

2010年8月26日

上海汽车

半年报点评

买入
A 600104.SS - 人民币 15.61
 目标价格: 人民币 17.67 (▲16.50)

王玉笙

(8621) 6860 4866 分机 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(22)	7	16	18
相对新华富时A50指数(%)	3	8	17	33

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	8,521
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	28,892
3个月日均交易额(人民币 百万)	230
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
上汽集团	78

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

上海汽车上半年录得每股收益 0.689 元, 符合盈利预警。我们认为上海大众和通用今年销量稳健、新车亦逐步放量, 销量表现始终高于行业平均, 基本面优良。公司销量淡季效应不明显, 9 月至年底或将迎来销售旺季。我们将公司每股收益从 1.27 元小幅提升至 1.36 元, 基于 13 倍市盈率, 将目标价格从 16.50 元上调至 17.67 元, 维持对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年上汽实现营业收入 1,476 亿元, 同比增长 139.70%; 剔除合并上海通用的 517 亿收入, 原有业务营业收入比去年同期实际增长 55.82%。
- 公司实现净利润 58.71 亿元, 同比增长 306.03%。主要由于上海通用和大众销量的增长、自主品牌净利润同比增长 191.49%; 另外, 还由于去年同期计提双龙减值 11.82 亿元, 基数较低。
- 上海大众和通用上半年销量分别达 45 万和 48 万, 预计全年均超过 90 万台。自主品牌今年有新车 MG6 和荣威 350 上市, 上半年销量超 8 万台, 全年还是有望达到 18 万台的目标。

估值

- 上海汽车是今年乘用车企业中表现最为稳健的企业, 自主品牌销量走势亦符合预期, 未来有望成为一大盈利支柱。我们将公司每股收益上调至 1.36 元, 将目标价格从 16.50 元上调至 17.67 元, 我们认为随着旺季来临, 乘用车板块估值还有提升空间, 维持对公司的买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	105,892	139,636	255,533	314,306	377,167
变动(%)	1	32	83	23	20
净利润(人民币 百万)	656	6,592	11,585	16,102	20,172
全面摊薄每股收益(人民币)	0.077	0.774	1.359	1.890	2.367
变动(%)	(85.8)	904.6	75.7	39.0	25.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.172	1.356	1.630
先前预期摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.271	1.782	2.208
调整幅度(%)	-	-	6.9	6.1	7.2
全面摊薄市盈率(倍)	202.7	20.2	11.5	8.3	6.6
每股现金流量(人民币)	1.37	2.53	5.13	3.31	3.84
价格/每股现金流量(倍)	11.4	6.2	3.0	4.7	4.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	88.1	36.1	5.7	3.7	2.3
每股股息(人民币)	0.020	0.038	0.068	0.094	0.118
股息率(%)	0.1	0.2	0.4	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

盈利符合预期

今年上半年上海汽车实现营业总收入 1,476.18 亿元，同比增长 139.70%；实现净利润 58.71 亿元，同比增长 306.03%。由于自今年 2 月 1 日起公司将上海通用及其子公司上海通用东岳汽车、上海通用东岳动力总成、上海通用(沈阳)北盛汽车的财务报表进行合并，导致销售收入大幅度提升，毛利率也较同期增加 6.24 个百分点。上海通用在销售收入中贡献 517 亿元；剔除合并报表范围变动因素，营业总收入比去年同期实际增长 55.82%，略高于行业增速。

