中国平安 PING AN 平安证券公司

汽车
2011 年 6 月 13 日

# 上海汽车 (600104)

# 2011年汽车行业优质投资标的

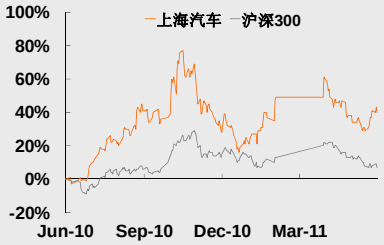
## 强烈推荐（维持）

**现价：17.07 元**

### 主要数据

| | |
|---|---|
| 行业 | 汽车 |
| 公司网址 | www.saicmotor.com |
| 大股东/持股 | 上海汽车工业(集团)总公司/72.95% |
| 实际控制人/持股 | 上海市国资委/72.95% |
| 总股本(百万股) | 9,242 |
| 流通 A 股(百万股) | 8,521 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值（亿元） | 1577.68 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 1454.61 |
| 每股净资产(元) | 7.65 |
| 资产负债率(%) | 61.2 |

### 行情走势图




### 相关研究报告

1、上海汽车 2011 年一季报点评—汽车龙头 2011 年业绩将稳定增长（2011.4.28）

2、上海汽车资产注入点评：打造产业链更完整的汽车巨头（2011.4.6）

3、上海汽车 2010 年年报点评—2011 年上海大众、上海通用将继续保持较高增幅（2011.3.31）

### 证券分析师

王德安 S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余 兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

## 投资要点

今年以来汽车市场景气度有所下滑，但上海汽车仍保持较快增长。与此同时，今年以来公司股价上涨 16.3%（至 6 月 10 日），亦超越同期上证指数（-3.7%）和汽车板块平均水平（-12%左右）。

### ■ 2011 年上海大众、上海通用销量表现突出

1-5 月上汽集团销量同比增长 13.6%，其中上海大众、上海通用累计同比增长分别为 32.0%、24.3%。上海大众、上海通用 2011 年表现突出有其必然性：较早进入国内车市，无论是产品质量还是售后服务均树立了行业领先的口碑；消费者日趋成熟，对产品的性能、质量、安全关注度提高，上海大众、上海通用产品优势更加明显；上海大众、上海通用近年来新品牌、新车型有序推出，对市场形成持续吸引力；2009-2010 年受优惠政策影响相对较小，前期基数合理。

### ■ 上海大众、上海通用产能利用率、利润率将持续处于高位

上海大众新产能的投放最早在 2012 年下半年，产能利用率将持续处于高位；新帕萨特的推出将有力提升公司销量和利润率水平。上海大众与德国大众联合开发 C 级车进军高级车细分市场。我们判断上海大众、上海通用 2010 年净利率均在 10%以上，凭借中高档车型的持续推出和的成本改善，上海大众利润率尚有较大提升空间。

### ■ 自主品牌产销有所波动

上汽自主品牌目前仍处于起步阶段，产销水平有所波动。2010 年自主品牌相关资产减值准备计提充分，今年业绩可能同比持平。

### ■ 估值处历史中低位

纵观 1997 年以来公司市值与净利润变化，市值波动反映了其净利润变化。我们认为目前上海汽车估值处于历史中低位，股价后期上行空间大。

### ■ 盈利预测与投资建议

公司兼具基本面与估值优势，为 2011 年难得的汽车股优质投资标的。我们维持对其盈利预测，2011 年、2012 年每股收益分别为 1.87 元、2.24 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ **风险提示**：1）自主品牌投入较大；2）上汽通用五菱销量持续下滑。

| | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 105406 | 138875 | 313376 | 354312 | 425174 |
| YoY(%) | 1.3 | 31.8 | 124.4 | 13.1 | 20.0 |
| 净利润(百万元) | 656 | 6592 | 13729 | 17264 | 20688 |
| YoY(%) | -85.8 | 904.6 | 108.3 | 25.8 | 19.8 |
| 毛利率(%) | 11.5 | 12.7 | 19.6 | 19.7 | 19.7 |
| 净利率(%) | 0.6 | 4.7 | 4.4 | 4.9 | 4.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.10 | 1.00 | 1.49 | 1.87 | 2.24 |
| P/E(倍) | 178.0 | 17.8 | 12.0 | 9.5 | 8.0 |

请务必阅读正文后免责条款

# 正文目录

一、主要参股企业销量增幅高于行业 ..... 3
二、上海大众、上海通用表现突出有其必然性 ..... 3
三、产能与产品规划 ..... 4
四、盈利能力将稳中有升 ..... 6
五、自主品牌计提充分、短期销量下滑 ..... 6
六、重点发展“两轻一重”、提高商用车市占率 ..... 7
七、资产注入打造更完整产业链 ..... 8
八、打造较完备的新能源汽车产业链 ..... 10
九、估值规律 ..... 10
十、盈利预测与投资建议 ..... 11

