

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: 18.45元

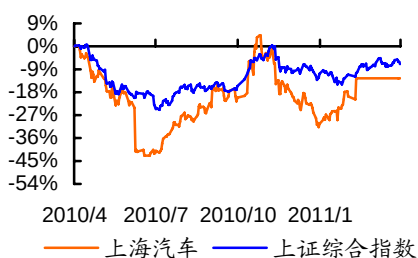
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2928.11
总股本(百万)	9242
流通股本(百万)	8521
流通市值(亿)	1572
EPS (TTM)	1.49
每股净资产(元)	8.84
资产负债率	64.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海汽车	0.00	25.68	9.50
上证综合指数	0.79	4.27	10.26



相关报告

《上海汽车-三季度高增长, 全年超预期成定局》2010-10-28

《上海汽车-优势积聚明显, 开启全球霸业》2010-10-25

《上海汽车-发布预增预告, 业绩好于预期》2010-1-7

上海汽车

600104

强烈推荐

投资中国乘用车的最佳选择

公司3月31日公布2010年年报, 实现营业总收入3125亿元, 同比增长125%, 营业利润270亿元, 同比增长220%; 实现归属于上市公司股东的净利润137亿元, 同比增长108.3%, 业绩符合预期。

低普及率、居民收入水平、收入结构决定我国汽车特别是乘用车市场景气持续, 作为国内领先的汽车企业, 将依托技术、品牌、定位优势分享我国汽车产业成长机遇, 谋划全球汽车霸业。公司是中国乘用车最佳投资对象, 作为龙头, 无论是市值和估值都具备一定提升空间, 给予强烈推荐。

投资要点:

- **公司10年实现销量355.84万辆, 国内第一、世界第八, 显现快速扩张潜力。**公司具有明显的技术、品牌和定位优势, 充分收益我国汽车产业成长机遇; 公司延续中高档乘用车合资品牌强劲的盈利能力, 持续铺垫未来增长亮点: 商用车、新能源和出口市场。
- **受益消费升级和本土化开发, 中高档合资品牌仍将长期处于盈利高峰。**以SUV和高档轿车为代表的上海大众、上海通用品牌优势明显, 产品持续热销, 带动单车净利进入新的高度; 坚挺的车价与极高的产能利用率将确保中高档合资品牌长期处于盈利高峰, 消费升级背景和本土开发实力将扩大上海大众和上海通用的市场优势。
- **转型中凸显技术积累优势, 未来市场领先一步。**依托长期在自主品牌平台的积累, 公司谋划全球汽车霸业, 乘用车、重卡、轻卡、轻客业务将实现快速扩张, 全领域扩张企图明显, 朝着600万规模快速挺进; 公司在新能源汽车领域的技术储备充足, 新能源汽车渗透切换过程中, 领先优势将更明显, 份额领先将扩大化。
- **投资建议:**我们预计公司2011~2013年实现收入3793亿元、4417亿元和5194亿元, 归属于母公司净利润为175.64亿元、199.77亿元和236.84亿元, 同比增长27.9%、13.7%、18.6%, 每股EPS为1.90元、2.16元和2.56元, 对应11-13年PE为11.49、10.10、8.52。我们给予公司11年15倍估值, 目标价28元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**经济放缓影响汽车市场景气度, 原材料价格上升等将影响公司盈利水平。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	312485	379288	441697	519371
同比(%)	125%	21%	16%	18%
归属母公司净利润(百万元)	13729	17564	19977	23684
同比(%)	108%	28%	14%	19%
毛利率(%)	19.4%	19.8%	19.8%	19.8%
ROE(%)	20.7%	21.4%	19.6%	18.9%
每股收益(元)	1.49	1.90	2.16	2.56
P/E	14.70	11.49	10.10	8.52
P/B	3.05	2.46	1.98	1.61
EV/EBITDA	4	3	3	3

