

上海汽车 (600104.SH) 轿车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币): 17.80 元

高速增长依旧, 一季度业绩超预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	8,521.44
总市值(百万元)	164,515.11
年内股价最高最低(元)	22.00/12.05
沪深 300 指数	3209.50
上证指数	2925.41



公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.942	1.422	1.882	2.309	2.789
每股净资产(元)	6.48	7.16	8.84	10.11	12.70
每股经营性现金流(元)	3.29	2.70	2.04	3.44	4.13
市盈率(倍)	27.73	10.32	9.46	7.71	6.38
行业优化市盈率(倍)	43.89	43.89	43.89	43.89	43.89
净利润增长率(%)	1174.71%	112.88%	32.37%	22.68%	20.76%
净资产收益率(%)	14.54%	19.86%	21.29%	22.83%	21.95%
总股本(百万股)	6,551.03	9,242.42	9,242.42	9,242.42	9,242.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 上海汽车 2011 年一季度实现销售收入 967.3 亿元, 同比增长 54%; 实现归属母公司净利润 45 亿元, 同比增长 56%; 一季度 EPS 为 0.49 元, 超出市场预期。

经营分析

- **狭义乘用车销量增速超行业平均水平:** 2011 年一季度公司共销售各类型汽车 105 万辆, 同比增长 18%, 远高于汽车行业整体增速的 8%; 核心公司上海大众销售 28.7 万辆, 同比增长 33%; 上海通用销售 31.3 万辆, 同比增长 33%; 均快于狭义乘用车市场增速 13%; 上海通用五菱销售 36.1 万辆, 同比增长 0.18%, 好于微型车-4.9%的行业增速。
- **自主品牌保持快速增长:** 自主品牌轿车销售 10.98 万辆, 同比增长 19%, 销量增长主要来自 MG6, 同比累计增长 61%。
- **产品结构改善提高公司盈利能力:** 公司毛利率为 20.8%, 创历史新高, 净利率为 4.7%, 也处于历史较高水平。公司产品结构进一步改善: 上海通用方面, 英朗产品销量比例提升 7.8 个百分点; 上海大众方面, 途观比例提高 10 个百分点, 而盈利能力较差的桑塔纳比例则降低了 4.6 个百分点。
- **新车型投放是 2011 销量增长的催化剂:** 在国内“车型为王”的市场中, 新车型的投放往往会是企业销量和利润增长的催化剂。上海大众 2011 年将有新帕萨特这一重量级车型上市, 新 POLO 已于年初上市; 上海通用将推出迈瑞宝这一中高端车型, 雪佛兰 SUV 科帕奇也有望在年内实现国产; 自主品牌方面, 全新车型 MG3 也已在近期上市。商用车方面, 大通将于 6 月份开始销售。新车型上市不仅能刺激销量增速, 帕萨特、迈瑞宝这样的中高级轿车也能提升归属盈利能力。
- **2011 年公司销量增速将快于行业平均水平:** 我们认为上海大众、上海通用品牌优势明显, 年内有包括新帕萨特在内的多款新车上市, 公司 11 年销量增速有望高于行业平均水平, 达到 15%至 20%。
- **2011 年利润增速有望继续高于销量增速:** 公司产品结构提升, 产能利用率保持高位, 自主品牌随着产销率扩大进一步减亏, 都使公司利润增速有望高于销量增速, 我们认为 2011 年公司利润增速在 30%到 35%左右。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: s0630511010003
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

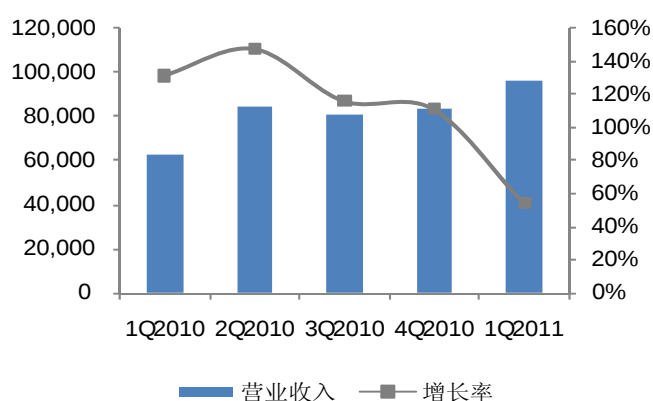
盈利预测

- 我们预测公司 2011 至 2013 年分别实现归属母公司净利润分别为 173.96 亿元、213.42 亿元和 257.73 亿元，同比增长 32.37%、22.68%和 20.76%。11 至 13 年 EPS 分别为 1.88 元、2.31 元和 2.79 元。

投资建议

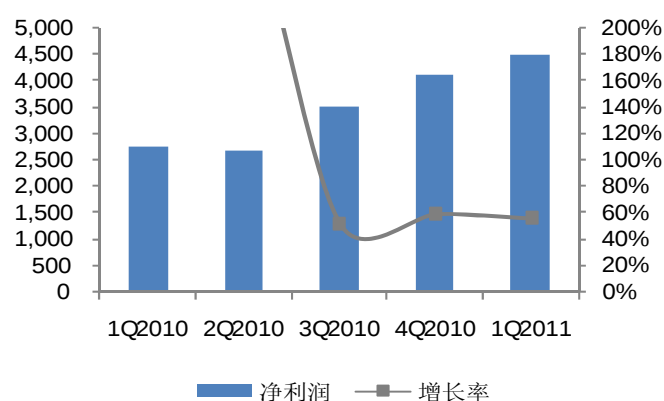
- 目前公司股价对应 11 至 13 年 EPS 分别为 9 倍、8 倍和 6 倍。公司市场地位稳固，品牌优势明显，目前估值水平明显偏低，我们维持对公司的“买入”评级。

图表1：公司单季度销售收入（百万元）

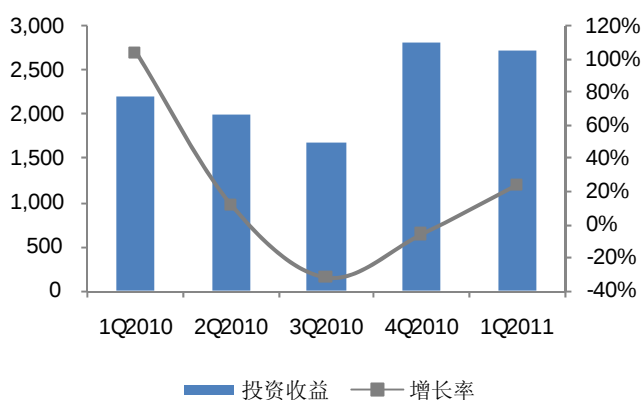


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司单季度净利润（百万元）

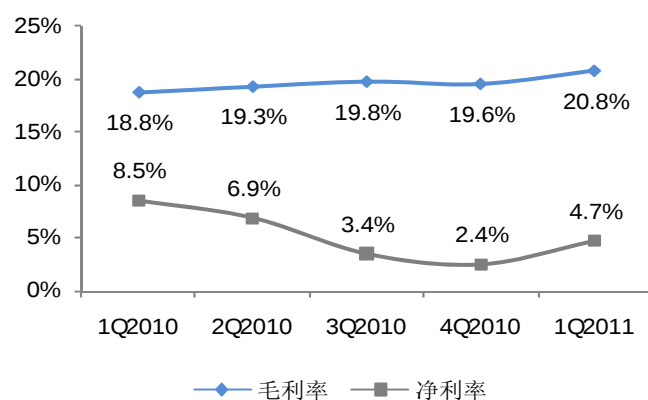


图表3：公司单季度投资收益情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司毛利率、净利率情况



图表5：公司一季度汽车销量

	1月	2月	3月	1季度累计	累计同比
上海大众	113,000	80,015	93,766	286,781	32.63%
上海通用	132,783	79,288	101,580	313,651	33.27%
上汽乘用车	20,127	11,195	13,952	45,274	18.82%
通用五菱	133,250	101,892	126,222	361,364	0.18%
上海汇众	202	83	88	373	-66.09%
申沃客车	85	85	192	362	-65.33%
依维柯红岩	3,197	2,519	6,529	12,245	40.67%
南汽依维柯	13,090	8,305	14,457	35,852	17.39%
合计	415,734	283,382	356,786	1,055,902	18.40%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	27	29	36	47
买入	0	8	8	9	20
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.28	1.27	1.26	1.28

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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、复印件或复制品，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室