



运输设备业/可选消费品

上海汽车 (600104)

业绩快速增长的低估值龙头股

上海汽车 2011 年半年报业绩点评

康凯
0755-23976023
kangkai@gtjas.com
编号 S0880511010009

本报告导读:

1H11 收入 1839 亿元, 同增 25%, 净利 86 亿元, 同增 46%。业绩快速增长, 但是目前 PE 仅 9 倍, 弱势中稳健增长的行业龙头股是低风险标的。目标价 20 元, 增持。

投资要点:

- 2011 年上半年实现收入 1839 亿元, 同增 25%, 净利润 86 亿元, 同增 46%。毛利率 24.6%, 净利率 7.9%, 分别提高 66、69 个 bp。收入增长原因是上海通用今年 1-6 月销辆增长 27%, 今年以来中高档车销售情况好于低档车, 通用的加权平均价格上涨 1.1%。
- 净利增长高于收入原因: 1) 费用率均出现下降, (三费+资产减值损失)/收入合计下降 63 个 bp。2) 投资收益同增 33%。1H11 达到 56 亿元, 增加 14 亿元。上海大众今年的收益增长显著, 1-6 月累计销量 57.69 万辆, 同比增长 38%。和财务公司的理财产品和国债投资到期。
- 1H11, 公司实现国产整车销售 200.5 万辆, 同比增长 12.9%, 国内市场占有率比去年底提高 1.5 个百分点。增速好于市场: 1) 营销工作到位, 发挥新品效应激活市场。2) 积极应对日本地震, 保障零部件供应。3) 狠抓内部管理, 提升运营效率。4) 不同档次车型丰富, 并以今年热销的中高端车型为公司的主要产品。5) 成本管理得当, 克服原材料成本上涨, 盈利水平提升。
- 公司经营活动产生的现金净额 29 亿元, 同降 31%, 原因是今年以来货币政策持续紧缩, 导致上汽财务公司的客户存款和同业存放款减少而发放贷款增加, 同时销售商品收到的现金有所下降。
- 2012 年上海通用产能将增加 17 万辆, 上海大众将新增 38 万辆, 目前它们的产能利用率 150% 多, 产能投放有助保障业绩增长。考虑重组后的情况, 预计 11~12 年 EPS1.8 元、2.18 元。目前 PE9 倍, 认为上海汽车稳健成长对应的 PE 应在 11 倍以上, 目标价 20 元, 增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	139,636	313,376	392,516	454,453	508,492
(+/-)%	32%	124%	25%	16%	12%
经营利润 (EBIT)	2,061	20,478	28,356	35,346	41,332
(+/-)%	303%	894%	38%	25%	17%
净利润	6,592	13,729	19,803	24,019	28,307
(+/-)%	905%	108%	44%	21%	18%
每股净收益 (元)	1.01	1.49	1.80	2.18	2.57
每股股利 (元)	0.05	0.20	0.43	0.52	0.61

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	1.5%	6.5%	7.2%	7.8%	8.1%
净资产收益率 (%)	15.5%	20.7%	18.0%	18.7%	18.9%
投入资本回报率 (%)	3.3%	17.5%	16.4%	16.6%	15.8%
EV/EBITDA	20.7	3.9	2.9	1.6	0.5
市盈率	15.9	10.8	8.9	7.3	6.2
股息率 (%)	0.3%	1.3%	2.7%	3.3%	3.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 19.86

当前价格: 15.97

2011.08.29

交易数据

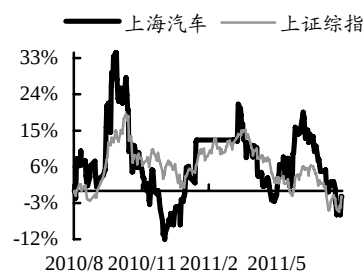
52 周内股价区间 (元)	14.24-22.45
总市值 (百万元)	147,601
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,242/8,521
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	92%
日均成交量 (百万股)	17
日均成交值 (百万元)	306

