

乘用车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12 个月目标价: 22.80 元

当前股价: 15.89 元

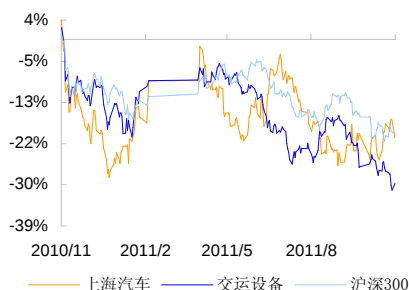
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2509.80
总股本(百万)	9242
流通股本(百万)	8521
流通市值(亿)	1417
EPS	1.49
每股净资产(元)	7.16
资产负债率	64.28%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海汽车	4.07	-2.12	-7.74
交运设备	4.53	-12.35	-17.87
沪深 300 指数	7.07	-6.47	-13.93



相关报告

上海汽车-竞争优势推升销量, 业绩稳定凸显价值——三季报点评 2011-10-27

上海汽车-低估值反映盈利担忧、再出发等待需求信心 2011-08-29

上海汽车

600104

强烈推荐

增速如期回调, 坚定价值判断——10 月产销点评

公司 11 月 8 日公告 10 月产销快讯: 合计销售 34.34 万辆 (同比+11%, 环比-9%), 10 月新的补贴政策导致提前消费, 环比下滑明显。上海通用 (同比+6.5%, 10.74 万辆) 和上海大众 (同比+9.0%, 10.04 万辆) 增速回调明显; 上汽乘用车 (同比+7.0%) 与上汽通用五菱 (同比+19.2%) 有所恢复; 重卡行业上的菲红 (同比-20.2%) 销量依然低迷。

我们认为: 1、汽车景气高峰在 13-14 年必将再现, 来自于汽车消费和经济周期的叠加; 2、需求平淡和竞争加剧促使行业盈利能力回归平稳, 行业仍将平稳增长; 3、品牌竞争持续推动市场分化, 行业利润流入龙头公司; 4、上海汽车股价中长期投资价值显现。

投资要点:

- 汽车行业下一个景气高峰最迟在 13-14 年出现, 根源来自于汽车消费和经济周期的叠加。我国 02-03 年、06-07、09-10 年景气高峰来自于新车需求和换车需求 (4 年一换) 的释放, 同时经济周期向上带来的财富效应也将明显助推汽车消费; 我们认为, 下一个汽车景气高峰预计最迟在 13-14 年出现。
- 11 年回调, 12 年平稳值得期待。我们认为汽车消费需求刚性较强 (限购说明了需求的旺盛), 12 年汽车消费回归合理, 汽车增速 (10%) > GDP 增速, 乘用车增速 (12%) > 行业增速。行业竞争维持分化: 优势公司业绩稳定, 弱势公司处于谷底。
- 上海汽车价值兼顾周期性和成长性。把握上海汽车作为周期性的波段交易机会, 同时上海汽车中长期向上的成长性毋庸置疑。目前汽车公司的估值风险基本释放, 整车和总成零部件处于 8-10 倍, 优秀龙头汽车公司的股价进入中长期的投资区域。
- 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、213 亿和 253 亿, 每股 EPS 为 1.91、2.30 和 2.74 元, 我们给予公司 11 年 12 倍估值, 目标价 22.8 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	312485	379288	441697	519371
收入同比 (%)	125%	21%	16%	18%
归属母公司净利润	13729	17618	21302	25285
净利润同比 (%)	108%	28%	21%	19%
毛利率 (%)	19.4%	19.4%	19.8%	19.8%
ROE (%)	20.7%	21.5%	20.6%	19.7%
每股收益 (元)	1.49	1.91	2.30	2.74
P/E	14.70	11.45	9.47	7.98
P/B	3.05	2.46	1.95	1.57
EV/EBITDA	4	3	3	3

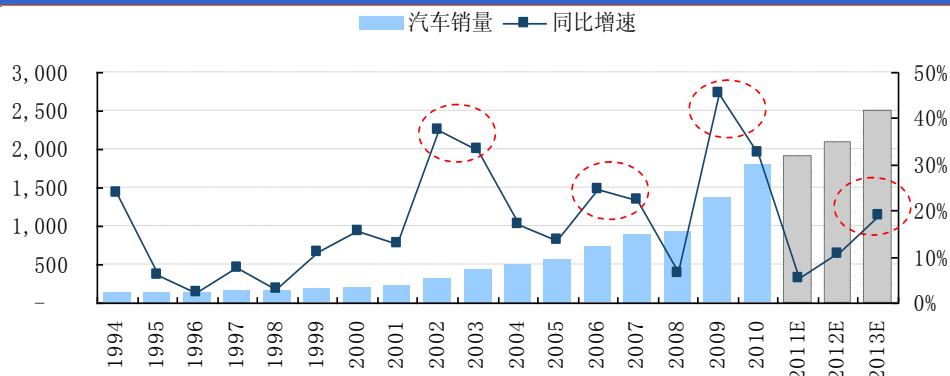
资料来源: 中投证券研究所

一、行业观点：周期波动为主、投资品牌王者

1.1 中长期观点：投资价值显现

长期而言：我们认为汽车行业的盈利在今年 4 季度到明年 1 季度都会呈现一定压力，行业下一轮高峰仍需等待，合理时点在 12 年下半年到 14 年，主要逻辑来源于**新车需求和换车需求**（4 或 5 年一换）的释放，02-03 年、06-07 年、09-10 年的需求高峰，同时**经济周期**向上推动财富效应将加强需求的释放。当然我们不排除在国家出台政策扰动的促使行业景气高峰提前启动的可能性。

图 1 汽车行业增速及预测



资料来源：CAAM，中投证券研究所

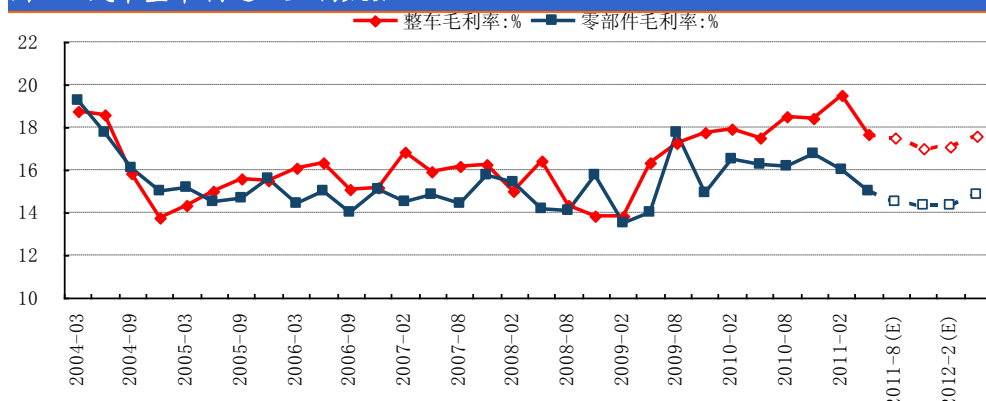
中期而言：我们认为汽车消费的内生性需求仍较强，（限购本身说明了需求的旺盛），11 年的负面因素较多导致行业增速回调，但 12 年回归合理较为可信，汽车增速（10%）超越 GDP 增速，乘用车增速（12%）超越汽车增速。

我们认为，12 年汽车行业竞争仍以品牌竞争为主，分化仍将维持：优势公司业绩稳定，但弱势公司下滑较快。随着行业增速低于预期，汽车公司的估值风险已经大部分释放，整车和总成零部件普遍处于 8-10 倍，细分零部件普遍处于 15-20 倍，毋庸置疑优秀龙头汽车公司的股价进入中长期的投资区域。

1.2 基本面看法：行业利润仍在流向优势龙头企业

我们认为零部件企业的毛利润率水平已经快速下降，我们预计 4 季度的利润率水平将到达历史低位 14.3%；而整车企业毛利润率水平仍处于高位，我们认为 4 季度面临的压力也无可避免。但是我们认为毛利润率水平是回归合理，并不代表将持续恶化，同时毛利率的波动不能完全归咎于认为需求发生根本性转折，行业本身具有季节性波动，市场过分放大行业利润率水平的下降。

