乘用车

署名人：张镭
S0960209060260
0755-82026570
zhanglei@cjis.cn
0755-82026831
dengxue@cjis.cn
参与人：邢卫军
S0960111080510
0755-82026562
xingweijun@cjis.cn

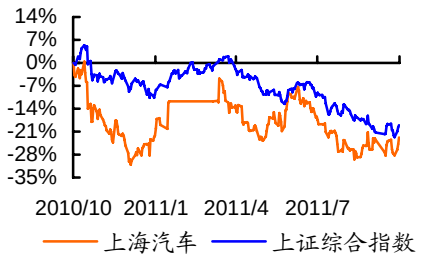
6－12 个月目标价： 22.80 元
当前股价： 16.15 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2427.48
总股本(百万)	9242
流通股本(百万)	8521
流通市值(亿)	1376
EPS（TTM）	1.78
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	5.01	-7.56	-10.26
上证综合指数	1.43	-10.19	-17.40



相关报告

《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》2011-10-13
《上海汽车-低估值反映盈利担忧、再出发等待需求信心》2011-8-29
《上海汽车-把握业绩确定性，等待估

上海汽车 600104 强烈推荐

竞争优势推升销量，业绩稳定凸显价值——三季报点评

公司 10 月 27 日公布 11 年三季报，1-9 月份实现收入 2800 亿元，同比增长 23%，净利润 133 亿元，同比增长 39%，每股 EPS 为 1.44 元；业绩增长主要受益于上海大众和上海通用的销量增长（20%和 25%）和盈利释放，上海通用和上海大众贡献利润 139 亿，利润增速高达 44%和 55%！

我们认为：1、汽车行业下一个景气高峰在 13-14 年，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调合理水平，但未来行业仍将平稳增长；3、品牌竞争是未来市场主基调，市场分化导致行业利润流入龙头公司，龙头公司盈利能力仍将持续超预期；4、上海汽车股价低估严重，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。
- **需求平淡和竞争加剧导致行业盈利能力回调至合理水平，但是行业仍将平稳增长，龙头公司的盈利能力仍将保持。**现今的汽车市场以品牌竞争为主基调，市场分化将导致行业利润优先流入龙头公司，历史来看上海汽车依托品牌优势，销量增速远超行业增速，份额持续扩大，盈利能力仍将维持。
- **股价低估严重，长期投资价值彰显。**我们认为汽车消费的内生性需求仍较强（限购说明了需求的旺盛），12 年行业增速将回归合理，汽车增速（10%）超越 GDP 增速，乘用车增速（12%）超越行业。行业竞争仍将维持分化：优势公司业绩稳定，但弱势公司下滑较快。**汽车公司的估值风险实现释放，整车和总成零部件普遍处于 8-10 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。**
- **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(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	17618	21302	25285
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

