

公司研究

汽车整车行业

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层

分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：

S1500510120007

xinghaizhi@cindasc.com

联系人：

梅妙

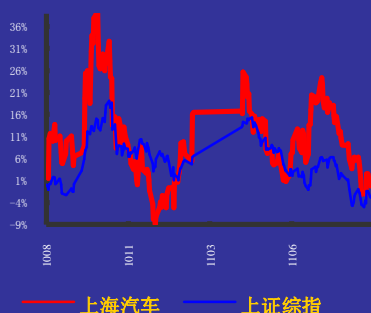
meimiao@cindasc.com

最新价： 15.54 元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	14.24-22.45
最近一月涨跌幅(%)	-8.53
总股本(亿股)	92.42
流通 A 股比例(%)	0.92
总市值(亿元)	1436.27
每股净资产	7.83
总资产(亿元)	2225.92
十大流通股东(%)	80.97

最近一年市场表现



上海汽车(600104)：业绩增长压力延期显现

公司研究点评报告

2011 年 08 月 29 日

投资要点：

- ◆ **事件：上海汽车发布中报，上半年整车销售实现 198.33 万辆，同比增长 12.39%。**其中轿车业务中上海通用、上海大众分别增长 25.93%和 20.61%，自主品牌基本与上年同期持平，下降 0.31%；交叉型乘用车尽管增速依然为 -3.17%，但相对行业整体的下降幅度属于偏小；商用车中红岩重卡增长达到 17%，但由于五菱微卡下降达 20.27%，整体略降 5.41%。
- ◆ **依托上海大众、上海通用，公司业绩增长继续维持高位。**营业收入实现 1838.77 亿元，同比增长 24.56%，实现归属于母公司净利润 85.76 亿元，同比增长了 46.09%，规模化效益下毛利润率微升以及来自合资整车企业的投资收益增加是主要原因。
- ◆ **相对未来可预见的规模性支出来说，公司资本压力不大。**截止上半年，公司净现金依然有 500 亿元，从三大现金流所反映的经营情况来看，公司净现金增长已面临一定压力，但相对未来可预见的每年 70-80 亿元规模性支出来说，公司资本约束上不存在问题。
- ◆ **未来一年内，公司业绩增长或面临压力。**公司 11 年预计实现各类汽车销量将超过 400 万辆，营业收入为 3605 亿元。由于原材料成本上涨、产能扩建以及新项目推广等因素，未来一年内，其成本费用上涨幅度预期将超过收入上涨幅度，因此，公司实现归属于母公司净利润或有下降风险，预计可实现归属于母公司净利润约 142 亿元。

财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	313376.29	360485.83	424332.40	522400.23
(+/-)	124.42%	15.03%	17.71%	23.11%
净利润	13728.52	14253.34	16318.69	19158.76
(+/-)	108.26%	3.82%	14.49%	17.40%
每股收益(元)	1.49	1.54	1.77	2.07
PE	11.40	10.08	8.80	7.50

整车销售实现 198.33 万辆,同比增长 12.39%,其中轿车业务上海通用、上海大众分别增长 25.93%和 20.61%,自主品牌基本与上年同期持平,增长为-0.31%;交叉型乘用车尽管增速依然为-3.17%,但相对行业整体的下降幅度属于偏小;商用车中红岩重卡增长达到 17%,但由于五菱微卡下降达 20.27%,整体略降 5.41%。

公司上半年实现整车销售 198.33 万辆,同比增长 12.39%,增速高出行业总体约 9.3 个百分点,原因主要是面临行业整体景气性下滑的背景下,以上海通用和上海大众为代表的合资公司由于其增长更为稳定,整体带动公司继续维持了相对稳定的增长。

上海通用新产品继续发挥增量贡献作用。10 年新产品的增量贡献大约占 10 年总增量(30 万辆)的 70%左右。今年上半年,上海通用销量实现 59.21 万辆,同比增长达到 26.04%,增长的主力依然主要是以雪佛兰系列为主的新产品系列,包括克鲁兹(10.26 万辆,+16.71%)、雪佛兰新赛欧(8.40 万辆,+86.34%)、乐风(5.72 万辆,+21.37%)以及 10 年下半年推出的别克系列新产品英朗 GT(4.85 万辆)等。别克系列除英朗 GT 外,老产品凯越(12.14 万辆,+16.84%)和新君越(5.77 万辆,8.09%)也都有所增长。MPV 产品 GL810 年销量只有 5.22 万辆,同比增长 30.05%,与整体 MPV 行业相比增长相对不明显。但公司今年推出了新款 GL8 系列,销量达到 2.52 万辆,使得公司整体 MPV 销量达到 3.72 万辆,同比增长 27.72%,显著高于所属行业的 13.89%。

上海大众新产品增长,老产品依然贡献绝对销量。上海大众 10 年除 SUV 外几乎没有新产品推出,但总销量也达到 100.14 万辆,同比增长了 37.50%,其中增长的主力主要是朗逸(25.16 万辆,+71.80%)、晶锐(3.93 万辆,+25.57%)和昊锐(3.78 万辆,+158.45%),SUV 产品途观 10 年推出即销量达到 7.05 万辆。这些产品的增量占到上海大众 10 年总增量(约 27 万辆)的 89%左右。今年上半年,除老产品桑塔纳(11.36 万辆,+25.91%)、明锐(6.25 万辆,23.41%)、朗逸(13.16 万辆,+10.45%)晶锐(2.54 万辆,33.96%)昊锐(2.68 万辆,41.14%)继续稳定增长外,新产品新波罗、NMS 也都有明显表现,大约贡献增量分别约 5.55 万辆和 1.66 万辆。另外,MPV 新产品中的途安 1.4T(1.21 万辆)以及 SUV 途观(6.11 万辆,+171.49%)增长也都非常强劲,但由于途安 1.8T 和 2.0T 增长基本停止,总体 MPV 与上年同期基本持平。

自主品牌轿车方面,产品相对性竞争优势未能得以保持,新产品替代能力不强。上海汽车 10 年销量包括荣威、MG 总计实现了 16.04 万辆,相对 09 年的 9.01 万辆,同比增长了 78%,其中荣威系列销量 13.1 万辆,MG 系列销量 2.94 万辆。上海汽车的自主品牌轿车在 09 年实现 147%增长的基础上继续保持了快速增长的势头。进入今年上半年,除原来新产品荣威 350(3.46 万辆,+224.77%)增长较快外,其它系列包括荣威 550(2.21 万辆,-53.35%)、荣威 750(0.24 万辆,-50.79%)都下滑明显。MG 系列中 MG6(1.28 万辆,+26.06%)尚有一定的增长,其余尚都体现出规模。

上汽通用五菱传统产品增速继续下滑,新产品尚未推出,其轿车产品 SPARK10 年实现销量 7.78 万辆,同比增长了 29.67%,略高于轿车行业总体 27.05%的增长水平。但进入今年上半年同样其优势不在,整体销量 3.68 万辆,下降 10.32%。新产品宝骏

受各种因素影响也尚未推出。交叉型乘用车增长继 10 年有所放缓（105.78 万辆，+15.38%）的基础上，今年上半年（56.94 万辆，-3.17%）继续有所下降，但增速已相对好于行业整体的-9.87%。

商用车方面，除上汽依维柯红岩的重卡继 10 年（4.56 万辆，+69.61%）高增长之后，今年上半年在整个行业（54.34 万辆，-7.04%）的背景下，其继续保持了相对的高增长（2.27 万辆，+17.03%）。另外，其它除轻客增长较快外，商用车板块中轻卡、微卡等的增长基本都低于行业总体增长，且绝对规模一直较小，对公司整体的贡献尚不明显。

图表 1：11 年 H1 上海汽车各整车业务单元销量及其增长

	行业销量（万		公司	销辆	
	辆）	增长（%）		（万辆）	增长（%）
汽车	932.52	3.35	上海汽车	198.33	12.39
乘用车	711.03	5.75	乘用车	185.55	13.86
商用车	221.49	-3.67	商用车	12.78	-5.41
轿车	495.56	8.02	上海通用	55.49	25.93
			上海大众	50.15	20.61
			上汽通用五菱	3.68	-10.32
			南汽集团	3.55	108.33
			上海汽车	4.48	-28.92
MPV	23.84	13.89	上海通用	3.72	27.72
			上海大众	1.28	-0.4
SUV	71.16	20.58	上海大众	6.26	183.83
交叉型	120.47	-9.87	上汽通用五菱	56.94	-3.17
大客	2.97	1.65	上海申沃	0.14	-32.6
轻客	16.59	17.23	南汽集团	2.4	32.31
			上海汇众(商用车)	0.07	-64.02
重卡	54.34	-7.04	上海汇众(商用车)	0	-100
			上汽依维柯红岩	2.27	17.03
微货	26.43	-7.45	上汽通用五菱	4.16	-20.27
轻货	102.26	-4.31	南汽集团	3.74	-8.89

