

乘用车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 15.97元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2612.19
总股本(百万)	9242
流通股本(百万)	8521
流通市值(亿)	1361
EPS (TTM)	1.66
每股净资产(元)	8.84
资产负债率	64.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海汽车	-8.59	1.14	-12.51
上证综合指数	-3.36	-4.54	-9.25



相关报告

《上海汽车-把握业绩确定性, 等待估值提升点》2011-8-3

《上海汽车-结构分化加速洗牌, 品牌优势扩大盈利》2011-4-28

《上海汽车-通过对上海大众和上海通用经营数据的独到分析, 坚定看好上海汽车的投

上海汽车

600104

强烈推荐

低估值反映盈利担忧、再出发等待需求信心

公司8月29日公布11年中报, 实现收入1832亿元, 同比增长25%, 归属母公司利润85.76亿元, 同比增长46%, 每股EPS为0.93元, 符合我们之前预测的中报业绩在0.93左右。预计全年eps为1.90元, 维持“强烈推荐”评级。

我们认为, 11年行业增速低于预期已成定局(<5%), 但12年增速将较为乐观(>10%), 公司业绩增速超过30%, 股价却受制11年行业增速, 严重低估, PE低于08年年底8.4倍, PB接近两年来的低点2倍, 随着明年经济趋势明朗, 投资者明确12年增速预期时, 股价上涨趋势将形成。

投资要点:

- **11年增速<5%, 12年将超10%, 3季度末探底, 中期布局正逢其时。**我们认为11年汽车行业增速<5%, 影响因素包括: 政策退出透支需求, 10年基数较高; 限购和日本地震抑制销量实现; 经济悲观预期压制投资和消费热情。我们认为12年汽车消费负面因素少, 需求将正常释放; 预计随着中报披露及销量数据公布, 行业将在3季度末实现探底。
- **11年汽车增速回调, 品牌竞争主导, 中高端合资品牌与低端自主品牌冰火两重天, 公司品牌市场优势支撑稳定增长。**公司上半年实现汽车销量200万辆, 同比增长13%, 但是产品结构明显向高档合资品牌上移, 上海大众和上海通用分别实现销量58万辆和61万辆, 同比增长28.0%和27.5%, 在公司狭义乘用车的占比由10年的54%大幅提升至62%, 盈利能力大幅提升!
- **高速发展中, 积极转型加快战略布局, 未来市场领先一步。**合资品牌加大在华投入力度, 同时自主品牌积累成熟, 乘用车、重卡、轻卡、轻客业务全领域扩张企图明显, 快速挺进600万规模, 谋划全球霸业; 新能源汽车的多条路线技术储备充足, 新能源汽车渗透切换过程中, 领先优势将更明显, 份额领先将扩大化。
- **投资建议:** 预计公司11~13年实现收入3793亿、4417亿和5194亿, 归属于母公司净利润为176亿、200亿和237亿, 每股EPS为1.90、2.16和2.56元, 我们给予公司11年15倍估值, 目标价28元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 宏观经济放缓打击汽车消费情绪, 汽车市场需求下滑将影响公司业绩不达预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	312485	379288	441697	519371
同比(%)	125%	21%	16%	18%
归属母公司净利润(百万元)	13729	17564	19977	23684
同比(%)	108%	28%	14%	19%
毛利率(%)	19.4%	19.8%	19.8%	19.8%
ROE(%)	20.7%	21.4%	19.6%	18.9%
每股收益(元)	1.49	1.90	2.16	2.56
P/E	14.70	11.49	10.10	8.52
P/B	3.05	2.46	1.98	1.61
EV/EBITDA	4	3	3	3

资料来源: 中投证券研究所

一、中报概述

11 年 1-6 月份,实现收入 1832 亿元,同比增长 25%,归属母公司利润 85.76 亿元,同比增长 46%,每股 EPS 为 0.93 元,符合我们之前的预测。

