

合资持续给力，自主仍稍需等待

——上海汽车年报点评及业绩交流会议纪要



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

公司点评

- 2010 年公司实现营业收入约 3134 亿元，同比增长 124%，实现归属母公司净利润约 137 亿元，同比增长 108%，按照增发摊薄后计算实现 EPS 约 1.49 元。另，公司公布分配方案，每 10 股派送现金红利 2 元(含税)。
- 合资公司 2010 年出色，2011 年稳健。**公司盈利依然主要来自于上海大众和上海通用，两家公司在 2010 年销量双双破百万台，为 100.14 万和 103.94 万台，销量增速分别达 38% 和 43%，我们预计上海大众和上海通用对公司的净利贡献分别达到 54 亿和 57 亿。目前两家公司产能紧绷，2011 年实现稳健增长是可预期的，预计上海大众和上海通用在 2011 年的销量增速分别为 25%和 20%。
- 自主品牌盈利突破仍需等待。**公司的荣威和名爵双品牌发展格局已经确立，2010 年自主品牌乘用车销量超过 16 万辆，同比增长 78%。但由于公司加大了南汽生产线的减值计提，再算上研发费用支出，体现在财务指标上仍旧是亏损的。预计公司自主乘用车板块在 2011 年销量约 23.5 万辆，接近盈亏平衡点。
- 维持推荐评级。**我们认为公司在中国汽车行业内的领先地位及竞争力已无需赘述，主要合资公司在 2011 年行业分化的背景下稳健又不乏进取，自主品牌乘用车发展健康，在新能源汽车方面的研发及技术储备也走在国内前列，长期发展前景看好。
- 电话会议纪要：

◇ 关于年报报表

2010 年资产减值计提力度较大，一方面是由于公司加大了对南汽历史遗留问题的处理，一方面也有上海通用并表的原因，同时也是因为 2010 年良好的盈利给了公司充分的处理空间。未来公司的资产减值准备将以常规项目为主，历史遗留问题已基本消化。

◇ 关于合资公司

2010 年上海通用和上海大众的净利率都有显著提高。受益于中高端车型销量占比的提升，上海大众的净利率水平由前些年的 5%大幅提升至 10%，上海通用的净利率水平也由前些年的 9%-10%上升至 12%-13%。预计 2011 年两公司的净利率水平稳中有升，原因在于部分新投放的中高端车型将在 2011 年进一步放量。

目前，上海通用和上海大众的产能处于紧绷状态，工厂基本是三班倒。在建的上海大众仪征工厂(约 30 万台)和通用的新工厂(东岳三期约 25 万台)投产时间预计都在 2012 年底，公司对产能的投建态度是比较谨慎的。

上海汽车 600104

2011-04-01

评级

推荐(维持)

目标价格

22

当前价格(2 月 11 日停牌)

18.45

基础数据

总市值(百万)

170522

总股本/流通股本(百万)

9242.42/8521.44

流通市值(百万)

157220

每股净资产(元)

7.16

净资产收益率(%)

20.75

交易数据

52 周内股价区间(元)

22.45/11.82

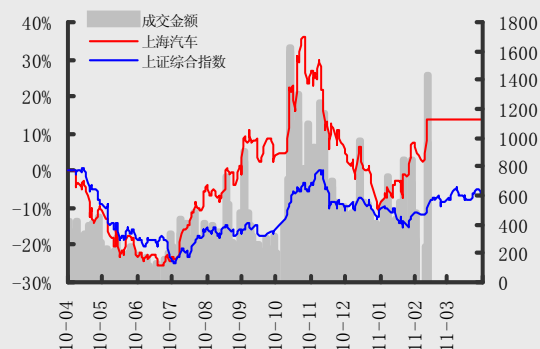
市盈率(2011E)

11

市净率(MRQ)

2.58

52 周走势图



研究员

张志鹏

联系人

张宇

执业编号

S0820209120024

E-mail

zhangyu@ajzq.com

电话

021-32229888-3502

相关报告

2011 年投放新车力度不弱。上海通用方面，雪佛兰品牌包括新一代科帕奇的国产化、Volt 电动车的进口销售、一款 A0 级车型的引进，别克品牌主要是别克新君越混合动力车型；上海大众方面，将会有新 POLO 和新晶锐，另外还将有一款重量级的帕萨特后续车型 NMS。

✧ 关于自主品牌

公司 2010 年自主品牌轿车销量超过 16 万台，同比增长 78%，公司 2011 年的销售目标是 23 万台。目前，公司的自主品牌轿车板块仍处于亏损状态，如果不将研发纳入，已经实现盈利，公司测算的盈亏平衡点是 25 万台。

商用车方面，公司将在 2011 年推出首款 MAXUS 大通品牌的中高端宽体轻客，其目标竞争车型为江铃全顺，公司对其 2011 和 2012 年的销量目标分别是 4000 台和 20000 台。公司对整个商用车板块（包括依维柯、跃进、红岩、大通）的十二五销量目标是，2012 年达到 20 万台，2015 年达到 50 万台。

✧ 关于新能源

公司目前对新能源汽车的投入费用主要体现在研发，在明确的市场需求出来之前，对于固定资产投资比较谨慎。

✧ 日本地震对汽车供应链的问题

正在评估中，对公司的影响暂时不大。日本地震对全球的汽车零部件供应链都造成了负面影响，但公司受其影响相对较小，在目前的状况在未来仍无法得到改善的假设前提下，通过库存及替代，公司的生产在 5 月之前，销售在 6 月之前都基本不受影响。

表1 上海汽车分部销量预测 单位：台

分部	2009 年		2010 年		2011 年 E	
	销量	同比	销量	同比	销量	同比
合计	2724635	49%	3583353	32%	4237004	18%
上海大众	728239	59%	1001357	38%	1251696	25%
上海通用	727631	49%	1039424	43%	1247309	20%
上海汽车乘用车	90017	150%	160573	78%	235000	46%
上汽通用五菱	1065050	16%	1234508	16%	1333269	8%
上海汇众	3897	-5%	3672	-6%	3488	-5%
上海申沃	3106	9%	3098	0%	3253	5%
上汽依维柯红岩	19598	56%	30622	56%	33072	8%
南京依维柯	87097	26%	110099	26%	129917	18%

数据来源：公司数据 爱建证券预测

表2 主要财务数据预测与估值

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	105406	139636	313376	376051	432458
增长率(%)	1	32	124	20	15
净利润(百万元)	656	6573	13705	15761	18440
增长率(%)	-86	902	108	15	17
每股收益(元)	0.10	0.71	1.49	1.70	2.00
PE	185	26	12	11	9

数据来源：公司数据 爱建证券预测

风险提示：1、汽车销售超预期下滑；2、原材料价格过快上涨；3、A股系统性风险。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上
推 荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%
中 性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内
回 避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上
中 性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间
弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。