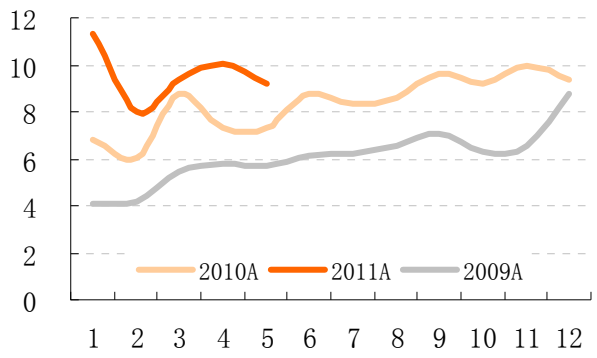
今年以来汽车市场景气度有所下滑，但上海汽车仍保持较快增长，1-5月销量增长13.6%，市场占有率提高；主要利润来源上海大众、上海通用累计同比增长分别为32.0%、24.3%。与此同时，今年以来公司股价上涨16.3%（至6月10日），亦超越同期上证指数（-3.7%）和汽车板块平均水平（-12%左右）。

## 一、主要参股企业销量增幅高于行业

1-5月上汽集团销量同比增长13.6%，其中上海大众、上海通用、上汽乘用车、上汽通用五菱销量累计同比增长分别为32.0%、24.3%、6.5%、-4%，表现均优于对应子行业增幅。

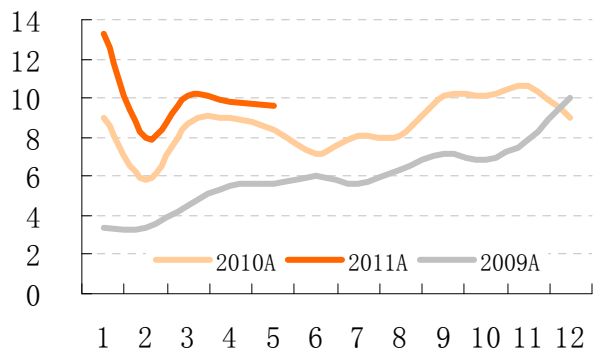
上海汽车主要利润来源为上海大众、上海通用，我们测算公司净利润的90%左右来自这两家合资公司的贡献。年初以来上海大众、上海通用销量领先于行业，主打车型表现突出。

**图表 1　上海大众月度销量　　单位:万辆**



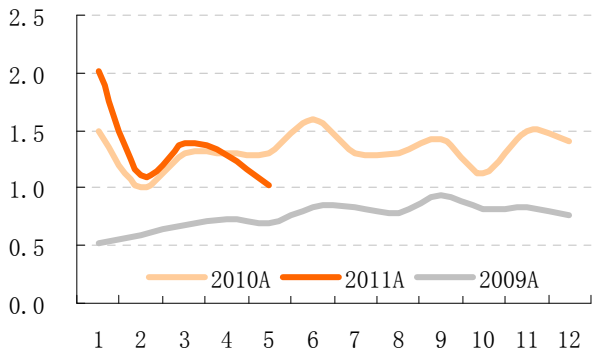

*资料来源：公司公告*

**图表 2　上海通用月度销量　　单位:万辆**



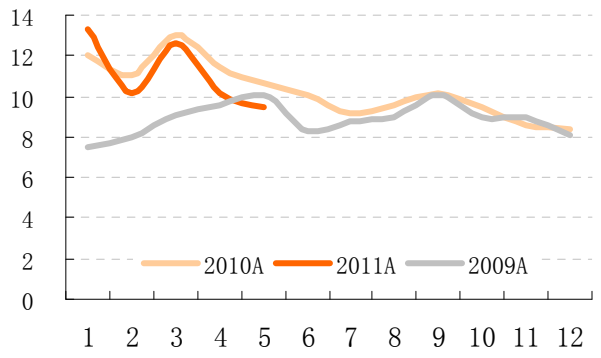

*资料来源：公司公告*

**图表 3　上汽乘用车月度销量　　单位:万辆**




*资料来源：公司公告*

**图表 4　上汽通用五菱月度销量　　单位:万辆**




*资料来源：公司公告*

## 二、上海大众、上海通用表现突出有其必然性

2011 年上海大众、上海通用表现优于行业，我们认为其必然性：

- **行业优秀的口碑，完善的服务体系和经销网络**。上海大众、上海通用进入国内市场较早，无论是产品质量还是服务售后均树立了行业优秀的口碑，完善的服务体系和经销网络是销量稳定增

长的强大后盾。目前配件价格、维修与服务体系成为消费者购车考虑的重要因素，较大的产销规模和维修服务网络又促进了消费者的购买。

- **新品牌、新车型有序推出，对市场形成持续吸引力**。如上海大众 2007 年 6 月推出的斯柯达品牌、2010 年初推出的首款 SUV—途观、2011 年 4 月推出的中级车新帕萨特；上海通用 2009 年推出的全新平台上的凯越、君威、君越等新产品。从推出至今，这些新品牌、新车型增长势头强劲，明显提升了公司产销规模及利润水平。

- **产品技术与安全优势更加明显**。随着国内汽车产销规模的扩大，消费者日趋成熟，对产品的性能、质量、安全关注度提高，欧美系合资企业特别是上海大众的产品优势更加明显。

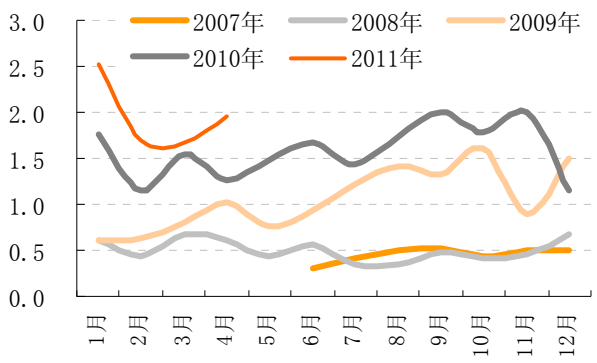
- **受政策影响小，前期基本无透支性表现**。上海大众、上海通用产品线丰富，其中占比较大的车型如 B 级车、SUV 等产品的目标客户群体多为二次购车或换车的客户，此类客户需求较刚性，此前受政策刺激影响小，基本无透支性表现。另外，上海大众、上海通用产品价位为中高档，客户受宏观调控政策、油价上涨等扰动因素影响亦较小；北京等地限购后提升轿车消费档次，国家治理公车消费，公务员延续用车习惯，自购中高档轿车可能性大，公司相对受益。

**图表 5　近年来上海大众、上海通用上市新车简况**

| 上海大众新车上市 | 车型 | 售价（万元） | 上海通用新车上市 | 车型 | 售价（万元） |
|---|---|---|---|---|---|
| 2007 年 6 月明锐 | 紧凑型车 | 12.3—21.1 | 2008 年 12 月君威换代 | | |
| 2008 年 12 月晶锐 | 小型车 | 7.9—11.8 | 2009 年 4 月雪佛兰科鲁兹 | 紧凑型车 | 11.4—16 |
| 2009 年 5 月昊锐 | 中级车 | 17.2—27.1 | 2009 年 7 月君越换代 | | |
| 2010 年 1 月途观 | SUV | 20—31 | 2010 年 1 月英朗 XT | 紧凑型车 | 13.5—18.7 |
| 2011 年 4 月新帕萨特 | 中级车 | 21.9—31.1 | 2010 年 1 月赛欧换代 | | |
| | | | 2010 年 6 月英朗 GT | 紧凑型车 | 13.8—19 |

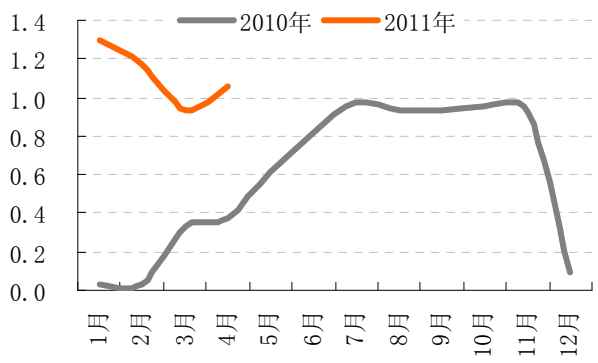
*资料来源：公司网站*

**图表 6　斯柯达品牌月度销量　　单位:万辆**




*资料来源：中国汽车工业协会*

**图表 7　上汽大众 SUV 途观月度销量　　单位:万辆**




*资料来源：中国汽车工业协会*

# 三、产能与产品规划

2010 年上汽集团三家子公司销量规模破百万辆，产能利用率高企，而主要子公司新产能的投放最早在 2012 年下半年，近年公司产能利用率将持续处于高位。

**图表 8　上汽主要子公司产能现状与规划　　单位：万辆**

| | 上海大众 | 上海通用 | 上汽乘用车 | 上汽通用五菱 |
|---|---|---|---|---|
| 设计产能（两班×8 小时×250 天） | 65 | 76 | 32 | 90 |
| 2010 全年销量 | 100 | 103.9 | 16 | 123.45 |
| 产能利用率 | 154% | 137% | 50% | 137% |
| 预计新产能增量 | 一期 15 万 | 25 | 暂无 | 暂无 |
| 预计新产能投放时间 | 2012.7 | 2012 底 | | |

*资料来源：平安证券研究所测算、相关公司官方网站*

继 2010 年初上海大众推出首款 SUV 途观后，又一重量级车型——新帕萨特于 2011 年 4 月闪亮登场，仅半月销量就达 3650 辆。

➢ **上海大众新帕萨特的上市有利于进一步提升上大众品牌形象**

新帕萨特由德国大众汽车与上海大众联合研发，鉴于上海大众旗下车型特点，全新帕萨特在设计上更结合国内消费者的购车需求和审美习惯。相比两年前上市的 PASSAT 新领驭，全新帕萨特外观更加时尚，内部空间（长度 4870mm，宽度 1834mm，而轴距达到 2803mm）扩大，动力总成和底盘结构亦为全新，配备了 TSI 发动机+DSG 双离合变速器，为国内市场领先水平。