公司上半年实现净利润 58.71 亿元，同比增长 306.03%。除了主要得益于大众、通用等销量水平的大幅增长外，还得益于自主品牌销量大幅攀升，本部研发等费用得到大幅摊销，自主品牌净利润同比增长 191.49%；另一方面，去年同期公司对韩国双龙计提了减值准备 11.82 亿元，导致去年同期净利润基数较低。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	09年 上半年	10年 上半年	同比变动 (%)	10年 1季度	10年 2季度	环比变动 (%)
主营收入	61,585	147,618	139.7	62,831	84,788	34.9
主营成本	53,540	119,191	122.6	50,986	68,206	33.8
主营税金及附加	669	3,731	457.8	1,530	2,201	43.8
主营利润	7,377	24,696	234.8	10,315	14,381	39.4
销售费用	4,268	9,270	117.2	4,078	5,192	27.3
管理费用	2,084	6,029	189.3	2,738	3,290	20.2
财务费用	341	191	(44.1)	117	73	(37.4)
资产减值损失	1,148	494	(57.0)	(16)	510	-
公允价值变动	(7)	(202)	-	(124)	(77)	(37.7)
营业利润	(470)	8,512	-	3,273	5,239	60.1
投资收益	2,873	4,212	46.6	2,204	2,008	(8.9)
汇兑收益	3	9	242.6	5	4	(21.9)
营业外收支	57	(164)	-	26	(190)	-
利润总额	2,462	12,569	410.5	5,508	7,061	28.2
所得税	269	1,989	640.5	776	1,213	56.4
少数股东损益	748	4,709	529.9	1,854	2,855	53.9
净利润	1,446	5,871	306.0	2,877	2,993	4.0

资料来源：公司资料

销量情况

上半年上海汽车两家合资企业上海大众和上海通用销量分别达到 45 万和 48 万台，我们认为它们全年销量都将分别超过 90 万台。自主品牌荣威和 MG 方面今年分别有 MG6 和荣威 350 的车型上市，上半年销量超过 8 万台。我们认为随着荣威 350 上市后销量的逐渐上升，今年还是有望达到 18 万台的销量目标。

图表 3.上海汽车销量 (辆)

	2009年 上半年	2010年 上半年	累计同比 (%)	2010年 1季度	2010年 2季度	季度环比 (%)
上海大众	314,011	450,679	43.5	216,224	234,455	8.4
上海通用	288,854	480,005	66.2	235,351	244,654	4.0
荣威 MG	40,197	80,170	99.4	38,103	42,067	10.4
通用五菱	525,050	681,198	29.7	360,728	320,470	(11.2)
汇众汽车	1,945	2,137	9.9	1,100	1,037	(5.7)
申沃客车	915	1,749	91.1	1,044	705	(32.5)
依维柯红岩	11,529	19,402	68.3	8,705	10,697	22.9
南京依维柯	43,067	60,446	40.4	30,540	29,906	(2.1)
合计	1,225,568	1,775,786	44.9	891,795	883,991	(0.9)

