势+技术积淀

汽车工业是技术密集、资本密集和规模经济的代表行业。汽车产品是高新技术的结晶，大量应用机器人、数控机床、自动化生产线，也运用了大量的新材料、新工艺、新设备和电子技术；汽车工业不但和钢铁、冶金、橡胶、石化、

塑料、玻璃、机械、电子、纺织等产业休戚与共，而且延伸到商业、维修服务、保险业、运输业和公路建筑等行业，是大批量、高效率、专业化、标准化产业的代表。汽车生产需要巨大的前期投资，包括厂房建设、设备安装和调试、产品研发以及人员培训等等，以及持续的技术研发投入是汽车企业保持竞争力的重要保证，因此优良产品的大规模销售才能产生较好的规模经济，给汽车企业创造良好效益。

公司目前拥有上海大众、上海通用、上汽通用五菱等合资公司，旗下生产大众、斯柯达、别克、凯迪拉克、雪佛兰、依维柯、五菱、荣威、名爵等中外著名品牌。合资对象大众公司和通用公司，全球分别排名第二、第三，实力雄厚技术领先。

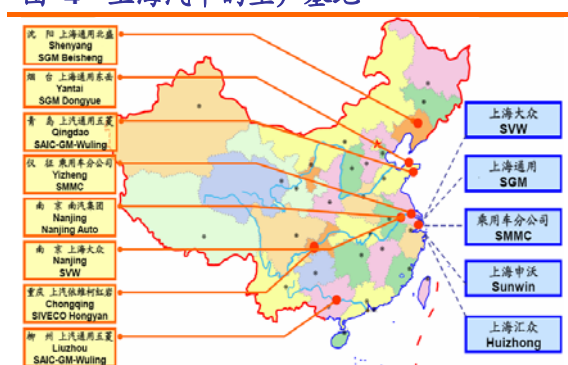
图 3 上海汽车主要业务及其品牌结构



资料来源：公司资料，中投证券研究所

上海汽车是拥有完整整车和零部件产业链、具有核心竞争能力并积极开展国际经营的汽车集团。从 1958 年第一辆凤凰牌轿车的诞生到 1985 年上海大众的桑塔纳轿车下线；从 1997 年上海通用推出第一辆别克轿车到 2006 年自主品牌荣威轿车上市，体现了公司“引进来走出去”方略的积极推进并最终走向成功。公司在资金、生产和研发方面具有不可比拟的竞争优势，强大的核心竞争力将成为未来市场制胜的法宝，扩大国内市场占有率，并实现全球霸业。

图 4 上海汽车的生产基地



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 5 上海汽车的海外布局

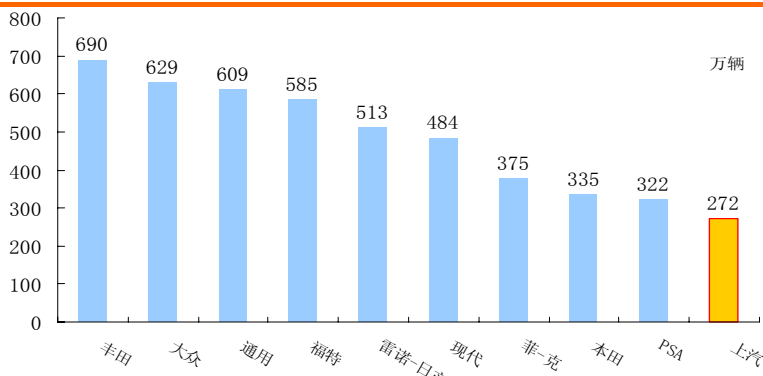


资料来源：公司资料，中投证券研究所

1.2 市场地位巩固，多种优势积聚

紧随中国汽车市场的蓬勃发展，上海汽车把握机遇，精耕细作，巩固国内龙头地位，2009 年合计生产整车 272.5 万辆（同比+57.2%），已经跻身全球汽车十强行列。预计 2010 年实现销量 350 万辆，将可能进入前八名，未来地位还将持续得到提升。

图 6 上汽跻身全球汽车十强行列

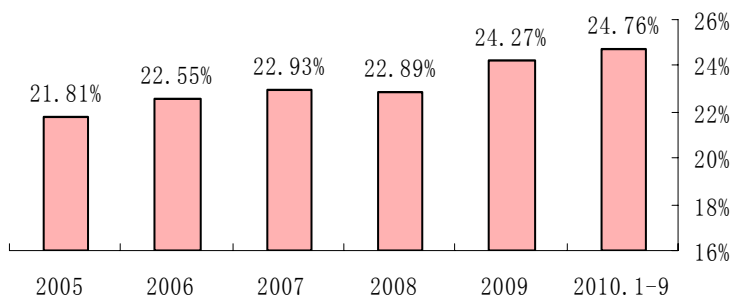


资料来源：公司资料，中投证券研究所

2010年1-9月上海汽车累计生产整车267万辆（同比+36.9%），市场占有率上升为20.29%，达到历史新高。公司合资及自主品牌销量实现全面增长，上半年增幅44.9%，近三年复合增长率为34.6%。

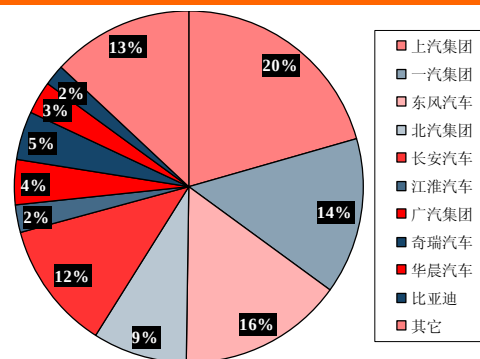
公司的规模优势和技术优势彰显公司竞争优势，无论是新车开发速度、市场占有率、盈利能力的提升显示公司市场地位巩固、多种优势在积聚，为实现中国乃至世界汽车市场霸业夯实基础。

图 7 上海汽车轿车市场占有率稳步攀升（2010.1-9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 8 我国汽车市场占有率情况



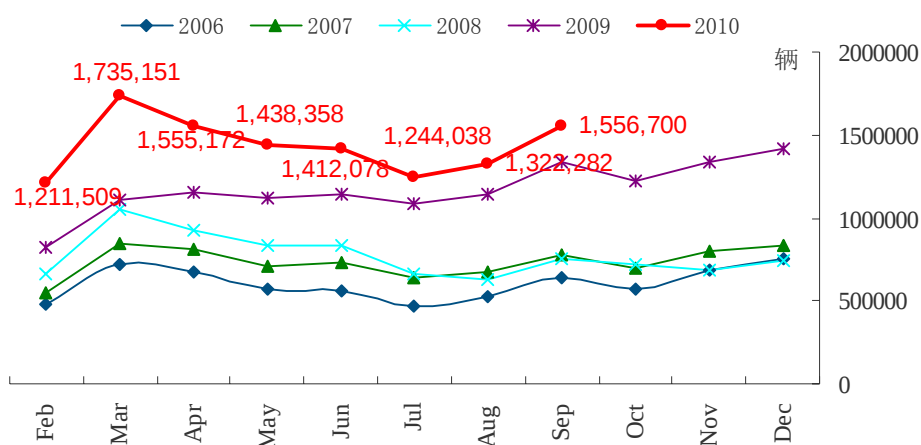
资料来源：CAAM、中投证券研究所

二、内生式增长：行业需求增长+合资品牌出众

2.1 我国汽车市场需求持续旺盛，乘用车渗透提速

我国市场需求仍将保持持续旺盛，乘用车渗透提速将是主要热点。2010年1-9月份，我国汽车销售继续保持快速增长的态势，共销售1314万辆，同比增长36.25%；乘用车市场销售990万辆，同比增长36.91%；商用车市场销售324万辆，同比增长34.26%。我国汽车市场经过近10年的稳步发展，产量将突破1700万辆，稳居世界汽车产销第一大国。就目前我国人均收入状况、极低的人均汽车保有量和政府对汽车产业的扶持力度，我们认为，我国汽车市场未来5年仍将保持持续增长的趋势。

图 9 我国汽车月度销量 (2006.1-2010.7)



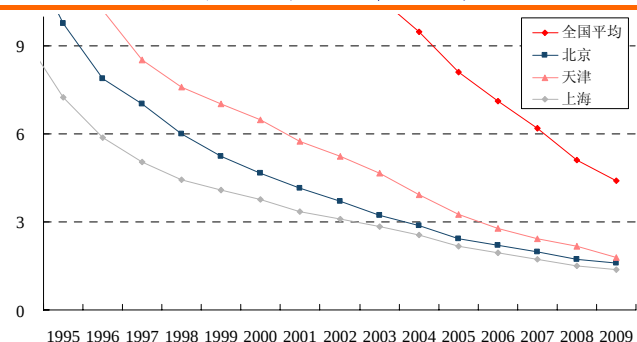
资料来源: CAAM, 中投证券研究所

我们认为未来五年我国汽车市场仍将保持温和增长, 年均增长率 15%, 乘用车增速接近 20%。乘用车的渗透仍是未来我国汽车市场增量的主要来源, 通过对比发达国家的汽车发展历程, 我国的乘用车市场渗透过程还远未结束, 居民对汽车的消费需求仍在扩大。我们通过跟踪我国与世界各国的 R 值 ($R = \text{车价}/\text{人均 GDP}$) 和千人汽车保有量的数据, 发现我国目前的汽车普及程度仍然较低, 未来汽车市场的消费仍有很大的提升空间。

➤ 二线城市 R 值到位, 三线城市 R 值支撑长期发展

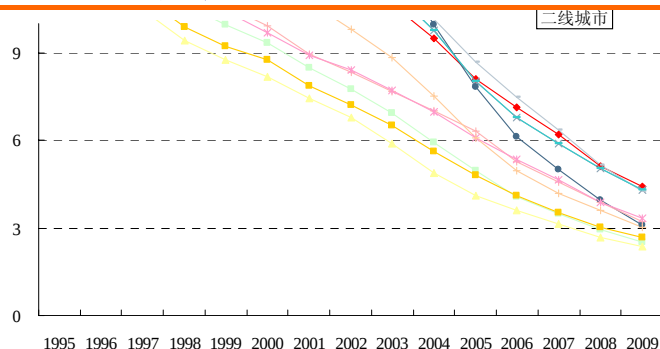
以北京、天津和上海为代表的一线城市 R 值最早到达临界值 3, 并引发了 2003 年汽车市场的井喷行情, 同时也带来了二级市场上汽车类股票的独立行情。目前二线城市 R 值陆续抵达临界值, 加上政府扶持政策的引导下, 带来了 09 年以来的汽车市场的繁荣。我们认为这一繁荣仍未结束, 并且在三线城市 R 值的迎头跟上, 将支撑我国汽车市场至少 5 年以上的旺盛需求。

图 10 一线城市 (北京、天津、上海) R 值



资料来源: wind、中投证券研究所

图 11 二线城市 R 值

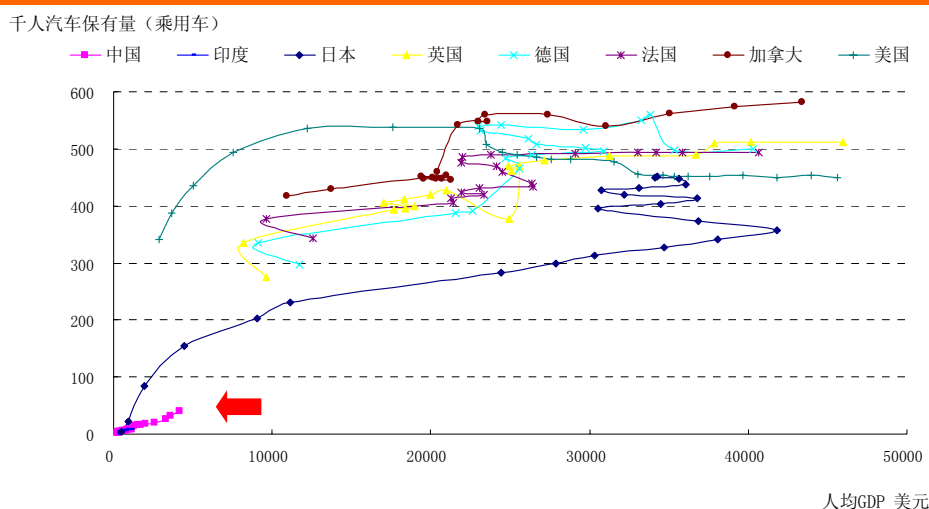


资料来源: wind、中投证券研究所

➤ 千人汽车保有量势头良好

我国人均 GDP 进入 1000 美元以来, 内生的消费欲望刺激了汽车的旺销。2010 年我国人均 GDP 将进入 4000 美元, 美国、日本和韩国历史上都曾在这阶段经历了汽车市场的快速增长, 特别是乘用车的普及, 千人乘用车保有量至少持续增长到 200 辆以上, 目前我国千人乘用车保有量 40 辆左右, 仍有很大的惯性增长空间。

图 12 各国千人乘用车保有量

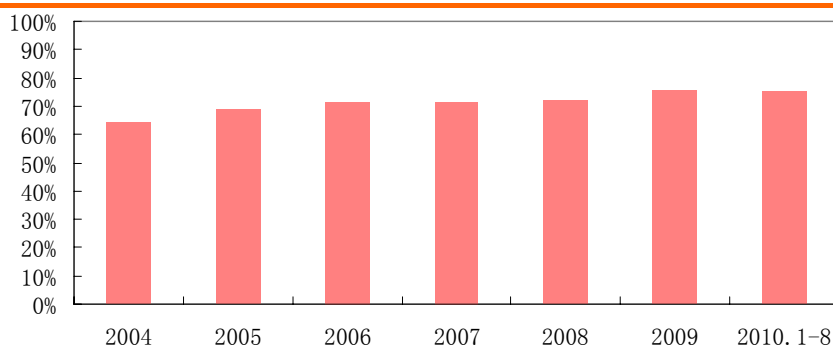


资料来源：WardsAuto，中投证券研究所

➤ 乘用车渗透率将继续提升

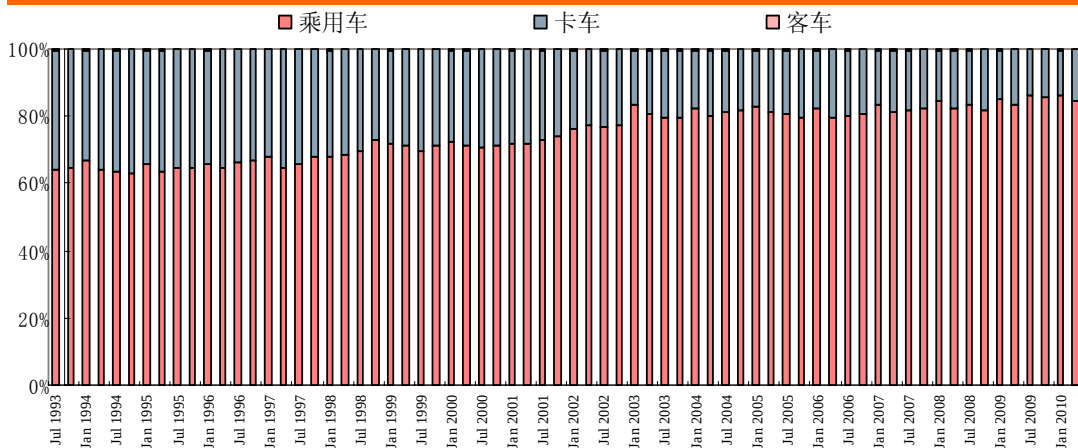
如图 12，过去 5 年，我国的乘用车渗透率由不足 65%提升到目前的 75% 左右。对照日本的乘用车渗透进程（如图 13），乘用车渗透率持续上升，由 1993 年不足 65%增长到了目前的 85%左右。乘用车渗透趋势是汽车社会的主基调，未来我国乘用车发展将优于整体汽车业的发展。

图 13 中国汽车年度销量乘用车渗透情况（2004-2010）



资料来源：Wind，中投证券研究所

图 14 日本汽车季度销量乘用车渗透情况（1993-2010）



资料来源：日本汽车生产协会，中投证券研究所

我们判断，未来我国汽车市场保持旺盛，将带动汽车生产企业生产能力和技术的提升，未来我国汽车产业的国际地位将获得空前地位，除了本国市场的提升，未来海外市场的拓展也将成为我国乘用车企业的重要机遇。如表 1 为我国未来汽车及乘用车产量预测，其中涵盖了我国可能陆续出现的出口产量。

表 1 未来我国汽车及乘用车产量预测（2008-2016）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
乘用车	6,798	10,315	12,863	15,435	18,213	21,492	24,715	27,681	31,003
总计	9,461	13,622	17,150	19,723	22,681	26,083	29,213	32,719	35,990

资料来源：中投证券研究所

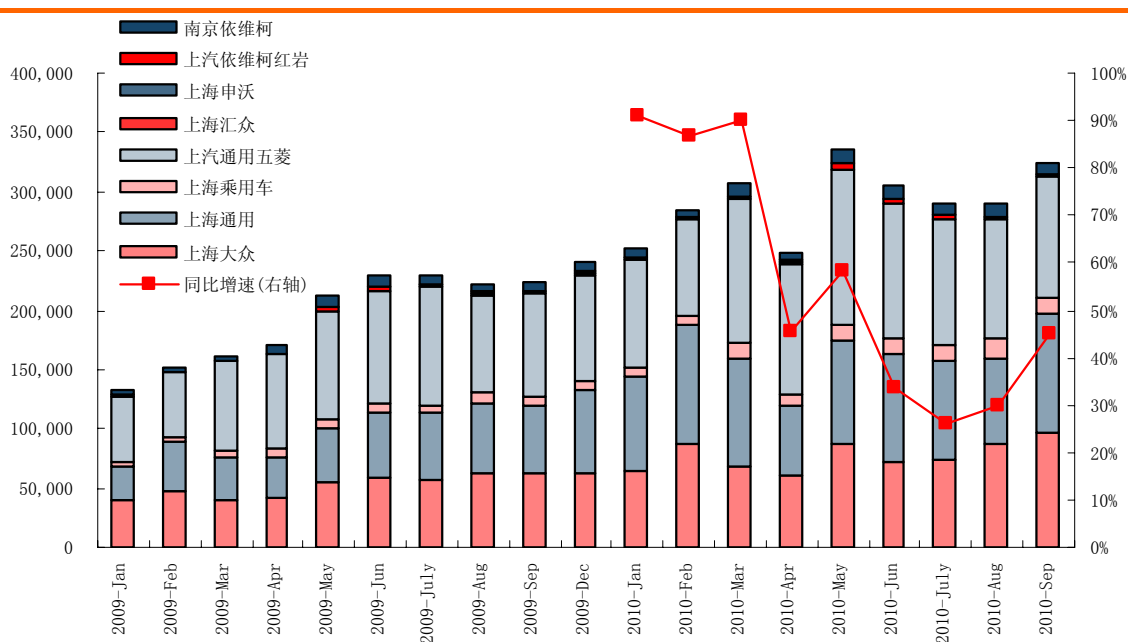
我们认为，未来上海汽车将巩固其在乘用车领域的龙头地位，保守预计将维持在 24% 的市场份额，整个汽车销量的占有率维持在 21% 左右。预计 2010 年上海汽车实现乘用车销量超过 300 万辆，汽车总销量达到 350 万辆。

表 2 未来上海汽车总销量及乘用车销量预测（2008-2016）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
乘用车	1,545	2,504	3,087	3,704	4,371	5,158	5,932	6,643	7,441
总计	1,708	2,705	3,578,271	4,176,623	5,024,797	5,477	6,135	6,871	7,558

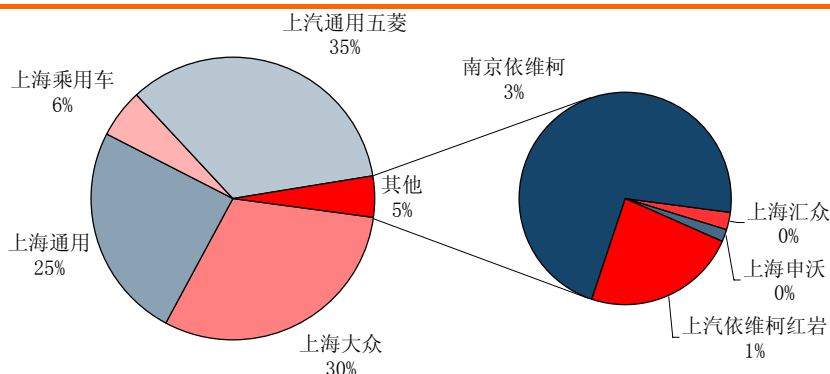
上海汽车作为我国最大最好的乘用车整车企业，面临多种发展机遇。依托国内旺盛的汽车市场，并大力投入开展自主品牌和新能源汽车的技术开发，立志成为国内甚至国际汽车业的霸主。目前上海汽车超过 95% 的汽车销量来源于乘用车品牌，并保持高速增长。分公司的乘用车品牌在国内处于绝对领先地位，上海通用和上海大众雄踞国内销量的第一和第二位置，上汽通用五菱占据国内交叉型乘用车市场的半壁江山，并且市场份额在扩大的趋势日趋明显。分享国内汽车旺盛的汽车市场需求，将给上海汽车带来持续的成长性是毋庸置疑的。