➢ **新帕萨特上市后销售势头良好**

我们估计新帕萨特上市一个月时间获得 4.8 万辆左右订单，目前提车需要一定等待时间。

该产品与一汽大众的迈腾 B7L 形成不同的客户群，会在市场上各有表现。新帕萨特的上市有利于进一步提升上海大众的品牌形象。

**图表 9　新帕萨特外观**

*资料来源：公司网站*

**图表 10　新帕萨特主要性能与配置**

| | |
|---|---|
| 长\宽\高\轴距(米) | 4.87\1.83\1.47\2.8 |
| 售价（万元） | 21.88—31.08 |
| 变速器 | DSG 双离合 |
| 档位 | 6、7 |
| 百公里加速时间（S） | 8、9 |
| 整车整备质量（吨） | 1.5、1.6 |
| 发动机 | 直列 4 缸\涡轮增压\缸内直喷；旗舰版：6 缸 V 型排列 |
| 排量（L） | 1.8TSI、2.0TSI、3.0L V6 |
| 悬架 | 麦弗逊式独立悬架+多连杆独立悬架 |
| 驱动方式 | 前驱 |
| 最高车速（km/h） | 210、230、240 |

*资料来源：网上车市*

此外，2013 年上海大众将有斯柯达品牌的新车型投产。

➢ **纳入德国大众全球研发体系，向 C 级车进军**

2011 年 4 月 14 日上海大众与德国大众签订了联合开发 C 级车的协议，上海大众将基于德国大众最先进平台及发动机技术，开发面向中国市场的 C 级别高端轿车。此举标志着上海大众将进一步突破现有的产品格局，进军高级车细分市场。

➢ **上海通用后期将更多投入凯迪拉克品牌**

2011 年上海通用将会投产雪佛兰 SUV 科帕奇和 B 级车迈瑞宝，后期将在凯迪拉克品牌上有更多投入，凯迪拉克品牌还有较大提升空间。

# 四、盈利能力将稳中有升

➢ **上海通用利润率维持高位、上海大众利润率仍有上升空间**

根据公司公告，上海通用净利率 2007 年、2008 年、2009 年上半年净利率依次为 8.5%、5.5%、7.5%。

我们判断上海通用、上海大众 2010 年达到了净利润率的高点，其中，上海大众净利率估计接近 10%，上海通用净利率估计约为 13%。

我们认为上海大众的净利率还有提升空间，一方面，通过产品结构中高端产品占比的增加来提高上海大众产品档次和盈利水平，此外，该公司的成本改善还有一定空间。

➢ **上汽通用五菱—改善结构、维持利润率**

上汽通用五菱对上海汽车整体利润贡献约为 10%，对上市公司业绩水平影响较小。

2010 年上汽通用五菱产能达到极限，2011 年微车行业下滑，但上汽通用五菱表现好于微客行业平均水平。

上汽通用五菱计划通过改善产品结构，提升高附加值产品如“五菱荣光”占比，以此维持利润率水平。上汽通用五菱后期将通过宝骏品牌进入主流乘用车市场，并且将开拓印度市场。

# 五、自主品牌计提充分、短期销量下滑

➢ 上海汽车自主品牌轿车始于 B 级车，公司希望树立高端形象，发挥上汽集团技术和品牌优势，避开与其他自主品牌在低价位的竞争。

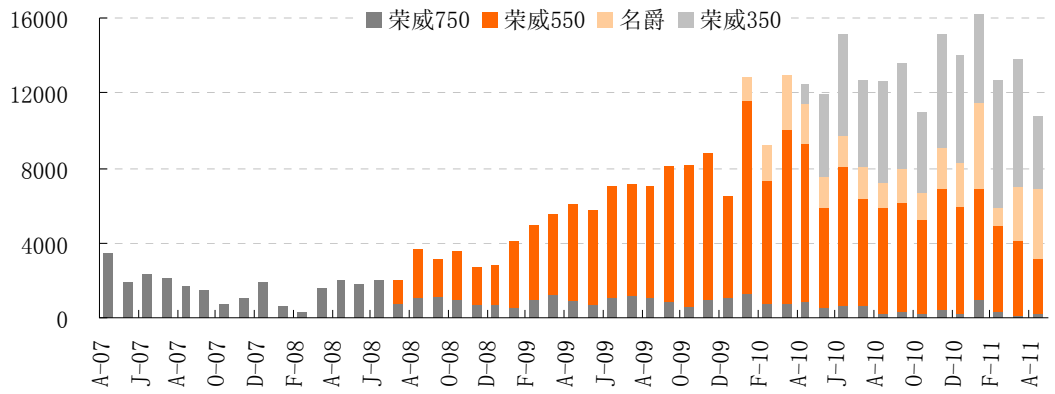
➢ 全流程、全方位的研发能力：从造型设计—引进改款—平台开发实现研发能力升级。

➢ 网络覆盖全国但仍以一、二线为主：我们测算截至 2010 年底，荣威拥有经销店 163 家，名爵拥有经销店 130 家，合计 293 家中有 122 家可双品牌经销。我们预计到 2014 年底，荣威经销店可达 360 家以上，MG 经销店可达 330 家以上。

➢ 公司自主品牌目前仍处于起步阶段，产销水平有所波动。5 月单月上汽乘用车销量同比下降 21.3%，环比下降 20%。5 月公司自主品牌产销下滑较多，后期恢复有赖于三四线城市网点铺设。

