

盈利水平稳定，前景谨慎乐观 买入维持

投资要点:

- 半年报业绩基本符合预期，主要分公司上半年表现良好；
- 盈利水平稳定，前景谨慎乐观；
- 维持对上海汽车的买入评级。

报告摘要:

- 半年报业绩基本符合预期。上海汽车 8 月 28 日晚发布 2011 年半年报，公司 2011 年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润 85.76 亿元，同比增长 46.09%，实现基本每股收益 0.93 元，同比增长 34.69%；
- 公司销量增速高于乘用车市场平均水平。公司 2011 年上半年共实现汽车销售 200.40（6 月份公告数据）万辆，同比增长 12.99%，总体增速要高于 2011 年上半年广义乘用车市场 5.75% 的平均水平，剔除上海通用并表因素，收入增速基本上与销量增速持平；
- 主要分公司上半年表现良好。其中上海大众实现汽车销售 45.07 万辆，同比增长 28.00%，上海通用销售了 48.00 万辆，同比增长 27.51%，增速要远远高于狭义乘用车市场的平均水平，上汽通用五菱虽然出现了负增长，但在交叉型乘用车市场的份额增加，竞争地位提升；
- 公司盈利水平稳定，前景谨慎乐观。上半年公司主营业务毛利率水平保持稳定，销售期间费用率控制良好。主要指标相对 2010 年甚至有所改善，鉴于下半年市场增速的放缓和价格战压力的增加，我们对公司的下半年的盈利状况表示谨慎乐观；
- 我们维持对上海汽车的买入评级。上海汽车代表了中国汽车市场合资品牌的最高水平，具有典型的淡季不淡的市场特征，具备长远可持续发展的竞争力和盈利能力，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.88、2.17 和 2.40 元，维持原有的买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	138875	312485	381232	438417	491027
同比增速	31.75%	125.01%	22.00%	15.00%	12.00%
净利润(百万元)	6592	13729	17346	20061	22202
同比增速	904.61%	108.26%	26.35%	15.65%	10.67%
基本每股收益(元)	0.71	1.49	1.88	2.17	2.40

资料来源：宏源证券，Wind 资讯

宏源汽车组

分析师:

祖广平 (S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

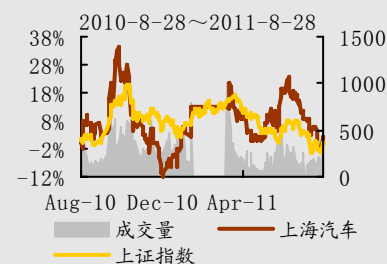
联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

1《宏源证券*中期策略报告*汽车行业：三季度乘用车登场，四季度商用车压轴**汽车行业*于军华》，2011.6

2《宏源证券*行业简评*4 月份汽车行业：狭义乘用车是 4 月份市场亮点**汽车行业*于军华》，2011.5

3《宏源证券*年报简评*上海汽车：乘用车龙头受益市场长期增长*600104*汽车行业*于军华》，2011.3

4《宏源证券*季报简评*上海汽车：乘用车龙头股表现依旧稳健*600104*汽车行业*于军华、陈盛军》，2010.10

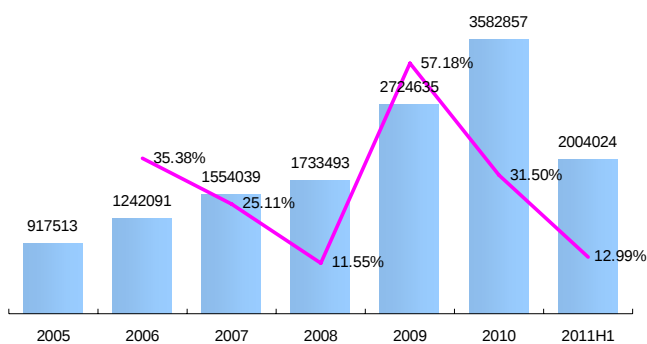
一、上半年公司销售状况良好

(一) 上半年销量增速跑赢整体市场

上海汽车 2011 年上半年共实现汽车销售 200.40 万辆，同比增长 12.99%，总体增速要高于 2011 年上半年广义乘用车市场 5.75% 的平均水平。

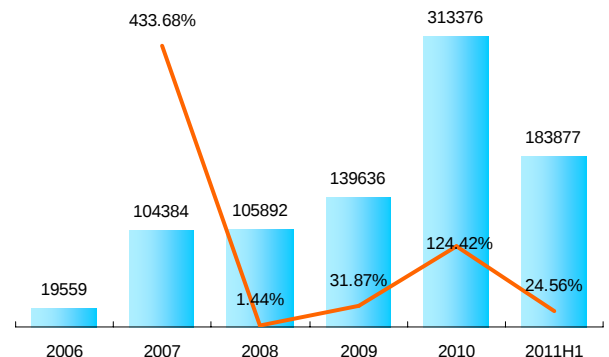
上半年收入增速实际基本与销售收入增速持平。上半年公司共实现销售收入 1838.77 亿元，同比增长 24.56%，收入增速要远远高于销量增速，但如果剔除上海通用合并口径不一致因素，同口径整车收入较去年同期上升 14.33%，收入与销量实际增速基本持平。

图 1: 上海汽车分年度产品销量^① (辆) 和同比增速



资料来源: 宏源证券, CAAM, 上海汽车

图 2: 上海汽车分年度收入 (百万元) 及同比增速



资料来源: 宏源证券, 上海汽车

(二) 上海大众和上海通用上半年表现良好

上海大众和上海通用 2011 上半年汽车销量都出现了快速增长，其中上海大众实现汽车销售 45.07 万辆，同比增长 28.00%，上海通用销售了 48.00 万辆，同比增长 27.51%，增速要远远高于狭义乘用车市场的平均水平，上汽通用五菱虽然是负增长，但增速回落水平要好于市场平均下滑增速，市场份额增加。

表 1: 2011H1 上海汽车分厂商销量 (辆) 及 2011H1 销量同比增速

	累计产量	去年累计产量	累计销量	去年累计销量	累计同比增速
上海大众	580441	451854	576851	450679	28.00%
上海通用	582235	487862	612072	480005	27.51%
上汽乘用车	79513	77932	80395	80170	0.28%
上汽通用五菱	604888	634718	647781	681198	-4.91%
上海申沃	1403	1760	1403	1749	-19.78%
上汽依维柯红岩	19078	17661	22707	19402	17.03%
南京依维柯	59257	58182	62815	60446	3.92%
合计	1926815	1729969	2004024	1773649	12.99%

资料来源: 宏源证券, 上海汽车

^① 公司 2007 年及以前销量数量来自于汽车工业协会，往后年份数据来自于公司公告；

上海大众 2011 年上半年表现出色。当家车型朗逸和桑塔纳上半年分别实现了 10.45% 和 25.91% 的同比增速，新车途观目前依旧供不应求。

表 2: 2011H1 上海大众分品牌销量 (辆) 及 2011H1 同比增速

品牌	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	同比增速
朗逸				44392	146455	251615	131626	10.45%
POLO	15468	56384	90432	74490	114218	125835	77660	53.57%
高尔	11006	7524	8	0	16	0		-
帕萨特	67178	113762	120462	100902	113239	130971	47235	-29.68%
桑塔纳	151144	162908	203134	197935	205648	210144	113564	25.91%
晶锐				841	31279	39278	25431	33.96%
明锐			31802	59499	82672	113226	62548	23.41%
昊锐					14624	37796	26836	41.14%
途安	5265	8510	10586	12028	20087	22037	12788	-0.40%
途观					0	70455	62564	183.83%
NMS							16599	-
总计	250061	349088	456424	490087	728238	1001357	576851	28.00%

资料来源: 宏源证券, CAAM

上海通用则体现出了良好的营销和产品力。公司主力车型凯越和科鲁兹, 上半年分别实现了 16.84% 和 16.71% 的同比增速, 增速要远高于轿车市场的平均水平。

表 3: 2011H1 上海通用分品牌销量^② (辆) 及 2011H1 同比增速

品牌	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	同比增速
GL8	26271	38030	42516	36286	40103	52155	37183	27.72%
凯越	150859	176526	196785	175470	241153	222500	121420	16.84%
君威	64499	34122	15253	9916	80001	79387	37859	-5.63%
林荫大道			5700	4824	4218	3376	884	-63.50%
荣御	2009	0	14	1	0	2	0	-
君越		52022	71512	52746	74617	104405	57742	8.04%
凯迪拉克	1698	0	4384	2636	3058	5204	3757	46.30%
赛欧	46064	26421	20471	40	7	131381	84045	86.34%
景程	19507	25153	41718	43173	44497	53802	20259	-37.45%
科鲁兹					92196	187752	102594	16.71%
乐骋	13935	16947	11490	12297	9539	5041	0	-100.00%
乐风		36923	85562	107367	118967	85365	57157	21.37%
英朗						81687	66517	212.65%
爱唯欧							2669	-
总计	324842	406144	495405	444756	708356	1012057	592086	26.04%

资料来源: 宏源证券, CAAM

上汽通用五菱虽然上半年出现了负增长, 但市场份额却从 2010 年的 42.45% 上升到 47.22%, 实际竞争地位提升。

^② 该数据来自于汽车工业协会, 其总量与上海汽车公告数据有出入;

表 4: 2011H1 交叉型乘用车分厂商市场份额

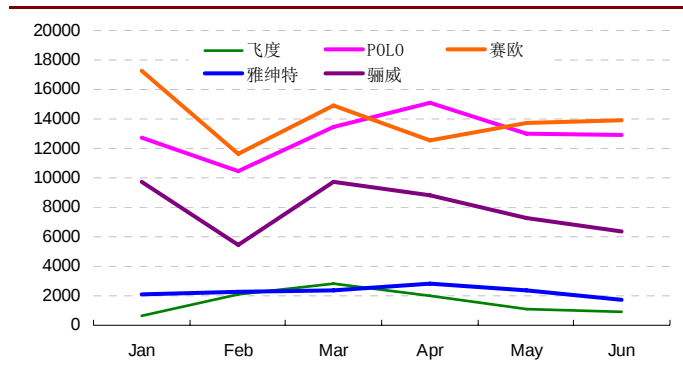
厂商	2008	2009	2010	2011
上汽通用五菱	51.27%	47.06%	42.45%	47.22%
长安汽车	20.91%	20.99%	20.68%	16.94%
东风渝安	6.98%	7.58%	9.08%	11.14%
南京长安	4.36%	6.99%	8.33%	8.23%
哈飞	10.19%	8.13%	5.50%	3.93%
昌河	3.80%	2.70%	2.50%	2.01%
一汽集团	2.03%	2.42%	2.84%	2.73%
海马商务	0.00%	0.61%	2.55%	2.16%
奇瑞	0.00%	0.83%	2.33%	1.63%
华晨金杯	0.00%	0.56%	1.49%	1.86%

资料来源：宏源证券，CAAM

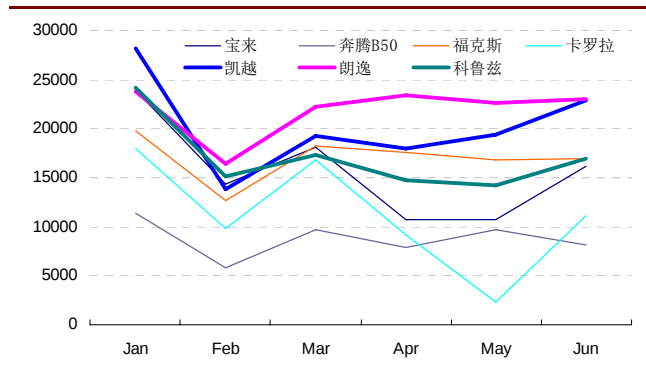
（三）公司的主要产品在乘用车的各个级别都有良好的表现

POLO 和赛欧作为上海汽车 A0 级车的典型代表，上半年的表现要远远好于日系的骐威、飞度和韩系的雅绅特。

朗逸、凯越和科鲁兹也体现了上海汽车在 A 级车中的实力。

图 3: 主要 A0 级小车 2011H1 分月度销量 (辆)


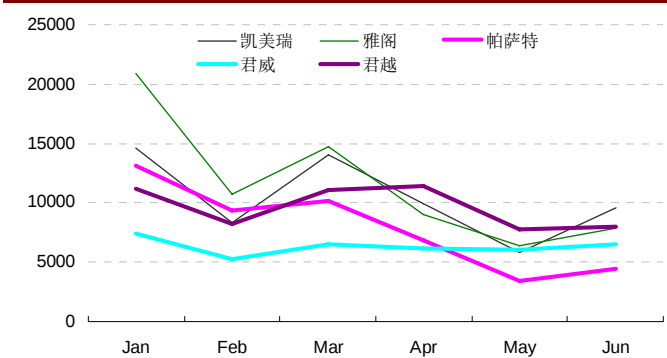
资料来源：宏源证券，CAAM

图 4: 主要 A 级车 2011H1 分月度销量 (辆)


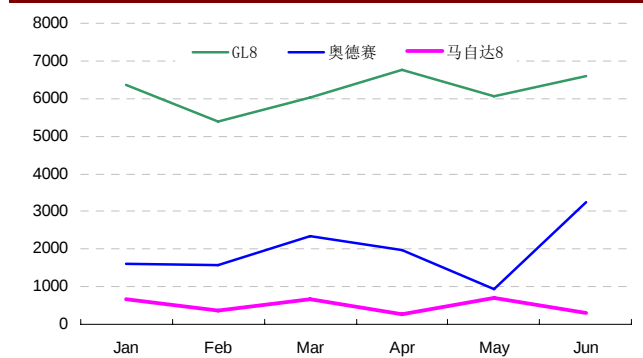
资料来源：宏源证券，CAAM

在 B 级车市场上，以帕萨特、君威、君越为代表的上汽 B 级车，基本上维持了现有的市场份额，竞争格局稳定。

在商务 MPV 市场上，别克 GL8 一骑绝尘，与奥德赛的差距在拉大。

图 5: 主要 B 级车 2011H1 分月度销量 (辆)


资料来源: 宏源证券, CAAM

图 6: 主要 MPV 2011H1 分月度销量 (辆)


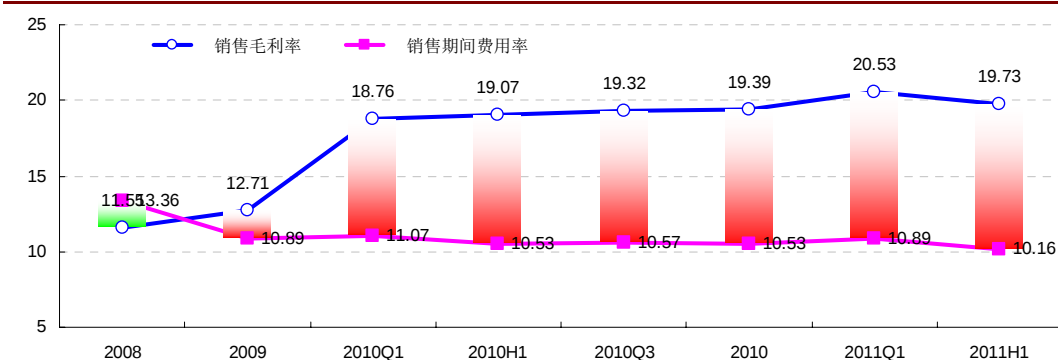
资料来源: 宏源证券, CAAM

二、盈利水平稳定, 前景谨慎乐观

(一) 毛利率水平稳定, 期间费用控制良好

2011 年上半年, 上海汽车主营业务毛利率水平保持稳定, 上半年毛利率水平为 19.73%, 略低于 1 季度水平, 但相对 2010 年底毛利率水平高出了 0.34 个百分点。

公司销售期间费用率控制良好。公司上半年期间费用率为 10.16%, 相对 2010 年底下降了 0.37 个百分点。

图 12: 上海汽车分季度累计毛利率水平 (%) 及累计期间费用率 (%)


资料来源: 宏源证券, 上海汽车

(二) 市场基本增速放缓, 价格战压力增加

公司中报预计下半年中国汽车市场增速将会放缓。预计下半年中国经济将保持较快增长、平稳减速的总体态势, 全年 GDP 将增长 9% 以上。有利因素仍在, 但不利因素众多, 公司预计, 2011 年国内汽车市场与前两年相比, 增速将大幅放缓, 全年整车销量 1900 万辆左右, 同比增长约 3.6%。

下半年中高级车价格战的压力预计将侵蚀公司利润, 由于日系车比如雅阁、凯美瑞等

下半年纷纷出台优惠政策加大促销力度以保证市场份额，在这种大背景下公司的帕萨特、君威、君越、昊锐等车型将面临巨大的竞争压力，部分车型加价售车的局面将不复存在，这将会在一定程度上侵蚀公司的盈利水平。

（三）前景谨慎乐观

鉴于公司在中国乘用车市场独有的竞争力，我们谨慎看好公司下半年的市场表现，并对公司的长期增长报有信心，维持对上海汽车的长期买入评级。

表 5: 上海汽车预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	54451	52172	98569	108133	营业收入	312485	381232	438417	491027
应收和预付款项	43125	60659	58738	75037	营业成本	251903	307273	354241	397732
存货	18162	21393	24208	26992	营业税金及附加	8172	11284	12276	13749
其他流动资产	22885	22885	22885	22885	营业费用	21076	24018	27620	30935
长期股权投资	20722	30098	40880	52956	管理费用	11442	14868	16660	18168
投资性房地产	1480	1275	1070	865	财务费用	387	490	598	718
固定资产和在建工程	33171	30356	26653	22115	资产减值损失	1922	253	291	326
无形资产和开发支出	7315	6433	5551	4669	投资收益	8722	9376	10782	12076
其他非流动资产	14336	14330	14324	14324	公允价值变动损益	115	0	0	0
资产总计	215648	239601	292879	327976	他经营损益	571	702	807	904
短期借款	4675	0	0	0	营业利润	26990	33124	38321	42380
应付和预收款项	80332	80586	100979	99681	其他非经营损益	-306	0	0	0
长期借款	8047	8047	8047	8047	利润总额	26684	33124	38321	42380
其他负债	40845	40784	40784	40784	所得税	3852	4275	4957	5455
负债合计	133899	129417	149810	148512	净利润	22833	28850	33364	36925
股本	9242	9242	9242	9242	少数股东损益	9104	11503	13303	14724
资本公积	30085	30085	30085	30085	归属母公司股东净利润	13729	17346	20061	22202
留存收益	26843	43775	63356	85028	EPS (元)®	1.49	1.88	2.17	2.40
归属母公司股东权益	66170	83102	102683	124355	主要财务比率				
少数股东权益	15579	27082	40386	55109	成长能力				
股东权益合计	81749	110184	143069	179465	销售收入增长率	125.01%	22.00%	15.00%	12.00%
负债和股东权益合计	215648	239601	292879	327976	净利润增长率	181.61%	26.35%	15.65%	10.67%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	25073	6260	49144	11232	毛利率	19.39%	19.40%	19.20%	19.00%
税后经营利润	13968	19474	22582	24849	销售净利率	7.31%	7.57%	7.61%	7.52%
折旧与摊销	6186	7655	8005	8299	ROE	20.75%	20.87%	19.54%	17.85%
资产减值损失	1922	253	291	326	偿债能力				
利息费用	530	-612	-1232	-1862	资产负债率	62.09%	54.01%	51.15%	45.28%
存货的减少	-6326	-3231	-2815	-2784	流动比率	1.16	1.36	1.51	1.74
经营性应收项目的减少	-17414	-17533	1920	-16299	速动比率	0.82	0.99	1.17	1.37
经营性应付项目的增加	29428	254	20393	-1298	营运能力				
投资活动现金流量净额	-6930	-4061	-3500	-3000	总资产周转率	1.45	1.59	1.50	1.50
筹资活动现金流量净额	7475	-4478	753	1332	应收账款周转率	9.83	6.95	9.79	7.35
现金流量净额	25576	-2279	46397	9564	存货周转率	13.87	14.36	14.63	14.74

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

® 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

联系人简介:

于军华: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 中国人民大学经济学硕士, CPA, CFA L3 Candidate, 原国家信息中心汽车行业分析师, 5 年汽车咨询行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、华域汽车、海马股份、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、福耀玻璃、江淮汽车等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。