

短期下滑不改强者恒强之势

——上海汽车（600104）10月产销数据点评

2011年11月9日

推荐/维持

上海汽车

事件点评

王明德	执业证书编号：S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

上海汽车发布了10月产销数据。

观点：

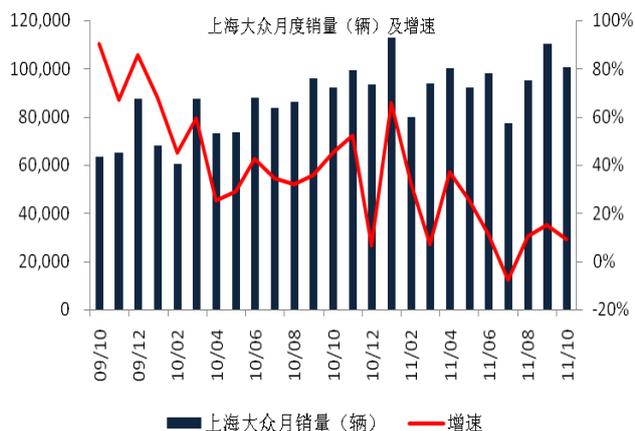
1. 销量增速下滑明显。

上海汽车2011年1-10月公司累计汽车销售332.25万辆，累计同比增速为11.77%。10月份集团汽车销售34.34万辆，同比增长11.02%，较9月的16.06%下跌5.04个百分点，下滑明显；环比下降8.85%，降幅比去年同期的4.72%增加3.13个百分点。

2. 乘用车销量全面下滑拖累总体销量。

从内部结构来看，下滑主要来自乘用车，商用车方面各子公司增速则均有一定程度提升。乘用车中，除了以微客为主的上汽通用五菱同比增19.22%，增速上行0.54个百分点外，上汽大众、上汽通用、上汽乘用车同比增速均明显下滑，同比增速分别为9%、6.54%和7.04%，较上月15.09%、17.42%和12.47%的增速分别下滑6.09、10.88和5.42个百分点。

图1：上海大众月度销量（辆）及增速



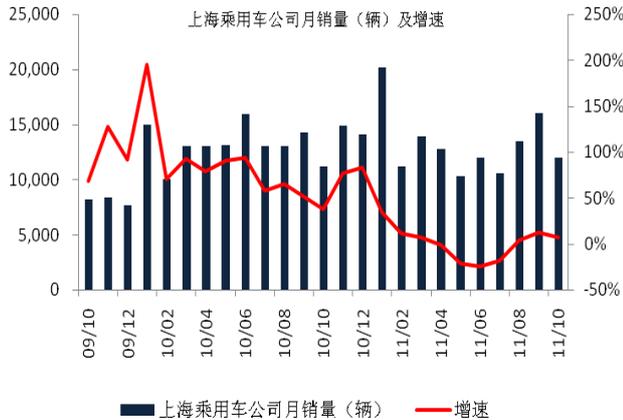
资料来源：公司披露，东兴证券整理

图2：上海通用月度销量（辆）及增速



资料来源：公司披露，东兴证券整理

图 3：上汽乘用车公司月销量（辆）及增速



资料来源：公司披露，东兴证券整理

图 4：上汽通用五菱月销量（辆）及增速

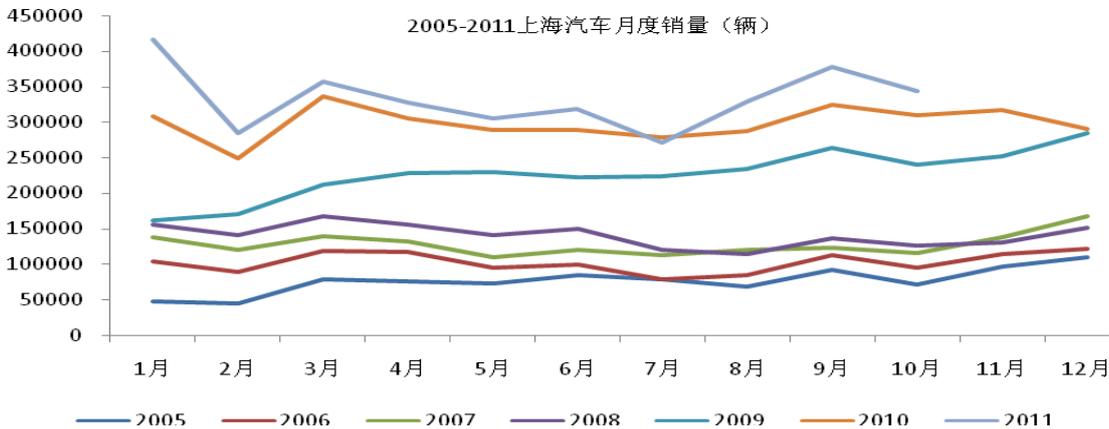


资料来源：公司披露，东兴证券整理

3. 高基数和节能补贴新政引发的透支消费应是下滑主因。

（1）季节性因素。从历史数据来看，历年上汽的销量都呈现出在 9 月份冲高后 10 月显著回落，继而在 11 月、12 月持续提升的走势，因此月销量环比下滑在情理之中。