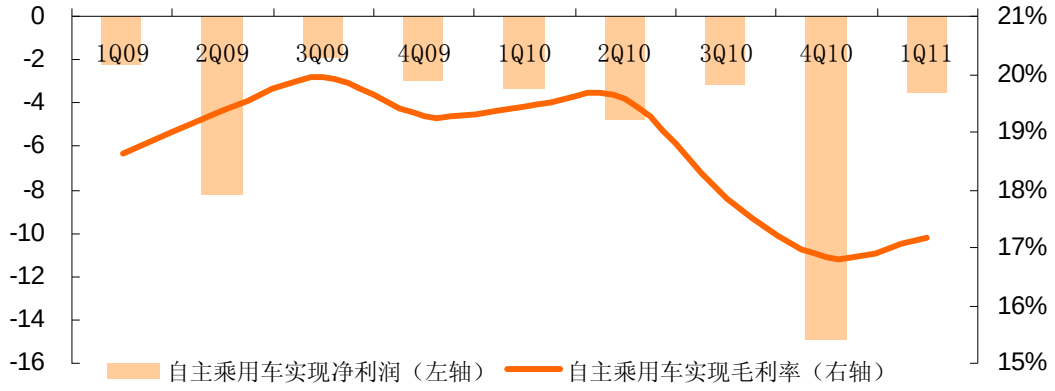
➢ 2011 年上汽乘用车公司资产减值计提充分，我们估计主要是南汽方面导致的计提。2010 年上汽乘用车在临港和浦口工厂均实现了制造环节的扭亏。考虑 2010 年计提因素和 2011 年自主品牌增幅下滑，预计上汽乘用车公司 2011 年业绩与 2010 年相当。

**图表 11　上汽乘用车各产品月度销量　　单位：辆**




*资料来源：中国汽车工业协会*

**图表 12　上汽自主乘用车公司净利润及毛利率　　单位：亿元**




*资料来源：平安证券研究所测算*

# 六、重点发展“两轻一重”、提高商用车市占率

上汽集团作为大型综合性汽车制造商，在商用车板块市场地位相对偏弱。上汽集团拟在商用车领域重点发展“两轻一重”，力争成为细分市场领先的综合商用车提供商，我们预计其商用车市占率有望从目前的 4%到 2015 年提升到 10%左右。

**图表 13　上汽商用车板块发展举措**

| 车型 | 发展举措 |
|---|---|
| 轻客 | 南维柯与 LDV 产品并举，保持现有优势 |
| 轻卡 | 提升原有产品技术，开发全新产品平台 |
| 重卡 | 引进欧洲车型，加强动力总成能力 |
| 商用车核心零部件 | 发动机、变速箱、车桥全面覆盖，以形成整体优势 |

*资料来源：平安证券研究所整理*

2011 年公司推出瞄向国际化的商用车自主品牌 MAXUS 大通，标志着开始发力自主品牌商用车。按照上海汽车规划，三个商用车基地中，南京基地主要生产轻卡、轻客，重庆红岩基地主要生产重卡，

无锡基地将从轻客向其他产品延伸。

## 七、资产注入打造更完整产业链

2011 年 4 月 6 日上海汽车公告发行股份购买资产暨关联交易预案：拟向上汽集团及工业有限发行股份购买其持有的 1）从事独立零部件业务、2）服务贸易业务、3）新能源汽车业务相关公司股权及 4）其他资产。

**图表 14　注入前后上海汽车资产范围变化**

| | | |
|---|---|---|
| **本次拟注入资产** | | |
| 1、独立零部件 | 华域汽车资产 | |
| 2、服务贸易 | 汽车物流、销售服务、国际商贸、融资租赁、信息服务及创意节能业务 | |
| 3、新能源汽车 | 质子交换膜燃料电池及相关零部件的研制生产 | |
| | 驱动电机、电动转向机、电子空调、起停一体机等关键零部件的研发和制造 | |
| **注入前上海汽车资产结构** | | |
| 1、与整车紧密相关的零部件 | 动力总成 | |
| | 底盘系统 | |
| | 汽车电子 | |
| 2、整车 | 乘用车业务（荣威、名爵、大众、斯柯达、凯迪拉克、别克、雪佛兰、宝骏） | |
| | 商用车业务 | |
| 3、汽车金融 | 上海汽车集团财务有限责任公司 | |
| | 上汽通用金融 | |
| **注入后上海汽车资产结构** | | |
| 1、汽车零部件 | 与整车紧密先关的零部件业务 | 动力总成 |
| | | 底盘系统 |
| | | 汽车电子 |
| | 独立供应零部件：华域汽车资产 | |
| 2、整车 | 乘用车业务（荣威、名爵、大众、斯柯达、凯迪拉克、别克、雪佛兰、宝骏） | |
| | 商用车业务 | |
| 3、服务贸易 | 汽车金融 | 上海汽车集团财务有限责任公司 |
| | | 上汽通用金融 |
| | 销售、物流、信息服务 | |