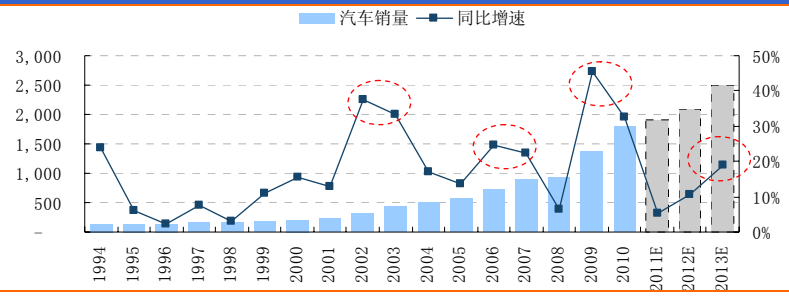
资料来源：中投证券研究所

一、行业观点：周期波动为主、投资品牌王者

1、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

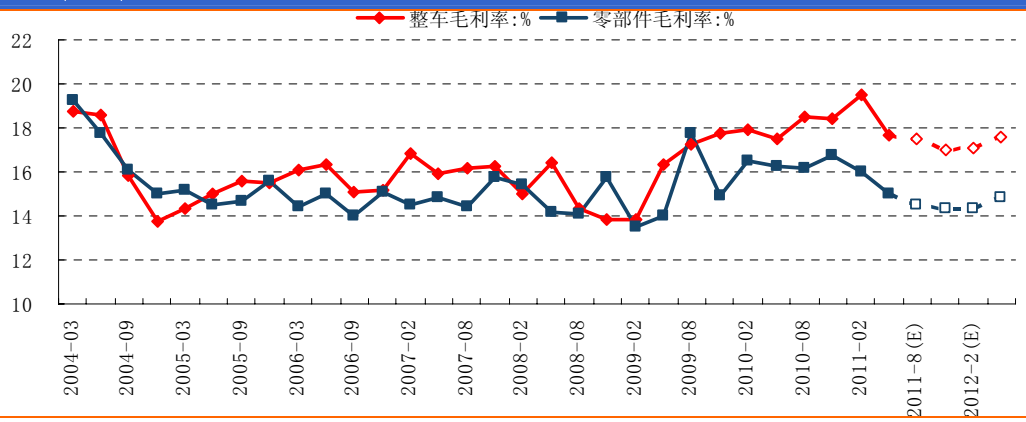
中期而言：我们认为汽车消费的内生性需求仍较强，（限购本身说明了需求的旺盛），11 年的负面因素较多导致行业增速回调，但 12 年回归合理较为可信，汽车增速（10%）超越 GDP 增速，乘用车增速（12%）超越汽车增速。