收入构成中,上海通用贡献收入 760 亿元,上海大众贡献收入 720 亿元;净利润构成中,投资收益中,包括上海大众整车的 40 亿元、零部件的 6.5 亿和汽车金融的 2 亿元,上海通用的净利润贡献接近 50 亿元。

从销量结果来看,上海通用和上海大众在品牌竞争及日系受地震冲击背景下,实现份额扩张,增长较好;上汽通用五菱、南维柯和上汽乘用车受鼓励政策推出影响,出现负增长和不增长;上菲红延续全年以来重卡的投资过热,预计全年增速将会回归至个位数。

表 1 上海汽车半年销量情况 (2010H、2011H)

	2011H	2010H1	同比
上海大众	576,851	450,679	28.00%
上海通用	612,072	480,005	27.51%
上汽乘用车	80,395	80,170	0.28%
上汽通用五菱	647,781	681,198	-4.91%
上海申沃	1,403	1,749	-19.78%
上菲红	22,707	19,402	17.03%
南维柯	62,815	60,446	3.92%
合计	2,004,024	1,773,649	12.99%

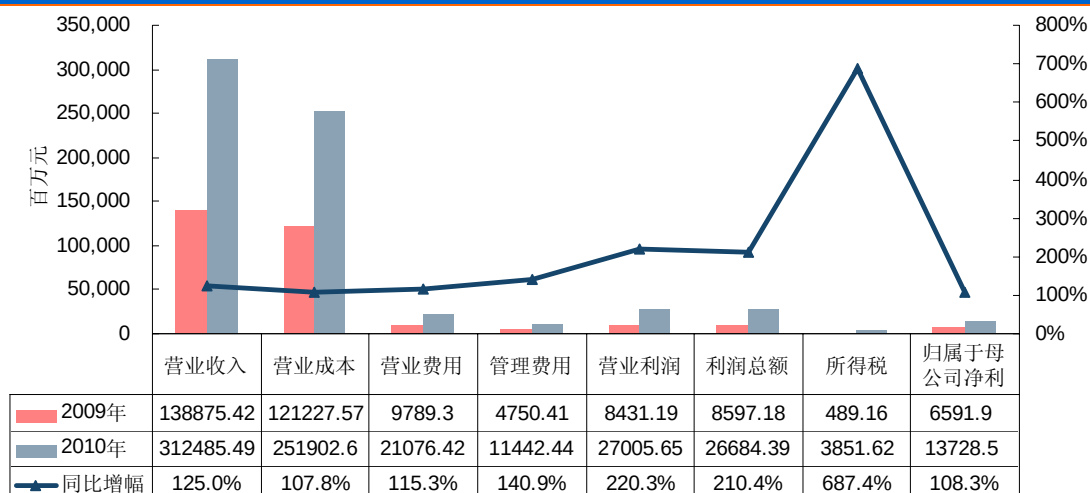
资料来源:上海汽车产销快讯、中投证券研究所

表 2 上海汽车的季度盈利性数据 (09Q3-11Q2)

财务指标(百万)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	环比	同比
营业总收入	37,712	39,898	62,655	84,417	81,330	84,084	96,397	86,841	-9.9%	2.9%
营业成本	32,708	35,115	50,899	68,121	65,244	67,638	76,608	70,475	-8.0%	3.5%
营业费用	2,753	2,768	4,078	5,192	5,261	6,546	6,773	4,630	-31.6%	-10.8%
管理费用	1,200	1,466	2,738	3,290	3,165	2,249	3,592	3,491	-2.8%	6.1%
财务费用	142	95	117	73	221	-25	136	-1	-100.6%	-101.1%
营业利润	3,098	2,928	5,482	7,251	7,397	6,876	9,456	8,593	-9.1%	18.5%
利润总额	3,090	3,045	5,508	7,061	7,410	6,705	9,546	8,491	-11.1%	20.3%
所得税	177	44	776	1,213	1,126	737	1,725	1,826	5.8%	50.5%
净利润	2,528	2,618	2,877	2,993	3,713	4,145	4,502	4,074	-9.5%	36.1%
EPS	0.39	0.40	0.44	0.35	0.44	0.45	0.49	0.44	-10.2%	25.7%
毛利率	13.3%	12.0%	18.8%	19.3%	19.8%	19.6%	20.5%	18.8%	-8.2%	-2.4%
营业费用率	7.3%	6.9%	6.5%	6.1%	6.5%	7.8%	7.0%	5.3%	-24.1%	-13.3%
管理费用率	3.2%	3.7%	4.4%	3.9%	3.9%	2.7%	3.7%	4.0%	7.9%	3.2%
营业利润率	8.2%	7.3%	8.7%	8.6%	9.1%	8.2%	9.8%	9.9%	0.9%	15.2%
实际所得税率	5.7%	1.4%	14.1%	17.2%	15.2%	11.0%	18.1%	21.5%	19.0%	25.2%

