

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

新车型上市助销量提升

——上海汽车（600104）三季度报点评

研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期: 2011年10月27日

报告关键要素:

公司销量增速表现稳定,主要得益于新车型上市。收入快速增长,抵消了盈利能力下降的负面影响,季度净利润创出历史最高值。

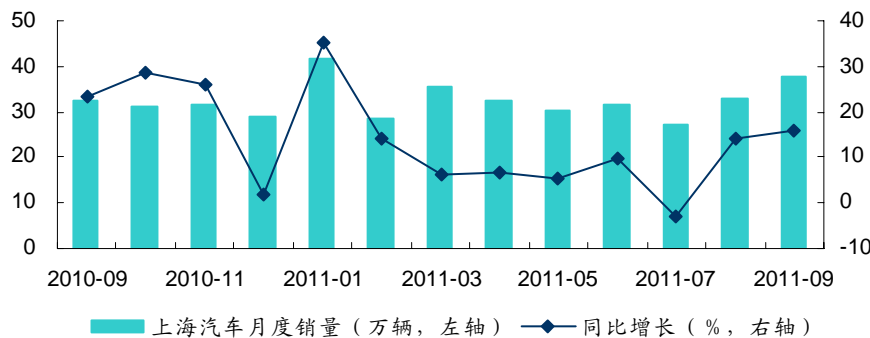
事件:

- **上海汽车（600104）公布三季度报**,前三季度公司实现营业收入2812.84亿元,同比增长22.71%,净利润132.92亿元,同比增长38.69%,每股收益1.44元;其中第三季度公司实现营业收入974.07亿元,同比增长19.35%,环比增长11.77%,净利润47.16亿元,同比增长27.01%,环比增长15.76%,每股收益0.51元。

点评:

- **销量稳步增长,四季度环比持平或略高**。三季度集团口径销量为97.50万辆,同比增长9.48%,环比增长2.84%。其中上海大众受停产检修影响,环比有小幅下降;上海通用表现突出,同比增长高达20.25%;上汽通用五菱受益于轿车和出口业务的增长,在交叉乘用车行业较低迷的环境下,实现了销量的正增长。受节能汽车补贴政策调整的影响,预计四季度销量环比持平或略高。

图 1: 月度汽车销量



资料来源: 公司资料, 中原证券

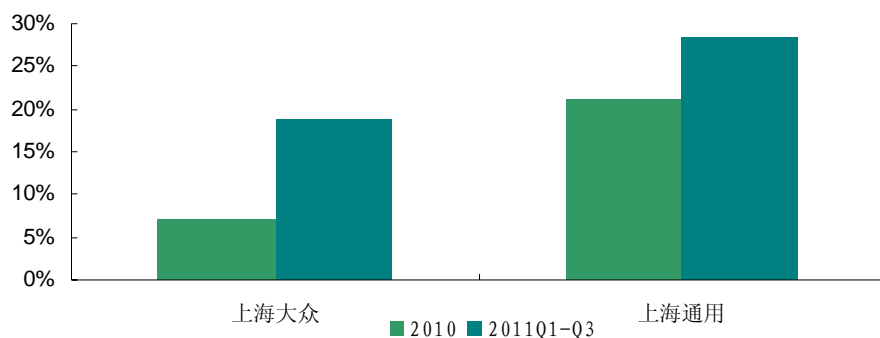
表 1: 主要二级企业销量情况

	三季度销量 (万辆)	环比增长	同比增长
上海大众	28.27	-2.53%	6.34%
上海通用	31.52	5.65%	20.25%
上汽通用五菱	30.53	6.61%	5.84%
其他	7.16	-2.12%	-3.21%

资料来源: 公司资料, 中原证券

- **新车型助销量提升。**新车型是公司今年销量表现良好的主要贡献力量。以上海大众和上海通用为例，2010年以来陆续新上市了英朗XT、英朗GT、新赛欧、爱唯欧、途观和新帕萨特等。按上述新车型计算，2010年上海大众和上海通用新车型销量占比分别为7.04%和21.00%，2011年前三季度上述比例提升至18.66%和28.41%。预计未来新车型仍会逐步上市。