图 5：上汽历年月销量均呈 9 月冲高 10 月回落走势



资料来源：公司披露，东兴证券整理

（2）同比、环比均为高基数。去年 10 月的 28.8% 的同比增速为整个下半年的阶段高点，较去年 9 月高 5.48 个百分点，致同比基数较高。今年 9 月 16% 的同比增速为 1 月以来最高值，致环比基数较高。

（3）节能补贴新政导致的透支消费。10 月 1 日起施行的节能汽车补贴新政策，虽然补贴金额仍为每车 3000 元，但是节能车百公里平均油耗门槛由 6.9 升提至 6.3 升，原有 432 款补贴车型中满足新的补贴要求的仅有 37 款，近 9 成原先享受节能补贴的车型不能满足新的补贴要求。部分消费者为了能够享受到补贴而赶在新政策实施之前购车，导致了部分 1.6L 以下排量车型的提前消费，1.6L 以下车型 9 月销量占比提升显著，对后面几个月的销量产生透支。上汽在原有六批补贴名单中共有 62 款车型，且上汽的乘用车在 1.6L 以下尤其是 1.0L-1.6L 中占比很大，凯越、朗逸、新赛欧等五款车型位居 1.0-1.6L 销量前 10，且此 5 款车 9 月销量排名明显好于前三季度，节能补贴新政对公司影响的面较大。

图 6：9 月 1.6L 以下排量车型销量占比显著提升


资料来源：中国汽车工业协会，东兴证券整理

图 1：上汽 5 款车型排名 1.6L 以下乘用车销量前 10

排序	品牌车型	前三季度销量	品牌车型	9 月销量
1	凯越 1.6L	191497	凯越 1.6L	27994
2	捷达	165207	朗逸 1.4T、1.6L	22572
3	朗逸 1.4T、1.6L	160671	新赛欧	20962
4	悦动 1.6L	151181	新宝来 1.4T、1.6L	20195
5	新宝来 1.4T、1.6L	150121	捷达	19819
6	F3	145790	悦动 1.6L	18733
7	新赛欧	135554	科鲁兹 1.6L、1.6T	18494
8	科鲁兹 1.6L、1.6T	129532	POLO	17705
9	POLO	117928	新阳光	16113
10	新阳光	116005	腾翼 C30	12920

资料来源：东兴证券研究所整理

4. 补贴新政更突显优势地位。

高基数的效果只是短期数据面的扰动因素，而透支消费的影响也将逐渐趋于缓和。从刚刚发布的第七期节能汽车推广目录来看，补贴新政反而使上汽的优势地位更为突出。新的目录宣告原有 6 期的车型补贴的终止。而在新补贴名单的 49 款车中上汽占据 15 席，无疑是最大受益者。对比原有名单，上汽车型占比由 14% 提升至 31%，在新的目录发布之前，上汽都将持续受益。

图 2：上汽入选第七批节能补贴目录车型

序号	名称	车辆型号	排量(mL)	变速器		整车整备质量 (kg)	综合燃料消耗量 (L/100km)
				型式	挡位		
1	PASSAT	SWW71410BR	1390	DCT	7	1460	7
2	朗逸	SWW7147FRD	1390	DCT	7	1325	7
3	明锐	SWW7146ARD	1390	MT	5	1360	7

4		SVW7146BRD	1390	DCT	7	1380	6
5		SVW7146CRD	1390	DCT	7	1326	6
6	昊锐	SVW7149ERD	1390	DCT	7	1480	7
7	EXCELLE	SGM7160MTB	1598	MT	5	1375	7
8		SGM7146MTA	1399	MT	5	1180	6
9	爱唯欧	SGM7142MTB	1399	MT	5	1206	6
10		SGM7143MTB	1399	MT	5	1210	6
11		SGM7126AMT	1206	AMT	5	1050	6
12		SGM7140MTB	1399	MT	5	1092	6
13	赛欧	SGM7140AMTB	1399	AMT	5	1095	6
14		SGM7141AMTB	1399	AMT	5	1095	6
15		SGM7121AMT	1206	AMT	5	1030	6

资料来源：中国汽车燃料消耗量网站，东兴证券研究所整理

结论：

综合来看，补贴新政导致的提前透支消费是作用于全行业的短期扰动因素，而其后续的新补贴目录却构成上汽行业地位提升新的动力，更加严厉的补贴政策是对上汽强者恒强优势地位的进一步助推。预计公司2011-2013年EPS分别为1.91、2.22和2.67，对应PE分别为8倍、7倍、6倍。考虑到增长的稳定性、行业结构变化中的优势地位和较低的估值，维持“推荐”评级。

表 3：盈利预测及相关指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	139,636	313,376	384,920	440,118	513,705
主营收入增长率	31.87%	124.42%	22.83%	14.34%	16.72%
EBITDA（百万元）	11,081	33,573	44,732	54,291	67,718
EBITDA 增长率	291.39%	202.98%	33.24%	21.37%	24.73%
净利润（百万元）	6,592	13,729	17,614	20,518	24,677
净利润增长率	904.61%	108.26%	28.30%	16.49%	20.27%
EPS（元）	1.01	1.61	1.91	2.22	2.67

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。