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	70,723
每股净资产	7.65
市净率	2.1
净负债率	25%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.31	0.41
Q2	0.32	0.37
Q3	0.40	0.54
Q4	0.45	0.48
全年	1.49	1.80

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	1%	2%
相对指数	-5%	6%	2%

相关报告

《自主品牌发展势头良好》	2010.04.02
《业绩增长无悬念 行权预期成看点》	2009.11.02
《与双龙彻底切割 愿利空由此出尽》	2009.08.27
《权证: 行权基本无望 正股: 估值尚属合理》	2009.06.19
《风雨过后见彩霞》	2009.04.28

模型更新时间: 2011.08.28

股票研究

可选消费品

运输设备业

上海汽车 (600104)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 19.86

当前价格: 15.97

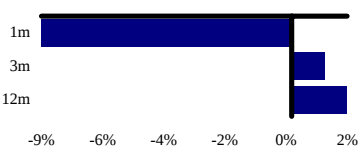
公司网址

www.saicmotor.com

公司简介

公司主营汽车整车, 变速箱、底盘、弹簧、散热器、车灯、制动器、转向机等汽车零部件。2007 年 9 月, 公司资产重组宣告完成, 实现整体上市。主营业务从零部件业务为主转变为整车业务为主, 业务管控模式由投资管控型转变为实体经营与投资管控相结合的新业务模式。公司共有三大业务板块, 一是整车的研发、制造和销售; 二是与整车开发密切相关的零部件, 含动力总成系统、底盘系统和电子系统; 三是汽车金融业务。整体上市完成后, 公司已成为国内资本市场规模最大的汽车企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.24-22.45

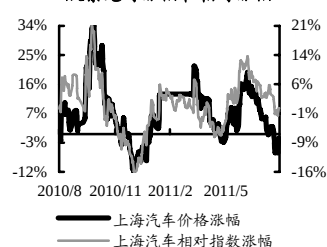
市值 (百万)

147,601

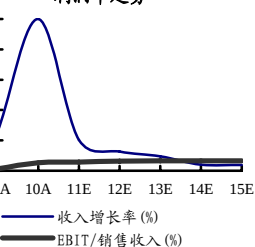
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	139,636	313,376	392,516	454,453	508,492	534,676	560,354
营业成本	121,580	252,223	316,077	363,663	405,226	425,746	446,674
税金及附加	1,465	8,172	7,850	9,089	10,170	10,694	11,207
销售费用	9,789	21,076	26,299	30,221	33,713	35,289	36,983
管理费用	4,750	11,442	13,934	16,133	18,051	18,981	19,893
EBIT	2,061	20,478	28,356	35,346	41,332	43,967	45,597
公允价值变动收益	30	115	0	0	0	0	0
投资收益	8,344	8,722	9,068	10,628	12,024	13,238	14,387
财务费用	579	387	-1,095	-1,724	-2,501	-3,392	-4,575
营业利润	8,431	27,006	38,492	46,686	55,020	59,883	64,450
所得税	489	3,852	5,556	6,739	7,942	8,644	9,303
少数股东损益	1,516	9,104	13,133	15,928	18,772	20,431	21,989
净利润	6,592	13,729	19,803	24,019	28,307	30,809	33,158
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	30,577	62,105	83,504	115,657	160,511	211,446	276,577
其他流动资产	9,940	22,149	23,257	24,419	25,640	26,922	28,268
长期投资	37,185	32,254	47,791	47,791	47,791	47,791	47,791
固定资产合计	18,129	33,171	33,617	34,334	32,463	28,853	14,797
无形及其他资产	6,923	11,600	14,348	17,063	18,788	20,025	21,272
资产合计	138,158	228,842	296,592	349,912	403,629	460,717	518,570
流动负债	79,757	132,265	143,382	161,619	174,124	186,915	197,104
非流动负债	11,637	14,829	14,668	15,524	16,398	16,790	17,203
股东权益	42,462	66,170	109,830	128,129	149,695	173,168	198,430
投入资本(IC)	58,726	100,257	147,660	182,416	223,284	266,219	313,504
现金流量表							
NOPLAT	1,944	17,522	24,263	30,244	35,366	37,621	39,016
折旧与摊销	2,077	6,186	6,899	8,701	11,103	13,104	14,005
流动资金增量	4,928	19,708	-2,860	-296	3,354	-1,992	4,348
资本支出	-3,657	-6,752	-9,756	-12,726	-11,738	-11,250	-1,262
自由现金流	5,291	36,663	18,545	25,923	38,085	37,483	56,106
经营现金流	21,572	24,974	28,919	39,302	50,657	49,796	59,173
投资现金流	-12,285	-6,930	-17,369	-2,099	286	1,988	13,125
融资现金流	-4,154	7,475	8,705	-5,050	-6,089	-849	-7,167
现金流净增加额	5,134	25,519	20,255	32,153	44,854	50,935	65,131
财务指标							
成长性							
收入增长率	31.9%	124.4%	25.3%	15.8%	11.9%	5.1%	4.8%
EBIT 增长率	303.4%	893.6%	38.5%	24.7%	16.9%	6.4%	3.7%
净利润增长率	904.6%	108.3%	44.2%	21.3%	17.9%	8.8%	7.6%
利润率							
毛利率	12.9%	19.5%	19.5%	20.0%	20.3%	20.4%	20.3%
EBIT 率	1.5%	6.5%	7.2%	7.8%	8.1%	8.2%	8.1%
净利润率	4.7%	4.4%	5.0%	5.3%	5.6%	5.8%	5.9%
收益率							
净资产收益率(ROE)	15.5%	20.7%	18.0%	18.7%	18.9%	17.8%	16.7%
总资产收益率(ROA)	4.8%	6.0%	6.7%	6.9%	7.0%	6.7%	6.4%
投入资本回报率(ROIC)	3.3%	17.5%	16.4%	16.6%	15.8%	14.1%	12.4%
运营能力							
存货周转天数	24	19	25	28	28	28	28
应收账款周转天数	9	4	7	11	11	11	11
总资产周转天数	322	214	244	260	270	295	319
净利润现金含量	3.27	1.82	1.46	1.64	1.79	1.62	1.78
资本支出/收入	3%	2%	2%	3%	2%	2%	0%
偿债能力							
资产负债率	66.2%	64.3%	53.3%	50.6%	47.2%	44.2%	41.3%
净负债率	-44.5%	-66.6%	-68.2%	-83.2%	-100.8%	-117.2%	-135.1%
估值比率							
PE	15.9	10.8	8.9	7.3	6.2	5.7	5.3
PB	2.5	2.2	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	20.7	3.9	2.9	1.6	0.5	-0.4	-1.5
P/S	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
股息率	0.0%	0.0%	2.7%	3.3%	3.8%	4.2%	4.5%

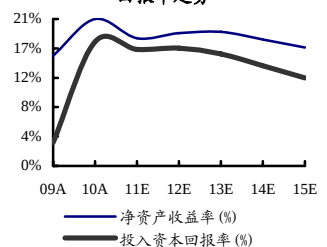
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

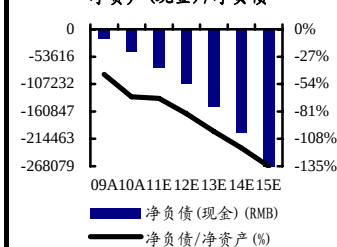


表 1: 上海汽车下属公司产能情况

产能 (辆)	持股比例	2010 年	2011 年	2012 年
子公司				
上汽乘用车	100.0%	300,000	300,000	450,000
上海通用	51.0%	740,000	740,000	910,000
上汽通用五菱	50.1%	650,000	900,000	1,220,000
上海汇众	100.0%	25,000	25,000	25,000
韩国双龙汽车	0.0%	-	-	-
合营公司				
上海大众	50.0%	650,000	650,000	1,030,000
上海申沃客车	50.0%	5,000	5,000	5,000
南京依维柯	50.0%	140,000	140,000	140,000
上汽依维柯红岩	50.0%	40,000	40,000	40,000

数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

表 2: 上海大众、上海通用、上汽自主乘用车分品牌销售情况

公司	车型	2011-6	6 月同比	6 月环比	6 月份额	2011 年 1-6 月	累计同比	1-6 月份额
上海大众		98,023	47%	7%		576,851	38%	
1	朗逸	22,980	7%	2%	23%	131,626	10%	23%
2	帕萨特	13,353	18%	81%	14%	63,834	-5%	11%
3	桑塔纳	10,467	58%	5%	11%	56,627	31%	10%
4	明锐	10,185	-5%	-2%	10%	62,548	23%	11%
5	途观	8,863	9%	-3%	9%	62,564	188%	11%
上海通用		104,245	48%	8%		608,522	27%	
1	凯越	22,888	75%	18%	22%	121,419	17%	20%
2	科鲁兹	16,885	52%	19%	16%	102,594	17%	17%
3	新赛欧	13,935	22%	2%	13%	84,044	86%	14%
4	乐风	10,415	53%	6%	10%	57,157	21%	9%
5	新君越	7,959	9%	2%	8%	57,743	8%	9%
上汽自主		12,015	-27%	18%		81,760	-6%	
1	荣威 350	4,372	-19%	5%	36%	34,801	227%	43%
2	荣威 550	2,792	-62%	54%	23%	22,627	-52%	28%
3	MG 3	2,530	295%	19%	21%	8,403	25%	10%

数据来源: 中汽协、国泰君安证券研究

表 3: 上海大众、上海通用、上汽自主乘用车分级别销售情况

公司	级别	2011-6	6 月同比	6 月环比	6 月份额	2011 年 1-6 月	累计同比	1-6 月份额
上海大众								
1	A00	-	-	-	0%	-	-	0%
2	A0	18,042	284%	7%	18%	103,091	40%	18%
3	A	51,755	33%	-2%	53%	307,738	-5%	53%
4	B	16,036	15%	40%	16%	90,670	-3%	16%
5	C	-	-	-	0%	-	-	0%
6	D	-	-	-	0%	-	-	0%
7	SUV	8,863	9%	-3%	9%	62,564	-	11%

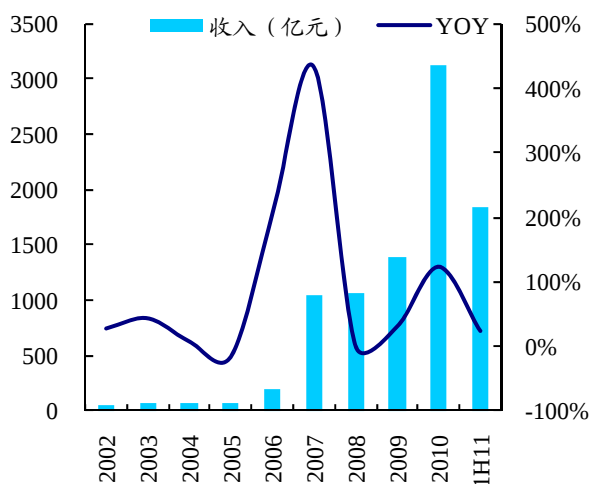
8	MPV	3,327	308%	105%	3%	12,788	-2%	2%
上海通用								
1	A00	-	-	-	0%	-	-	0%
2	A0	13,069	92%	33%	13%	59,817	-30%	10%
3	A	63,282	59%	7%	61%	374,567	46%	62%
4	B	16,596	4%	-1%	16%	115,860	-32%	19%
5	C	830	59%	-12%	1%	4,642	-49%	1%
6	D	203	1%	11%	0%	1,261	-69%	0%
7	SUV	3,671	98%	21%	4%	17,858	337%	3%
8	MPV	6,594	28%	9%	6%	37,177	3%	6%
上汽自主								
1	A00	2,530	295%	19%	3%	9,623	135%	2%
2	A0	-	-	-	0%	-	-	0%
3	A	7,164	-47%	20%	7%	69,886	9%	12%
4	B	2,321	-6%	12%	2%	124,503	43%	22%
5	C	-	-	-	0%	-	-	0%
6	D	-	-	-	0%	-	-	0%
7	SUV	-	-	-	0%	-	-	0%
8	MPV	-	-	-	0%	-	-	0%