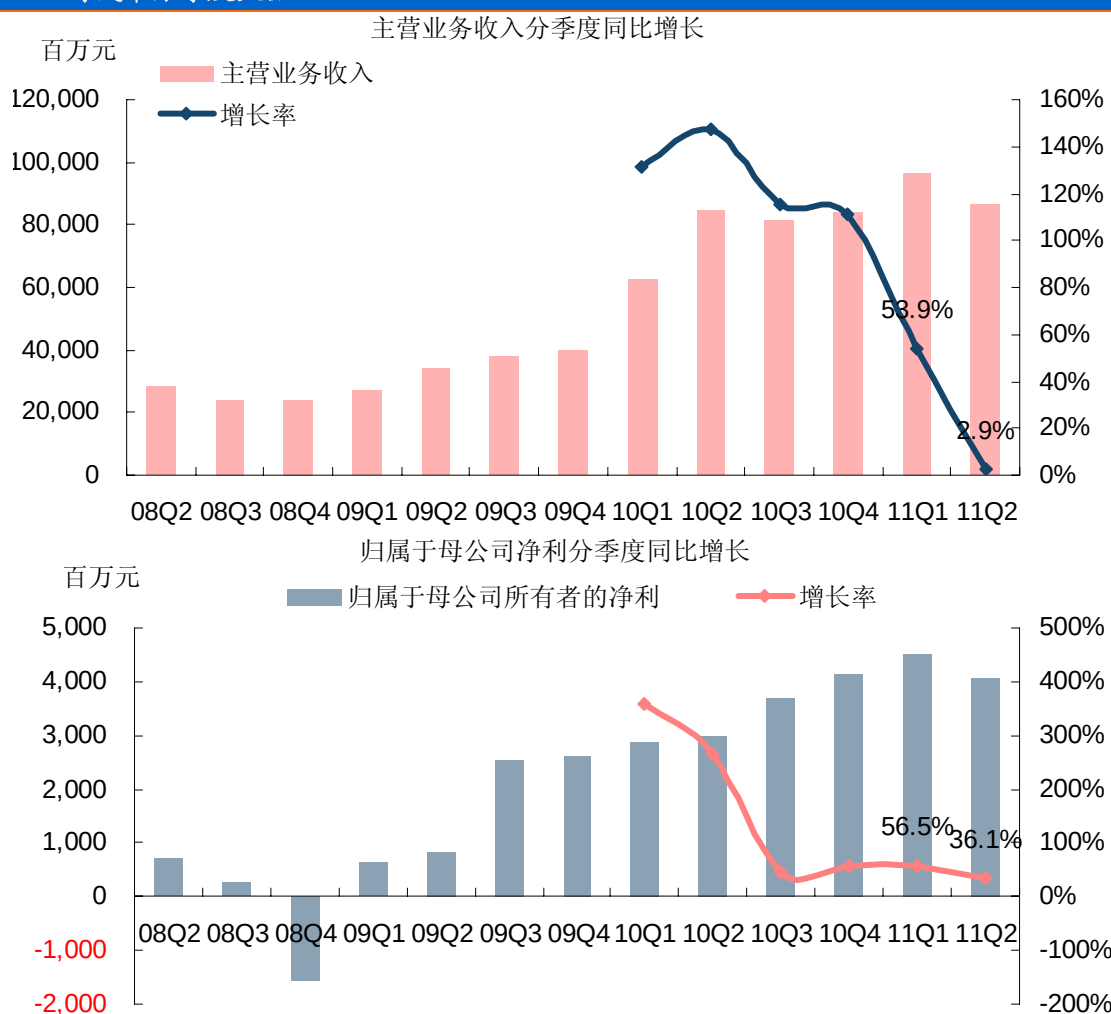
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 上海汽车近期年度报告数据（2009 vs 2010）



资料来源：上海汽车历年报表、中投证券研究所

图 2 上海汽车分季度数据



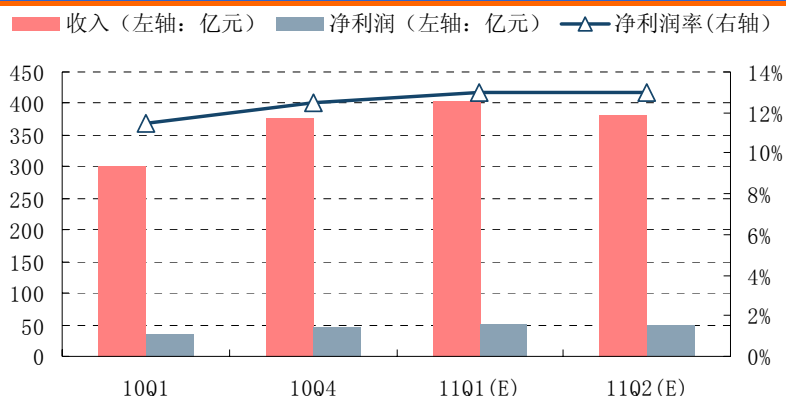
资料来源：上海汽车历年报表、中投证券研究所

二、上海通用财务数据简析

上海通用：上海汽车核心合营子公司，上海汽车持股比例 51%；上海通用持有上海通用东岳、上海通用东岳动力总成、上海通用北盛各 50%的股权并实际控制三家公司的财务和经营决策，上海汽车与通用（中国）持有该三公司各 25%的股权。

上海通用作为优质的中高端乘用车企业，利润率一直保持稳健，受益近几年汽车市场的持续增长，净利率率从 2008 年的 5.52%攀升至现在的 13%左右。

图 3 上海通用季节毛利率及净利率率



注：上海通用净利率率实际为归属母公司净利率率，扣除东岳动力、东岳和北盛的少数股东损益

资料来源：公司资料，中投证券研究所

根据乘联会数据，上海通用 2 季度销售数据表现稳定，实现同比增长 22%，环比下降 4.9%，通用品牌在行业销量增速下滑背景，仍然持续实现份额扩张。

表 3 上海通用 11 年 1 季度销量数据表现

	10Q2	11Q1	11Q2	季度同比	季度环比
科鲁兹	41,101	56,754	45,830	11.5%	-19.2%
新君越	28,702	30,536	27,209	-5.2%	-10.9%
新君威	21,534	19,196	18,629	-13.5%	-3.0%
君越	18	0	0	-100.0%	#DIV/0!
凯越	49,727	61,194	60,224	21.1%	-1.6%
英朗 XT	12,421	8,142	9,903	-20.3%	21.6%
英朗 GT	487	26,648	21,817	4379.9%	-18.1%
GL8	15,977	17,760	19,417	21.5%	9.3%
赛欧	26,904	43,832	40,211	49.5%	-8.3%
爱唯欧	0	0	2,654	#DIV/0!	#DIV/0!
乐骋	1,636	0	0	-100.0%	#DIV/0!
乐风	23,398	26,632	30,524	30.5%	14.6%
景程	14,373	11,617	8,642	-39.9%	-25.6%
荣御	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!
林荫大道	695	266	616	-11.4%	131.6%
凯迪拉克	4,304	6,552	7,526	74.9%	14.9%