来源：汽车工业协会

营业收入实现 1838.77 亿元，同比增长 24.56%，实现归属于母公司净利润 85.76 亿元，同比增长了 46.09%，规模化效益下毛利润率微升以及来自合资整车企业的投资收益增加是主要原因。

上半年公司实现营业收入 1838.77 亿元，同比增长 24.59%，营业收入增速高于销量整体增速主要是合资公司产品（主要是中高端轿车）销售比重逐步提高，替代了微车（交叉型乘用车）下降的状况，平均单车销售价格也由 10 年的 7.87 万元/辆提高到 9.38 万元/辆。

公司实现归属于母公司净利润为 85.76 亿元，同比增长约 46.07%，扣除少数股东

损益的比重因素（少数股东损益同比增长 25.48%），公司净利润实际增长约 36.90%。净利润的相对高增长主要是来自合资整车企业（主要是上海大众）的投资收益增加以及短期理财产品收益增加所致，另外，公司整体毛利润率和期间费用率分别增加 0.66 个百分点和降低 0.38 个百分点，尽管幅度不大，但相对公司庞大的业务收入基数来说，实际上也净贡献了约 18 亿元的营业利润，相当于约 14.45 亿元的公司的净利润。

图表 2：上海汽车近年成本费用比变化(%)

	08 年	09 年	10 年	11 年 H1
毛利润率	11.55	12.71	19.39	19.73
销售费用/营业收入	6.79	7.01	6.74	6.20
管理费用/营业收入	5.08	3.40	3.66	3.85
财务费用/营业收入	1.43	0.41	0.12	0.07
三项费用合计/营业收入	13.36	10.81	10.52	10.16
资产减值损失/营业收入	3.05	1.02	0.62	0.07

来源：公司公告

截止上半年，公司净现金依然有 500 亿元，从三大现金流所反映的经营来情况看，公司净现金增长已面临一定压力，但相对未来可预见的规模性支出来说，公司资本压力不大。

上半年，公司经营性净现金流实现 29.32 亿元，比去年同期减少 13.31 亿元，主要是经营性应收项目以及应付项目同比增加较多所致，这也反映了在进入行业景气下行阶段上市公司所面临的普遍特征；投资性现金净流入 44.19 亿元，但在公司产能投入的背景下用于购建固定资产等的支出为 46.22 亿元，同比增长了 74.28%；筹资性净现金流出为 78.47 亿元，主要是用于利润分配的资金同比增加较多所致。截止上半年，公司持有约 614 亿元货币资金，与上年末基本持平，扣除各类长期借款、应付债券以及受限制类资金，公司自由现金还有约 500 亿元。

在上期关于公司的研究报告中，我们也提到不论是上海大众、上海通用还是上汽通用五菱未来都面临着产能不足，需要扩大产能的压力，因此未来资本支出压力也将增大，上半年的公司经营情况基本反映了这一预期。总体我们认为，公司资本充足，能够满足产能扩建方面的支出要求，但持续的产能和其他投入对公司未来特别是下半年乃至明年利润的影响可能不容忽略。

10 年，公司通过发行分离债募集资金 62.433 亿元所涉及项目已基本完成，未来主要是非公开增发所募集的 100 亿元资金的投资项目，主要有自主品牌二期、技术中心建设二期等，共计约 100 亿元（经调整后）。截至上半年，已经完成投入约 28.35 亿元。另外，公司在前期曾规划用于乘用车和商用车收购兼并项目资金分别 30 亿元和 20 亿元，预计会继续在适当时机实施。总体，公司未来可预见的投资支出约 150 亿元左右，按两年左右支出完毕，年均支出约 75 亿元。公司当前资金规模及经营能力加上投资收益分红完全可以满足要求。

图表 3: 上海汽车未来主要投资项目情况

项目名称	资金需求 (亿元)	实际投入金 (亿元)
自主品牌乘用车投资项目	55.31	18.389
其中: 自主品牌乘用车项目(二期)	35.06	16.397
自主品牌乘用车研发项目	20.25	1.992
自主品牌商用车投资项目	11.785	6.626
双离合自动变速器总成项目	5.965	0.474
技术中心建设二期项目	26.940	2.861
合计	100.00	28.35

注: 未含乘用车、商用车收购兼并项目。

来源: 公司公告

公司 11 年预计实现各类汽车销量将超过 400 万辆, 营业收入为 3605 亿元。由于原材料成本上涨、产能扩建以及新项目推广等因素, 未来一年内, 其成本费用上涨幅度预期有超过收入上涨幅度, 因此, 公司实现归属于母公司净利润或有下降风险, 预计可实现归属于母公司净利润分别约 142 亿元。

公司预计 11 年实现营业收入、营业成本分别约 3605 亿元和 2903 亿元, 同比分别增长约 15.03%和 15.22%。与我们前期的预测相比, 营收增长有所调高, 这主要是基于单车销售价格提高所致。

同时, 我们依然认为, 下半年或者最迟推到明年上半年, 其成本上涨幅度有望进一步提高, 这主要是考虑到加息和上调存款准备金率背景下, 原材料成本和劳动力成本上升所致。另外, 由于公司 11 年将包括荣威、MG 在内多款新产品上市, 商用车方面 LDV 首款产品也将推出, 另外, 新能源推进力度也会加大, 这些都会增加公司销售费用和管理费用, 因此, 费用同比增加也会显现。这些, 将影响毛利润有所走低。

附录: 财务预测表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	145541.80	108362.99	151092.77	165851.20
现金	61261.58	20785.12	59722.98	47980.49
应收账款	3482.27	10621.74	3971.84	12328.11
其它应收款	528.28	1444.04	534.17	1683.32
预付账款	10811.42	5125.80	15041.85	9489.14
存货	18161.97	19204.34	21918.86	27336.29
其他	51296.29	51181.95	49903.08	67033.85
非流动资产	83300.56	94309.81	110215.24	129391.54
长期投资	20722.42	28553.39	36249.42	44012.93
固定资产	28493.96	37192.16	41871.25	49714.48

无形资产	6782.20	7580.89	8667.59	10387.17
其他	27301.98	20983.36	23426.97	25276.97
资产总计	228842.36	202672.80	261308.01	295242.74
流动负债	132265.10	87278.58	122117.32	125628.25
短期借款	4675.39	3582.21	3334.19	3863.93
应付账款	53284.56	45420.29	67870.31	68942.85
其他	74305.15	38276.08	50912.83	52821.48
非流动负债	14828.74	14304.94	13069.84	13437.11
长期借款	8046.66	9172.19	8199.74	7842.13
其他	6782.08	5132.75	4870.11	5594.98
负债合计	147093.84	101583.52	135187.17	139065.36
少数股东权益	15578.85	25031.14	35853.09	48558.47
归属母公司股东权益合计	66169.67	78574.52	92784.13	110135.28
负债和股东权益	228842.36	205189.18	263824.38	297759.12

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	21655.38	-18233.08	58163.82	10225.94
净利润	22832.77	23705.63	27140.64	31864.14
折旧摊销	6119.95	5782.72	7303.34	9523.39
财务费用	386.77	2167.45	1973.49	2187.15
投资损失	-8721.84	-8526.45	-8395.96	-8615.56
营运资金变动	5742.40	-44646.27	30999.15	-23974.22
其它	-4704.69	3283.85	-856.84	-758.97
投资活动现金流	-11129.04	-13781.59	-13976.07	-19406.49
资本支出	14081.92	12056.75	6817.16	10220.25
长期投资	4702.58	-7830.98	-7696.03	-7763.50
其他	7655.46	-9555.82	-14854.94	-16949.74
筹资活动现金流	19769.02	-8461.79	-5249.89	-2561.94
短期借款	2930.41	-1093.19	-248.01	529.74
长期借款	-895.06	1125.53	-972.46	-357.61
其他	17733.67	-8494.13	-4029.42	-2734.07
现金净增加额	30295.36	-40476.46	38937.86	-11742.49

利润表

单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	313376.29	360485.83	424332.40	522400.23
营业成本	251902.60	290269.14	342370.52	420442.27
营业税金及附加	8172.32	5291.29	7249.19	10071.92
营业费用	21076.42	24332.79	28854.60	35523.22
管理费用	11442.44	13878.70	16124.63	19955.69
财务费用	386.77	2167.45	1973.49	2187.15
资产减值损失	1922.39	5628.49	4520.41	5642.11

公允价值变动收益	115.19	148.68	98.06	120.64
投资净收益	8721.84	8526.45	8395.96	8615.56
营业利润	27005.65	27593.10	31733.57	37314.07
营业外收入	411.09	409.45	374.45	398.33
营业外支出	732.35	298.07	389.08	473.17
利润总额	26684.39	27704.48	31718.95	37239.24
所得税	3851.62	3998.86	4578.30	5375.10
净利润	22832.77	23705.63	27140.64	31864.14
少数股东损益	9104.25	9452.29	10821.95	12705.38
归属母公司净利润	13728.52	14253.34	16318.69	19158.76
EBITDA	31534.18	32625.72	38146.43	45396.66
EPS (元)	1.49	1.54	1.77	2.07

数据来源：公司公告、信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102