

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

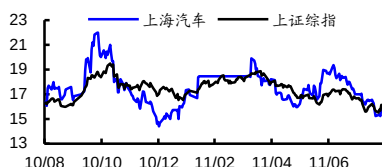
汽车

上海汽车(600104)
推荐

2011 年半年报点评

(上调评级)

2011 年 8 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	9,242/8,521
总市值 (百万元)	147,602/136,087
沪深 300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12 个月最高/最低 (元)	22.00/14.41

相关研究报告:

《上海汽车-600104-资产重组短期增厚有限, 未来发展空间广阔》——2011-4-6

《上海汽车-600104-业绩符合预期, 受益乘用车需求结构分化》——2011-3-31

《上海汽车-600104-盈利释放, 机会来临》——2010-10-20

《上海汽车-600104-2010 年半年报点评: 表现优于行业》——2010-8-26

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

半年报点评

合资品牌推动公司稳健增长

●业绩稳定增长, 符合预期

报告期公司分别实现收入、净利 1838.8、85.8 亿元, 同比分别增长 24.6%、46.1%, 折合 EPS 0.93 元, 扣除非经常性损益后 EPS 0.88 元, 业绩符合预期。

●合资品牌较快增长, 自主、微客面临一定压力

合资品牌较快增长: 上半年上海通用、上海大众销量同比分别增长 27.5%、28.0%, 销量增速远超乘用车行业 5.8% 的平均水平。产能利用率维持高位, 产品结构上升, 盈利较快增长。报告期公司毛利率同比提升 0.6 个百分点至 19.7%, 联、合营企业投资收益同比增长 25.5%, 合资品牌是公司稳健增长的主要动力。

自主品牌、微客面临一定压力: 上半年自主品牌、通用五菱销量同比增速分别为 0.3%、-4.9%, 销量表现低迷, 自主品牌销量 2 季度起明显下滑, 整体表现低于国内自主品牌整体, 而通用五菱表现仍明显优于微客行业整体。

●公司表现仍将超越行业平均, 未来发展空间较大

公司表现仍将超越行业: 2011 年行业整体面临分化, 但公司主要盈利来源上海通用、上海大众产品定位中高端、产品结构逐步提升、产能紧绷, 尽管下半年可能受日系车降价影响, 但销量、盈利表现整体仍将超越行业平均水平。

未来发展空间较大: 公司自主品牌定位中高端、品质优良, 中长期将逐步进入回报期; 增发拟购买资产整体盈利能力较强, 有助公司产业链延伸; 商用车加大投入, 有望在重卡、轻客领域形成竞争优势。公司整体发展空间较大。

●风险提示

汽车行业销量持续低迷, 日系车降价冲击影响盈利。

●维持盈利预测, 上调评级至“推荐”

维持对公司 2011-2013 年 1.88 (8.5x)、2.22 (7.2x)、2.54 (6.3x) 的盈利预测。公司作为国内乘用车龙头, 在行业整体低迷的背景下, 受旗下优质合资品牌支撑, 销量、盈利表现仍将超越行业, 且确定性强, 上调评级至“推荐”。

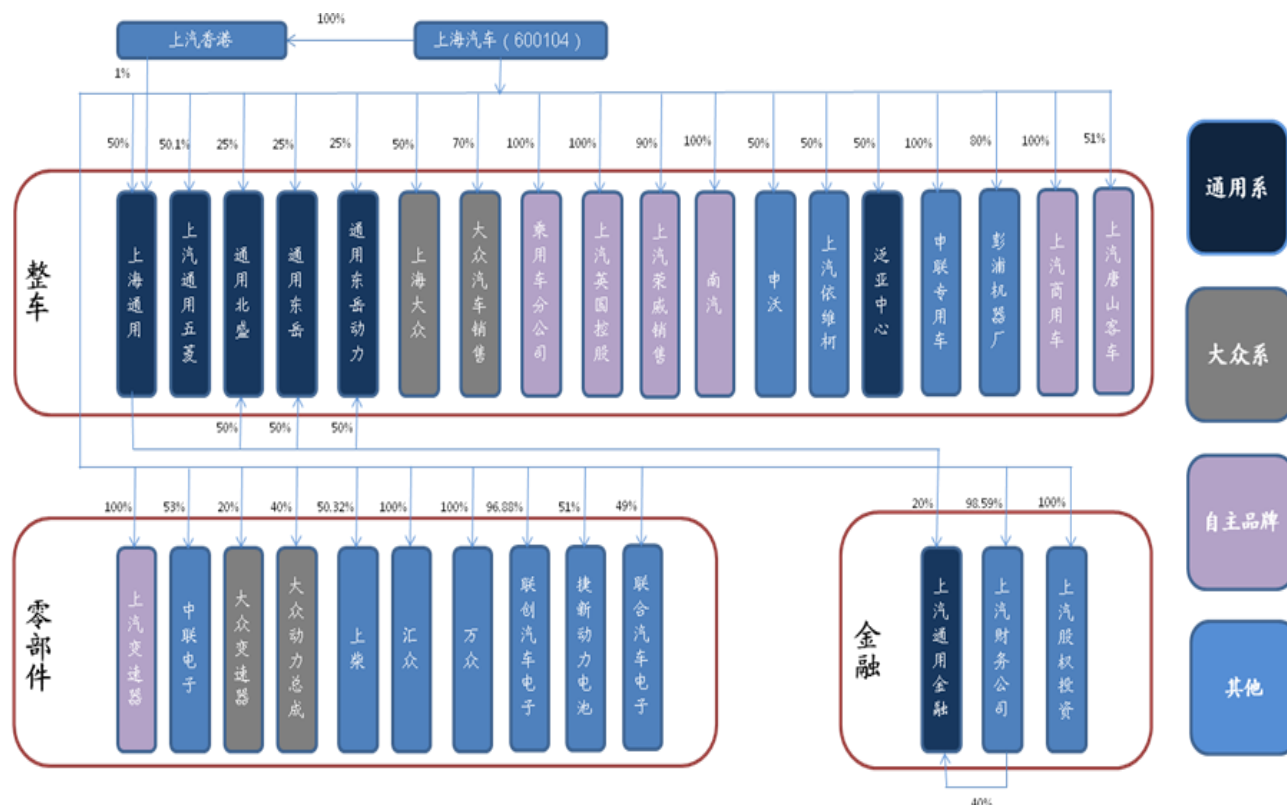
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	138,875	312,485	382,946	450,536	518,792
(+/-%)	31.8%	125.0%	22.2%	17.7%	15.2%
净利润(百万元)	6,592	13,729	17,334	20,481	23,435
(+/-%)	904.6%	108.3%	26.3%	18.2%	14.4%
每股收益 (元)	1.01	1.49	1.88	2.22	2.54
EBIT Margin	6.7%	8.7%	7.0%	7.0%	6.9%
净资产收益率 (ROE)	15.5%	20.8%	22.1%	22.1%	21.5%
市盈率 (PE)	15.9	10.8	8.5	7.2	6.3
EV/EBITDA	10.2	4.8	10.3	8.3	7.8
市净率 (PB)	2.46	2.23	1.88	1.59	1.35

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

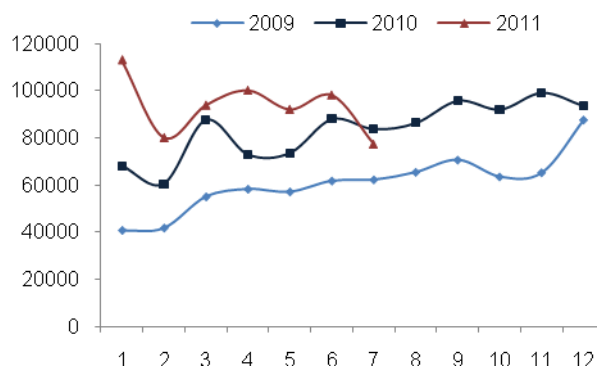
图 1: 上海汽车主要下属企业股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

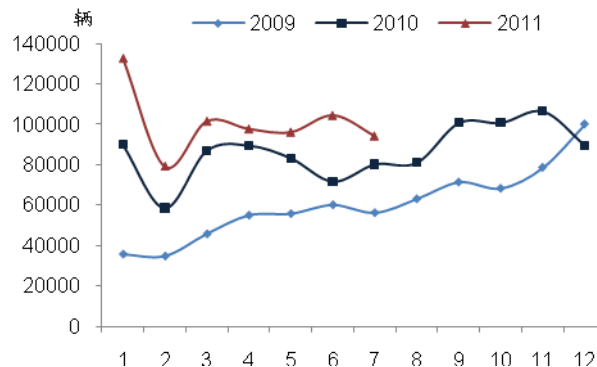
注：上图对部分子公司直接、间接持股比例合并计算。

图 2: 上海大众月销量季节性波动 (2009.1-2011.7)



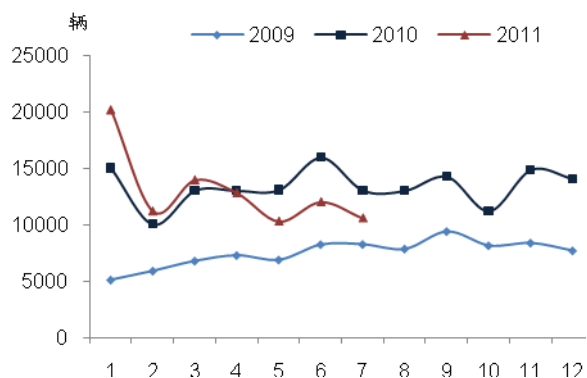
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3: 上海通用月销量季节性波动 (2009.1-2011.7)



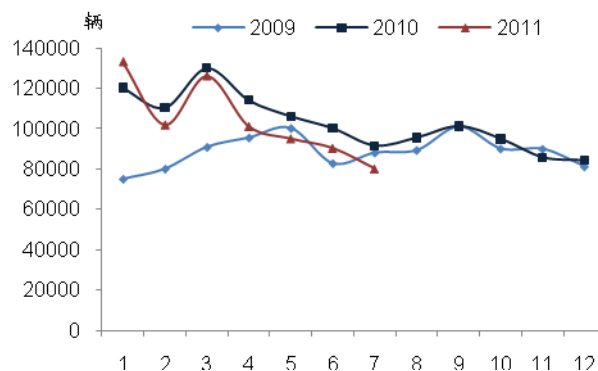
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4: 上汽乘用车月销量季节性波动 (2009.1-2011.7)



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 上汽通用五菱月销量季节性波动 (2009.1-2011.7)



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	61262	72148	74818	108053
应收款项	32314	53507	62952	72489
存货净额	18162	21242	24964	28766
其他流动资产	31476	30636	22527	25940
流动资产合计	145542	179861	187589	237575
固定资产	33171	42461	47061	49004
无形资产及其他	5760	5530	5300	5069
投资性房地产	23647	23647	23647	23647
长期股权投资	20722	20722	20722	20722
资产总计	228842	272221	284319	336018
短期借款及交易性金融负债	9918	5000	5000	5000
应付款项	53817	59476	69900	80544
其他流动负债	68530	88063	62166	71673
流动负债合计	132265	152539	137066	157217
长期借款及应付债券	8047	7817	7817	7817
其他长期负债	6782	6782	6782	6782
长期负债合计	14829	14599	14599	14599
负债合计	147094	167138	151664	171816
少数股东权益	15579	26780	40014	55157
股东权益	66170	78304	92641	109046
负债和股东权益总计	228842	272221	284319	336018

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.49	1.88	2.22	2.54
每股红利	0.64	0.56	0.66	0.76
每股净资产	7.16	8.47	10.02	11.80
ROIC	35%	32%	34%	36%
ROE	21%	22%	22%	21%
毛利率	20%	19%	19%	19%
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%
收入增长	124%	22%	18%	15%
净利润增长率	108%	26%	18%	14%
资产负债率	71%	71%	67%	68%
息率	4.0%	3.5%	4.2%	4.8%
P/E	10.8	8.5	7.2	6.3
P/B	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.9	10.3	8.3	7.8

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	313376	382946	450536	518792
营业成本	251903	309650	365385	420844
营业税金及附加	8172	4021	3379	3891
销售费用	21076	27227	31447	35641
管理费用	11442	15127	18747	22435
财务费用	387	(1201)	(1560)	(2098)
投资收益	8722	10641	12662	14942
资产减值及公允价值变动	(1807)	0	0	0
其他收入	(305)	0	0	0
营业利润	27006	38762	45799	53021
营业外净收支	(321)	0	0	0
利润总额	26684	38762	45799	53021
所得税费用	3852	5427	6412	7953
少数股东损益	9104	16001	18906	21633
归属于母公司净利润	13729	17334	20481	23435

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	13729	17334	20481	23435
资产减值准备	497	(34)	(1888)	0
折旧摊销	6180	3775	4518	4988
公允价值变动损失	1807	0	0	0
财务费用	387	(1201)	(1560)	(2098)
营运资本变动	4964	1725	(22419)	3400
其它	4695	11235	15122	15143
经营活动现金流	31871	34035	15814	46966
资本开支	(19140)	(12800)	(7000)	(6700)
其它投资现金流	(1826)	0	0	0
投资活动现金流	(16263)	(12800)	(7000)	(6700)
权益性融资	9993	0	0	0
负债净变化	867	(230)	0	0
支付股利、利息	(5900)	(5200)	(6144)	(7031)
其它融资现金流	15227	(4918)	0	0
融资活动现金流	15153	(10348)	(6144)	(7031)
现金净变动	30762	10887	2670	33235
货币资金的期初余额	30500	61262	72148	74818
货币资金的期末余额	61262	72148	74818	108053
企业自由现金流	9787	15851	2255	32272
权益自由现金流	25881	11736	3597	34055

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn