

**动态报告**

汽车汽配

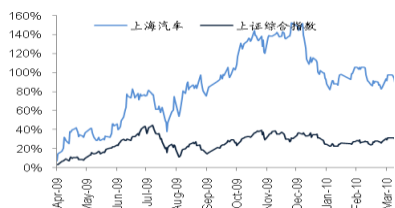
汽车

**上海汽车(600104)**
**谨慎推荐**

2010 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 29 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘(元)	19.13
总股本/流通 A 股(百万股)	6,554.95/6,554.95
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	125,396.28/125,396.28
上证综指/深圳成指	2,900.33/11,333.85
12 个月最高/最低(元)	26.99/10.70

**财务数据**

净资产值(百万元)	42,462.45
每股净资产(元)	6.48
市净率	2.95
资产负债率	66.15%
息率	0.26%

**相关研究报告:**

《上海汽车 09 年报点评: 业绩符合预期, 表现超越行业》——2010-4-2

《上海汽车: 重现辉煌》——2010-1-7

《上海汽车: 通用上汽合作进一步深化》——2009-12-7

分析师: 李君

SAC 执业证书编号: S0980210030036

电话: 021-60933156

 E-mail: [lijun2@guosen.com.cn](mailto:lijun2@guosen.com.cn)

联系人: 左涛

电话: 021-60933164

 E-mail: [zuotao@guosen.com.cn](mailto:zuotao@guosen.com.cn)
**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 季度盈利再创高点

**●业绩符合预期**

2010 年一季度, 公司实现销售收入 628.31 亿元, 同比增长 61.3% (扣除合并报表范围变化影响), 实现净利 28.77 亿元, 同比增长 359.0%, 折合 EPS 0.44 元, 业绩符合预期, 是 2009 年以来表现最佳的一个季度。

**●1Q10 上海通用单车盈利显著攀升**

**销量表现优异:** 按照 CAAM 口径, 2010 年一季度上海通用、上海大众、上汽自主品牌分别销售整车 23.5、21.6、3.3 万辆, 同比增速分别为 106.9%、57.4%、85.2%, 环比增速分别为 -1.8%、0%、35.5%。新车型上市普遍反映良好, 销量特别是自主品牌表现优异;

**上海通用、上汽通用五菱单车盈利均显著攀升, 但预计 1Q10 盈利为年内高点:** 预计上海通用、上海大众、上汽通用五菱 1Q10 分别实现净利 42、16、10 亿元, 分别贡献权益净利 21.4、5、8 亿元, 单车净利分别为 1.8、0.74、0.28 万元, 环比分别增长 34.5%、0%、153.8%, 其中上海通用、上汽通用五菱单车净利增长较为明显, 除了 1Q10 销售火爆外, 前者有部分 4Q09 销量在 1Q10 结算, 后者主要因为产能紧绷、边际利润率较高, 预计各子公司盈利将为年内高点, 后续季度, 成本上升、供需情况缓解均会影响利润率水平。

**●短期看, 即使行业进入下滑, 通用、大众的支撑力也较强**

**上海通用、上海大众库存、价格体系状况优于竞争对手:** 虽然目前轿车市场已现见顶之势, 但我们看到, 在众多厂商中, 上海通用、上海大众的库存状况, 价格体系, 均处于上游。我们预计即使行业周期下滑, 通用、大众也将会会有一个较长的缓冲期, 对盈利的影响不会较大。预计上海通用、大众 2010 年销量各达到 86 万辆左右, 分别实现净利 113.5、61 亿, 同比分别增长 26%、22%。

**预计微车业务盈利将较 2009 年稳定增长:** 2009 年五菱微车市场占有率达到了 55%, 我们认为微车行业与五菱目前均已达到销量、盈利的高峰。预计 2010 年五菱将实现净利 25.3 亿, 同比增长 21%。

**自主品牌 2010 年盈利仍将持续好转:** 公司前期对自主品牌的精耕细作初现回报, 荣威 550 月销量已颇为可观, 新车型 MG6 后劲十足, 销量仍处于爬坡期, 加上计划于 5 月上市的荣威 350, 预计公司 2010 年自主品牌盈利仍将持续好转。