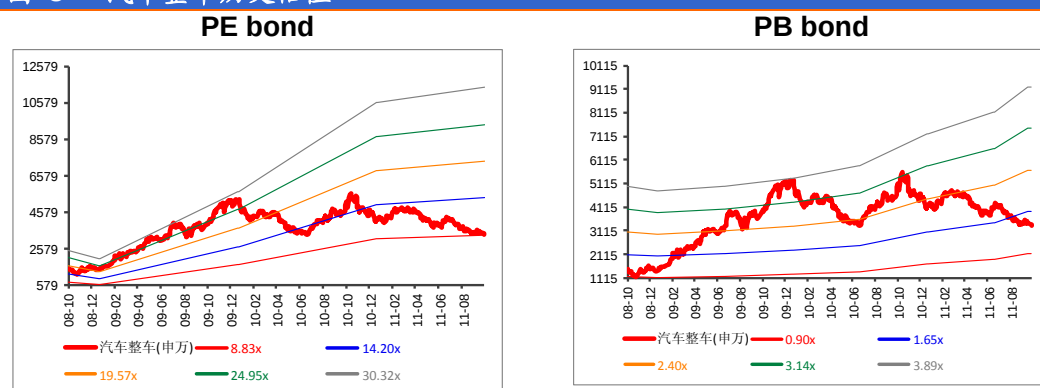
图 2 汽车整车制造业盈利数据



资料来源: wind, 中投证券研究所

目前汽车行业估值水平处于历史低位及价值投资区域。由于处于 ROE 向下探底的过程, 考虑 PE 估值与 PB 估值结合分析, PE 创历史新低; 尽管 PB 并非历史最低, 但已是多年低点, 由于我国汽车工业水平持续改善并仍处稳定增长时期, 资产质量已有极大改善。

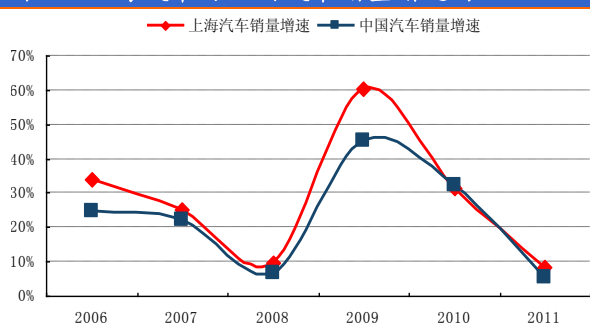
图 3 汽车整车历史估值



资料来源: wind、中投证券研究所

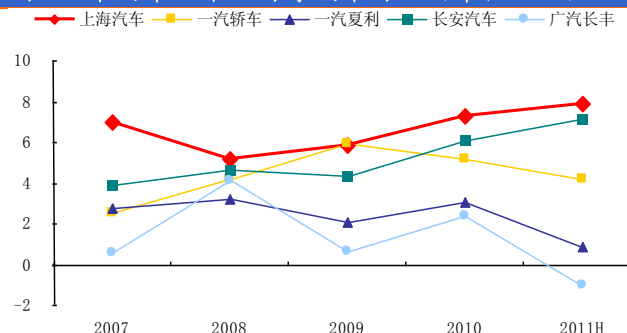
对比行业, 上海汽车 (600104) 本身的估值水平处于绝对的低位, 股价进入长期投资区间。理由包括: 1、汽车市场竞争依托品牌和技术, 竞争加剧将对技术和质量的认可度低的品牌杀伤力较大, 汽车市场平稳增长背景下, 优质合资品牌增速超越行业增速; 2、公司产销规模和技术优势保持国内领先, PE (8 倍) 低于行业; 作为优质资产 PB (2 倍) 与大部分乘用车企业相当, 资产价值低估; 3、上海汽车的盈利能力出色, 保持行业领先, 抵御行业波动性。

图 4 上海汽车与全国汽车销量增速对比



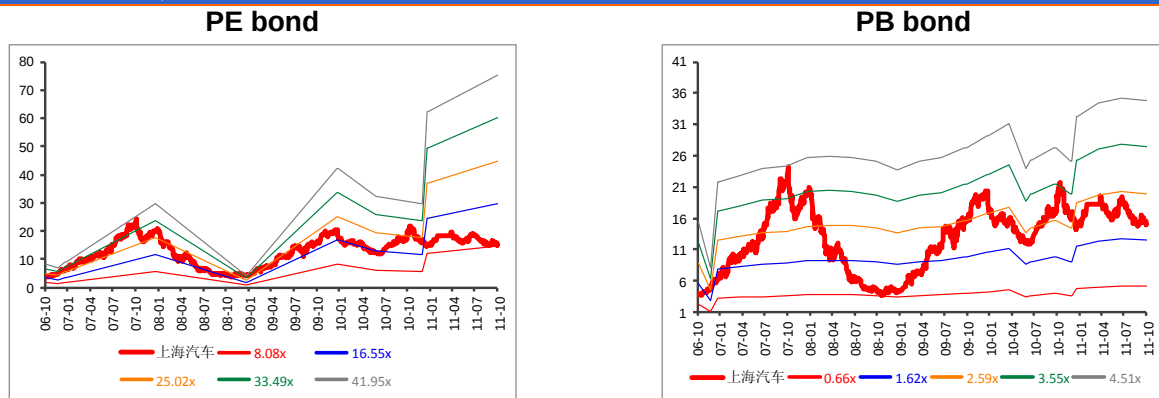
资料来源: wind, 中投证券研究所

图 5 乘用车上市公司净利率对比 (单位: %)



资料来源: wind、中投证券研究所

图 6 上海汽车历史估值



资料来源: wind、中投证券研究所

二、10月销量点评

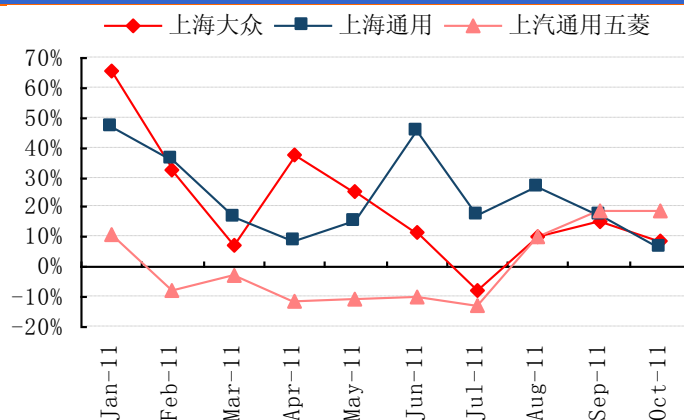
11月7日,公司公告10月份产销快报。上海通用与上海大众由于去年同期销量基数较大,本月同比增速有所放缓,但仍高于行业平均;上汽乘用车与上汽通用五菱本月销售回暖,同比增长明显提高;上菲红受重卡行业低迷影响,销量持续下滑;其余子公司表现一般。

表 1 上海汽车销量情况

	2011.10	2010.10	同比	2011.1-10	2010.1-10	累计同比
上海大众	100,391	92,100	9.00%	959,983	808,663	18.71%
上海通用	107,431	100,833	6.54%	1,034,775	843,009	22.75%
上汽乘用车	12,007	11,217	7.04%	132,367	131,475	0.68%
上汽通用五菱	113,139	94,898	19.22%	1,066,269	1,064,591	0.16%
上海申沃	190	186	2.15%	2,457	2,336	5.18%
上菲红	1,123	1,407	-20.18%	27,729	27,620	0.39%
南维柯	9,162	8,713	5.15%	98,912	95,016	4.10%
合计	343,443	309,354	11.02%	3,322,492	2,972,710	11.77%

资料来源: 上海汽车产销快讯、中投证券研究所

图 7 上海汽车主要子公司销量同比变化



资料来源: 上海汽车产销快讯, 中投证券研究所

三、重点子公司分品牌销量

3.1 上海通用

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%股权。

表 2 上海通用 11 年 10 月销量数据表现

	Oct-10	Sep-11	Oct-11	月度同比	月度环比
凯越	21,492	27,994	24,288	13.0%	-13.2%
雪佛兰景程	3,862	1,566	2,309	-40.2%	47.4%
雪佛兰科鲁兹	17,810	23,212	19,785	11.1%	-14.8%
雪佛兰乐风	5,211	0	1	-100.0%	-
别克君威	7,059	8,589	8,198	16.1%	-4.6%
别克英朗	11,491	13,221	9,846	-14.3%	-25.5%
君越	9,344	8,200	9,090	-2.7%	10.9%
雪佛兰爱唯欧	0	4,043	4,541	-	12.3%
别克 GL8	4,368	4,559	3,830	-12.3%	-16.0%
别克林荫大道	93	246	194	108.6%	-21.1%
凯迪拉克	1,716	2,818	2,085	21.5%	-26.0%
赛欧	16,410	20,958	20,116	22.6%	-4.0%
斯帕克	0	899	607	-	-32.5%
科迈罗	0	121	34	-	-71.9%
昂科雷	657	467	754	14.8%	61.5%
科帕奇	1,363	1,499	1,753	28.6%	16.9%
total	100,833	118,392	107,431	6.5%	-9.3%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

3.2 上海大众

上海大众：上海汽车核心合营子公司，上海汽车持股比例 50%。

表 3 上海大众 11 年 10 月销量数据表现

	Oct-10	Sep-11	Oct-11	月度同比	月度环比
波罗	10,695	17,705	11,614	8.6%	-34.4%
朗逸	23,180	23,852	23,121	-0.3%	-3.1%
帕萨特	10,446	3,550	3,000	-71.3%	-15.5%
NMS	0	14,493	13,371	-	-7.7%
桑塔纳	18,809	15,207	15,238	-19.0%	0.2%
途安	1,556	3,594	3,380	117.2%	-6.0%
晶锐	4,079	3,000	3,266	-19.9%	8.9%
明锐	10,018	11,250	10,470	4.5%	-6.9%
途观	9,514	13,387	13,351	40.3%	-0.3%
昊锐	3,803	4,300	3,580	-5.9%	-16.7%
total	92,100	110,338	100,391	9.0%	-9.0%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

3.3 上海通用五菱与自主品牌

除上海通用和上海大众以外的乘用车品牌，包括上汽通用五菱、荣威、名爵和雪弗兰 spark，主要以微车、微客和中档自主品牌为主。

表 4 本部乘用车品牌 11 年 3 季度销量数据表现

	Oct-10	Sep-11	Oct-11	月度同比	月度环比
Spark	8,016	4,778	5,426	-32.3%	13.6%
宝骏	0	1,945	5,003	-	157.2%
五菱微车	78,808	105,802	95,599	21.3%	-9.6%
五菱微货	8,074	7,691	7,111	-11.9%	-7.5%
荣威 750	225	317	344	52.9%	8.5%
荣威 550	4,984	3,264	2,469	-50.5%	-24.4%
荣威 350	4,281	5,826	4,180	-2.4%	-28.3%
荣威 w5		882	850	-	-3.6%
MG7	61	83	81	32.8%	-2.4%
MG6	1,486	2,477	2,175	46.4%	-12.2%
MG3	180	3,163	1,908	960.0%	-39.7%
total	106,115	136,228	125,146	17.9%	-8.1%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	145542	156473	223501	284516
现金	61262	61262	110899	158929
应收账款	3482	4227	7644	6861
其他应收款	528	582	1037	955
预付账款	10811	13125	14703	17673
存货	18162	22053	25588	30045
其他流动资产	51296	55225	63629	70052
非流动资产	83301	83610	86610	87006
长期投资	20722	20722	20552	20523
固定资产	28494	29520	29815	28454
无形资产	5760	7858	9956	12053
其他非流动资产	28324	25509	26287	25975
资产总计	228842	240083	310111	371522
流动负债	132265	115070	148913	167638
短期借款	4675	12477	8834	15581
应付账款	53285	61684	72278	85666
其他流动负债	74305	40910	67801	66392
非流动负债	14829	15696	16338	17318
长期借款	2530	3397	4264	5132
其他非流动负债	12299	12299	12074	12186
负债合计	147094	130766	165251	184956
少数股东权益	15579	27262	41389	58157
股本	9242	9242	9242	9242
资本公积	30085	30085	30085	30085
留存收益	26843	42613	63914	88737
归属母公司股东权益	66170	82054	103471	128409
负债和股东权益	228842	240083	310111	371522

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	24974	-11886	47178	32382
净利润	22833	29301	35428	42053
折旧摊销	6120	3667	3887	4080
财务费用	387	-1253	-2057	-3895
投资损失	-8722	-8722	-8722	-8722
营运资金变动	5689	-36264	20269	-1501
其他经营现金流	-1332	1384	-1626	367
投资活动现金流	-6930	3813	3783	4298
资本支出	7183	2000	2000	1500
长期投资	-10057	0	0	0
其他投资现金流	-9804	5813	5783	5798
筹资活动现金流	7475	8073	-1324	11350
短期借款	2930	7802	-3643	6747
长期借款	867	867	867	867
普通股增加	2691	0	0	0
资本公积增加	7738	0	0	0
其他筹资现金流	-6752	-595	1452	3736
现金净增加额	25477	0	49638	48030

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	312485	379288	441697	519371
营业成本	251903	305800	354426	416413
营业税金及附加	8172	9919	11552	13583
营业费用	21076	23706	27606	32461
管理费用	11442	13889	16174	19018
财务费用	387	-1253	-2057	-3895
资产减值损失	1922	1500	1500	1500
公允价值变动收益	115	115	115	115
投资净收益	8722	8722	8722	8722
营业利润	27006	34565	41334	49129
营业外收入	411	411	411	411
营业外支出	732	732	341	393
利润总额	26684	34244	41405	49146
所得税	3852	4943	5976	7094
净利润	22833	29301	35428	42053
少数股东损益	9104	11683	14127	16768
归属母公司净利润	13729	17618	21302	25285
EBITDA	33512	36979	43164	49314
EPS (元)	1.49	1.91	2.30	2.74

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	125.0	21.4%	16.5%	17.6%
营业利润	220.3	28.0%	19.6%	18.9%
归属于母公司净利润	108.3	28.3%	20.9%	18.7%
获利能力				
毛利率	19.4%	19.4%	19.8%	19.8%
净利率	4.4%	4.6%	4.8%	4.9%
ROE	20.7%	21.5%	20.6%	19.7%
ROIC	-906.9	75.6%	167.4	179.2%
偿债能力				
资产负债率	64.3%	54.5%	53.3%	49.8%
净负债比率	8.46%	16.15%	11.10	14.03%
流动比率	1.10	1.36	1.50	1.70
速动比率	0.95	1.15	1.32	1.51
营运能力				
总资产周转率	1.70	1.62	1.61	1.52
应收账款周转率	82	98	74	71
应付账款周转率	6.51	5.32	5.29	5.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.91	2.30	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	-1.29	5.10	3.50
每股净资产(最新摊薄)	7.16	8.88	11.20	13.89
估值比率				
P/E	14.70	11.45	9.47	7.98
P/B	3.05	2.46	1.95	1.57
EV/EBITDA	4	3	3	3

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-27	上海汽车-竞争优势推升销量，业绩稳定凸显价值——三季报点评
2011-10-13	上海汽车-预计三季度 EPS 为 0.46 元，股价低估严重，投资价值显现
2011-08-29	上海汽车-低估值反映盈利担忧、再出发等待需求信心
2011-08-03	上海汽车-把握业绩确定性，等待估值提升点
2011-08-03	上海汽车-把握业绩确定性，等待估值提升点
2011-04-28	上海汽车-结构分化加速洗牌，品牌优势扩大盈利
2011-04-08	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资价值
2011-04-01	上海汽车-投资中国乘用车的最佳选择

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 $\pm 10\%$ 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。

邢卫军：中投证券研究所汽车行业分析师，2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位，2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

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>

深圳市	北京市	上海市
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