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。**

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。

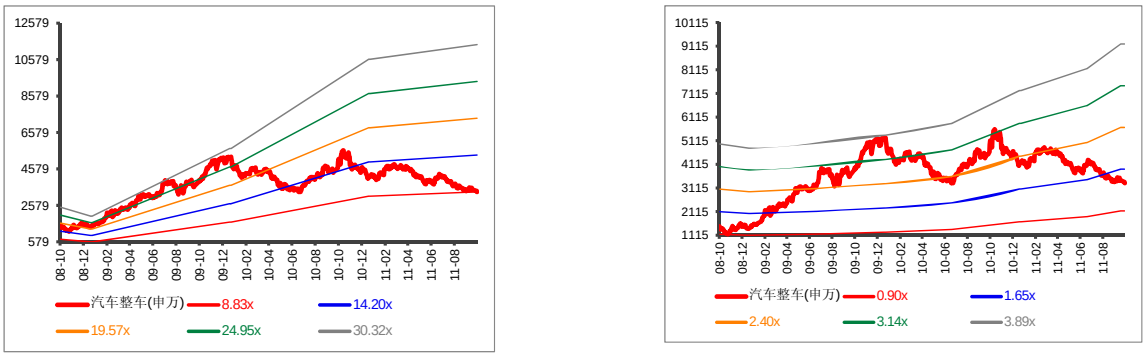
图 2　汽车整车制造业盈利数据



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。

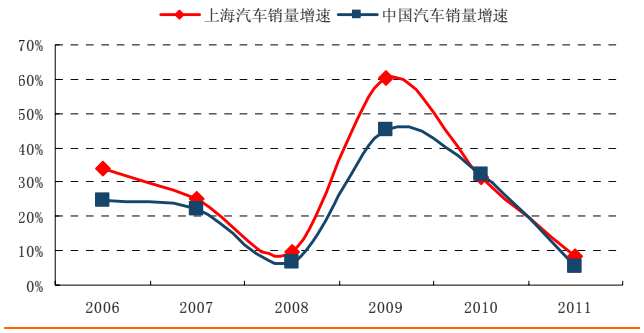
图 3　汽车整车历史估值



资料来源：wind、中投证券研究所

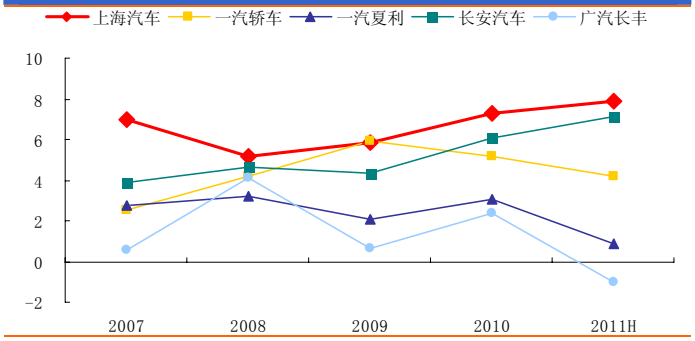
对比行业，上海汽车（600104）本身的估值水平处于绝对的低位，股价进入长期投资区间。理由包括：1、汽车市场竞争依托品牌和技术，竞争加剧将对技术和质量的认可度低的品牌杀伤力较大，汽车市场平稳增长背景下，优质合资品牌增速超越行业增速；2、公司产销规模和技术优势保持国内领先，PE（8 倍）低于行业；作为优质资产 PB（2 倍）与大部分乘用车企业相当，资产价值低估；3、上海汽车的盈利能力出色，保持行业领先，抵御行业波动性。

图 4　上海汽车与全国汽车销量增速对比



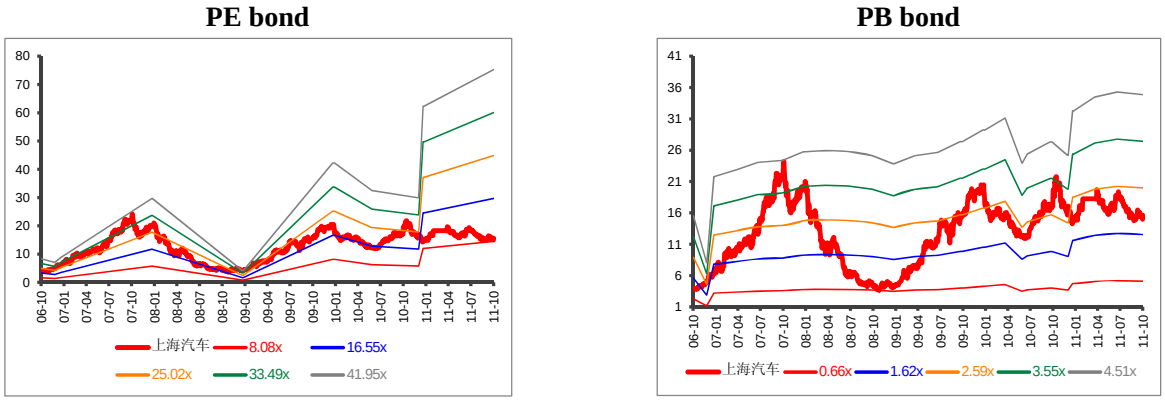
资料来源：wind，中投证券研究所

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、三季报业绩点评

公司 11 年 1-9 月份实现总收入 2800 亿元，实现净利润 133 亿元，其中上海通用和上海大众贡献利润 139 亿元左右，由于本部的微车和自主品牌盈利能力有所下降，预计最终归属于母公司利润接近 128 亿元，每股收益约 1.44 元。

收入构成中，预计上海通用贡献收入 1190 亿元，上海大众贡献收入 1140 亿元，上汽通用五菱贡献收入约 305 亿元，自主品牌约 130 亿元；**净利润构成中**，上海通用和上海大众合计贡献净利润 141 亿元。

从销量结果来看，上海通用和上海大众延续上半年以来的市场氛围和品牌优势，份额保持扩张，增速远超行业；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；上菲红受重卡行业回调销量增速快速下滑；其他商用车板块表现平淡。