斯帕可	0	580	179	#DIV/0!	-69.1%
萨博	4	3	0	-100.0%	-100.0%
科迈罗	0	0	181	#DIV/0!	#DIV/0!
昂科雷	2,007	1,974	1,388	-30.8%	-29.7%
科帕奇	1,366	1,965	3,471	154.1%	76.6%
total	244,654	313,651	298,421	22.0%	-4.9%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

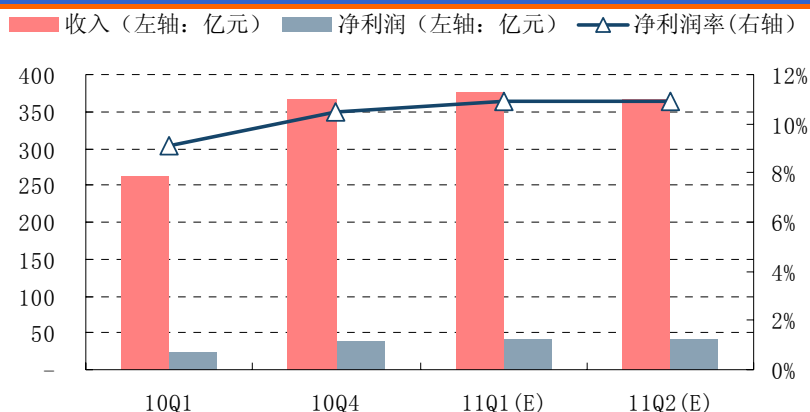
通过历史回溯，结合净利润情况，我们预测上海通用 11 年 2 季度归属于母公司净利润达到 50 亿元。上海通用在销量大增 22.0% 的背景下，产品结构变化不大，收入规模接近 383.17 亿元，利润率 13%，归属于母公司净利润接近 50 亿元。

三、上海大众财务数据简析

上海大众：上海汽车核心合营子公司，上海汽车持股比例 50%。

上海大众作为优质的中高端乘用车企业，作为老牌乘用车品牌，利润率从高峰回落，近年随着本土化开发的成功，以及高端 SUV 的投放旺销，净利润率从 2005 年的 2.21% 快速攀升至现在的 9.70% 以上。

图 4 上海大众季节毛利率及净利润率



资料来源：公司资料，中投证券研究所

根据乘联会数据，上海大众 2 季度销售保持较高水平。2 季度上海大众销量同比增长 13%，环比小幅下滑 2.6%。

表 4 上海大众 11 年 1 季度销量数据表现

	10Q2	11Q1	11Q2	季度同比	季度环比
桑塔纳	22,390	26,726	25,188	12.5%	-5.8%
桑塔纳志俊	19,837	28,091	26,291	32.5%	-6.4%
朗逸	61,971	61,218	65,625	5.9%	7.2%
帕萨特	35,080	32,000	30,563	-12.9%	-4.5%
波罗	32,147	35,403	31,934	-0.7%	-9.8%
途安	7,467	6,414	6,581	-11.9%	2.6%
途观	16,398	32,399	29,111	77.5%	-10.1%
明锐	20,478	28,704	28,841	40.8%	0.5%

晶锐	10,192	10,110	10,257	0.6%	1.5%
昊锐	9,857	12,824	12,401	25.8%	-3.3%
total	235,817	273,889	266,792	13.1%	-2.6%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