*资料来源：平安证券研究所整理*

**图表 15 交易标的中主要子公司 2010 年经营情况 单位：亿元**

| 公司名称 | 净资产 | 收入 | 净利润 | 上汽集团所持股权 |
|---|---|---|---|---|
| 华域汽车 | 145.00 | 440.63 | 25.13 | 60.10% |
| 安吉物流 | 15.40 | 80.00 | 4.00 | 100% |
| 上汽香港 | 4.39 | 5.24 | 1.14 | 100% |
| 上海汽车进出口有限公司 | 6.04 | 188.99 | 0.95 | 100% |
| 上汽工业销售 | 11.40 | 91.58 | 0.80 | 100% |
| 东华实业 | 4.89 | 37.26 | 0.39 | 75% |
| 上海汽车资产经营公司 | 3.45 | 1.70 | 0.31 | 90% |
| 上汽北京 | 2.92 | 12.25 | 0.23 | 90% |
| 上汽北美公司 | 1.30 | 9.83 | 0.22 | 100% |
| 上海汽车创投公司 | 8.97 | | 0.15 | 100% |
| 中国汽车工业投资开发公司 | 4.06 | 2.65 | 0.10 | 100% |
| 新源动力 | 1.26 | 0.14 | 0.04 | 34.19% |
| 南汽模具 | 2.87 | 2.60 | 0.03 | 35% |
| 上海汽车信息产业投资有限公司 | 1.23 | 2.58 | 0.01 | 100% |
| 上海汽车报社 | 0.09 | 0.11 | 0.01 | 100% |
| 彭浦机器厂 | 1.96 | 7.81 | 0.0043 | 20% |
| 上海国际汽车零部件采购中心 | 0.43 | 0.99 | 0.0038 | 80% |
| 上汽工业活动中心 | 1.05 | 0.67 | 0.0025 | 100% |
| 上海尚元投资管理有限公司 | 1.20 | | | 100% |
| 通用韩国 | 27659 亿韩元 | 139618 亿韩元 | 5856 亿韩元 | 6.01% |
| 招商银行 | 1340.00 | 713.77 | 257.69 | 1.71%（工业有限） |

*资料来源：公司公告*

本次资产注入有助于公司整合汽车产业链资源、充分发挥协同效应。

1）零部件业务依然坚持“中性化”、“零级化”、“国际化”。

2）新源动力已取得微利、上汽捷能尚未产业化，暂不纳入本次注入。

新源动力注入有利于公司逐步提高对新能源汽车关键零部件掌控能力；通过注入华域汽车相关新能源关键零部件业务，加快推进混合动力和电动汽车产业化；通过注入新源动力，推动燃料电池汽车研发升级和示范运行。

由上汽集团持股 90%的上海捷能由于尚未实现产业化，故暂不纳入本次资产注入。

3）服务贸易业务有助于公司打造全产业链

本次拟注入的服务贸易业务资产主要包括安吉物流、上汽北京、工业销售、采购中心、中汽投、进出口公司、资产经营公司及东华实业下属的从事服务贸易业务的子公司等。其中安吉物流是当前中国大型、专业化的第三方物流服务商之一。工业销售、上汽北京、采购中心、中汽投等公司主要从事整车及零部件采购、销售服务。

拟注入的服务贸易板块涵盖了汽车物流、销售服务、国际商贸、创意节能、信息服务等业务，将构建上海汽车未来新的盈利增长点；服务贸易业务将与整车制造业务产生协同效用，在汽车保有量提

高的情况下，售后市场服务需求将会增长，有利于上海汽车成为汽车整车及零部件涉及生产、销售、服务一体化综合经营决策主体。

## 八、打造较完备的新能源汽车产业链

公司新能源发展战略是以混合动力为重点，以纯电动为突破口。加快推荐混合动力和电动汽车产业化，推动燃料电池汽车研发升级和示范运行。

2010 年底公司已推出 750 混合动力车型，2010 年世博会上汽提供了 1000 余台新能源车，公司计划于 2012 年推出插电式强混及纯电动汽车。

公司计划打造完备的新能源汽车产业链：如电机、电转向、电空调、电控、电池系统。

依托上汽整车研发实力，与国内企业合作开发永磁电机，其中电机控制软件开发自主掌控。上海联创则已经实现了电控的自主掌控。

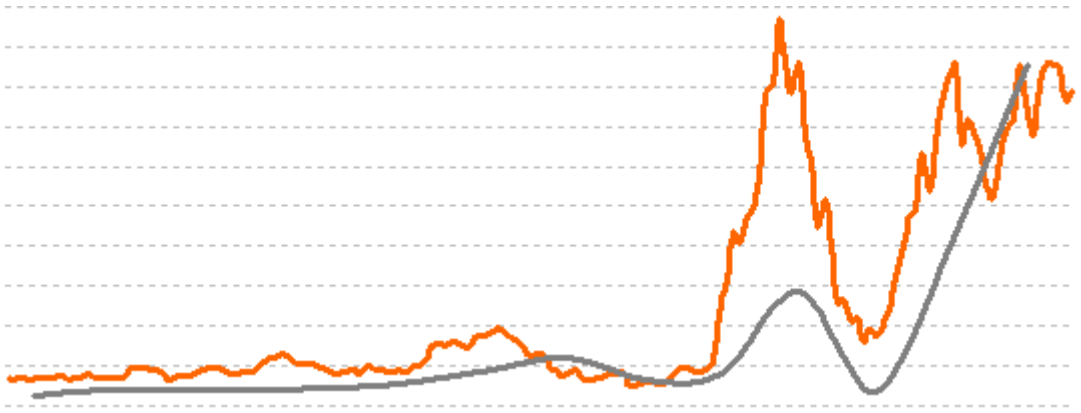
由于电池技术路线还不明朗，暂不进入电池研发和生产领域。公司不仅关注新能源车的制造，也关注新能源车的使用环境及其商业模式，上汽与唐山市政府成立了新能源客车生产基地。