图 15 上海汽车月度销量情况（2009.1-2010.9）



资料来源：wind，中投证券研究所

图 16 上海汽车销量构成（分部情况）（2010.1-8）

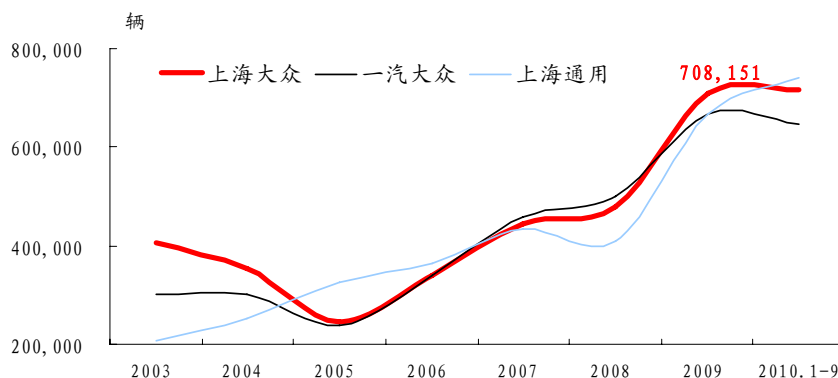


资料来源：wind，中投证券研究所

2.2 上海大众：轿车龙头王者归来

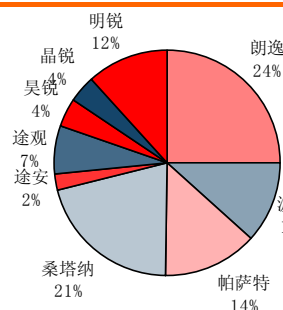
上海大众双品牌战略助推轿车龙头王者归来，大众分品牌的本土化开发实力成为亮点，斯柯达步履轻盈、成长明显。上海大众的双品牌战略处于良好发展态势，大众、斯柯达双品牌战略扩大了产品的市场覆盖面，满足了更多样化的市场需求，提升了上海大众的整体销量。2009 年上海大众全年销售 70.8 万辆，时隔四年重夺轿车企业销售冠军。2010 年 1-9 月，上海大众共销售乘用车 72 万辆（同比+39.9%），继续保持良好表现。

图 17 上海大众重夺轿车品牌销售头名



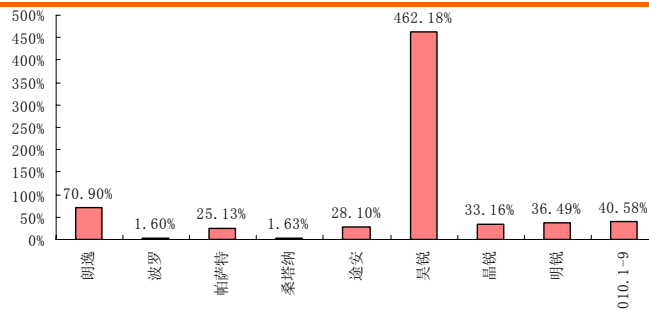
资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 18 上海大众销量构成



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 19 上海大众各品牌增速情况（2010.1-9）

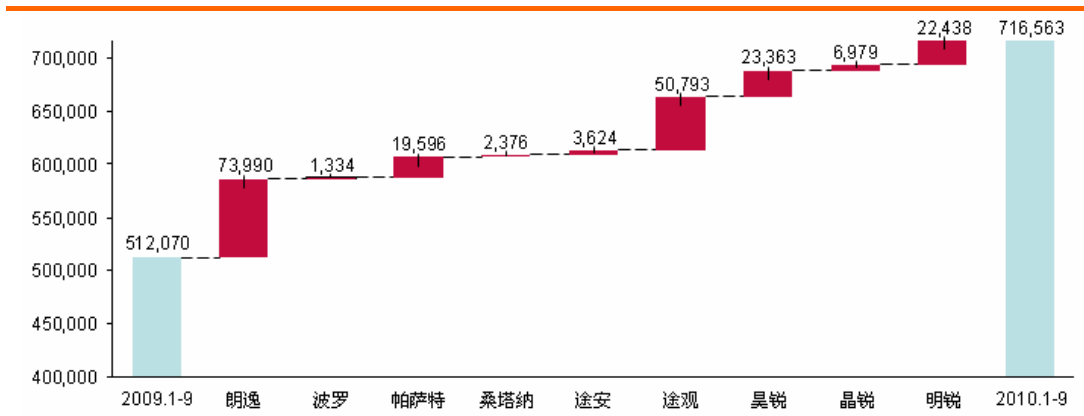


资料来源：CAAM、中投证券研究所

大众品牌 1-9 月份共销售 57.6 万辆（同比+35.74%）。其中，朗逸取代桑塔纳成为上海大众 A 级车的销量冠军（17.8 万辆，同比+70.90%），其销量占到了上海大众总销量的 24%。我们认为由于朗逸成本控制较好，单车利润较高，这有利于上海大众改善产品的销售结构，提高整体盈利能力。此外，公司抓住市场机遇，新推途观 SUV，累计销量 5.1 万辆，市场前景良好，贡献较大。

斯柯达品牌三大车型均获得较高增长，1-9 月份销量 14 万辆（同比+60.25%）。其中，明锐累计销售 8.3 万辆（同比+36.49%），晶锐累计销售 2.8 万辆（同比+33.16%），B 级车昊锐获得极大成功，累计销售 2.8 万辆，同比增长 462.18%。

图 20 上海大众销量增长情况（分品牌）（2010.1-9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

目前看来，由于大众公司在华业务的战略，一汽大众定位于原型引入德国车型，上海大众定位于合作开发本土新车型。尽管合作开发的定位导致目前上海大众开发车型数量少，新车推出周期长，但我们认为汽车设计生产能力的本土化是赢得本土市场的制胜法宝，是形成核心竞争力的必由之路。

上海大众拥有自己的设计团队，多年以来对新车型的本地化改进，促使上海大众新车更贴近国内市场，更了解国内消费者需求，更容易获得市场的成功。Polo 尽情尽取、新领驭和朗逸都很好的证明了这样的推论。我们认为未来上海大众将继续保持本土化开发上的优势，在中国市场获得长期的领先地位。

图 21 上海大众主要车型



朗逸



途观



昊锐



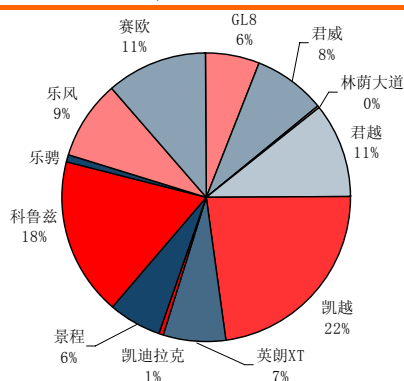
明锐

资料来源：中投证券研究所

2.3 上海通用：新车型助力强劲增长

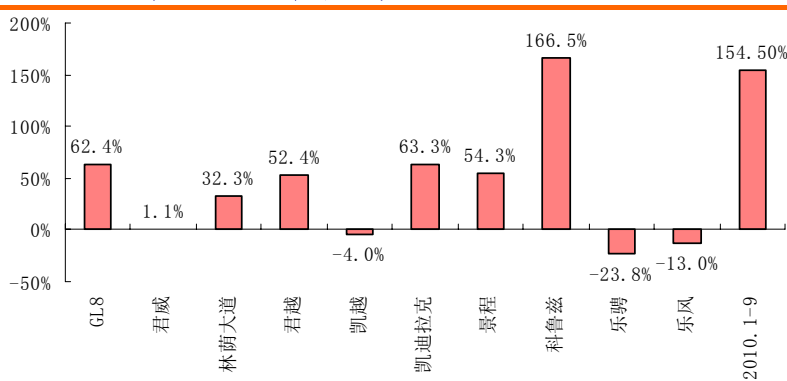
上海通用 1-9 月份销量强劲增长，达到 72.4 万辆（同比+54.50%）。多款新车型面市，并得到消费者追捧，助力上海通用快速发展。2010 年以来，跃居单体车企首位。尽管去年下半年基数较高，但新车效应仍将延续，上海通用产销将得到释放，预计 2010 年上海通用全年增长 48%，接近 100 万辆。

图 22 上海通用销量构成



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 23 上海大众各品牌增速情况（2010.1-9）

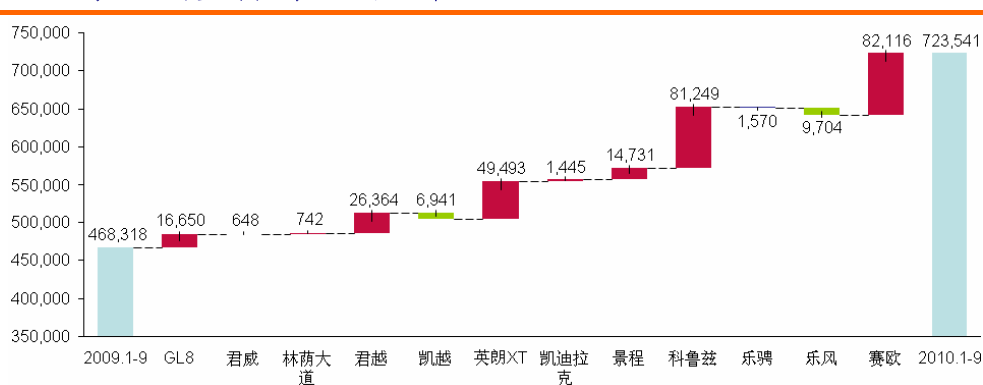


资料来源：CAAM、中投证券研究所

上海通用开放式合作，多品牌全谱系车型布局得以完善，特别是车型的及时更新促使销量大幅增长。别克品牌在 B 级车型新君威、新君越的带领下，继续保持稳步的发展势头，1-9 月份销量达到 39.5 万辆（同比+28.15%）。雪佛兰品牌 1-9 月份共销售 32.4 万辆，同比急速增长 106.15%！A 级车型克鲁兹和 A0 级车型新赛欧半年销量合计占雪佛兰总销量 65%，两者贡献了整个雪佛兰品牌增量的 98%。凯迪拉克作为高档品牌，本身基数较小，对上海通用的总销量贡献不大，但增长强劲，10 年 1-9 月份共销售 3728 辆（同比+63.29%）。近年居民收入增长，高端奢侈品的需求有加快的迹象，看好凯迪拉克未来为公司创造超额利润的潜力。

上海通用分部研发实力较强，已经纳入全球开发平台通用汽车与上海汽车在华设立的汽车研发中心——泛亚汽车技术中心，成为通用全球第二大研发中心。泛亚汽车技术中心充分参与 GM 的全球分工，参与全球产品的开发，通过参与全球的合作开发，不断提升自身的开发能力。未来如何在车型设计方面更加切合中国消费者的喜好。上海通用新车型推出速度日渐加快的同时，还获得了市场的追捧，充分表明上海通用参与全球开发和配套能力已经进入新的发展阶段，在通用公司中的地位越来越重要，纳入通用全球战略布局中的上海通用将成为中国汽车市场的主导者。

图 24 上海通用销量增长情况（分品牌）（2010.1-9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 25 上海通用主要车型



英朗 XT



君越



克鲁兹



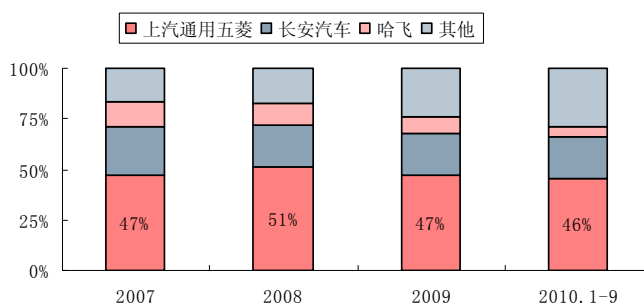
新赛欧

资料来源：中投证券研究所

2.4 上汽通用五菱：微车霸主继续扩张

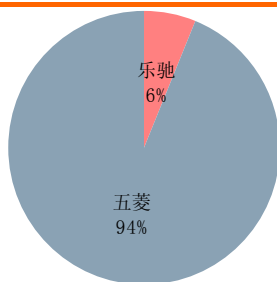
上汽通用五菱销量稳步增长，产品结构进一步优化。2010 年 1-9 月，上汽通用五菱微客实现销量 83.6 万辆（同比 21.56%），继续保持增长量、销量及市场占有率同行业第一。微客高端车型五菱荣光销量大幅增长，销量占比上升到 27.2%，产品结构得到优化，产能向高附加值车型倾斜，盈利能力得到强化。

图 26 五菱微客市场占有率（2010.1-9）



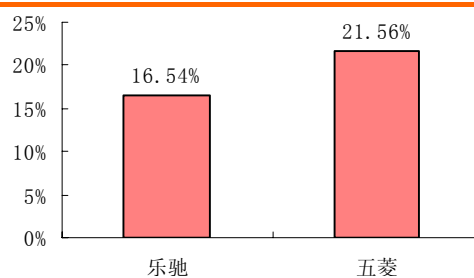
资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 27 上汽通用五菱销量构成（2010.1-9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 28 上汽通用五菱增速情况（2010.1-9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

产能瓶颈对公司销量形成较大限制，未来将陆续解决。目前公司拥有柳州和青岛两大生产基地，其中柳州本部拥有东部工厂，西部工厂，发动机工厂。目前生产产能为 65 万辆，今年销量严重受制于公司产能瓶颈，导致增速相对放缓，并且影响了公司在微客领域的市场份额。公司未来将陆续扩大上汽通用五菱的产能规模，以解决当前的产能瓶颈，公司计划 2014 年产能规模将达到 98.4 万辆。

