

强烈推荐-A (维持)

上海汽车 600104.SH

当前股价: 16.99 元

2011 年 8 月 3 日

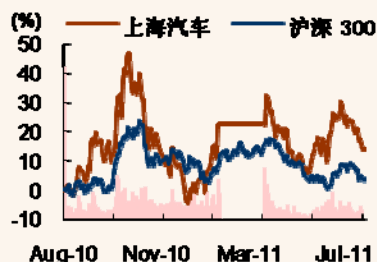
重组获批, 协同效应逐渐凸显

基础数据

上证综指	2679
总股本(万股)	924242
已上市流通股(万股)	852144
总市值(亿元)	1570
流通市值(亿元)	1448
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	21.7
资产负债率	61.2%
主要股东	上海汽车工业(集团)
主要股东持股比例	73.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	1	12
相对表现	-5	5	11



相关报告

- 1、《上海汽车(600104)-季度销量超行业, 竞争优势明显》2011/4/28
- 2、《上海汽车(600104)-重组略微增厚业绩, 看好公司未来》2011/4/6

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

研究助理

唐楠

tangnan@cmschina.com.cn

研究助理

方小坚

fangxj@cmschina.com.cn

公司并购重组方案获得证监会有条件批准, 8月3日复牌。集团资产整体上市有序进行, 华域汽车成功并入上汽有利于协调双方配套关系, 协同发展。公司目前产能偏紧、库存合理, 预计通用、大众下半年旺季销量依然强势。公司对应 11 年的 PE、PB 分别为 9.2、1.9, 估值处于低位, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

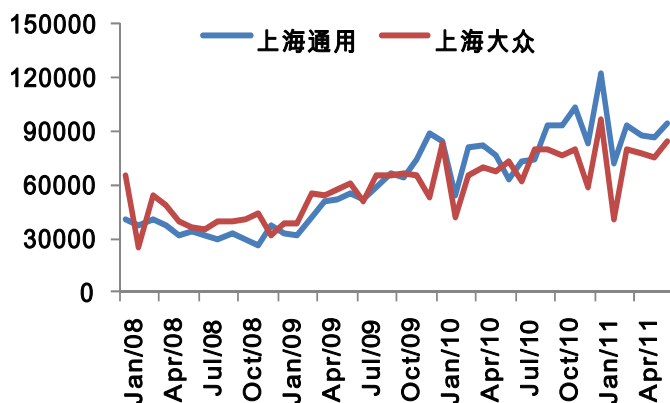
- **产能有序释放, 盈利能力相对稳定。**公司主要利润来源上海大众、上海通用目前产能依然偏紧, 为应对 9 月旺季来临, 公司仍在有序补库存。目前经销商库存约 1.3 个月, 处于合理范围。两家合资企业上半年销量增长均超预期, 预计下半年两家企业销量环比上半年将有所增长, 全年两家企业合计销量超过 220 万辆。上海通用新增北盛、东岳 34 万辆产能预计明年底达产, 今明两年无需担心产能过剩问题。
- **微车行业低迷, 五菱重拾市场份额。**上半年五菱微车市场份额恢复到 2009 年水平, 提升 4.7 个百分点, 同时长安份额下滑 3.8 个百分点。7 月份五菱经销商开展降价促销活动, 进一步扩大市场份额, 在行业下滑的情况下, 五菱竞争力凸显, 预计利润率下滑影响能控制在 1 个百分点以内。
- **新车型陆续投放给增长带来动力。**新帕萨特上量迅速, 目前正在进行新老切换, 给今明两年业绩增长注入动力。年底上海通用科帕奇、雪佛兰 malibu 投放, 明年开始贡献收益, 预计明年斯柯达、朗逸改款车和雪佛兰全新车型上市, 新产品有序投放确保销售增长活力。
- **短期配置价值明显, 维持“强烈推荐-A”投资评级:**随着下半年销售小高峰期的到来, 我们预计公司下半年销售形势依然强势, 业绩将略高于上半年。预估 2011 年 EPS1.85 元, 对应 11 年 PE、PB 分别为 9.2、1.9 倍。经过前期充分调整, 目前估值处于低位, 对于优质的龙头企业, 目前配置价值非常明显, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 同时我们也看好纳入上汽的华域汽车未来的发展, 在目前的价格下也有较高的配置价值。
- **风险提示:**车市依然低迷, 限车限购影响消费。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	139636	313376	407389	480719	600899
同比增长	32%	124%	30%	18%	25%
营业利润(百万元)	8413	26982	35745	41045	50381
同比增长	-967%	221%	32%	15%	23%
净利润(百万元)	6573	13705	17143	19336	23727
同比增长	902%	108%	25%	13%	23%
每股收益(元)	0.71	1.48	1.85	2.09	2.57
PE	23.9	11.5	9.2	8.1	6.6
PB	2.6	2.4	1.9	1.6	1.4