图 2: 新车型销量占比



资料来源: 公司资料, 中原证券

- **盈利能力有所下滑。**三季度合并报表毛利率为18.92%，环比下滑0.21个百分点，同比下滑1.14个百分点。期间费用率环比上升了0.63个百分点。整体看，合并报表范围内盈利能力有所下降。以上海大众为主的投资收益表现稳定，预计未来仍有提升空间。值得一提的是，三季度的净利润已创出历史最高值。

表 2: 2010 年以来各季度财务情况

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
营业收入 (亿元)	628.31	847.88	816.13	841.45	967.31	871.46	974.07
投资收益 (亿元)	22.04	20.08	16.87	28.23	27.31	28.80	28.48
净利润 (亿元)	28.77	29.93	37.13	41.45	45.02	40.74	47.16
毛利率	18.99%	19.66%	20.06%	19.62%	20.80%	19.13%	18.92%
销售费用率	6.49%	6.12%	6.45%	7.78%	7.00%	5.31%	6.05%
管理费用率	4.36%	3.88%	3.88%	2.67%	3.71%	4.01%	3.85%
财务费用率	0.19%	0.09%	0.27%	-0.03%	0.14%	0.00%	0.04%

资料来源: 公司资料, 中原证券

- **设立上汽通用销售公司，解决合并报表问题。**公司拟与通用汽车合资成立上汽通用销售公司，其中上海汽车股比为51%。销售公司的成立主要解决让渡上海通用1%股权给通用汽车失去控股权后的合并报表问题，对未来报表结构产生影响，但对上市公司业绩影响不大。
- **盈利预测与投资评级。**基于新车型不断上市预期，预计公司2012年汽车销量增速有望超过10%，市场占有率保持稳定。预计公司2011-2012年EPS分别为1.89元和2.11元，按10月26日收盘价16.15元计算，动态市盈率仅分别为8.54倍和7.65倍，估值偏低。我们看好公司作为行业龙头的发展优势，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场增速波动风险; 市场竞争加剧风险; 新车型推出进展达不到预期。

盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	1396.36	3133.76	3834.47	4303.81
增长率 (%)	31.87	124.42	22.36	12.24
净利润 (亿元)	65.92	137.29	174.50	194.72
增长率 (%)	904.61	108.26	27.10	11.59
每股收益 (元)	0.71	1.49	1.89	2.11
市盈率 (倍)	22.75	10.84	8.54	7.65

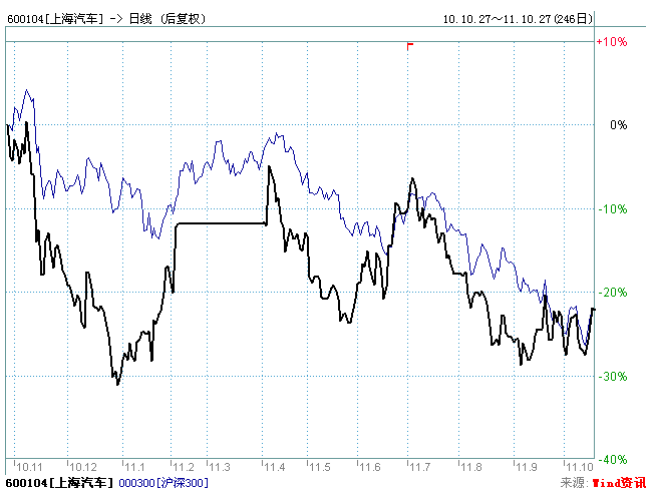
市场数据 (2011年10月26日)

收盘价 (元)	16.15
一年内最高/最低 (元)	22.45 / 14.24
沪深300 指数	2651.65
市净率 (倍)	1.94
流通市值 (亿元)	1376.14

基础数据 (2011年9月30日)

每股净资产 (元)	8.32
每股经营现金流 (元)	1.32
毛利率 (%)	19.26
净资产收益率 (%)	18.55
资产负债率 (%)	59.34
总股本/流通股 (亿股)	92.42/85.21
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。