

合资公司强势依旧，自主品牌销量及盈利预期下调

——上海汽车 4 月产销点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

公司
点评

事项

公司于 2011 年 5 月 10 日发布 4 月产销快报，公司 4 月合计销量为 326390 台，同比增长 6.96%，1-4 月累计销量为 1381919 台，同比增长 15.56%。

点评

上海大众 4 月表现突出

从 4 月份的销售情况看，两大合资公司表现依然出色，尤其是上海大众(同比环比分别增 37%和 6.7%)，显著强于行业。作为上海汽车的主要利润来源，目前两家合资公司产能紧绷，我们维持两家公司 2011 年超越行业平均水平增长的预测，预计上海大众和上海通用全年销量增速分别为 22%和 18%。

两家公司投放新车力度不弱。上海大众方面，除已经上市的新帕萨特外，还有新 POLO 和新晶锐。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。随着中高端车型的进一步投放，2011 年，上海大众和上海通用的净利率将有望达 10%和 12.5%，处历史高位。

自主品牌销量走弱，微客和商用车分部感受寒意

4 月，上汽乘用车销售 1.28 万台，同比和环比增速分别为 -1.61%和 -8.20%。随着国内汽车行业景气度的回落，自主品牌乘用车市场竞争力偏弱的缺点将被放大，尽管上汽的荣威已经是国内自主品牌成功的代表，但是我们认为公司的乘用车分部在 2011 年的销量可能会低于此前预期(23.5 万台)，约 21 万台，仍无法实现盈亏平衡。

另 4 月，上海通用五菱、上海申沃、依维柯红岩、南京依维柯销量的同比增速分别为 -11%、-37%、8%和 -10%。

小幅下调盈利预测，维持推荐评级

基于对自主品牌业务在 2011 年销量及盈利预期的调整，我们小幅下调公司全年的盈利，至 148.80 亿元(下调 5.3%)，摊薄 EPS 约 1.61 元。不过我们依然看好公司在中国汽车行业内的长期领先地位及竞争力，作为盈利支柱的两家合资公司在 2011 年行业走弱的背景下稳健且不乏进取，故维持推荐评级。

风险提示

- 1、二季度汽车销量数据不佳可能压低行业估值
- 2、新车型市场导入进程可能低于预期

上海汽车 600104

2011-05-10

评级

推荐(维持)

目标价格

22

当前价格(5 月 9 日收盘)

17.13

基础数据

总市值(百万)

158322.65

总股本/流通股本(百万)

9242.42/8521.44

流通市值(百万)

145972.27

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

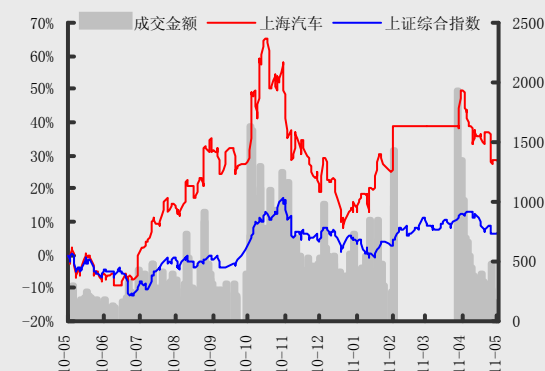
市盈率(2011E)

10.64

市净率(MRQ)

2.39

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

《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》

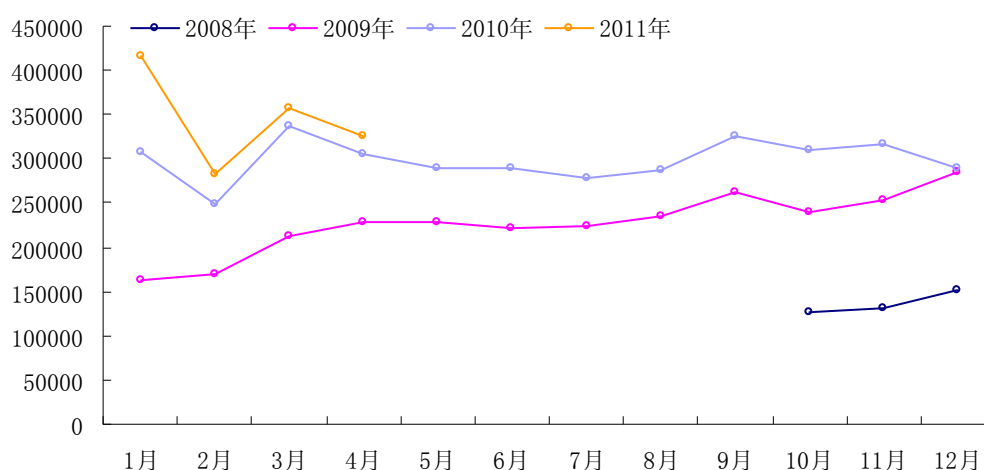
表1 公司4月产销情况 单位：台

单位	产量				销量			
	本月数	同比	本年累计	累计同比	本月数	同比	本年累计	累计同比
上海大众	99689	38.42%	396049	38.05%	100079	37.24%	386860	33.79%
上海通用	97502	7.67%	388095	18.02%	97761	9.15%	411412	26.62%
上汽乘用车	9151	-31.13%	59024	15.97%	12808	-1.61%	58082	13.57%
上海通用五菱	109135	3.80%	429160	1.73%	101118	-11.38%	462482	-2.60%
上海申沃	155	-37.25%	517	-59.95%	155	-37.25%	517	-59.95%
上汽依维柯红岩	3504	10.82%	15185	27.91%	4416	7.94%	16661	30.20%
南京依维柯	10268	-7.90%	44681	13.02%	10053	-10.23%	45905	9.98%
合计	329404	11.45%	1332711	16.78%	326390	6.96%	1381919	15.56%

