

2011-04-27

汽车和汽车零部件

## 上海汽车 600104.SH

维持

买入

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 17.80 元 |
| 目标价格 | 26.55 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

汽车行业高级分析师:

于特: (执业证书编号: S0930510120015)

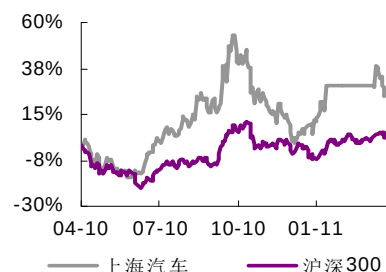
电话: 021-22169158

yute@ebsecn.com

### 市场数据

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 总股本(百万股)        | 9,242         |
| 总市值(百万元)        | 164,515       |
| 流通比例(%)         | 92.20%        |
| 12 个月最高/最低(元)   | 22.45/11.82   |
| 近 3 月日均成交量(百万股) | 14.49         |
| 主要股东            | 上海汽车工业(集团)总公司 |

### 股价表现(12 个月)



| %    | 一个月   | 三个月  | 十二个月  |
|------|-------|------|-------|
| 相对收益 | -0.94 | 1.71 | 23.32 |
| 绝对收益 | -3.52 | 9.47 | 24.50 |

### 相关报告:

龙头回归 领涨板块

..... 2011-04-05

## 销量增长+产能利用率提高驱动业绩提升

### ◇ 事件: 公司公布 1 季报

公司 1 季度实现营业收入 967 亿元, 同比增长 54%; 投资收益 27.3 亿元, 同比增长 23.9%; 利润总额 95.5 亿元, 同比增长 73.3%; 归属于母公司所有者净利润 45 亿元, 同比增长 56.5%; 实现基本每股收益 0.49 元, 此前市场预期为 0.40 元。

### ◆ 营业收入大幅增长 毛利率有所上升

1 季度公司营业收入大幅增长 54%, 主要原因是上海通用 1 季度销量增长 33%, 另一方面是上海通用 2010 年 2 月份开始合并报表, 基数较低。

1 季度公司综合毛利率达到 20.5%, 同比上升 1.8 个百分点, 环比上升 1.1 个百分点, 扣除掉投资收益的净利率达到 1.83%, 同比上升 0.76 个百分点, 环比上升 0.26 个百分点, 我们认为主要原因是: (1) 上海通用销量大幅增长, 产能利用率提升, 带动毛利率、净利率提升; (2) 自主品牌销量增加, 亏损减少, 盈利水平提升, 1 季度自主品牌销售 4.5 万辆, 同比增长 18.8%, 如果年产销达到 23 万台, 自主品牌将实现扣除研发费用盈亏平衡, 如果年销量达到 25 万台, 则完全实现盈亏平衡。

### ◆ 上海大众带动公司投资收益增长

1 季度投资收益为 27.3 亿元, 其中合营企业和联营企业贡献 24.5 亿元, 同比增长 18%。为公司贡献投资收益的子公司主要有: 上海大众、联合电子、上汽依维柯商用车、南京依维柯, 其中上海大众、联合电子贡献其中 95% 左右。1 季度上海大众销售汽车 28.7 万辆, 同比增长 32.6%, 直接拉动公司投资收益的增长; 而联合电子同国内乘用车行业相关度较高, 因此随着乘用车整体增速的回落, 利润贡献增速有所放缓。

### ◆ 公司主要看点: 多款新车+产能利用率提升

公司利润的主要贡献者上海大众、上海通用 2011 年有多款新车上市: 上海大众有新帕萨特、新 POLO、新晶锐; 雪佛兰有新乐风、新乐骋, 雪佛兰科帕奇 SUV 国产, B+级车型“迈锐宝”。

上海通用、上海大众产能利用率已经接近极限, 随着产能利用率的上升, 盈利能力还将进一步提升。上海通用的标准产能 74 万辆, 最多可以生产 133 万辆, 2010 年产销量已经达到 104 万辆; 上海大众的产能会更紧张, 现在按照 2 班一天 16 个小时计算, 全年 300 天产能 97 万辆, 2010 年产销达到 100 万。

◆ 投资建议 上海大众、上海通用为代表的中高级乘用车企业受益于居民财富效应以及汽车更新需求的增长; 两家子公司 2011 年有多款新车推出, 同时产能利用率还将上升, 盈利能力进一步提升, 我们继续看好公司。