资料来源: 中投证券研究所

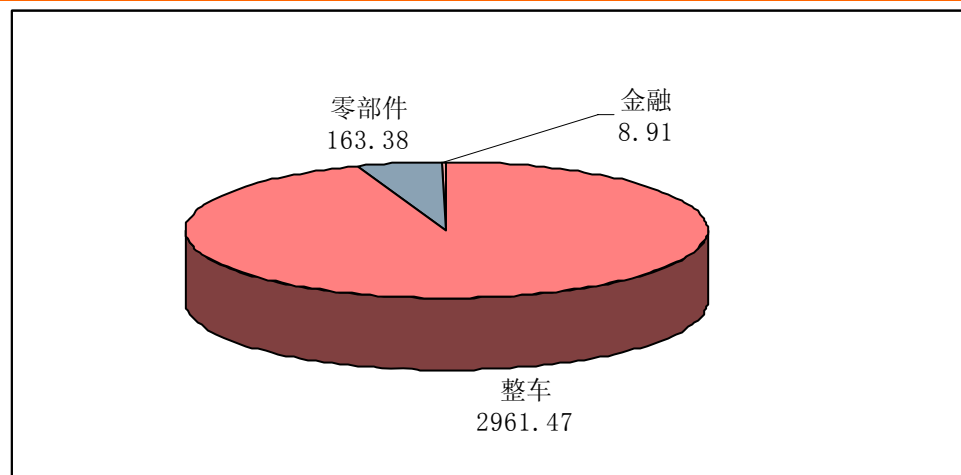
一、基本运行情况

表 1 上海汽车的季度盈利性数据

财务指标 (百万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	4Q 同比	4Q 环比
营业总收入	27,111	34,154	37,712	39,898	62,655	84,417	81,330	84,084	111%	3%
营业成本	23,863	29,541	32,708	35,115	50,899	68,121	65,244	67,638	93%	4%
营业费用	1,749	2,519	2,753	2,768	4,078	5,192	5,261	6,546	136%	24%
管理费用	965	1,119	1,200	1,466	2,738	3,290	3,165	2,249	53%	-29%
财务费用	153	188	142	95	117	73	221	-25	-126%	-111%
资产减值损失	193	955	98	181	-16	510	120	1,308	624%	986%
投资净收益	1,081	1,793	2,474	2,997	2,204	2,008	1,687	2,823	-6%	67%
营业利润	997	1,409	3,098	2,928	5,482	7,251	7,397	6,876	135%	-7%
利润总额	1,007	1,456	3,090	3,045	5,508	7,061	7,410	6,705	120%	-10%
所得税	101	167	177	44	776	1,213	1,126	737	1584%	-35%
净利润	905	1,288	2,913	3,001	4,732	5,848	6,284	5,969	99%	-5%
少数股东损益	278	469	385	383	1,854	2,855	2,571	1,824	376%	-29%
归属于母公司净利润	627	819	2,528	2,618	2,877	2,993	3,713	4,145	58%	12%
EPS	0.10	0.13	0.39	0.40	0.44	0.35	0.44	0.45	12%	3%
毛利率	11.98%	13.50%	13.27%	11.99%	18.76%	19.30%	19.78%	19.56%	63.14%	-1.11%
营业费用率	6.45%	7.38%	7.30%	6.94%	6.51%	6.15%	6.47%	7.79%	12.20%	20.36%
管理费用率	3.56%	3.28%	3.18%	3.68%	4.37%	3.90%	3.89%	2.67%	-27.24%	-31.28%
财务费用率	0.56%	0.55%	0.38%	0.24%	0.19%	0.09%	0.27%	-0.03%	-112.44%	-110.94%
营业利润率	3.68%	4.12%	8.22%	7.34%	8.75%	8.59%	9.10%	8.18%	11.45%	-10.09%
实际所得税率	10.05%	11.50%	5.72%	1.44%	14.09%	17.18%	15.20%	10.99%	664.74%	-27.71%