数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

公司	价位	2011-6	6 月同比	6 月环比	6 月份额	2011 年 1-6 月	累计同 比	1-6 月份额
上海大众								
1	4 万以下	-	-	-	0%	-	-	0%
2	4-6 万	-	-	-	0%	-	-	0%
3	6-8 万	10,467	58%	5%	11%	56,627	2%	10%
4	8-10 万	5,105	44%	29%	5%	25,431	40%	4%
5	10-12 万	21,060	1743%	-8%	21%	134,597	-17%	23%
6	12-15 万	22,980	7%	2%	23%	131,626	12%	23%
7	15-20 万	13,512	18%	12%	14%	75,336	19%	13%
8	20-25 万	16,036	15%	40%	16%	90,670	-3%	16%
9	25-30 万	8,863	9%	-3%	9%	62,564	-	11%
10	30 万以上	-	-	-	0%	-	-	0%
上海通用								
1	4 万以下	-	-	-	0%	-	-	0%
2	4-6 万	-	-	-	0%	-	-	0%
3	6-8 万	13,935	22%	2%	13%	84,044	-	14%
4	8-10 万	13,069	92%	33%	13%	59,817	-30%	10%
5	10-12 万	-	-	-	0%	-	-	0%
6	12-15 万	39,773	65%	19%	38%	224,013	-8%	37%
7	15-20 万	11,707	70%	-22%	11%	86,769	72%	14%
8	20-25 万	6,504	8%	8%	6%	37,859	-17%	6%
9	25-30 万	15,914	16%	5%	15%	100,355	-1%	16%
10	30 万以上	3,343	145%	14%	3%	18,325	7%	3%
上汽自主								
1	4 万以下	-	-	-	0%	-	-	0%

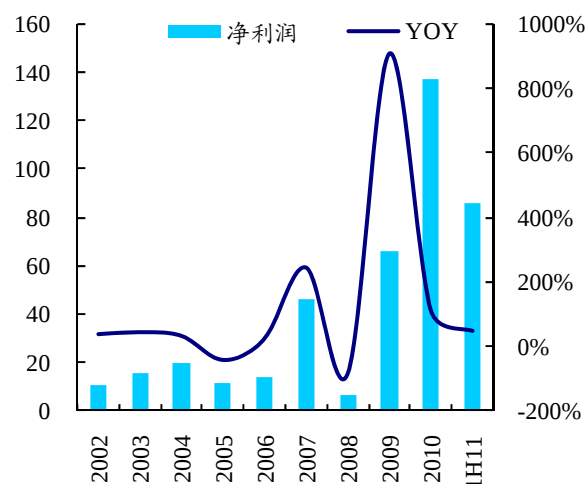
2	4-6 万	-	-	-	0%	-	-	0%
3	6-8 万	2,530	295%	1900/01	3%	9,623	135%	2%
4	8-10 万	-	-	-	0%	-	-	0%
5	10-12 万	4,372	-19%	1900/01	4%	-	-	0%
6	12-15 万	-	-	-	0%	-	-	0%
7	15-20 万	2,792	-62%	1900/01	3%	57,098	-49%	10%
8	20-25 万	2,321	-6%	1900/01	2%	124,503	43%	22%
9	25-30 万	-	-100%	-	0%	12,788	-100%	2%
10	30 万以上	-	-	-	0%	-	-	0%

图 1: 上海汽车营业收入与增速



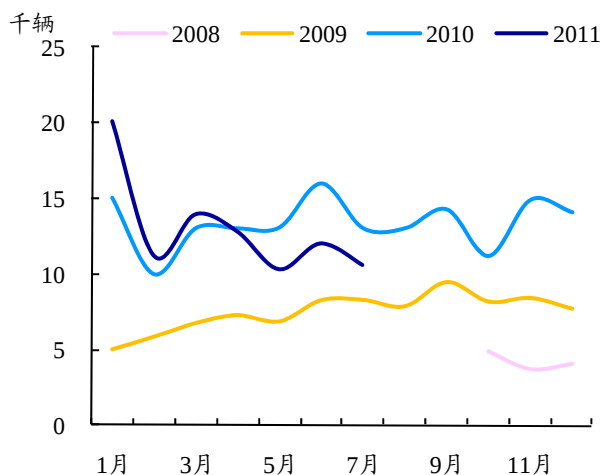
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 上海汽车净利润与增速



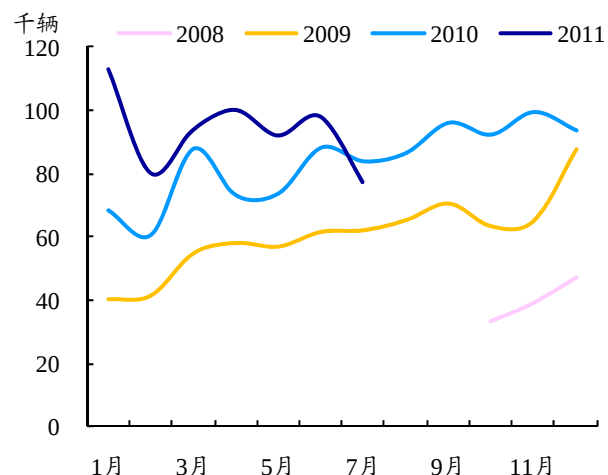
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 上汽乘用车月度销量数据



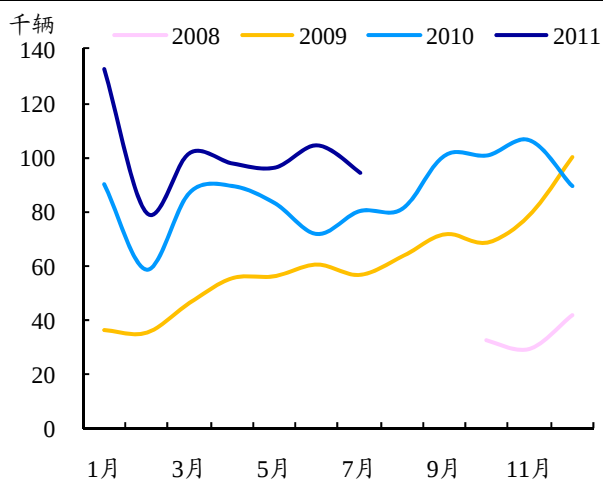
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 上海大众月度销量数据



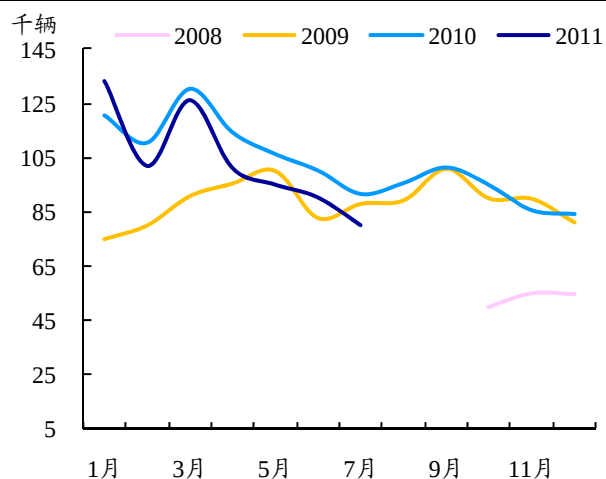
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5：上海通用月度销量数据