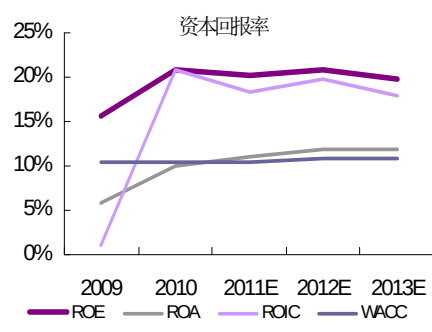
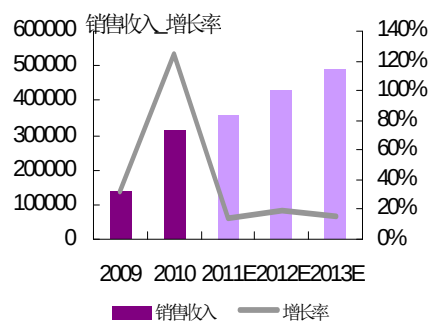
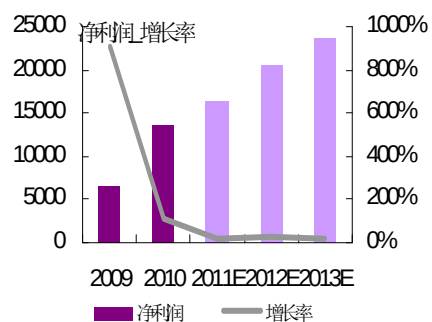
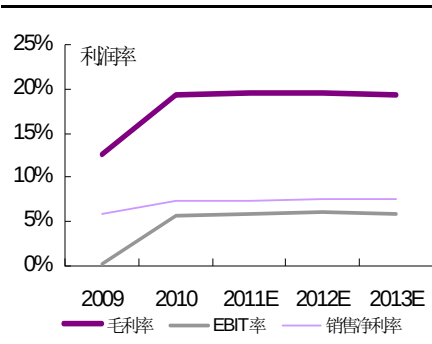
### 业绩预测和估值指标

| 指标                 | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)          | 138,875 | 312,485 | 358,067 | 427,366 | 491,471 |
| 营业收入增长率            | 31.75%  | 125.01% | 14.59%  | 19.35%  | 15.00%  |
| 净利润(百万元)           | 6,592   | 13,729  | 16,370  | 20,574  | 23,647  |
| 净利润增长率             | 904.61% | 108.26% | 19.24%  | 25.68%  | 14.94%  |
| EPS(元)             | 0.71    | 1.49    | 1.77    | 2.23    | 2.56    |
| ROE(归属母公司)<br>(摊薄) | 15.52%  | 20.75%  | 20.29%  | 20.87%  | 19.88%  |
| P/E                | 25      | 12      | 10      | 8       | 7       |
| P/B                | 4       | 2       | 2       | 2       | 1       |
| EV/EBITDA          | 44      | 8       | 8       | 7       | 7       |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2009     | 2010      | 2011E     | 2012E     | 2013E     |
|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入      | 138,875  | 312,485   | 358,067   | 427,366   | 491,471   |
| 营业成本      | 121,228  | 251,903   | 288,244   | 344,030   | 396,617   |
| 折旧和摊销     | 2,026    | 6,120     | 5,265     | 5,360     | 5,441     |
| 营业税费      | 1,465    | 8,172     | 11,816    | 14,103    | 16,219    |
| 销售费用      | 9,789    | 21,076    | 23,632    | 27,779    | 31,454    |
| 管理费用      | 4,750    | 11,442    | 12,890    | 15,171    | 17,201    |
| 财务费用      | 579      | 387       | 336       | 201       | -73       |
| 公允价值变动损益  | 30       | 115       | 115       | 115       | 115       |
| 投资收益      | 8,344    | 8,722     | 10,466    | 12,559    | 14,443    |
| 营业利润      | 8,431    | 27,006    | 31,135    | 38,204    | 43,931    |
| 利润总额      | 8,597    | 26,684    | 31,154    | 38,230    | 43,950    |
| 少数股东损益    | 1,516    | 9,104     | 10,288    | 12,140    | 13,961    |
| 归属母公司净利润  | 6,591.93 | 13,728.52 | 16,370.27 | 20,573.53 | 23,647.10 |

