

上海汽车 600104.SH

1 月销量开门红，维持买入评级

研究结论

- **1 月乘用车销售实现开门红。**上海汽车发布 1 月份产销快报，1 月，集团口径共销售整车 415,734 辆，同比增长 35.3%，其中上海大众整车销售 113,000 辆，同比增长 65.7%；上海通用整车销售 132,783 辆，同比增长 47.2%；自主品牌乘用车销售 20,127 辆，同比增长 34.1%；上汽通用五菱微车销售 133,250 辆，同比增长 10.7%。1 月份，上海汽车旗下乘用车企业销售均实现开门红，销量超出市场普遍预期，并实现了高基数上的高速增长。
- **合资企业销量及盈利高增长可期。**上海汽车旗下乘用车合资企业经营情况依然良好：上海大众双品牌策略初显成效，我们认为 2011 年在帕萨特新领域换代车型上市、途观持续放量、以及斯柯达品牌逐步被市场认可的推动下，上海大众全年销量增速有望达到 30% 左右；而上海通用产品性能短板随着车型换代逐渐消失，已步入第二个黄金增长期，2011 年在多款次新车持续放量及新车上市的推动下，销量增速有望维持在 20% 以上。我们认为，目前两家合资公司产品均仍处于上升周期，盈利能力较高，对原材料价格上涨相对不敏感，2011 年销量与盈利实现持续高增长依然可期。
- **自主品牌乘用车逐步进入收获期。**上汽的自主品牌乘用车的整体实力在业内名列前茅，是未来最有可能优先胜出、并引领中国自主品牌汽车产业发展方向的公司之一。公司近期已完成定向增发，募集资金中有 55.3 亿元投向自主品牌乘用车项目，我们预计未来几年，公司将持续对自主品牌进行投入，不断推出新车型完善产品线，以实现 50 万辆左右的长期产销目标。我们预计 2011 年上汽自主品牌乘用车销量增速将维持在 20% 左右，随着销量快速增长，自主品牌有望实现扭亏为盈，逐步进入收获期，成为公司业绩未来新的增长点。
- **投资评级。**近期我们进行的草根调研的结果显示：1 月乘用车销售依然呈现批零两旺的局面，预计行业销量同比增长超过 20%，由于经销商库存水平依然偏低，预计 3 月将实现 15% 以上的高基数基础上的增长，全年需求增长情况依然乐观，预计销量增速将超过 15%。前期北京汽车限购政策出台、汽车优惠政策截止等负面因素使得乘用车板块估值大幅下挫并被严重低估。我们认为，公司作为乘用车行业的龙头，旗下合资企业资产质量优良，盈利能力强，竞争力处于业内前列，而自主品牌从无到有不断发展壮大，公司未来几年增长将显著高于行业。维持 2011 年 15 倍市盈率的估值水平，目标价 27.3 元，维持买入评级。
- **风险提示。**1) 乘用车行业景气程度显著下降；2) 公司自主品牌新产品销量显著低于预期；3) 乘用车行业开始新一轮的价格战。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 2 月 11 日)	18.45 元
目标价格	27.3 元
总股本/A 股 (亿股)	92.42
A 股市值 (亿元)	1705.2
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011 年 2 月 14 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	139,636	318,291	401,286	457,277	
同比(%)	31.87%	127.94%	26.08%	13.95%	
净利润	6,592	13,827	16,818	19,025	
同比(%)		109.8%	21.6%	13.1%	
毛利率(%)	12.93%	19.36%	19.24%	19.11%	
ROE(%)	17.10%	25.74%	23.00%	21.07%	
每股收益(元)	1.01	1.50	1.82	2.06	
P/E (X)	18.3	12.3	10.1	9.0	
P/B (X)	2.8	2.6	2.1	1.7	