注：由于上海汇众汽车制造有限公司自2011年4月起不再生产整车，自4月起产销快报不再包含其产销数据。

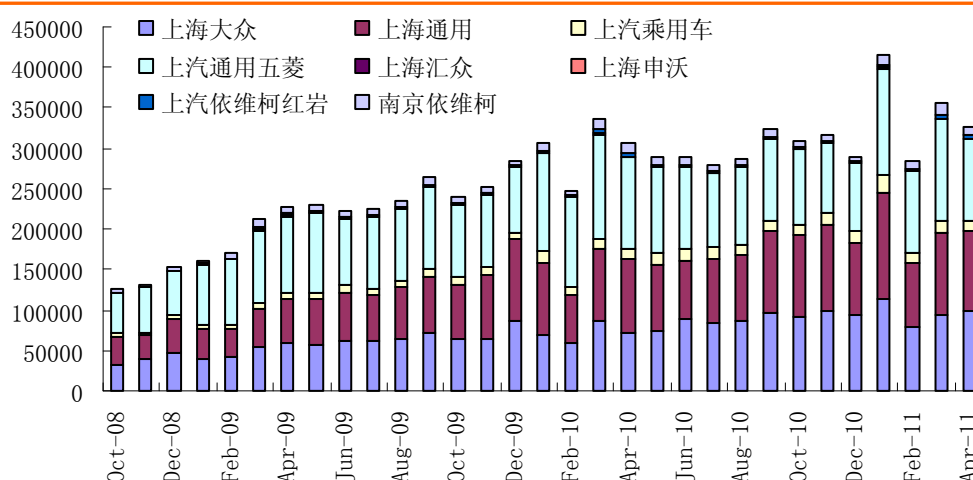
数据来源：公司公告 爱建证券整理

图1 公司月度销量波动（2008.10-2011.04） 单位：台



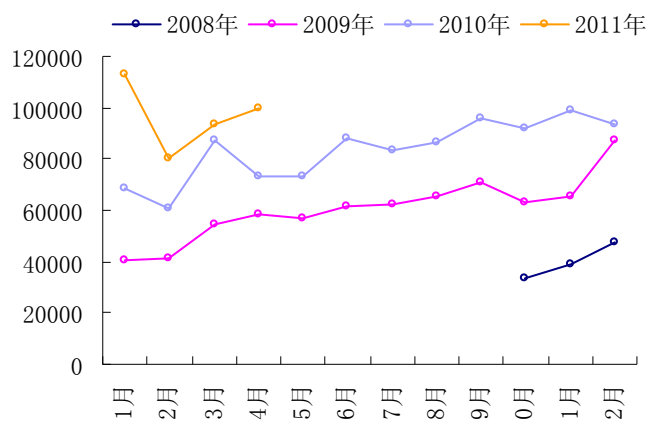
数据来源：WIND 爱建证券整理

图2 公司月度分部销量构成（2008.10-2011.04） 单位：台



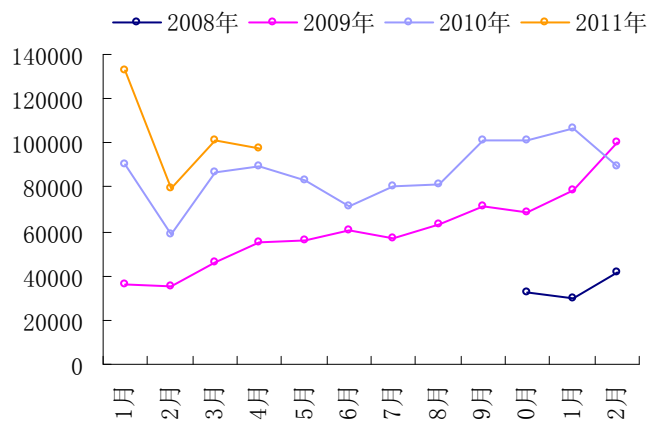
数据来源：WIND 爱建证券整理

图3 上海大众月度销量(2008.10-2011.04) 单位: 台



数据来源: 公司公告

图4 上海通用月度销量(2008.10-2011.04) 单位: 台



数据来源: 公司公告

表2 上海汽车分部销量预测 单位: 台

分部	2010 年		2011 年 E		2012 年 E	
	销量	同比	销量	同比	销量	同比
合计	3583353	32%	4064418	13%	4592979	13%
上海大众	1001357	38%	1221656	22%	1380471	13%
上海通用	1039424	43%	1226520	18%	1447294	18%
上海汽车乘用车	160573	78%	210000	31%	250000	19%
上汽通用五菱	1234508	16%	1240000	0%	1333269	8%
上海申沃	3098	0%	3253	5%	3578	10%
上汽依维柯红岩	30622	56%	33072	8%	39356	19%
南京依维柯	110099	26%	129917	18%	139011	7%

数据来源: 公司数据 爱建证券预测

表3 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	363516	414408
增长率(%)	1	32	124	16	14
净利润(百万元)	656	6573	13705	14880	17112
增长率(%)	-86	902	108	9	15
每股收益(元)	0.10	0.71	1.49	1.61	1.85
PE(以5月9日收盘价计算)	171	24	11	10	9

数据来源: 公司数据 爱建证券预测

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。