目前涉及到新能源车的公司主要有：上海捷新、上海捷能、新源动力。其中捷新是上海汽车与美国 A123 合资的公司，双方股比为 51：49，主要业务是电池管理系统。上汽捷能主要业务是电控系统，目前由上汽集团持股 90%，上海汽车持股 10%。未来一旦产业化，上海汽车拥有捷能的优先转让权。新源动力主要从事燃料电池业务。在新能源汽车零部件方面，华域汽车着重于电空调、电转向、电机等部件的研发。

## 九、估值规律

截至 2011 年 6 月 10 日收盘，上海汽车总市值 1578 亿元，对应 2010 年业绩，上海汽车 PE 为 11.5 倍。我们观察其 1997 年至今总市值变化与净利润的对应关系，市值的波动反映了净利润的变化，但波动更为剧烈。

**图表 16　上海汽车历年净利润与总市值重叠图**



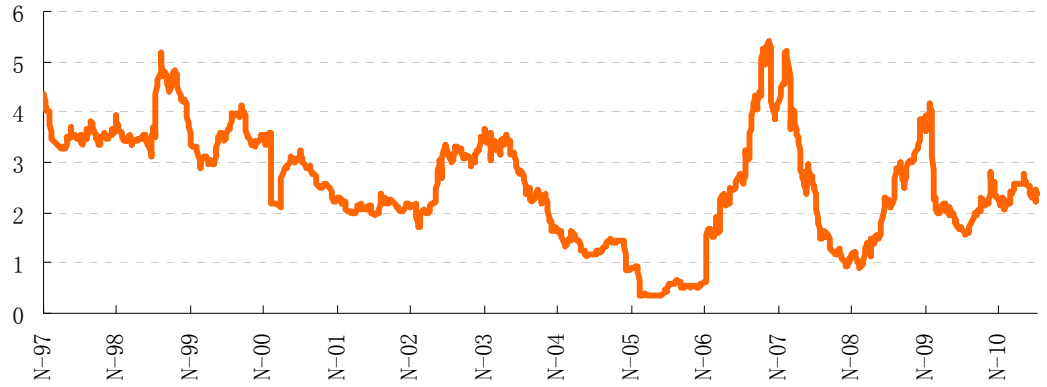
*资料来源：wind*

*附：总市值（橙色线）时间周期为 1997 年 11 月—2011 年 6 月 10 日；年度净利润（灰色线）时间周期为 1997 年—2010 年。*

历年来上海汽车 PB 均值在 2.56 倍，目前公司 PB 约 2.2 倍，低于历史均值。

近年来公司估值有两个底部，分别为 05 年底和 08 年底，PB 均在 1 以下，其中 08 年底公司遭遇金融危机及双龙大额计提的双重利空。2011 年行业增幅回落，但从实际需求层面看远不至于悲观到 08 年水平。

**图表 17　上海汽车 PB 轨迹**




*资料来源：wind*

我们认为公司龙头地位稳固，值得给予 15 倍以上 PE，前提是 EPS 较为确定。从公司 1-5 月表现看，盈利符合市场预期的概率较高，即使是对应最为保守的盈利预测，目前上海汽车的估值亦偏低。

# 十、盈利预测与投资建议

公司兼具基本面与估值双重优势：上海大众、上海通用产能利用率持续保持高位，未来产品平均档次仍将上移，产销规模及盈利能力仍将持续提高。目前公司估值水平处于历史中低位置，在盈利确定的支撑下，后期估值将得到修复，股价上行空间较大，为 2011 年难得的汽车股优质投资标的。