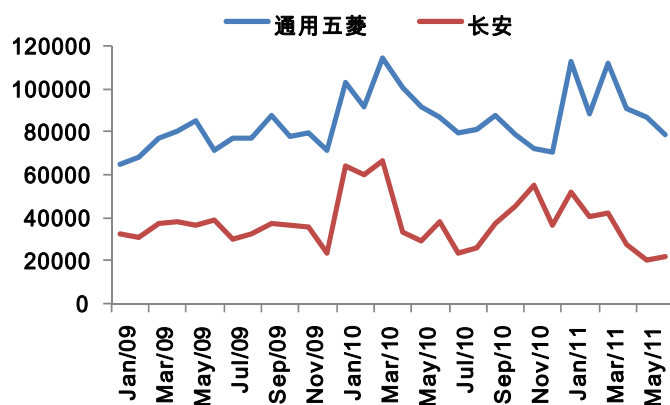
资料来源: 招商证券

图1: 上海通用、上海大众月度销量走势



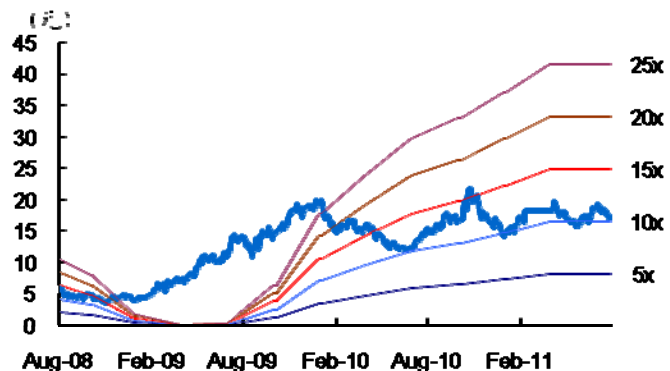
资料来源: CAAM, 招商证券研发中心

图2: 通用五菱、长安月度销量走势



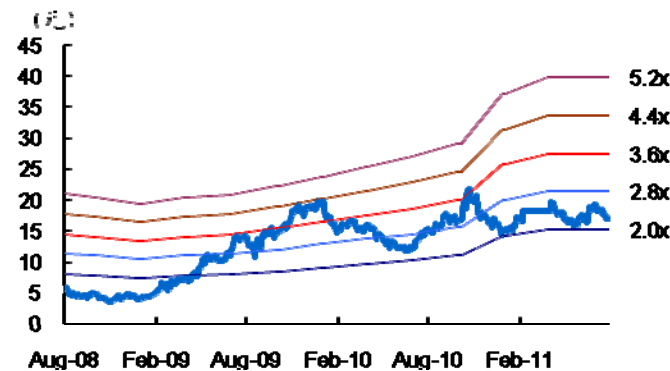
资料来源: CAAM, 招商证券研发中心

图3: 上海汽车历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

图4: 上海汽车历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	74492	145542	193601	247530	318231
现金	30500	61262	86798	121477	160638
交易性投资	77	844	80	80	80
应收票据	16429	28303	36794	43417	54272
应收款项	4067	3482	11307	13340	16670
其它应收款	484	528	2037	2404	3004
存货	8314	18162	21525	25432	31829
其他	14621	32961	35060	41380	51737
非流动资产	63666	83301	87231	88856	90752
长期股权投资	25425	20722	20722	20722	20722
固定资产	14651	28494	30061	32205	34568
无形资产	2946	5760	5184	4666	4199
其他	20645	28324	31264	31263	31262
资产总计	138158	228842	280832	336385	408983
流动负债	79757	132265	153411	176369	213715
短期借款	1745	4675	3500	3900	4300
应付账款	24069	53285	62155	73435	91908
预收账款	7765	13840	19628	23190	29023
其他	46178	60465	68127	75845	88484
长期负债	11637	14829	16774	16774	16774
长期借款	1663	2530	2530	2530	2530
其他	9974	12299	14244	14244	14244
负债合计	91394	147094	170185	193144	230489
股本	6551	9242	9242	9242	9242
资本公积金	22347	30085	30085	30085	30085
留存收益	13565	26843	42272	59674	76283
少数股东权益	4302	15579	29048	44241	62884
母公司所有者权益	42462	66170	81599	99001	115610
负债及权益合计	138158	228842	280832	336385	408983

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	21573	31475	30310	31845	40727
净利润		13705	17143	19336	23727
折旧摊销		0	4143	4333	4556
财务费用		0	1058	1078	1084
投资收益		0	(10149)	(11447)	(12738)
营运资金变动		0	3544	3040	4963
其它		17770	14571	15505	19135
投资活动现金流	(12285)	(20334)	(7678)	(6001)	(6501)
资本支出		0	(5500)	(6000)	(6500)
其他投资		(20334)	(2178)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(4154)	(7457)	2905	8835	4936
借款变动		0	(6418)	400	400
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(1714)	(1934)	(7118)
其他		(7457)	11037	10369	11654
现金净增加额	5134	3684	25536	34679	39162

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	139636	313376	407389	480719	600899
营业成本	121228	251903	327134	386498	483724
营业税金及附加	1465	8172	10592	12499	15623
营业费用	9789	21076	25258	29805	37256
管理费用	4750	11442	16296	19229	23435
财务费用	579	387	1058	1078	1084
资产减值损失	1426	1922	1456	2013	2134
公允价值变动收益	30	115	119	213	156
投资收益	8344	8722	10030	11234	12582
营业利润	8413	26982	35745	41045	50381
营业外收入	303	411	500	100	100
营业外支出	137	732	230	40	40
利润总额	8579	26661	36015	41105	50441
所得税	489	3852	5402	6577	8071
净利润	8090	22809	30613	34528	42370
少数股东损益	1516	9104	13470	15192	18643
母公司所有者净利润	6573	13705	17143	19336	23727
EPS (元)	0.71	1.48	1.85	2.09	2.57

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	32%	124%	30%	18%	25%
营业利润	-967%	221%	32%	15%	23%
净利润	902%	108%	25%	13%	23%
获利能力					
毛利率	13.2%	19.6%	19.7%	19.6%	19.5%
净利率	4.7%	4.4%	4.2%	4.0%	3.9%
ROE	11.0%	20.7%	21.0%	19.5%	20.5%
ROIC	16.6%	24.9%	26.8%	23.6%	23.3%
偿债能力					
资产负债率	66.2%	64.3%	60.6%	57.4%	56.4%
净负债比率	3.2%	5.4%	2.1%	1.9%	1.7%
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	1.0	1.4	1.5	1.4	1.5
存货周转率	15.4	19.0	16.5	16.5	16.9
应收帐款周转率	40.3	83.0	55.1	39.0	40.0
应付帐款周转率	5.7	6.5	5.7	5.7	5.9
每股资料(元)					
每股收益	0.71	1.48	1.85	2.09	2.57
每股经营现金	3.29	3.41	3.28	3.45	4.41
每股净资产	6.48	7.16	8.83	10.71	12.51
每股股利	0.00	0.00	0.19	0.21	0.77
估值比率					
PE	23.9	11.5	9.2	8.1	6.6
PB	2.6	2.4	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	44.7	16.7	11.8	10.4	8.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，2年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件领域研究，挖掘汽车配件强势企业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。