通过历史回溯，结合净利润情况，我们预测上海大众 11 年 1 季度归属于母公司净利润达到 40 亿元。上海通用在销量大增 29.7% 的背景下，产品结构上升明显，单车售价与单车净利提升较快，收入规模接近 365 亿元，利润率 11% 左右，归属于母公司净利润接近 40 亿元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	145542	156268	221208	279562	营业收入	312485	379288	441697	519371
现金	61262	61262	108607	153976	营业成本	251903	304018	354426	416413
应收账款	3482	4227	7644	6861	营业税金及附加	8172	9919	11552	13583
其它应收款	528	582	1037	955	营业费用	21076	25582	30124	35421
预付账款	10811	13048	14703	17673	管理费用	11442	13889	16174	19018
存货	18162	21924	25588	30045	财务费用	387	-1244	-2000	-3745
其他	51296	55225	63629	70052	资产减值损失	1922	1500	1500	1500
非流动资产	83301	83610	86610	87006	公允价值变动收益	115	115	115	115
长期投资	20722	20722	20552	20523	投资净收益	8722	8722	8722	8722
固定资产	28494	29520	29815	28454	营业利润	27006	34461	38760	46018
无形资产	5760	7858	9956	12053	营业外收入	411	411	411	411
其他	28324	25509	26287	25975	营业外支出	732	732	341	393
资产总计	228842	239878	307819	366568	利润总额	26684	34139	38830	46036
流动负债	132265	114955	148913	167638	所得税	3852	4928	5605	6645
短期借款	4675	12731	8834	15581	净利润	22833	29212	33225	39391
应付账款	53285	61324	72278	85666	少数股东损益	9104	11648	13248	15707
其他	74305	40900	67801	66392	归属母公司净利润	13729	17564	19977	23684
非流动负债	14829	15696	16338	17318	EBITDA	33512	36884	40646	46353
长期借款	2530	3397	4264	5132	EPS (元)	1.49	1.90	2.16	2.56
其他	12299	12299	12074	12186	主要财务比率				
负债合计	147094	130651	165251	184956	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	15579	27227	40475	56181	成长能力				
股本	9242	9242	9242	9242	营业收入	125.0%	21.4%	16.5%	17.6%
资本公积	30085	30085	30085	30085	营业利润	220.3%	27.6%	12.5%	18.7%
留存收益	26843	42559	62536	85758	归属于母公司净利润	108.3%	27.9%	13.7%	18.6%
归属母公司股东权益	66170	82000	102093	125430	获利能力				
负债和股东权益	228842	239878	307819	366568	毛利率	19.4%	19.8%	19.8%	19.8%
现金流量表					净利率	4.4%	4.6%	4.5%	4.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	20.7%	21.4%	19.6%	18.9%
经营活动现金流	24974	-12130	45197	29871	ROIC	-906.9	75.0%	156.6%	167.5%
净利润	22833	29212	33225	39391	偿债能力				
折旧摊销	6120	3667	3887	4080	资产负债率	64.3%	54.5%	53.7%	50.5%
财务费用	387	-1244	-2000	-3745	净负债比率	8.46%	16.36%	11.10%	14.03%
投资损失	-8722	-8722	-8722	-8722	流动比率	1.10	1.36	1.49	1.67
营运资金变动	5689	-36419	20424	-1501	速动比率	0.95	1.16	1.30	1.48
其它	-1332	1375	-1617	367	营运能力				
投资活动现金流	-6930	3813	3783	4298	总资产周转率	1.70	1.62	1.61	1.54
资本支出	7183	2000	2000	1500	应收账款周转率	82	98	74	71
长期投资	-10057	0	0	0	应付账款周转率	6.51	5.31	5.31	5.27
其他	-9804	5813	5783	5798	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	7475	8318	-1634	11200	每股收益(最新摊薄)	1.49	1.90	2.16	2.56
短期借款	2930	8055	-3897	6747	每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	-1.31	4.89	3.23
长期借款	867	867	867	867	每股净资产(最新摊薄)	7.16	8.87	11.05	13.57
普通股增加	2691	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	7738	0	0	0	P/E	14.70	11.49	10.10	8.52
其他	-6752	-605	1395	3586	P/B	3.05	2.46	1.98	1.61
现金净增加额	25477	0	47345	45369	EV/EBITDA	4	3	3	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434