公司将管理运营印度分公司，借鉴在中国微客市场的成功经验，获得显著成功概率较大。2010 年 2 月 24 日，通用上海汽车投资有限公司收购原通用印度公司 100% 股权，上汽与通用联手进军尚待开发的印度市场，来自上汽通用五菱的微型客车五菱荣光将进军印度市场。印度汽车近年年均增速 20% 左右，是全球第二大潜力市场。印度居民收入较低，道路建设落后，用车多为 1.0L 以下的轻型车和 1.0-1.3L 的 1L 车。小排量车市场保持快速增长，上汽携手通用积极开拓快速增长的印度市场，将获得较大的成长机会，目前上汽通用控制管理的印度公司产能为 14 万辆。

表 3 世界主要汽车生产国销量和增速

国家	销量（百万辆）	2010 增速预测
Japan	4.8	4.1
China	16.0	20.0
Korea	1.3	-7.2
India	2.8	15.5
US	12.0	15.4
W. Europe	12.4	-8.8
Total	50.2	7.9

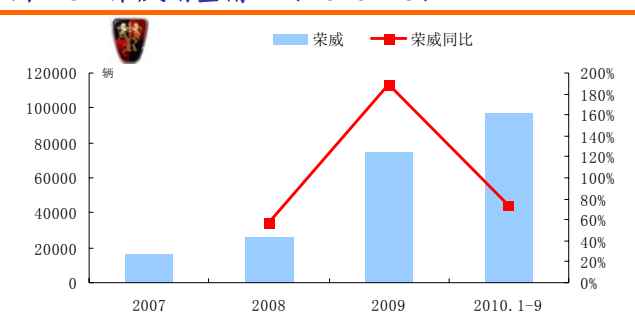
资料来源：J.P.Morgan、中投证券研究所

三、外延式增长：自主品牌+新能源汽车

3.1 自主品牌终放量，前途不可限量

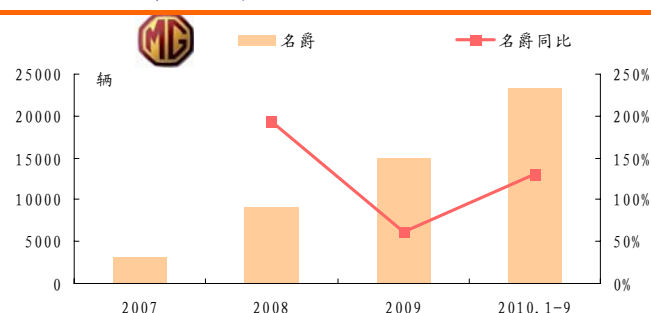
上汽自主品牌的中高端品牌形象广为市场所认可，销量同比接近翻番。新车型推出为公司自主品牌销量的快速增长打下了基础。2010.1-9 月份自主品牌实现销售 12 万辆，同比增长 83.2%。其中，荣威主力车型荣威 550 的销量继续保持高速增长，2010.1-9 月份实现销售 9.7 万辆，同比增长 74.5%。MG6 通过准确的市场定位，迅速成为名爵品牌中销量最大的车型，帮助名爵品牌实现销量 2.3 万辆（同比增长+131.1%）。新 A 级车型荣威 350 的推出进一步拓展了荣威品牌的市场空间。

图 29 荣威销量情况（2010.1-9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 30 名爵销量情况（2010.1-9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

发展自主品牌是我国汽车工业发展壮大的必由之路。我国汽车企业要成为全球重要的汽车公司，首先要拥有自主品牌的拳头产品，要不然始终只是发达国家先进汽车公司的附庸，在整个汽车产业链中仅扮演代工和整车组装厂的角色。整车和零部件开发设计是汽车工业的重要核心，是汽车及零部件企业保持竞争力和稳步发展的根本保证。

自主品牌的推出和迅速成功，表明了上海汽车自主研发和生产能力正在走向成熟，以为着公司未来经营的自主性和可持续性，是公司竞争力和生命力提升的可靠保证。随着荣威系列和 MG 系列在市场上取得的优异表现，以及后续新车型的快速推出，规模效应将得以实现，自主品牌业务对上市公司的利润贡献将得到释放，公司业绩表现也将愈发沉稳而出色。

募集资金不断壮大自主品牌，已成为公司的重点和亮点。公司近期将进行非公开增发，募集资金不超过 100 亿元，主要投向自主品牌乘用车投资项目、自主品牌商用车投资项目、双离合自动变速器总成项目和技术中心建设二期项目。主要满足壮大自主品牌领域业务和节能减排车型的配套开发两方面的需要，未来将稳定 12~15 亿元的研发投入，增强自主品牌的核心竞争力。

表 4 非公开增发募集资金投向

序号	项目名称	资金需要数量	募集资金拟投入数量
	自主品牌乘用车投资项目	60.471	55.31
1	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
Total		106.861	100

资料来源：J.P.Morgan、中投证券研究所

图 31 上汽乘用车主要车型



荣威 550



荣威 350



荣威 750



MG6

资料来源：中投证券研究所

3.2 新能源汽车：自主平台上结硕果

公司基于自身技术优势，按照公司新能源战略脚踏实地推动新能源汽车研发，是我国最早参与新能源汽车技术投入和示范的公司之一。目前公司已明确新能源汽车发展的技术路线，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。同时，公司还将继续抓好传统内燃机的优化升级。

2010 年底荣威 750 混合动力轿车(中混)将投放市场，实现综合节油率 20% 左右。2012 年荣威 550 插电式强混轿车上市，实现节油 50%以上。2012 年自主品牌纯电动轿车推向市场，真正实现零排放。

公司已向上海世博会交付新能源汽车 700 余辆，截至目前公司已有 2 款纯电动客车、1 款超级电容客车、1 款混合动力客车、1 款二甲醚客车、共 5 款新能源汽车产品上榜工信部新车目录。荣威 750 中混混合动力轿车已完成 17 辆工程样车试制；荣威 550 插电强混混合动力轿车第一辆功能样车装配完成，并已实现样车启动；自主品牌纯电动轿车项目已正式启动，正在试制 4 辆功能样车。

公司依靠自身在整车领域的技术优势和市场地位，与世界新能源领先企业合作，完善新能源汽车的供应链和技术储备。上海汽车与美国 A123 系统公司按照 51: 49 的股比，成立上海捷新动力电池系统有限公司，共同开发、生产和销售车用动力电池系统，并提供技术服务和其他售后服务。将有助于上海汽车实现新能源汽车产业化发展战略，并在电池系统这一新能源汽车关键零部件产业化发展上形成突破，为低碳经济时代的到来做好准备。

四、其他看点：定位中高端、兼并重组机遇

4.1 中高端定位抵御低端市场供应风险

上海汽车的中高端定位抵御今明两年产能释放风险。尽管目前业内对明后两年的产能是否存在过剩仍然出现较大分歧，但是产能的集中释放毋庸置疑的，我们认为，在明年汽车市场需求稳定增长，产能释放将对市场供给和价格产生一定冲击的背景下，上海汽车定位中高端的产品结构具有足够的防御能力。

由于今明两年自主品牌的产能释放较多，将改变目前低端市场的供需状况，由目前的“供不应求”向“供略大于求”转变，市场价格容易出现松动，所以明年定位中低端的自主品牌企业将面临一定的销售 and 价格压力。上汽依托强大的技术和品牌优势，通过本土化设计提供成功车型，并加快新车更新速度巩固产品价格和销量，充分挖掘未来一二线城市换车需求和三四线城市出现的新增需求。

产能安排较为合理，稳扎稳打。公司合资品牌的产能较紧，处于稳健经营和全球布局出发，扩产计划较为谨慎。定位中高端的自主品牌处于高速成长期，荣威和名爵品牌的市场认可度提升较快，公司将持续投入重点扶持该业务。商用车领域压力较大，今年对公司的利润贡献较小，甚至没有，未来公司考虑陆续将商用车业务精简并优化，继续壮大上汽红岩品牌的经营，其他的可能将转型为零部件公司成为外协企业。

表 5 公司目前产能及 2014 年前产能规划（单位：辆）

所属品牌	目前产能	2010 销量预测	2014 规划产能
自主品牌	34 万	16 万	48 万
上海大众	98 万	98 万	136 万
上海通用	78 万	105 万	98 万
上汽通用五菱	65 万	125 万	98.4 万
红岩	4 万	2 万	6 万
依维柯	18 万	10 万	18 万
上海申沃	6000	3000	6000
印度分公司	14 万	-	14 万

资料来源：公司资料、中投证券研究所

4.2 兼并重组机遇

2010 年 9 月 6 日，国务院办公厅引发了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，将汽车列为兼并重组的第一个行业，明确指出，“进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划，做强做大优势企业。以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度，促进规模化集约化经营，加快发展具有自主知识产权和知名品牌的骨干企业，培养一批具有国际竞争力的大型企业集团，推动产业结构优化升级。”

经过 08 年金融危机，以美国三大巨头（通用、福特和克莱斯勒）为首的美国汽车业巨头受到重创，众多零部件企业和整车厂破产或濒临破产，给新兴发展中国家的汽车企业提供了绝佳的并购和合作机遇。

上海汽车作为国内第一汽车企业，具有整合的规模和实力，能够比较快的实现产销达到五百万辆以上的规模。同时有丰富的海外并购和运营的经验，是最早参与海外并购的汽车企业之一，包括双龙、罗孚等的并购经验。未来公司将利用国内国际双重机遇，扩大国内市场份额，拓展海外市场，并最终参与瓜分全球汽车市场蛋糕。上汽作为最早有勇气吃螃蟹的中国车企，也可能最早获得先发优势。

表 6 中国汽车企业国内并购重组

并购事件	收购时间	参与方	影响
天一重组	2002 年 6 月	一汽集团 天津汽车	一汽集团和天津汽车工业集团签订了联合重组协议书，当时被誉为“中国汽车业最大重组案”。打破了计划经济时期确定的汽车业“三大三小”格局，直接影响了丰田汽车公司在中国市场的战略布局。
长安重组江铃	2005 年 5 月	长安汽车 江铃集团	长安汽车与江铃集团各出资 5 亿元人民币成立江铃控股有限公司，双方各占 50% 的股权。双方实现了战略合作、优势互补。
广汽集团兼并沈飞日野	2007 年 7 月	广汽集团 沈飞日野	发改委核准批复了广州汽车集团股份有限公司、日野汽车股份有限公司成立中外合资企业，并重组广州羊城汽车有限公司及沈阳沈飞日野汽车制造有限公司的项目。通过重组，广汽进一步理顺旗下的商用车板块。
上南合作	2009 年 12 月	上汽集团 南汽	上汽集团与南汽母公司跃进集团正式签署全面合作协议，跃进集团下属汽车业务全面融入上汽，南汽的法人地位、注册地不变，南汽形成的产值和税收将全部留在当地。上汽集团一跃成为国内最大的汽车集团

资料来源：中投证券研究所

表 7 中国汽车企业海外并购

并购事件	收购时间	收购金额	收购资产
上汽收购双龙	2004 年 10 月	5 亿美元	双龙汽车 48.9% 的股权
上汽收购罗孚	2005 年	6700 万英镑	罗孚 25、75 以及 K 系列汽油机和 L 系列柴油机等核心知识产权

北汽收购 MG	2005 年	5300 万英镑	罗孚 75、25、45、TF 系列生产装备线以及全系列发动机生产设备、MG、奥斯汀等品牌以及大量的试验台架
北汽收购萨博	2009 年 12 月	2 亿美元	现款萨博 9-5、9-3 中型车等三个整车平台、4 个发动机系列、两款变速箱和 79 项专利

资料来源：中投证券研究所

五、盈利预测及投资建议

根据我们对国内汽车市场的需求判断，综合考虑公司内生和外延的发展潜力。我们认为我国汽车市场仍将保持温和增长，三年年均增长率为 15%，乘用车增速将超过 20%。

未来三年，公司乘用车合资品牌形象好，经营管理出众，市场份额保持 20%，并有继续扩大的可能。双品牌策略引领上海大众夺得 09 年轿车销售冠军，本土化研发继续发挥优势，切合中国消费者需求，大部分车型保持较长的旺盛周期；上海通用研发速度加快，新车效应下，价格维持稳定，盈利能力继续保持高位；上汽通用五菱，保持市场霸主地位，市场份额稳定保持，随着新增产能的到位并继续保持好的产能利用率，三四线城市的低端市场成长将长期支撑公司营收能力。

我们预计未来公司 2010~2012 年汽车销量达到 358 万辆、417 万辆和 502 万辆，实现收入 3264 亿元、3901 亿元和 4803 亿元，归属于母公司净利润为 132.9 亿元、153.6 亿元和 181.2 亿元，每股 EPS 为 1.56 元、1.80 元和 2.13 元，对应 10-12 年 PE 为 13.39、11.83 和 10.36。无论从国内市场还是国外市场来看，中国汽车市场作为全球汽车增量的主要来源，上海汽车依托成长性目前估值仍然较低。作为业内龙头和防御性较好，目前估值相对较低，我们给予公司 10 年 18 倍估值，11 年年 16 倍估值，12 年 13 倍估值，目标价 28 元，给予推荐评级。

表 8 上海汽车的成长性体现估值较低

公司	销量(万辆)	市值(百万美元)	营业收入(百万元)	市值/收入	市值/销量
上海汽车(2010E)	350	26,806	340,000	0.53	5
上海汽车(2012E)	500	26,806	480,000	0.37	4
雷诺汽车	515	16,277	313,124	0.35	2
本田汽车	335	65,595	705,079	0.62	13
丰田汽车	690	111,807	1,557,486	0.48	11
福特汽车	585	47,497	776,294	0.41	5
德国大众	629	53,726	977,091	0.37	6
现代汽车	484	30,106	540,730	0.37	4