表 1　上海汽车 3 季度销量情况（2010.1-9、2011.1-9）

	2011.1-9	2010.1-9	同比
上海大众	859,592	716,563	19.96%
上海通用	927,344	742,176	24.95%
上汽乘用车	120,360	120,258	0.08%
上汽通用五菱	953,130	969,693	-1.71%
上海申沃	2,267	2,150	5.44%
上菲红	26,606	26,213	1.50%
南维柯	89,750	86,303	3.99%
合计	2,979,049	2,663,356	11.85%

资料来源：上海汽车产销快讯、中投证券研究所

三、上海通用：保持领先地位，量增利增

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。

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 20%，环比增长 6%。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，主要来自于原有品牌的持续热销及新车型的陆续放量。

表 2　上海通用 11 年 3 季度销量数据表现

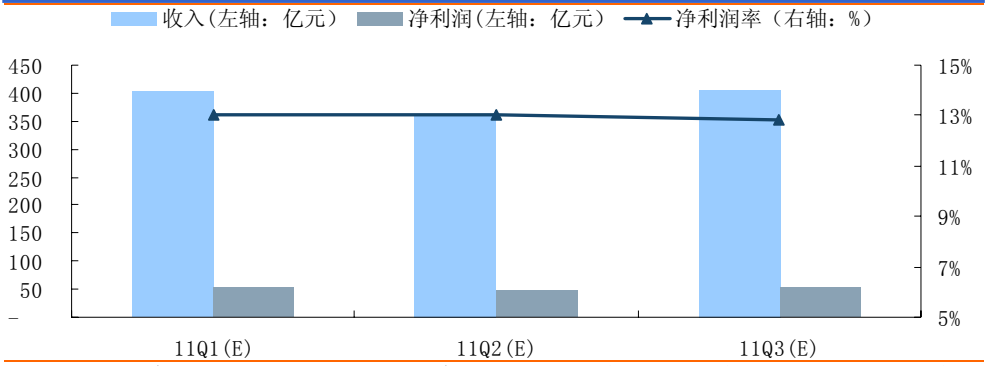
	10Q3	11Q2	11Q3	季度同比	季度环比
凯越	60803	60225	70077	15%	16%
雪佛兰景程	9474	8642	6269	-34%	-27%
雪佛兰科鲁兹	42151	45832	59493	41%	30%
雪佛兰乐风	17814	30524	977	-95%	-97%
别克君威	18450	18633	20470	11%	10%

别克英朗	28218	31722	34806	23%	10%
君越	23239	27214	24468	5%	-10%
雪佛兰爱唯欧	0	2669	13595	-	409%
别克 GL8	14210	19421	17550	24%	-10%
别克林荫大道	613	618	734	20%	19%
凯迪拉克	4984	7526	7714	55%	2%
赛欧	37020	40212	51505	39%	28%
斯帕克	0	179	955	-	434%
科迈罗	0	181	525	-	190%
昂科雷	1667	1388	1475	-12%	6%
科帕奇	2937	3471	4681	59%	35%
total	262221	298457	315294	**20%**	**6%**

资料来源：乘联会，中投证券研究所

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，净利润率从 2008 年的 5.52%攀升至现在的 13%左右，预计 3 季度盈利仍将维持高位，略受冲击。

图 7　上海通用季节毛利率及净利润率



注：上海通用净利润率实际为归属母公司净利润率，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

预计上海通用 11 年 3 季度单季实现净利润 53 亿元。上海通用在销量大增 20%的背景下，产品结构变化不大，实现收入 405 亿元左右，归属于母公司净利润接近 53 亿元。

四、上海大众：途观和新帕萨特推升盈利水平

上海大众：上海汽车核心合营子公司，上海汽车持股比例 50%。

3 季度上海大众销量同比增长 6%，环比小幅下滑 3%。由于新车型数量有限，车市竞争加剧，导致整体销量增速回调；可喜之处在于 11 年销量结构充分优化，高端车型途观、新帕萨特放量较为明显，收入和利润表现不减反增。

表 3　上海大众 11 年 3 季度销量数据表现

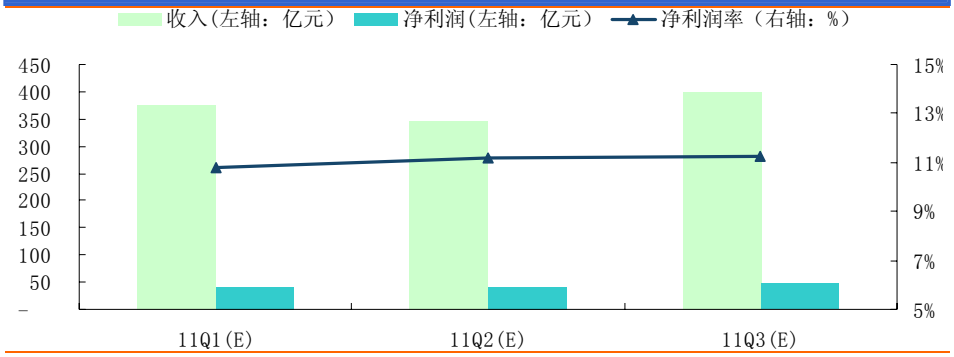
	10Q3	11Q2	11Q3	季度同比	季度环比
波罗	36653	41007	40446	19%	-1%

朗逸	62605	69021	44736	-24%	-35%
帕萨特	32540	14695	12720	-58%	-13%
NMS	0	16599	42607	-	157%
桑塔纳	56138	57426	42204	-27%	-27%
途安	5948	6840	8346	127%	22%
晶锐	13007	12424	11045	22%	-11%
明锐	30313	32235	32315	-3%	0%
途观	33951	28613	38145	33%	33%
昊锐	15626	11210	10177	8%	-9%
total	235,817	273,889	266,792	**6%**	**-3%**

资料来源：乘联会，中投证券研究所

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 11%以上。

图 8 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

预计上海大众 11 年 3 季度单季实现净利润 46 亿元。上海大众在销量增长 6%的基础上，产品结构上升明显（途观和新帕萨特），单车售价与单车净利提升较快，收入规模接近 400 亿元，归属于母公司净利润接近 46 亿元。

四、本部相关品牌数据简析：仍处培育期

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。盈利能力暂时无法兑现，处于培育期。

受节能车门槛提升，3 季度销量明显回暖，同比增长 5%，环比增长 7%。但由于 11 年中低档车型竞争较为激烈，同时今年需求释放受制，导致整体盈利不如往年，拖累上市公司业绩。

表 4 本部乘用车品牌 11 年 3 季度销量数据表现

	10Q3	11Q2	11Q3	季度同比	季度环比
Spark	14,174	15,005	17,997	27%	20%
宝骏	–	-	2,814	-	-
五菱微车	248,374	256,442	266,324	7%	4%

五菱微货	25,947	14,970	18,214	-30%	22%
荣威 750	1,105	1,013	959	-13%	-5%
荣威 550	17,353	7,579	9,516	-45%	26%
荣威 350	15,769	13,882	13,116	-17%	-6%
荣威 w5	–	-	1,751	-	-
MG7	240	104	284	18%	173%
MG6	4,738	5,082	6,934	46%	36%
MG3	1,051	7,692	7,543	618%	-2%
total	328,751	321,769	345,452	**5%**	**7%**

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
其它应收款	528	582	1037	955
预付账款	10811	13125	14703	17673
存货	18162	22053	25588	30045
其他	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	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	74305	40910	67801	66392
非流动负债	14829	15696	16338	17318
长期借款	2530	3397	4264	5132
其他	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
其它	-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	-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	-6752	-595	1452	3736
现金净增加额	25477	0	49638	48030

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

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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。

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，旨为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