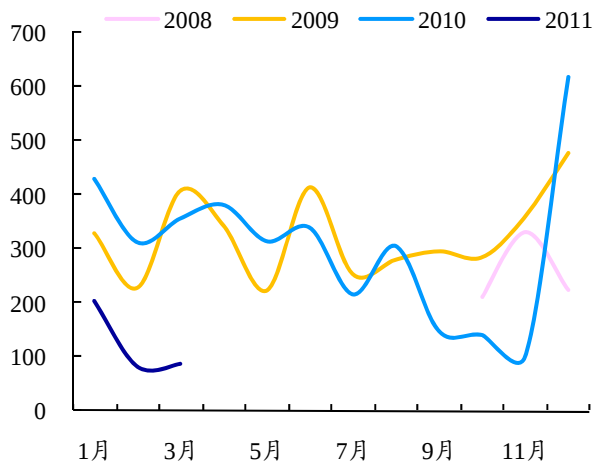
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6：上汽通用五菱月度销量数据



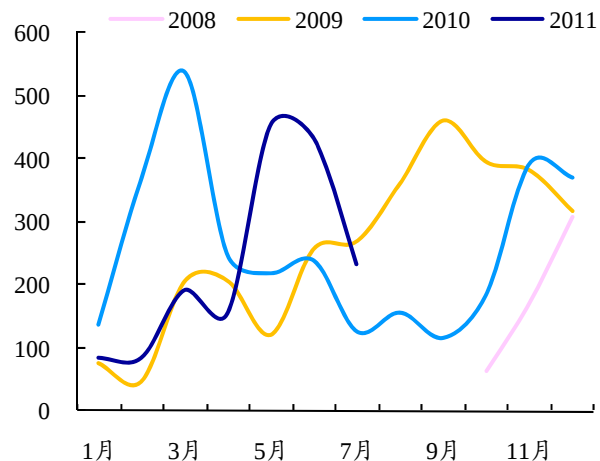
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7：上海汇众月度销量数据



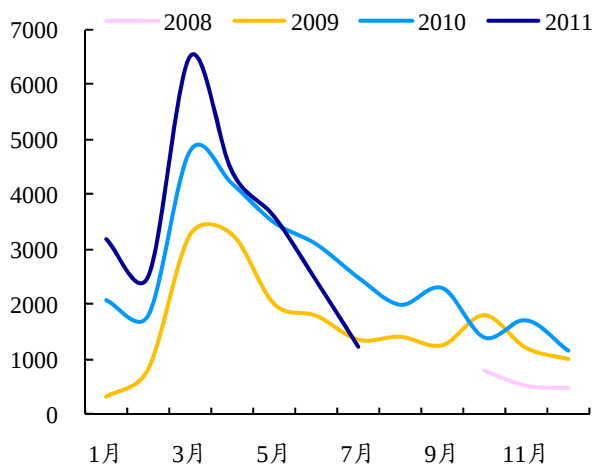
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 8：上海申沃客车月度销量数据



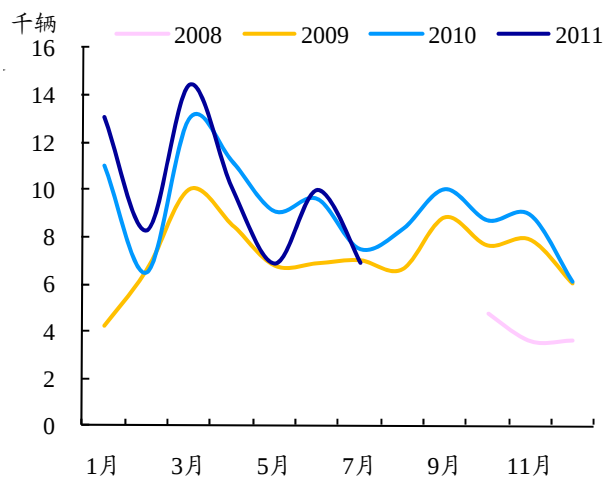
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 9：上汽依维柯红岩商用车月度销量数据



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 10：南京依维柯月度销量数据



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

作者简介:**康凯:**

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

白晓兰（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110030026

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

汽车研究员。复旦大学世界经济硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009-2011 年国泰君安证券建筑建材助理研究员。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		