资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 9 公司今年将推出的新车型列表

所属品牌	车型名称	配置参数
自主品牌	荣威 750 中度混合动力	B 级 1.8T
	新 MG3	A0 级
	新 MG5	A 级
	W5	SUV1.8T 和 3.2L
上海大众	大众 NMS	B 级 1.4L、1.8L 和 2.0L
上海通用	雪佛兰新乐风	A 级轿车 1.4L 和 1.6L
	雪佛兰马利布 (Malibu)	B 级轿车 2.4L
	雪佛兰卡帕奇	SUV3.2L

别克君威混合动力

B 级

资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 10 上海汽车及其各公司销量预测（单位：辆）

分部	品牌	2008	2009	2010E	2011E	2012E
乘用车	通用五菱	586,036	976,808	1,152,633	1,267,897	1,394,686
	上海大众	490,087	728,238	983,121	1,110,927	1,277,566
	上海通用	432,001	708,356	1,048,367	1,205,622	1,386,465
	上汽荣威	26,007	75,188	135,338	270,677	541,354
	上汽名爵	10,450	14,943	29,886	59,772	119,544
商用车	南维柯	69,572	87,097	97,549	112,181	129,008
	通用五菱	64,472	88,242	101,478	116,700	140,040
	上汽红岩	22,337	19,609	21,374	23,511	25,862
	申沃客车	2,840	3,106	3,106	3,106	3,106
	上海汇众	4,093	3,870	5,418	6,231	7,165
合计		1,707,895	2,705,457	3,578,271	4,176,623	5,024,797

资料来源：中投证券研究所

表 11 上汽集团主要分公司收入预测（单位：千元）

分部	品牌	2009	2010E	2011E	2012E
乘用车	通用五菱	34,188.28	34,579.00	38,036.90	41,840.59
	上海大众	75,597.45	98,312.13	113,058.95	130,017.79
	上海通用	115,170.26	157,255.03	180,843.29	207,969.78
	上汽荣威	15,037.60	16,240.61	32,481.22	64,962.43
	上汽名爵	2,241.45	3,586.32	7,172.64	14,345.28
商用车	南维柯	6,722.68	6,828.40	7,852.67	9,030.57
	通用五菱	2,647.26	3,044.35	3,501.00	4,201.20
	上汽红岩	1,592.64	4,274.76	4,702.24	5,172.46
	申沃客车	1,630.29	931.80	931.80	931.80
	上海汇众	7,000.00	1,354.50	1,557.68	1,791.33
合计		261,827.91	326,406.91	390,138.38	480,263.23

资料来源：中投证券研究所

表 12 上海汽车未来三年盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	138875	326407	413446	518303
营业成本	121228	274112	349464	440022
营业税金及附加	1465	3112	4082	5059
营业费用	9789	22261	28197	35348
管理费用	4750	11163	14141	17727
财务费用	579	613	782	508
资产减值损失	1426	900	400	400
公允价值变动收益	30	60	80	90
投资净收益	8344	4998	5748	6610
营业利润	8431	19304	22208	25939
营业外收入	303	816	1034	1296

营业外支出	137	80	92	82
利润总额	8597	20040	23149	27152
所得税	489	1202	1389	1629
净利润	8108	18837	21760	25523
少数股东损益	1516	5587	6425	7389
归属于母公司净利润	6592	13250	15335	18134
EBITDA	11035	21564	24943	28609
EPS (元)	1.01	1.56	1.80	2.13

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	74492	109523	160836	217543	营业收入	138875	326407	413446	518303
现金	30500	22010	52145	82821	营业成本	121228	274112	349464	440022
应收账款	4067	10507	12208	15721	营业税金及附加	1465	3112	4082	5059
其它应收款	484	1611	1742	2182	营业费用	9789	22261	28197	35348
预付账款	4681	7390	10395	13981	管理费用	4750	11163	14141	17727
存货	8314	20739	25915	32407	财务费用	579	613	782	508
其他	26445	47267	58431	70432	资产减值损失	1426	900	400	400
非流动资产	63666	62065	63741	63706	公允价值变动收益	30	60	80	90
长期投资	25425	23218	24037	24084	投资净收益	8344	4998	5748	6610
固定资产	14651	17425	18530	18502	营业利润	8431	19304	22208	25939
无形资产	2946	3307	3626	3959	营业外收入	303	816	1034	1296
其他	20645	18116	17548	17160	营业外支出	137	80	92	82
资产总计	138158	171588	224577	281249	利润总额	8597	20040	23149	27152
流动负债	79757	93163	124316	155522	所得税	489	1202	1389	1629
短期借款	1745	15667	8269	15549	净利润	8108	18837	21760	25523
应付账款	24069	53395	68526	86274	少数股东损益	1516	5587	6425	7389
其他	53943	24101	47521	53699	归属母公司净利润	6592	13250	15335	18134
非流动负债	11637	13091	13513	13791	EBITDA	11035	21564	24943	28609
长期借款	1663	2100	2538	2975	EPS (元)	1.01	1.56	1.80	2.13
其他	9974	10991	10975	10816	主要财务比率				
负债合计	91394	106254	137829	169313	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	4302	9889	16314	23702	成长能力				
股本	6551	8516	8516	8516	营业收入	31.8%	135.0%	26.7%	25.4%
资本公积	22347	20381	20381	20381	营业利润	769.4	129.0%	15.0%	16.8%
留存收益	13587	26510	41419	59128	归属于母公司净利润	904.6	101.0%	15.7%	18.3%
归属母公司股东权益	42462	55445	70435	88233	获利能力				
负债和股东权益	138158	171588	224577	281249	毛利率	12.7%	16.0%	15.5%	15.1%
现金流量表					净利率	4.7%	4.1%	3.7%	3.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	15.5%	23.9%	21.8%	20.6%
经营活动现金流	21572	-26821	35586	19543	ROIC	-52.2%	61.9%	158.9	161.8%
净利润	8108	18837	21760	25523	偿债能力				
折旧摊销	2026	1648	1953	2162	资产负债率	66.2%	61.9%	61.4%	60.2%
财务费用	579	613	782	508	净负债比率	4.81%	17.66%	8.56%	11.53%
投资损失	-8344	-4998	-5748	-6610	流动比率	0.93	1.18	1.29	1.40
营运资金变动	18500	-45709	16940	-2657	速动比率	0.82	0.94	1.07	1.18
其它	705	2788	-102	616	营运能力				
投资活动现金流	-12285	5299	2598	4344	总资产周转率	1.13	2.11	2.09	2.05
资本支出	3759	2500	2000	1500	应收账款周转率	39	44	35	36
长期投资	-11802	-2894	594	187	应付账款周转率	5.74	7.08	5.73	5.69
其他	-20328	4905	5191	6032	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-4154	13032	-8049	6789	每股收益(最新摊薄)	0.77	1.56	1.80	2.13
短期借款	-2581	13922	-7398	7280	每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	-3.15	4.18	2.29
长期借款	437	437	437	437	每股净资产(最新摊薄)	4.99	6.51	8.27	10.36
普通股增加	0	1965	0	0	估值比率				
资本公积增加	145	-1965	0	0	P/E	27.52	13.69	11.83	10.00
其他	-2155	-1327	-1088	-929	P/B	4.27	3.27	2.58	2.06
现金净增加额	5140	-8490	30135	30676	EV/EBITDA	12	6	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434