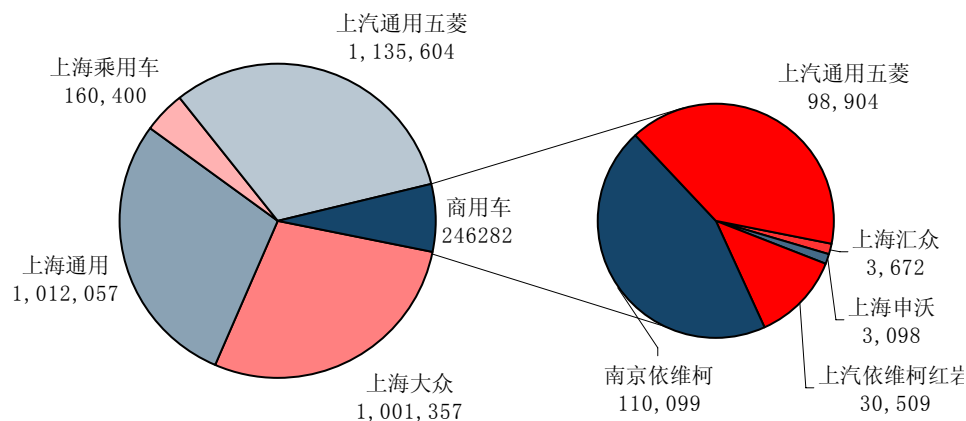
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 上海汽车营业收入构成 (2010A): 亿元



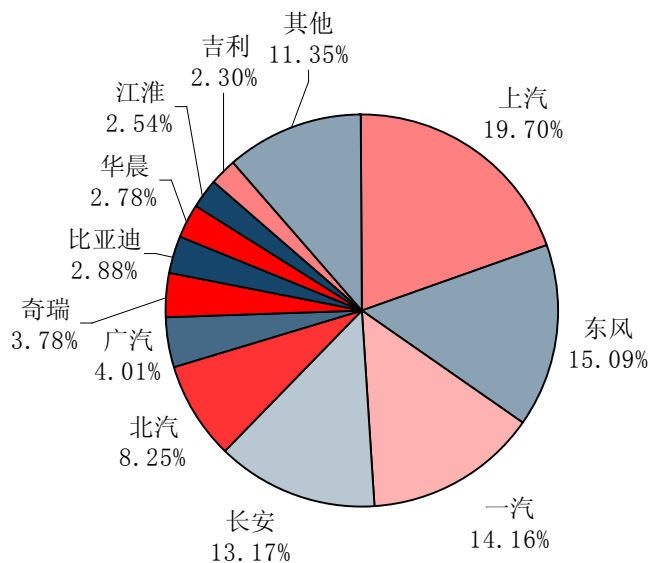
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 2 上海汽车销量构成（分部情况）（2010A）



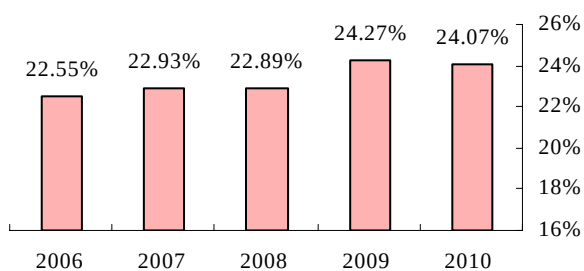
资料来源：中投证券研究所

图 3 我国汽车市场竞争格局（2010）



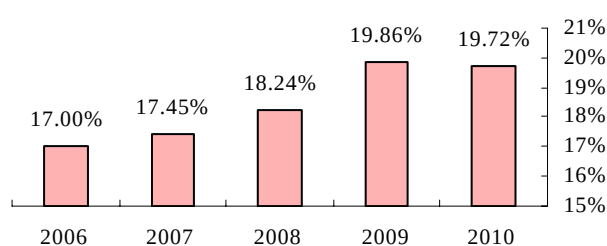
资料来源：CAAM，中投证券研究所

图 4 上汽的乘用车市场占有率



资料来源：CAAM、中投证券研究所

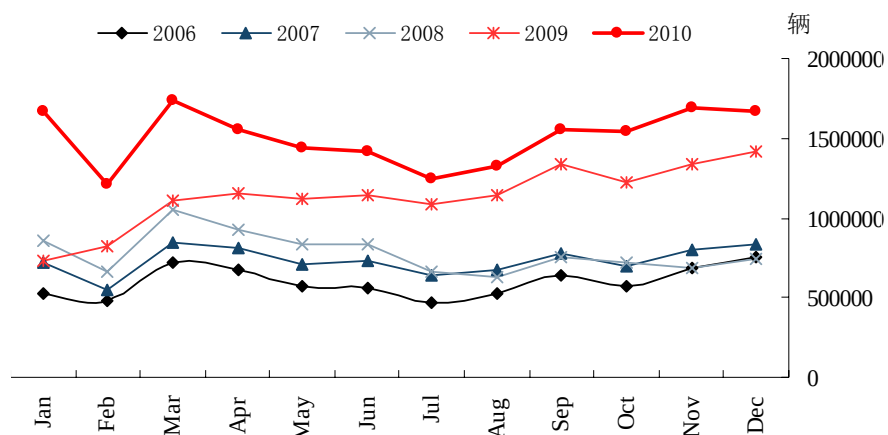
图 5 上汽的汽车市场占有率



资料来源：CAAM、中投证券研究所

二、核心增长动力：行业需求+品牌扩张

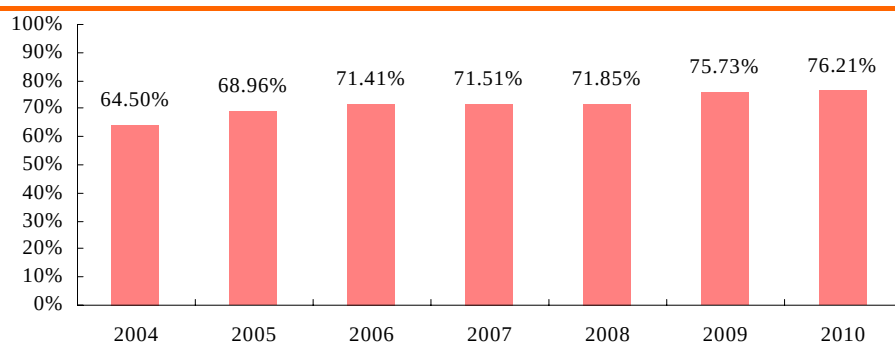
图 6 我国汽车月度销量（2006-2010）



资料来源：CAAM，中投证券研究所

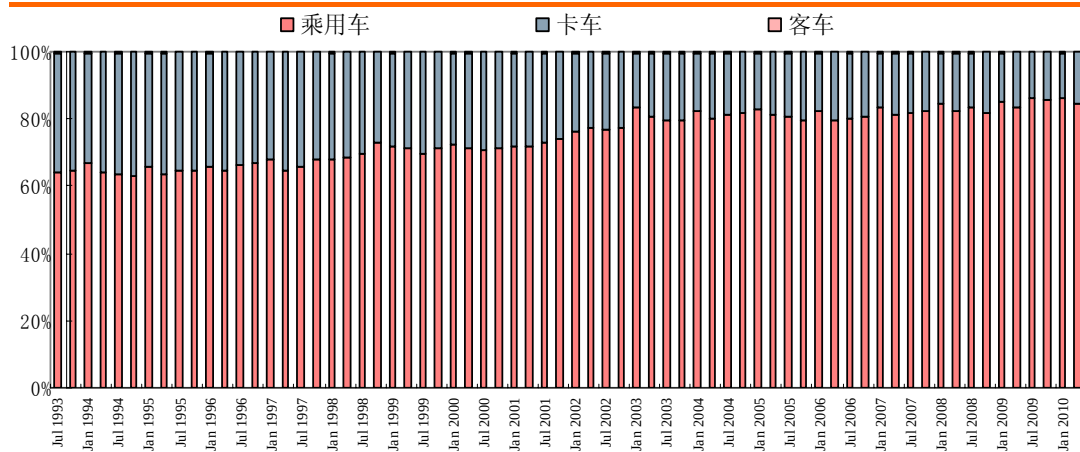
乘用车渗透率持续提升是主基调。过去 5 年，我国的乘用车渗透率由不足 65%提升到目前的 75%左右。对照日本的乘用车渗透进程，乘用车渗透率持续上升，由 1993 年不足 65%增长到了目前的 85%左右。乘用车渗透趋势是汽车社会的主基调，未来我国乘用车发展将优于整体汽车业的发展。

图 7 中国汽车年度销量乘用车渗透情况（2004-2010）



资料来源：中投证券研究所

图 8 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。我们简单测算了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。

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，并实现相关国外地区的出口。

表 2 未来我国汽车及乘用车产量预测（2008-2016）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
乘用车	6,798	10,315	13,749	15,435	18,213	21,492	24,715	27,681	31,003
总计	9,461	13,622	18,042	19,723	22,681	26,083	29,213	32,719	35,990

资料来源：中投证券研究所

表 3 未来上海汽车总销量及乘用车销量预测（2008-2016）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
乘用车	1,545	2,504	3,271	3,704	4,371	5,158	5,932	6,643	7,441
总计	1,708	2,705	3,558	4,177	5,025	5,477	6,135	6,871	7,558

资料来源：中投证券研究所

表 4 上海汽车的销量数据及未来预测

	品牌	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
乘用车	通用五菱	586,036	976,808	1,135,604	1,135,604	1,135,604	1,135,604
	YOY	18.00%	66.68%	16.26%	0.00%	0.00%	0.00%
	上海大众	490,087	728,238	1,001,357	1,151,561	1,324,295	1,522,939
	YOY	7.38%	48.59%	37.50%	15.00%	15.00%	15.00%
	上海通用	432,001	708,356	1,012,057	1,163,866	1,338,445	1,539,212
	YOY	-8.97%	63.97%	42.87%	15.00%	15.00%	15.00%
	上汽荣威	26,007	75,188	109,783	175,653	263,479	395,219
	YOY	57.15%	189.11%	46.01%	60.00%	50.00%	50.00%
	南汽名爵	10,450	14,943	50,617	80,987	121,481	182,221
	YOY	-	43.00%	238.73%	60.00%	50.00%	50.00%
乘用车合计		1,544,581	2,503,533	3,309,418	3,707,670	4,183,304	4,775,195
YOY		6.95%	62.08%	32.19%	12.03%	12.83%	14.15%
商用车	南维柯	69,572	87,097	110,099	124,412	140,585	158,862
	YOY	-	25.19%	26.41%	13.00%	13.00%	13.00%
	通用五菱	64,472	88,242	98,904	103,849	109,042	114,494
	YOY	14.80%	36.87%	12.08%	5.00%	5.00%	5.00%
	上汽红岩	22,337	19,609	30,509	33,255	36,580	40,238
	YOY	-7.06%	-12.21%	55.59%	9.00%	10.00%	10.00%
	申沃客车	2,840	3,106	3,098	3,098	3,098	3,098
	YOY	1.94%	9.37%	-0.26%	0.00%	0.00%	0.00%

上海汇众	4,093	3,870	3,672	4,039	4,443	4,887
YOY	-32.38%	-5.45%	-5.12%	10.00%	10.00%	10.00%
商用车合计	163,314	201,924	246,282	268,653	293,748	321,579
YOY	83.43%	23.64%	21.97%	9.08%	9.34%	9.47%
合计	1,707,895	2,705,457	3,582,628	3,976,323	4,477,052	5,096,774
YOY	11.40%	58.41%	31.43%	11.83%	12.59%	13.84%

资料来源：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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	145542	156268	221208	279562	营业收入	312485	379288	441697	519371
现金	61262	61262	108607	153976	营业成本	251903	304018	354426	416413
应收账款	3482	4227	7644	6861	营业税金及附加	8172	9919	11552	13583
其它应收款	528	582	1037	955	营业费用	21076	25582	30124	35421
预付账款	10811	13048	14703	17673	管理费用	11442	13889	16174	19018
存货	18162	21924	25588	30045	财务费用	387	-1244	-2000	-3745
其他	51296	55225	63629	70052	资产减值损失	1922	1500	1500	1500
非流动资产	83301	83610	86610	87006	公允价值变动收益	115	115	115	115
长期投资	20722	20722	20552	20523	投资净收益	8722	8722	8722	8722
固定资产	28494	29520	29815	28454	营业利润	27006	34461	38760	46018
无形资产	5760	7858	9956	12053	营业外收入	411	411	411	411
其他	28324	25509	26287	25975	营业外支出	732	732	341	393
资产总计	228842	239878	307819	366568	利润总额	26684	34139	38830	46036
流动负债	132265	114955	148913	167638	所得税	3852	4928	5605	6645
短期借款	4675	12731	8834	15581	净利润	22833	29212	33225	39391
应付账款	53285	61324	72278	85666	少数股东损益	9104	11648	13248	15707
其他	74305	40900	67801	66392	归属母公司净利润	13729	17564	19977	23684
非流动负债	14829	15696	16338	17318	EBITDA	33512	36884	40646	46353
长期借款	2530	3397	4264	5132	EPS (元)	1.49	1.90	2.16	2.56
其他	12299	12299	12074	12186					
负债合计	147094	130651	165251	184956	主要财务比率				
少数股东权益	15579	27227	40475	56181	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	9242	9242	9242	9242	成长能力				
资本公积	30085	30085	30085	30085	营业收入	125.0%	21.4%	16.5%	17.6%
留存收益	26843	42559	62536	85758	营业利润	220.3%	27.6%	12.5%	18.7%
归属母公司股东权益	66170	82000	102093	125430	归属于母公司净利润	108.3%	27.9%	13.7%	18.6%
负债和股东权益	228842	239878	307819	366568	获利能力				
					毛利率	19.4%	19.8%	19.8%	19.8%
现金流量表					净利率	4.4%	4.6%	4.5%	4.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	20.7%	21.4%	19.6%	18.9%
经营活动现金流	24974	-12130	45197	29871	ROIC	-906.9	75.0%	156.6%	167.5%
净利润	22833	29212	33225	39391	偿债能力				
折旧摊销	6120	3667	3887	4080	资产负债率	64.3%	54.5%	53.7%	50.5%
财务费用	387	-1244	-2000	-3745	净负债比率	8.46%	16.36%	11.10%	14.03%
投资损失	-8722	-8722	-8722	-8722	流动比率	1.10	1.36	1.49	1.67
营运资金变动	5689	-36419	20424	-1501	速动比率	0.95	1.16	1.30	1.48
其它	-1332	1375	-1617	367	营运能力				
投资活动现金流	-6930	3813	3783	4298	总资产周转率	1.70	1.62	1.61	1.54
资本支出	7183	2000	2000	1500	应收账款周转率	82	98	74	71
长期投资	-10057	0	0	0	应付账款周转率	6.51	5.31	5.31	5.27
其他	-9804	5813	5783	5798	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	7475	8318	-1634	11200	每股收益(最新摊薄)	1.49	1.90	2.16	2.56
短期借款	2930	8055	-3897	6747	每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	-1.31	4.89	3.23
长期借款	867	867	867	867	每股净资产(最新摊薄)	7.16	8.87	11.05	13.57
普通股增加	2691	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	7738	0	0	0	P/E	14.70	11.49	10.10	8.52
其他	-6752	-605	1395	3586	P/B	3.05	2.46	1.98	1.61
现金净增加额	25477	0	47345	45369	EV/EBITDA	4	3	3	11

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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