| 资产负债表 (百万元) | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总资产         | 138,158 | 228,842 | 239,738 | 277,890 | 317,219 |
| 流动资产        | 74,492  | 145,542 | 178,265 | 219,707 | 262,219 |
| 货币资金        | 30,500  | 61,262  | 78,775  | 98,546  | 117,251 |
| 交易型金融资产     | 77      | 844     | 0       | 115     | 230     |
| 应收帐款        | 4,067   | 3,482   | 7,455   | 10,298  | 16,581  |
| 应收票据        | 16,429  | 28,303  | 32,441  | 38,719  | 44,527  |
| 其他应收款       | 484     | 528     | 609     | 727     | 836     |
| 存货          | 8,314   | 18,162  | 20,714  | 24,760  | 28,560  |
| 可供出售投资      | 10,451  | 10,051  | 0       | 0       | 0       |
| 持有到期金融资产    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 长期投资        | 25,425  | 20,722  | 21,769  | 23,025  | 24,469  |
| 固定资产        | 14,651  | 28,494  | 25,364  | 21,859  | 18,057  |
| 无形资产        | 2,946   | 5,760   | 5,452   | 5,159   | 4,881   |
| 总负债         | 91,394  | 147,094 | 133,180 | 141,285 | 146,277 |
| 无息负债        | 79,718  | 129,129 | 120,629 | 138,754 | 143,747 |
| 有息负债        | 11,676  | 17,964  | 12,550  | 2,530   | 2,530   |
| 股东权益        | 46,764  | 81,749  | 106,558 | 136,605 | 170,942 |
| 股本          | 6,551   | 9,242   | 9,242   | 9,242   | 9,242   |
| 公积金         | 27,109  | 37,815  | 40,481  | 43,752  | 47,513  |
| 未分配利润       | 8,825   | 19,113  | 30,969  | 45,606  | 62,221  |
| 少数股东权益      | 4,302   | 15,579  | 25,867  | 38,006  | 51,967  |

| 现金流量表 (百万元) | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流     | 21,572  | 24,974  | 2,899   | 21,218  | 8,853   |
| 净利润         | 6,592   | 13,729  | 16,370  | 20,574  | 23,647  |
| 折旧摊销        | 2,026   | 6,120   | 5,265   | 5,360   | 5,441   |
| 净营运资金增加     | -9,477  | 32,452  | 34,724  | 19,813  | 33,852  |
| 其他          | 22,433  | -27,326 | -53,460 | -24,528 | -54,088 |
| 投资活动产生现金流   | -12,285 | -6,930  | 21,465  | 10,304  | 11,999  |
| 净资本支出       | 3,657   | 6,752   | -22     | 1,000   | 1,000   |
| 长期投资变化      | 25,425  | 20,722  | -1,047  | -1,256  | -1,444  |
| 其他资产变化      | -41,368 | -34,405 | 22,534  | 10,559  | 12,443  |
| 融资活动现金流     | -4,154  | 7,475   | -6,851  | -11,751 | -2,146  |
| 股本变化        | 0       | 2,691   | 0       | 0       | 0       |
| 债务净变化       | -1,934  | 6,288   | -5,414  | -10,020 | 0       |
| 无息负债变化      | 24,008  | 49,411  | -8,500  | 18,125  | 4,993   |
| 净现金流        | 5,140   | 25,477  | 17,513  | 19,771  | 18,706  |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2009     | 2010     | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |          |          |         |         |         |
| 收入增长率                   | 31.75%   | 125.01%  | 14.59%  | 19.35%  | 15.00%  |
| 净利润增长率                  | 904.61%  | 108.26%  | 19.24%  | 25.68%  | 14.94%  |
| EBITDA 增长率              | -202.98% | 974.26%  | 8.57%   | 18.87%  | 11.74%  |
| EBIT 增长率                | -104.91% | 8184.98% | 16.25%  | 23.18%  | 13.87%  |
| <b>估值指标</b>             |          |          |         |         |         |
| PE                      | 25       | 12       | 10      | 8       | 7       |
| PB                      | 4        | 2        | 2       | 2       | 1       |
| EV/EBITDA               | 44       | 8        | 8       | 7       | 7       |
| EV/EBIT                 | 460      | 10       | 10      | 8       | 8       |
| EV/NOPLAT               | 487      | 12       | 12      | 10      | 9       |
| EV/Sales                | 1        | 1        | 1       | 1       | 0       |
| EV/IC                   | 5        | 3        | 2       | 2       | 2       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |          |          |         |         |         |
| 毛利率                     | 12.71%   | 19.39%   | 19.50%  | 19.50%  | 19.30%  |
| EBITDA 率                | 1.61%    | 7.71%    | 7.30%   | 7.27%   | 7.07%   |
| EBIT 率                  | 0.16%    | 5.75%    | 5.83%   | 6.02%   | 5.96%   |
| 税前净利润率                  | 6.19%    | 8.54%    | 8.70%   | 8.95%   | 8.94%   |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 4.75%    | 4.39%    | 4.57%   | 4.81%   | 4.81%   |
| ROA                     | 5.87%    | 9.98%    | 11.12%  | 11.77%  | 11.86%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 15.52%   | 20.75%   | 20.29%  | 20.87%  | 19.88%  |
| 经营性 ROIC                | 0.96%    | 20.73%   | 18.36%  | 19.75%  | 17.95%  |
| <b>偿债能力</b>             |          |          |         |         |         |
| 流动比率                    | 0.93     | 1.10     | 1.44    | 1.68    | 1.95    |
| 速动比率                    | 82.97%   | 96.31%   | 127.40% | 149.23% | 173.63% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 3.64     | 3.68     | 6.43    | 38.97   | 47.02   |
| 有形资产/有息债务               | 11.35    | 11.98    | 18.62   | 107.58  | 123.23  |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |          |          |         |         |         |
| EPS                     | 0.71     | 1.49     | 1.77    | 2.23    | 2.56    |
| 每股红利                    | 0.04     | 0.20     | 0.29    | 0.35    | 0.41    |
| 每股经营现金流                 | 2.33     | 2.70     | 0.31    | 2.30    | 0.96    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 1.03     | -1.71    | -1.19   | 0.77    | -0.40   |
| 每股净资产                   | 4.59     | 7.16     | 8.73    | 10.67   | 12.87   |
| 每股销售收入                  | 15.03    | 33.81    | 38.74   | 46.24   | 53.18   |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

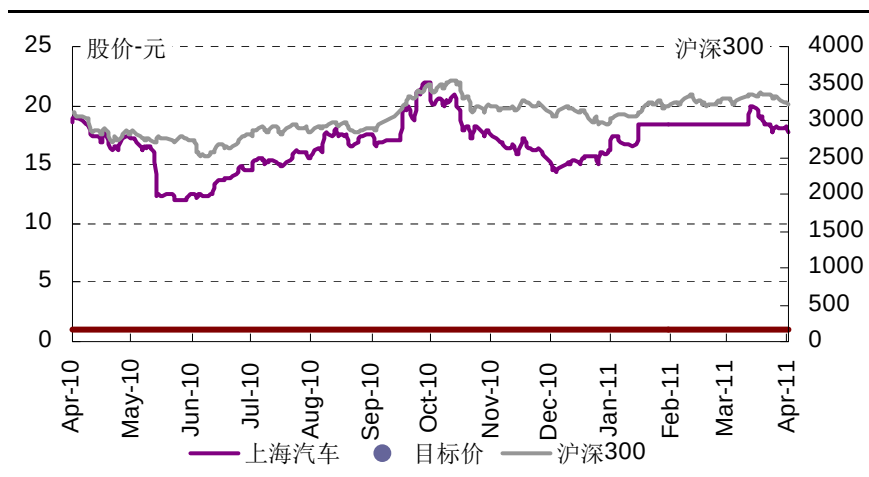
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

上海汽车（600104）

分析师：于特



| 日期         | 股价    | 目标    | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2008-04-28 | 15.21 | 17.30 | 买入 |
| 2009-01-11 | 5.90  | 7.50  | 买入 |
| 2009-03-02 | 8.90  | 11.00 | 买入 |
| 2009-04-29 | 10.70 | 15.00 | 买入 |
| 2009-09-16 | 20.01 | 25.00 | 买入 |
| 2011-04-04 | 18.45 | 26.55 | 买入 |
| 2011-04-06 | 18.45 | 26.55 | 买入 |

资料来源：光大证券研究所

|    |    |    |
|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 中性 |
| 减持 | 卖出 |    |

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040  
总机: 021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

| 销售小组 | 姓名      | 办公电话          | 手机          | 电子邮件                 |
|------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 北京   | 李大志(主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebscn.com       |
|      | 郝辉      | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebscn.com     |
|      | 孙威      | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebscn.com     |
|      | 吴江      | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebscn.com    |
|      | 黄怡      | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebscn.com    |
|      | 杨月      |               | 18910037319 | yangyue1@ebscn.com   |
| 上海   | 杨日昕(主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebscn.com     |
|      | 平珂(主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebscn.com     |
|      | 周薇薇     | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebscn.com    |
|      | 严非      | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebscn.com     |
|      | 王宇      | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebscn.com    |
|      | 韩佳      | 021-22169491  | 13761273612 | hanjia@ebscn.com     |
| 深圳   | 王汗青(主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebscn.com     |
|      | 黎晓宇     | 0755-83024434 | 13823771340 | lixy1@ebscn.com      |
|      | 黄鹂华     | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebscn.com    |
|      | 张晓峰     | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebscn.com    |
|      | 江虹      | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@ebscn.com |
| QFII | 濮维娜     | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebscn.com       |
|      | 陶奕      | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebscn.com      |
|      | 满国强     | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebscn.com      |

## 风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。