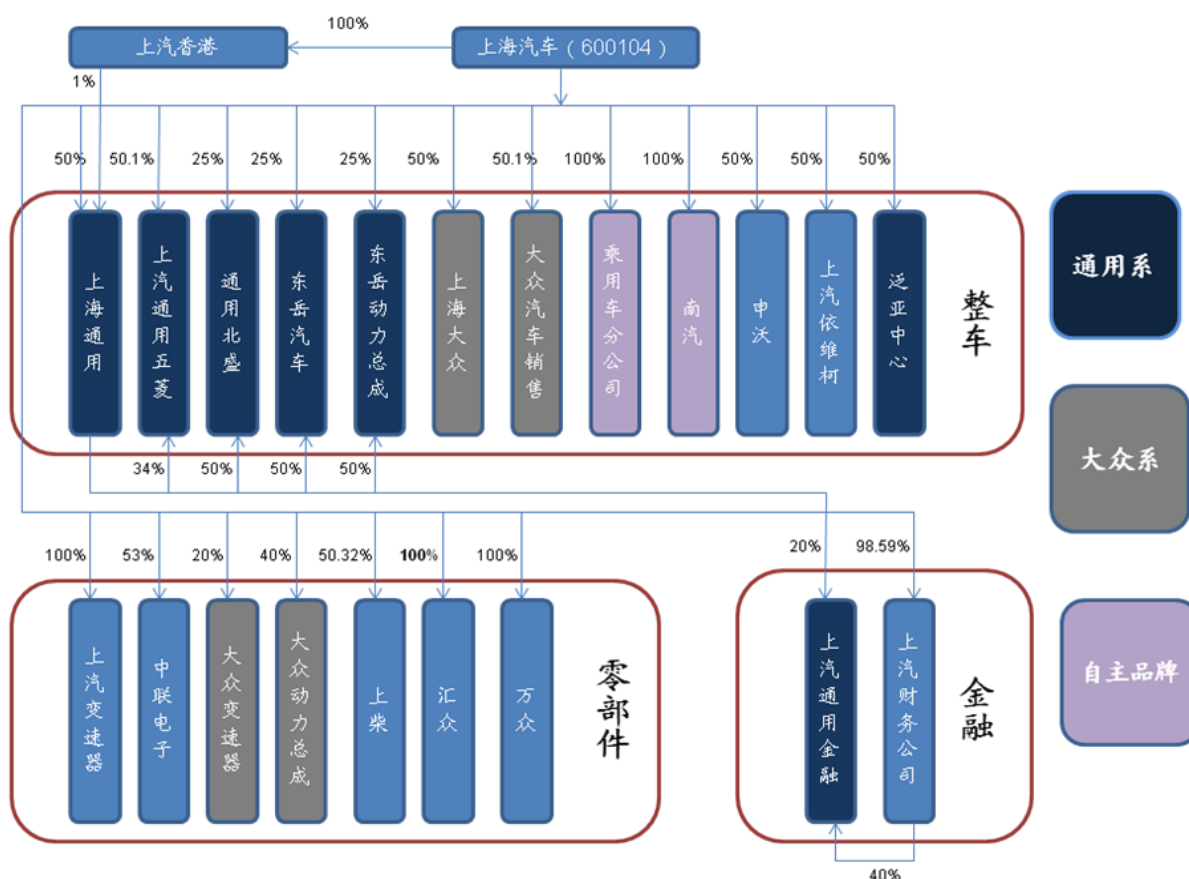
**●维持对公司“谨慎推荐”评级, 维持盈利预测**

维持“谨慎推荐”投资评级, 但需要警惕行业性风险, 3 月份以来, 我们看到经销商库存存在上升、优惠促销情况普遍, 我们认为行业拐点愈来愈近。维持对公司 2010、2011 年 97.7、98.6 亿元的盈利预测, 按原股本计算分别对应 EPS1.50 元、1.50 元, 对应 2010 年动态 PE 仅 12.8 倍, 我们认为目前股价已部分反映了市场对行业的悲观预期, 按转增后股本计算则对应 EPS 1.15 元、1.16 元。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	105,405.59	138,875.42	237,381	261,119
(+/-%)	1.27%	31.75%	70.0%	10.0%
净利润(百万元)	656.17	6,591.93	9815	9843
(+/-%)	-85.84%	904.61%	48.9%	0.3%
每股收益(元)	0.10	1.01	1.15	1.16
EBIT Margin	0.71%		2.7%	3.6%
净资产收益率 (ROE)	1.89%	15.52%	19.9%	17.5%
市盈率 (PE)	190.99	19.01	18.3	18.3
EV/EBITDA	46.16		34.6	23.6
市净率 (PB)	3.62	2.95	3.64	3.20

图 1: 上海汽车资产结构图



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所

**表 1: 上海汽车备考分部净利 (万元)**

公司	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
通用系 <b>通用整体:</b>	<b>514451</b>	<b>529115</b>	<b>616016</b>	<b>383988</b>	<b>900000</b>	<b>1075000</b>	<b>1045000</b>
其中: 上海通用 (合并报表)	476529	465000	545204	311879	800000		
东岳汽车	30018	24115	68011	50745	80000		
通用北盛	21836	45969	40858	51360	60000		
东岳动力总成	23990	58146	32754	42112	60000		
通用金桥本部	438607	400885	474393	239771	700000		
泛亚中心	3677	2678	2678	5357	8000	8000	8000
上汽通用五菱	41601	50000	69000	85200	210000	253000	218500
大众系 上海大众	-123044	140000	250000	310000	500000	610600	665000
大众动力总成		-46998	-2000	20000	20000	30000	35000
其他整车 双龙汽车	-58014	-48000	42600	n.a.	n.a.	0	0
其他零部件 中联电子	29643	31285	35978	39576	43534	52240	57464
汽车金融 上汽财务公司	5807	8000	135595	33899	33899	33899	33899