资料来源：公司报告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	139,636	318,291	401,286	457,277	经营活动现金流	21,572	24,048	39,190	27,226
营业成本	121,580	256,669	324,063	369,897	税后利润	6,592	13,827	16,818	19,025
主营业务税金及附加	1,465	7,998	10,032	11,432	经常性非现金支出	4,097	3,530	3,522	4,060
销售费用	9,789	20,193	26,084	29,275	非经常性现金支出	(9,521)	(8,416)	(9,602)	(10,891)
管理费用	4,750	12,770	17,455	19,663	营运资金变动	18,889	5,399	17,569	2,516
财务费用	579	530	549	595	少数股东损益	1,516	9,709	10,883	12,515
资产减值损失	1,426	639	235	378	投资活动现金流	(12,285)	(3,982)	(13,815)	(15,016)
投资收益	8,344	8,528	9,662	10,951	资本开支	(3,657)	(5,468)	(4,744)	(4,717)
营业利润	8,431	27,935	32,499	36,967	投资与投资收益	(8,628)	1,486	(9,071)	(10,300)
非经常性损益	166	(124)	90	140	筹资活动现金流	(4,154)	850	(1,165)	(1,212)
税前利润	8,597	27,811	32,589	37,107	贷款增加	(2,270)	1,700	300	300
所得税	489	4,275	4,888	5,566	支付股利利息	(1,295)	(858)	(1,473)	(1,520)
净利润	8,108	23,536	27,701	31,541	其他融资	(590)	0	0	0
少数股东损益	1,516	9,709	10,883	12,515	现金净流量	5,140	20,924	24,218	11,006
归属母公司净利润	6,592	13,827	16,818	19,025	现金期初余额	20,768	25,908	46,832	71,050
EPS (元/股)	1.01	1.50	1.82	2.06	现金期末余额	25,908	46,832	71,050	82,056

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	74,492	140,855	170,471	204,126	增长能力				
货币资金	30,500	51,332	75,550	86,556	营收增长率(%)	31.87%	127.94%	26.08%	13.95%
应收账款及票据	20,980	47,105	57,407	65,402	EBITDA 增长率(%)	378.72%	177.41%	16.07%	13.52%
存货	8,314	25,736	18,948	32,256	EBIT 增长率(%)	8914.14%	213.22%	16.17%	13.57%
交易性金融资产	77	125	125	125	净利润增长率(%)	-	109.75%	21.63%	13.13%
非流动资产合计	63,666	67,038	78,436	90,862	盈利能力				
长期投资	25,425	23,960	32,882	43,033	毛利率(%)	12.93%	19.36%	19.24%	19.11%
固定资产	14,651	16,347	18,140	19,732	净利率(%)	5.81%	7.39%	6.90%	6.90%
在建工程	3,479	4,132	4,358	4,434	EBITDA 利润率(%)	8.02%	9.76%	8.98%	8.95%
可供出售金融资产	10,451	10,451	10,451	10,451	ROA(%)	6.59%	13.60%	12.13%	11.60%
无形资产	2,946	3,749	3,910	4,048	ROE(%)	17.1%	25.7%	23.0%	21.1%
开发支出	1,230	980	630	280	ROIC(%)	16.00%	27.05%	24.18%	21.72%
资产总计	138,158	207,894	248,907	294,988	偿债能力				
流动负债合计	79,757	106,892	121,075	136,691	资产负债率(%)	66.2%	57.7%	53.8%	50.6%
循环借款	2,734	3,234	3,734	4,234	流动比率(倍)	0.93	1.32	1.41	1.49
应付账款及票据	24,766	51,591	65,137	74,349	速动比率(倍)	0.83	1.08	1.25	1.26
预收账款	7,765	15,915	20,064	22,864	营运能力				
其他应付款	4,518	7,187	9,074	10,357	总资产周转率	1.14	1.84	1.76	1.68
非流动负债合计	11,637	13,016	12,816	12,616	应收账款周转率	3.78	4.68	3.84	3.73
长期贷款	1,663	2,863	2,663	2,463	存货周转率	15.43	15.08	14.50	14.45
应付债券	7,279	7,458	7,458	7,458	应付账款周转率	5.55	6.72	5.55	5.30
负债合计	91,394	119,908	133,891	149,307	价值评估				
股本	6,551	9,242	9,242	9,242	P/B(倍)	2.8	2.6	2.1	1.7
资本公积	22,347	29,040	29,040	29,040	P/E(倍)	18.3	12.3	10.1	9.0
未分配利润	8,825	20,942	35,153	51,352	EV/收入(倍)	1.09	0.42	0.27	0.21
股东权益合计	46,764	87,979	115,155	145,772	EV/EBITDA(倍)	13.60	4.27	3.02	2.39
负债和股东权益	138,158	207,887	249,047	295,079	EV/EBIT(倍)	16.61	4.62	3.26	2.59

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn