

上海汽车 (600104)

大象起舞 可以更炫丽

买入 / 维持评级

股价：RMB15.38

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhzq.com

联系人

谢振东

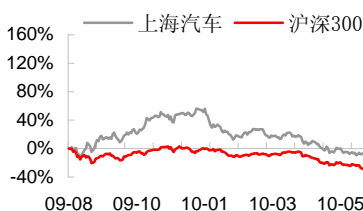
82125072 xiezd@lhzq.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	8521
流通 A 股 (百万股)	8521
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	123220

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 自主品牌作为本土汽车企业做大做强关键，理应在未来受到政府更多相关政策扶持，而公司自主品牌定位清晰，以 B 级车切入市场的竞争策略使公司享有低端自主品牌和合资品牌之间广阔的市场空间；体系内部的人才流动使公司在研发、采购、生产组织、物流以及销售上移植了大量来自合资公司的优秀基因；较显著的地域优势，为公司吸纳更多技术、管理人才的同时，也使公司享有更加高效和完善的零部件群集基地。
- 上海大众和上海通用仍是国内运行较健康的合资企业，市场占有率稳步提升。依靠其强大的技术和产品储备以及对中国市场的空前重视和充分的本土化优势，都会充分享有中国汽车行业的景气，具有较为确定的未来。
- 公司在新能源汽车领域具有较为明显的先发优势，得益于和上游电池以及系统供应商的深度合作，公司已经构建完成新能源汽车相关零部件和整车的研发体系，是产业化和一体化程度较高的优质整车企业。作为新能源补贴试点城市上海的重要扶持对象，公司新能源汽车的产业化进程具有较明显的示范、辐射作用，相应补贴和政策扶持将进一步强化公司新能源领域竞争优势。
- 投资建议：中国汽车行业仍处景气高位并运行健康，作为乘用车企业的龙头，行业估值的修复将会为公司带来较大的股价提升机会。两大合资公司具有较高的市场地位，对其快速、健康发展的预期仍将是公司股价最主要的支撑。但自主品牌通过持续的投入和较为成功的品牌战略已经表现出成功的迹象，站在此时间点上，我们更愿意相信由于公司在市场空间、地域、人才等方面拥有区别于国内其它自主品牌厂商的较大的优势，具有更加突出的成功潜质。市场仍需强化对其自主品牌的认识，其成功是“大象”跳出炫丽舞姿的关键。预计 10、11 年 EPS 分别为 1.23 元和 1.54 元，维持“买入”评级。

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	139635.8	62655.2	267182.4	311696.6	361197.9
(+/-%)	32.5	131.1	91.3	16.7	15.9
归属母公司净利润(百万元)	6591.9	2877.4	10517.0	13139.1	15603.3
(+/-%)	904.6	359.0	59.5	24.9	18.8
EPS(元)	1.01	0.34	1.23	1.54	1.83
P/E(倍)	19.9	45.5	12.5	9.99	8.40

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

由于市场普遍对下半年汽车行业预期较为悲观，当前汽车行业股票的估值水平较低，相应乘用车公司估值水平也出现了明显回落，但我们的研究结论以及对终端上牌数的监控表明，行业仍处于景气高位并运行健康，预计全年汽车销量增速为 25%，达到 1700 万辆左右的销售规模；而公司作为乘用车龙头企业，通过其清晰的战略布局和卓有成效的努力，在中国汽车行业发展过程中具有更加明确的未来。随着市场重新审视汽车行业并对行业整体估值水平进行修复，公司将会是此过程中较大的受益对象。

特别是站在目前这个时点，我们注意到公司在自主品牌上的付出和积累已经开始发挥积极的作用，这将会成为公司近期股价提升的催化剂，为公司真正做大做强提供有利的支撑。

基于以下三点理由，我们认为上海汽车理应具有超于行业的估值水平：

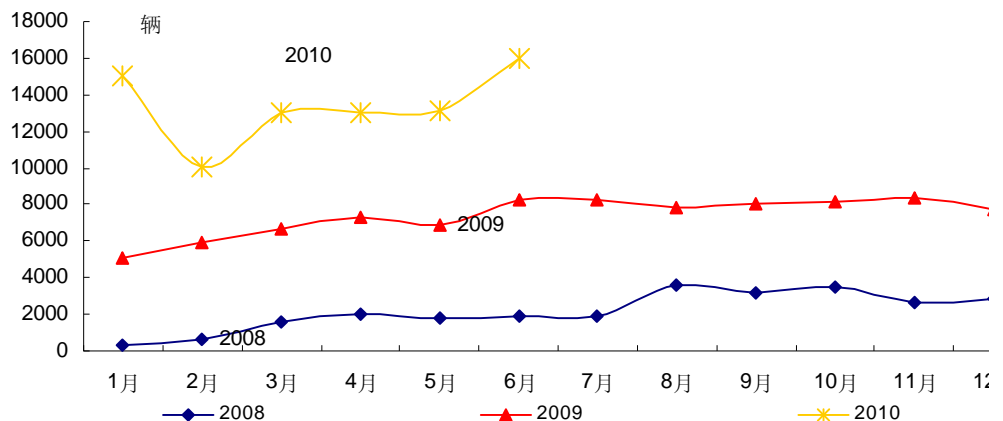
- 1、公司自主品牌定位清晰，以 B 级车切入市场的竞争策略使公司享有低端自主品牌和合资品牌之间广阔的市场空间；体系内部的人才流动使公司在研发、采购、生产组织、物流以及销售上移植了大量来自合资公司的优秀基因；较显著的地域优势，为公司吸纳更多技术、管理人才的同时，使公司享有更加高效和完善的零部件群集基地。
- 2、上海大众和上海通用仍是国内运行较健康的合资企业，依靠其强大的技术和产品储备以及充分的本土化优势，会充分享有中国汽车行业的景气，具有较为确定的未来。
- 3、公司在新能源汽车领域具有较为明显的先发优势，得益于和上游电池以及系统供应商的深度合作，公司已经构建完成新能源汽车相关零部件和整车的研发体系，是产业化和一体化程度较高的优质整车企业。

预测 10-12 年公司 EPS 分别为 1.23、1.54 和 1.83 元，对应 PE 为 12.50、9.99 和 8.40 倍，维持“买入”评级。

自主——成功的迹象正在显现

自主品牌是中国汽车行业的希望，更是国内汽车企业做大做强的保障，政府已经予以足够重视并出台相关政策支持自主品牌的发展。预计未来在节能减排和保持汽车市场繁荣的政策基调下，政府会继续出台一系列政策和法规推动自主品牌的进一步发展。

图 1 公司自主品牌乘用车月度销量统计



资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

建立在罗孚技术基础上的上汽自主品牌，经过多年来苦心经营，上汽自主已经实现了从关键零部件到整车集成的完整体系布局，正在表现出成功的迹象。

清晰的产品定位 打开广阔发展空间

表 1 公司自主产品定位分析

	其他自主品牌	公司	合资
车型/中高级车	奔腾 2.3 AT	荣威 750 1.8T AT	雅阁 2.4 AT
价格/万	16.50	19.78	21.98
成型/中级车 H	奔腾 B50 1.6L AT	荣威 550 1.8L AT	科罗拉 1.8 AT
价格/万	10.98	13.88	15.98
车型/中级车 M	比亚迪 F3 1.5MT	荣威 350 1.5 MT	锋范 1.5 MT
价格/万	6.78	8.97	9.68

资料来源：华泰联合证券研究所

由于具备了英国罗孚汽车整套核心技术，公司自主轿车自发展初期便摆脱了自主品牌一贯从低端产品起步的发展路径，放弃了短期销量，着眼于树立品牌，直接从 B 级车切入市场，具有长远的产品、品牌和销售战略。

自成立初就建立高起点、高品质的品牌形象，公司进入了介于合资品牌和低端自主品牌之间广阔的市场空间。而我们认为这一市场空间巨大，一方面，大多数自主品牌由于品牌形象较差，高端化发展频频受阻；另一方面，合资品牌轿车难以凭借成本优势进入此领域竞争，缺少进入动机。随着居民收入水平增加带来的汽车整体市场容量的扩大，公司有望凭借出众的产品品质和营销能力占据“夹缝”空间大部分市场份额，意义重大。

继承合资企业优秀基因

罗孚的技术、大众+通用的管理经验，使公司自主品牌拥有较高的起点，更稳健的发展模式以及更具预见性的未来。

几十年的发展，上海大众和上海通用通过不断的资金投入，在本土化的过程中，培养了一大批技术和管理人才，积累了丰富的产业化经验和技能，在强化合资公司竞争力的同时也为体系内的上汽做了大量储备：体系内部的人才流动，为公司提供了产业链上各个环节的人才，公司在研发、采购、生产组织、物流以及销售上移植了大量来自合资公司的优秀基因，使自主品牌具有一个较为先进、成熟的运营体系。

公司同时拥有极强的终端销售能力。综合了上海大众、上海通用多年来积累的服务流程、销售流程以及经销商管理的经验，公司在销售网络建设和管理上获得了进一步的提升，根据权威咨询机构 J.D.Power 咨询公司的统计结论，荣威经销商的 SSI/CSI 位列全国所有品牌的第一和第四位。

地域优势明显

公司拥有较明显的地域优势，对人才具有较大吸引力：除了引入体系内的优秀人才，一大批国际资深专家不断加盟管理和技术研发团队也大大提升了自主品牌竞争实力。

此外，江浙拥有中国效率最高、机制最为灵活的零部件群集基地，拥有例如万向、德尔福等一大批优秀的零部件企业，其规模和配套完善性已经超越了长春、武汉、重庆

等老牌生产基地。这种在集群体系内形成的完整产业链提升了公司经营效率的同时，也带来了巨大的成本优势。

借助资本市场更上一层楼

公司于 10 年 6 月发布公告，计划募集不多于 100 亿元资金用于自主乘用车项目等四项投资，其中，涉及自主乘用车项目约为 95 亿元。

表 2 募集资金项目

项目名称	资金需要数量/亿	募集资金拟投入数量/亿
自主品牌乘用车投资项目	60.471	55.310
其中：自主品牌乘用车项目（二期）	36.720	35.060
自主品牌乘用车研发项目	23.751	20.250
自主品牌商用车投资项目	11.785	11.785
双离合自动变速器总成项目	6.565	5.965
技术中心建设二期项目	28.040	26.940

公司自主品牌虽然获得了初步成功，但后续仍需大量的资金投入来进行产能提前储备和相应技术的研发。从募集资金的力度和广度来看，公司也将自主品牌的发展作为了长期战略重点。

募集资金项目有利于公司建立相应的实验设施、提升集成开发和自主开发能力，建成具有整车和动力总成工程技术开发能力的完整的研发体系，不断为自主品牌的进一步发展积蓄能量。募集资金项目也适应了节能环保的趋势，重点开发新能源汽车核心零部件和整车，有助于结构性创新，维持公司长期竞争力。

总结

随着产品线完善、单车性能提升以及销售网络的夯实，公司自主品牌市场地位获得了持续提升，继 09 年实现 9 万台的基础上，10 年有望通过新车荣威 350 的放量实现 15.5 万台的销量、达到盈亏平衡点。

合资——优于行业快速发展

上海大众、上海通用作为国内成立最早，也是经营较为成功的合资公司，09 年市场占有率名列第一和第二，分别实现销量 72.99 和 70.84 万辆。

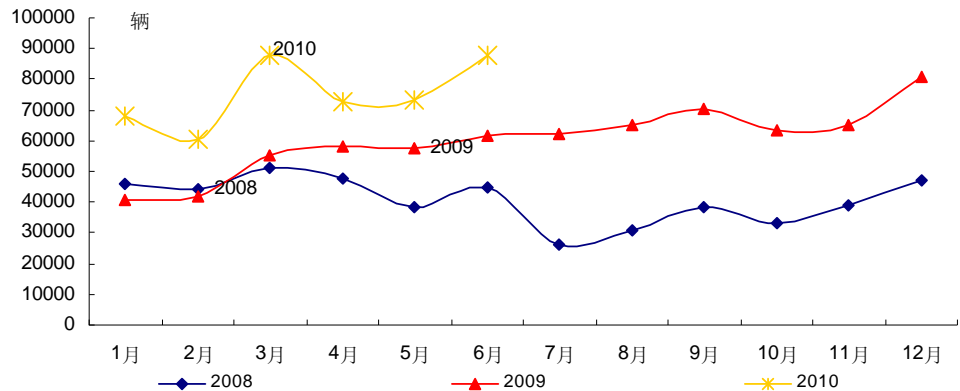
在新颁布的第一阶段节能汽车推广目录中，合资公司品牌共有 10 款上榜，将在一定程度刺激了相应车型销量并提升了品牌影响力。随着老车型的稳定增长和新车型的放量，我们预计全年上海大众销量 82.60 万辆、同比增长 13.16%，上海通用销量 85.60 万辆、同比增长 20.85%。

上海大众

公司产品覆盖了从经济型轿车到中高级轿车，旗下桑塔纳、帕萨特等品牌拥有较好消费者基础和品牌美誉度。公司于 07 年引入“斯柯达”品牌，经过几年的品牌培育和渠道建设，销量稳步提升，截止 10 年 6 月，斯柯达旗下三款轿车销量已占公司乘用车总销量的 19.39%，双品牌战略初见成效。

上海大众的核心竞争力来自于其充分的本土化。在多年的经营中，上海大众掌握了较为实用、灵活的二次研发能力：从桑塔纳 3000、领驭、新 Polo、朗逸到新领驭，上海大众结合了德方扎实的技术和中方对市场的熟悉优势，不断推出了多款成功车型。朗逸自上市以来，销量稳步提升，占 09 年上海大众销量的 20%，进入 10 年以来，更是多月取得 2 万台左右的销量成绩。凭借在自主研发积累的经验，预计上海大众将会推出更多适合中国市场的车型，继续稳定、快速的发展。

图 2 上海大众月度汽车销量统计



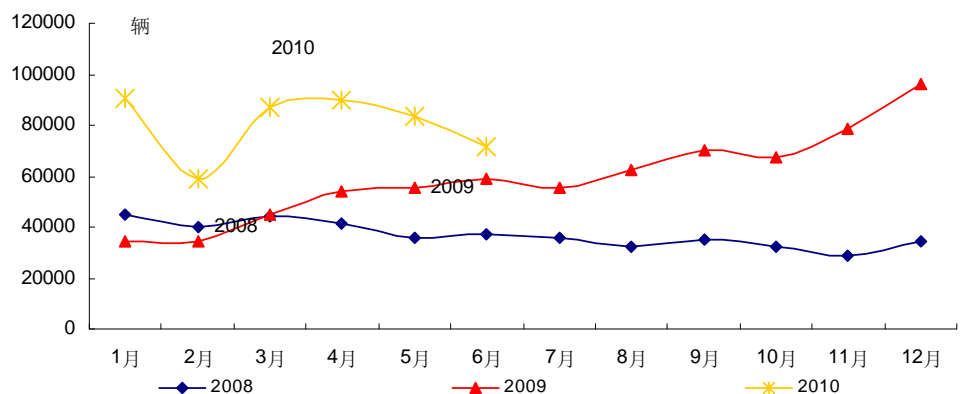
资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

上海通用

公司自 08 年来开始了较为密集的产品更新换代，引入了更加符合中国市场喜好的车型，09 年新君威、新君越、凯越和克鲁兹对销售贡献度分别达到 11.2%、6.1%、33.9%、13.0%，产品竞争力有了进一步的提升。

目前，上海通用是产品型谱最广的合资企业之一，旗下三大品牌共拥有二十六系列的产品矩阵，覆盖了从经济型轿车到顶级豪华轿车，凭借着其强大的渠道优势和较高的产品美誉度，09 年市场占有率达到 9.50%。进入 10 年以来，市场占有率进一步上升，达到 9.86%。

图 3 上海通用月度汽车销量统计



资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

本土化的合资公司 超越行业发展的真正原因

受丰田汽车召回门事件影响，日系品牌乘用车企业两头受压的竞争态势进一步加剧，其市场占有率在 10 年继续萎缩，其中广州本田降幅最大，截止 10 年 6 月的市占率比同期下降了 1.11%。相比较而言，美系品牌乘用车的市占率稳中有升：截止 10 年 6 月，上海通用和上海大众市场占有率分别为 9.86% 和 7.83%，分别比同期增长了 2.02% 和 0.09%，是仅有的两家在 09 年市占率高于 5% 并在 10 年继续提升的合资公司。

我们认为上海大众、上海通用的深度本土化是其超越行业以及大部分竞争对手的最重要原因。其本土化首先体现为对中国市场的依赖程度：上海大众、上海通用对新产品的开发、引进以及在中国市场投放的热情空前高涨。两合资公司不仅充分利用了当地廉价的劳动力成本，更是依赖于合资企业内的研发体系，例如泛亚技术中心，对原有产品进行二次研发，产生了凯越、朗逸等多款畅销车型。

充分本土化的合资公司拥有极强的竞争力，其优势在弱市中将表现的更为显著。预计 10 年中国汽车行业仍将继续在高景气中运行，但随着产能在 11、12 年集中投放，汽车行业未来或将面临周期性、结构性的调整，但我们倾向于认为上海大众和上海通用有能力在弱市中突出重围，拥有超越行业整体的较佳表现。

表 3 上海大众、上海通用销量预测（万辆）

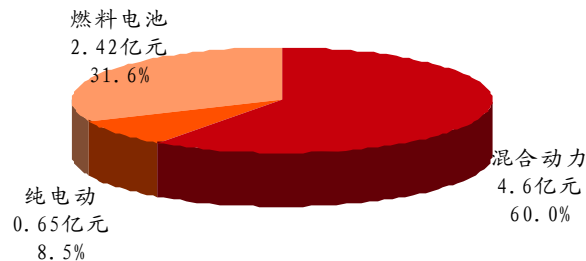
	2009 年	2010 年	同比增长	2011 年	同比增长
上海通用	70.84	85.60	20.83%	98.44	15.00%
上海大众	72.82	82.60	13.46%	94.99	15.00%

资料来源：CAAM、华泰联合证券研究所预测

新能源——积极地探索

公司一直是新能源汽车发展的领先者，计划到 2014 年，投资 120 亿，实现新能源汽车的产业化目标。明显的先发优势使公司获得了较为优质的合作伙伴，例如和万向电动车和美国 A123 公司的深度合作，为上汽获得“电池、电机、电控”和相关产品集成技术扫清了障碍。公司目前已经构建完成新能源汽车相关零部件和整车的研发体系，已经具备新能源汽车初步产业化能力。

图 4 09 年公司新能源汽车研发资金投入情况



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

公司在世博会期间承担了 972 辆新能源汽车（超级电容、混合动力、纯电动、燃料电池）的运营任务，在提升产品认知度的同时，为产品研发积累了宝贵的实验数据，对后续的系统深度研发和产业化进程意义重大。

作为新能源补贴试点城市上海的重要扶持对象，公司新能源汽车的产业化进程具有较明显的示范、辐射作用，相应补贴和政策扶持将进一步强化公司新能源竞争优势。公司目前对产业化已经做了清晰的规划，计划年底推出荣威 750 混合动力汽车、2012 年推出荣威 550 可插电式混合动力汽车和一款纯电动汽车。

盈利预测

销量预测

表 4 主要整车企业销量预测（辆）

	2008	2009	2010E	2011E
自主	35,239	90,111	155,000	232,500
上海通用	438,560	708,356	856,021	984,424
上海大众	490,087	729,935	826,000	949,900
上汽通用五菱	650,508	1,065,050	1,260,000	1,386,000
合计	1,614,394	2,593,452	3,097,021	3,552,824

资料来源：华泰联合证券研究所预测

表 5 分部盈利情况预测

	2009	2010E	2011E	2012E
上海通用/百万	3,750.00	4,802.28	5,522.62	6,351.01
单车盈利/元	10,587.90	11,000.00	11,000.00	11,000.00
上海大众/百万	2,990.00	3,799.60	4,369.54	5,024.97
单车盈利/元	8,192.51	9,200.00	9,200.00	9,200.00
上汽通用五菱/百万	1,067.18	1,325.65	1,458.21	1,574.87
单车盈利/元	2,000.00	2,100.00	2,100.00	2,100.00
自主/百万	-2,080.00	-312.00	824.00	1,700.00
其他/百万	913.21	877.34	929.28	957.05
合计/百万	6,640.39	10,492.86	13,103.65	15,607.91
总股本/百万	6,551.03	8,521.44	8,521.44	8,521.44
EPS/元	1.01	1.23	1.54	1.83

资料来源：华泰联合证券研究所预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	74492	123152	152240	184957	营业收入	139636	267182	311697	361198
现金	30500	54116	76399	101657	营业成本	121580	216753	251743	291481
应收账款	4067	4880	5100	4988	营业税金及附加	1465	6546	7637	8849
其他应收款	484	1328	1309	1521	营业费用	9789	17391	20288	23510
预付账款	4681	5800	6670	7671	管理费用	4750	11622	13559	15712
存货	8314	14000	15400	16170	财务费用	568	544	529	467
其他流动资产	26445	43028	47362	52950	资产减值损失	1426	400	400	400
非流动资产	63666	71060	72085	74204	公允价值变动收益	30	0	0	0
长期投资	25425	17953	17953	17953	投资净收益	8344	5596	6378	7278
固定资产	14651	29996	30861	31035	营业利润	8431	19522	23919	28056
无形资产	2946	5086	5406	5769	营业外收入	303	390	403	365
其他非流动资产	20645	18025	17864	19447	营业外支出	137	150	158	164
资产总计	138158	194212	224324	259160	利润总额	8597	19762	24164	28257
流动负债	79757	102938	114172	126832	所得税	489	2767	3625	4239
短期借款	1745	3000	3000	3000	净利润	8108	16995	20539	24018
应付账款	24069	48475	54292	60807	少数股东损益	1516	6478	7400	8415
其他流动负债	53943	51463	56880	63025	归属母公司净利润	6592	10517	13139	15603
非流动负债	11637	15679	16143	16540	EBITDA	11025	21642	26260	30529
长期借款	1663	2737	3175	3612	EPS (元)	1.01	1.23	1.54	1.83
其他非流动负债	9974	12941	12968	12927					
负债合计	91394	118617	130314	143372	主要财务比率				
少数股东权益	4302	21921	29321	37736	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	6551	8516	8516	8516	成长能力				
资本公积	22347	20381	20381	20381	营业收入	32.5%	97.3%	16.7%	15.9%
留存收益	13587	24777	35791	49155	营业利润	769.4%	136.4%	22.5%	17.3%
归属母公司股东权益	42462	53674	64689	78052	归属于母公司净利润	904.6%	66.8%	24.9%	18.8%
负债和股东权益	138158	194212	224324	259160	获利能力				
					毛利率(%)	12.9%	18.9%	19.2%	19.3%
					净利率(%)	4.7%	4.0%	4.2%	4.3%
					ROE(%)	15.5%	20.3%	20.3%	20.0%
					ROIC(%)	-59.2%	175.4%	348.9%	2276.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	66.2%	61.0%	58.1%	55.3%
					净负债比率(%)	4.81%	6.51%	6.28%	6.01%
					流动比率	0.93	1.20	1.33	1.46
					速动比率	0.83	1.06	1.20	1.33
					营运能力				
					总资产周转率	1.14	1.65	1.49	1.49
					应收账款周转率	39	60	61	70
					应付账款周转率	5.75	6.16	4.90	5.06
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.77	1.29	1.54	1.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	0.86	2.57	2.82
					每股净资产(最新摊薄)	4.99	6.36	7.60	9.17
					估值比率				
					P/E	27.34	16.38	13.72	11.55
					P/B	4.24	3.33	2.79	2.31
					EV/EBITDA	8	4	3	3

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com