数据来源: 国信证券经济研究所预测

**表 2: 上海汽车销量及单车净利 (辆, 元)**

销量	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
上海通用	324842	403402	474546	432001	727631	860000	950000
上海大众	250006	349088	456424	490087	728239	860000	950000
上汽通用五菱	291714	408432	496628	586036	1065050	1100000	1150000
<b>单车净利</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
上海通用	15837	13116	12981	8889	12369	13200	11000
上海大众	-4922	4010	5477	6325	6866	7100	7000
上汽通用五菱	1426	1224	1389	1454	1972	2300	1900

数据来源: 国信证券经济研究所预测

**表 3: 上海汽车母体净利分拆 (万元)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
母公司 新股申购盈利(税后)			68000	0	0	0	0
行政支出	-25000	-25000	-25000	-25000	-30000	-30000	-30000
开发支出			-136533	-99500	-73884	-100000	-100000
制造业务盈利	5331	12000	-81916	-35581	8532	20000	60000
合计	-19669	-13000	-175449	-160081	-95352	-110000	-70000

数据来源: 国信证券经济研究所预测

**表 4: 上海汽车权益净利分拆 (万元, 元)**

公司		股比	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		
通用系	上海通用	50%	238264	232500	272602	155940	400000	578952	532950		
	东岳汽车	25%	7504	6029	17003	12686	20000				
	通用北盛	25%	5459	11492	10215	12840	15000				
	东岳动力总成	25%	5998	14536	8189	10528	15000				
	泛亚中心	50%	1839	1339	1339	2678	4000			4000	4000
	上汽通用五菱	50%	20841	25049	34568	42683	105206			126748	109464
大众系	上海大众	50%	-61522	70000	125000	155000	250000	305300	332500		
	大众动力总成	40%		-18799	-800	8000	8000	12000	14000		
其他整车	双龙汽车	48.92%	-28379	-23480	20839	-228100	-118200	0	0		
其他零部件	中联电子	53%	15711	16581	19068	20975	23073	27687	30456		
汽车金融	上汽财务公司	95.78%	5562	7662	129868	32467	32467	32467	32467		
母公司	新股申购盈利(税后)	100%	0	0	68000	0	0	0	0		
	行政支出	100%	-25000	-25000	-25000	-25000	-30000	-30000	-30000		
	开发支出	100%	0	0	-136533	-99500	-73884	-100000	-100000		
	制造业务盈利	100%	3931	12000	-80888	-35581	8532	20000	60000		
<b>合计</b>			<b>190208</b>	<b>329910</b>	<b>463468</b>	<b>65617</b>	659193	977154	985837		
总股本			655103	655103	655103	655103	655103	851634	851634		
<b>EPS</b>			<b>0.29</b>	<b>0.50</b>	<b>0.71</b>	<b>0.10</b>	1.01	1.15	1.16		

数据来源: 国信证券经济研究所预测

注: 2010 年通用整体 (不含泛亚、上汽通用五菱)