**我们维持对上海汽车 2011 年、2012 年每股 1.87 元、2.24 元的盈利预测。维持“强烈推荐”的投资评级。**

**风险提示**：1）自主品牌投入较大；2）上汽通用五菱销量持续下滑。

资产负债表 单位:百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 74492 | 145542 | 176986 | 231206 |
| 现金 | 30500 | 61262 | 81875 | 120926 |
| 应收账款 | 4067 | 3482 | 7124 | 7978 |
| 其他应收款 | 484 | 528 | 1041 | 1156 |
| 预付账款 | 4681 | 10811 | 10896 | 13619 |
| 存货 | 8314 | 18162 | 20613 | 24455 |
| 其他流动资产 | 26445 | 51296 | 55438 | 63072 |
| **非流动资产** | 63666 | 83301 | 80555 | 79890 |
| 长期投资 | 25425 | 20722 | 22342 | 21808 |
| 固定资产 | 14651 | 28494 | 29065 | 26980 |
| 无形资产 | 2946 | 5760 | 7267 | 8946 |
| 其他非流动资产 | 20645 | 28324 | 21882 | 22156 |
| **资产总计** | 138158 | 228842 | 257541 | 311096 |
| **流动负债** | 79757 | 132265 | 132313 | 153207 |
| 短期借款 | 1745 | 4675 | 3640 | 3669 |
| 应付账款 | 24069 | 53285 | 58988 | 71252 |
| 其他流动负债 | 53943 | 74305 | 69685 | 78286 |
| **非流动负债** | 11637 | 14829 | 14808 | 15806 |
| 长期借款 | 1663 | 2530 | 3285 | 4024 |
| 其他非流动负债 | 9974 | 12299 | 11524 | 11782 |
| **负债合计** | 91394 | 147094 | 147122 | 169013 |
| 少数股东权益 | 4302 | 15579 | 26993 | 40670 |
| 股本 | 6551 | 9242 | 9242 | 9242 |
| 资本公积 | 22347 | 30085 | 30085 | 30085 |
| 留存收益 | 13587 | 26843 | 44108 | 62092 |
| 归属母公司股东权益 | 42462 | 66170 | 83427 | 101413 |
| **负债和股东权益** | 138158 | 228842 | 257541 | 311096 |

现金流量表 单位:百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 21572 | 24974 | 16343 | 30546 |
| 净利润 | 8108 | 22833 | 28678 | 34359 |
| 折旧摊销 | 2026 | 6120 | 3473 | 3708 |
| 财务费用 | 579 | 387 | 256 | 632 |
| 投资损失 | -8344 | -8722 | -10466 | -12559 |
| 营运资金变动 | 18500 | 5689 | -7751 | 4795 |
| 其他经营现金流 | 705 | -1332 | 2153 | -388 |
| **投资活动现金流** | -12285 | -6930 | 7456 | 10184 |
| 资本支出 | 3759 | 7183 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -11802 | -10057 | 827 | -52 |
| 其他投资现金流 | -20328 | -9804 | 8283 | 10132 |
| **筹资活动现金流** | -4154 | 7475 | -3186 | -1678 |
| 短期借款 | -2581 | 2930 | -1035 | 29 |
| 长期借款 | 437 | 867 | 754 | 739 |
| 普通股增加 | 0 | 2691 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 145 | 7738 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -2155 | -6752 | -2905 | -2447 |
| **现金净增加额** | 5140 | 25477 | 20614 | 39051 |

利润表 单位:百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 138875 | 312485 | 354312 | 425174 |
| 营业成本 | 121228 | 251903 | 284689 | 341500 |
| 营业税金及附加 | 1465 | 8172 | 9035 | 10842 |
| 营业费用 | 9789 | 21076 | 23916 | 28912 |
| 管理费用 | 4750 | 11442 | 12755 | 15094 |
| 财务费用 | 579 | 387 | 256 | 632 |
| 资产减值损失 | 1426 | 1922 | 750 | 600 |
| 公允价值变动收益 | 30 | 115 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 8344 | 8722 | 10466 | 12559 |
| **营业利润** | 8431 | 27006 | 33376 | 40155 |
| 营业外收入 | 303 | 411 | 316 | 338 |
| 营业外支出 | 137 | 732 | 150 | 165 |
| **利润总额** | 8597 | 26684 | 33542 | 40328 |
| 所得税 | 489 | 3852 | 4864 | 5969 |
| **净利润** | 8108 | 22833 | 28678 | 34359 |
| 少数股东损益 | 1516 | 9104 | 11414 | 13677 |
| **归属母公司净利润** | 6592 | 13729 | 17264 | 20682 |
| EBITDA | 11035 | 33512 | 37105 | 44494 |
| EPS（元） | 1.01 | 1.49 | 1.87 | 2.24 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 31.8% | 125.0% | 13.4% | 20.0% |
| 营业利润 | 769.4% | 220.3% | 23.6% | 20.3% |
| 归属于母公司净利润 | 904.6% | 108.3% | 25.8% | 19.8% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 12.7% | 19.4% | 19.7% | 19.7% |
| 净利率(%) | 4.7% | 4.4% | 4.9% | 4.9% |
| ROE(%) | 15.5% | 20.7% | 20.7% | 20.4% |
| ROIC(%) | -52.2% | -906.9% | 530.6% | -2552.5% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 66.2% | 64.3% | 57.1% | 54.3% |
| 净负债比率(%) | 4.81% | 8.46% | 7.31% | 7.09% |
| 流动比率 | 0.93 | 1.10 | 1.34 | 1.51 |
| 速动比率 | 0.82 | 0.95 | 1.17 | 1.34 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.13 | 1.70 | 1.46 | 1.50 |
| 应收账款周转率 | 39 | 82 | 66 | 56 |
| 应付账款周转率 | 5.74 | 6.51 | 5.07 | 5.24 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.00 | 0.00 | 0.02 | 0.01 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 15.03 | 33.81 | 38.34 | 46.00 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 0.71 | 1.49 | 1.87 | 2.24 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 1.95 | 1.80 | 1.33 | 1.19 |
| P/B | 25.24 | 12.12 | 9.64 | 8.04 |
| EV/EBITDA | 8 | 7 | 10 | 5 |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257