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E
现金及现金等价物	30500	31738	25000
应收款项	20980	35770	39347
存货净额	8314	13758	14991
其他流动资产	14196	18990	13056
<b>流动资产合计</b>	<b>74492</b>	<b>100759</b>	<b>92896</b>
固定资产	18129	20845	32337
无形资产及其他	2946	2828	2710
投资性房地产	17166	17166	17166
长期股权投资	25425	25425	18125
<b>资产总计</b>	<b>138158</b>	<b>167023</b>	<b>163234</b>
短期借款及交易性金融负债	2734	5000	9978
应付款项	24766	38523	41973
其他流动负债	52256	57238	37388
<b>流动负债合计</b>	<b>79757</b>	<b>100762</b>	<b>89340</b>
长期借款及应付债券	8942	8712	8712
其他长期负债	2695	2695	2695
<b>长期负债合计</b>	<b>11637</b>	<b>11407</b>	<b>11407</b>
<b>负债合计</b>	<b>91394</b>	<b>112169</b>	<b>100747</b>
少数股东权益	4302	5521	6263
股东权益	42462	49333	56224
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>138158</b>	<b>167023</b>	<b>163234</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E
每股收益	1.01	1.15	1.16
每股红利	0.20	0.35	0.35
每股净资产	6.48	5.79	6.60
ROIC	7%	17%	16%
ROE	16%	20%	18%
毛利率	13%	16%	16%
EBIT Margin	2%	3%	4%
EBITDA Margin	3%	4%	5%
收入增长	32%	70%	10%
净利润增长率	905%	49%	0%
资产负债率	69%	70%	66%
息率	0.9%	2.1%	2.1%
P/E	21.0	18.3	18.3
P/B	3.3	3.6	3.2
EV/EBITDA	51.9	34.6	23.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	<b>139636</b>	<b>237381</b>	<b>261119</b>
营业成本	121228	200349	219340
营业税金及附加	1465	2374	1958
销售费用	9789	16213	17338
管理费用	4750	11987	13174
财务费用	579	(209)	71
投资收益	8344	8710	5300
资产减值及公允价值变动	(1395)	(930)	0
其他收入	(342)	0	0
营业利润	8431	14447	14538
营业外净收支	166	0	0
<b>利润总额</b>	<b>8597</b>	<b>14447</b>	<b>14538</b>
所得税费用	489	2889	3634
少数股东损益	1516	1742	1060
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6592</b>	<b>9815</b>	<b>9843</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E
<b>净利润</b>	<b>6592</b>	<b>9815</b>	<b>9843</b>
资产减值准备	(1803)	(498)	(928)
折旧摊销	2020	1970	2554
公允价值变动损失	1395	930	0
财务费用	579	(209)	71
营运资本变动	5695	(6788)	(16202)
其它	3022	1717	1670
<b>经营活动现金流</b>	<b>16920</b>	<b>7147</b>	<b>(3063)</b>
资本开支	329	(5000)	(13000)
其它投资现金流	(64)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3690)</b>	<b>(5000)</b>	<b>(5700)</b>
权益性融资	2	0	0
负债净变化	437	(230)	0
支付股利、利息	(1295)	(2945)	(2953)
其它融资现金流	(3190)	2266	4978
<b>融资活动现金流</b>	<b>(4905)</b>	<b>(909)</b>	<b>2025</b>
<b>现金净变动</b>	<b>8326</b>	<b>1238</b>	<b>(6738)</b>
货币资金的期初余额	22174	30500	31738
货币资金的期末余额	30500	31738	25000
企业自由现金流	10310	(4652)	(19667)
权益自由现金流	7557	(2449)	(14742)

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队(含联系人)**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

**国信证券机构销售团队**

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 <a href="mailto:wancs@guosen.com.cn">wancs@guosen.com.cn</a>	盛建平	021-60875169 15821778133 <a href="mailto:shengjp@guosen.com.cn">shengjp@guosen.com.cn</a>	王立法	010-82252236 13910524551 <a href="mailto:wanglf@guosen.com.cn">wanglf@guosen.com.cn</a>
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 <a href="mailto:shaoyf@guosen.com.cn">shaoyf@guosen.com.cn</a>	马小丹	021-60875172 13801832154 <a href="mailto:maxd@guosen.com.cn">maxd@guosen.com.cn</a>	王晓建	010-82252615 13701099132 <a href="mailto:wangxi@guosen.com.cn">wangxi@guosen.com.cn</a>
林莉	0755-82133197 13824397011 <a href="mailto:Linli2@guosen.com.cn">Linli2@guosen.com.cn</a>	郑毅	021-60875171 13795229060 <a href="mailto:zhengyi@guosen.com.cn">zhengyi@guosen.com.cn</a>	谭春元	010-82254209 13810118116 <a href="mailto:tancy@guosen.com.cn">tancy@guosen.com.cn</a>
王昊文	0755-82130818 18925287888 <a href="mailto:wanghaow@guosen.com.cn">wanghaow@guosen.com.cn</a>	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 <a href="mailto:huangsl@guosen.com.cn">huangsl@guosen.com.cn</a>	焦骥	010-82254202 13601094018 <a href="mailto:jiaojian@guosen.com.cn">jiaojian@guosen.com.cn</a>
甘墨	0755-82133456 15013851021 <a href="mailto:ganmo@guosen.com.cn">ganmo@guosen.com.cn</a>	刘塑	021-60875177 13817906789 <a href="mailto:liusu@guosen.com.cn">liusu@guosen.com.cn</a>	李锐	010-82254212 13691229417 <a href="mailto:lirui2@guosen.com.cn">lirui2@guosen.com.cn</a>
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 <a href="mailto:yelf@guosen.com.cn">yelf@guosen.com.cn</a>	徐文琪	010-82254210 13811271758 <a href="mailto:xuwq@guosen.com.cn">xuwq@guosen.com.cn</a>
		孔华强	021-60875170 13681669123		