资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

上海汽车 2 季度的销量相比 1 季度，上海大众、上海通用和自主品牌环比都呈现正增长，但五菱、汇众、申沃客车等出现不同程度的下滑。我们认为 9-10 月旺季来临，而 11-12 月小排量购置税优惠可能取消引发热购，我们将对公司每股收益预测小幅提升至 1.36 元，将目标价格上调至 17.67 元，维持**买入**评级。随着乘用车旺季到来，行业估值水平还有望进一步提升。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	105,892	139,636	255,533	314,306	377,167
销售成本	(94,332)	(123,046)	(209,282)	(256,474)	(307,769)
经营费用	(9,980)	(12,484)	(26,265)	(32,906)	(39,692)
息税折旧前利润	1,580	4,106	19,987	24,926	29,707
折旧及摊销	(5,514)	(3,451)	(2,355)	(2,296)	(2,551)
经营利润(息税前利润)	(3,934)	655	17,632	22,630	27,156
净利息收入/(费用)	(1,525)	(568)	(821)	222	784
其他收益/(损失)	4,979	8,510	8,574	10,090	11,880
税前利润	(480)	8,597	25,385	32,942	39,820
所得税	(370)	(489)	(4,200)	(5,040)	(6,048)
少数股东权益	1,506	(1,516)	(9,600)	(11,800)	(13,600)
净利润	656	6,592	11,585	16,102	20,172
核心净利润	656	6,601	11,610	16,125	20,194
每股收益(人民币)	0.077	0.774	1.359	1.890	2.367
核心每股收益(人民币)	0.077	0.775	1.362	1.892	2.370
每股股息(人民币)	0.020	0.038	0.068	0.094	0.118
收入增长(%)	1	32	83	23	20
息税前利润增长(%)	2,178	(117)	2,592	28	20
息税折旧前利润增长(%)	(22)	160	387	25	19
每股收益增长(%)	(86)	905	76	39	25
核心每股收益增长(%)	(86)	906	76	39	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	22,174	30,500	44,041	75,775	114,654
应收帐款	3,299	4,551	7,996	9,835	11,802
库存	7,442	8,314	13,757	16,971	20,465
其他流动资产	23,057	31,127	17,934	17,939	17,939
流动资产总计	55,972	74,492	83,728	120,520	164,861
固定资产	17,098	18,129	18,742	19,243	19,528
无形资产	13,317	19,303	24,135	26,985	29,303
其他长期资产	21,471	26,234	26,234	26,234	26,234
长期资产总计	51,885	63,666	69,111	72,463	75,065
总资产	107,857	138,158	152,839	192,982	239,926
应付帐款	23,518	34,945	59,065	72,380	86,856
短期债务	23,192	39,891	9,000	8,500	8,000
其他流动负债	8,410	4,921	4,585	4,590	4,590
流动负债总计	55,120	79,757	72,650	85,470	99,446
长期借款	1,225	1,663	1,663	1,663	1,663
其他长期负债	11,689	9,948	10,879	10,879	10,881
股本	6,551	6,555	8,521	8,521	8,521
储备	29,374	35,934	45,224	60,747	80,114
股东权益	35,925	42,489	53,746	69,269	88,635
少数股东权益	3,897	4,302	13,902	25,702	39,302
总负债及权益	107,857	138,158	152,839	192,982	239,927
每股帐面价值(人民币)	4.22	4.99	6.31	8.13	10.40
每股有形资产(人民币)	2.65	2.72	3.47	4.96	6.96
每股净负债/(现金)(人民币)	0.26	1.30	(3.92)	(7.70)	(12.32)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(480)	8,597	25,385	32,942	39,820
折旧与摊销	5,514	3,451	2,355	2,296	2,551
净利息费用	1,525	568	821	(222)	(784)
运营资本变动	210	19,388	26,526	11,420	12,448
税金	(370)	(489)	(4,200)	(5,040)	(6,048)
其他经营现金流	5,271	(9,944)	(7,169)	(13,154)	(15,224)
经营活动产生的现金流	11,670	21,572	43,718	28,242	32,763
购买固定资产净值	(8,045)	(3,759)	(7,491)	(5,591)	(5,092)
投资减少/增加	(22,094)	(31,361)	8,424	9,940	11,730
其他投资现金流	25,902	22,835	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,236)	(12,285)	933	4,349	6,637
净增权益	1	2	0	0	0
净增债务	1,809	(2,270)	(30,891)	(500)	(500)
支付股息	(1,376)	(170)	(328)	(579)	(805)
其他融资现金流	(105)	1,477	110	222	785
融资活动产生的现金流	329	(962)	(31,109)	(857)	(520)
现金变动	7,763	8,326	13,541	31,733	38,880
期初现金	14,411	22,174	30,500	44,041	75,775
公司自由现金流	7,433	9,287	44,650	32,591	39,400
权益自由现金流	9,243	7,018	13,759	32,091	38,900

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	1.5	2.9	7.8	7.9	7.9
息税前利润率	(3.7)	0.5	6.9	7.2	7.2
税前利润率	(0.5)	6.2	9.9	10.5	10.6
净利率	0.6	4.7	4.5	5.1	5.3
流动性(倍)					
流动比率	1.0	0.9	1.2	1.4	1.7
利息覆盖率	(2.6)	1.2	21.5	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	5.6	23.6	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.5
估值(倍)					
市盈率	202.7	20.2	11.5	8.3	6.6
核心业务市盈率	202.7	20.2	11.5	8.2	6.6
目标价对应核心业务市盈率	229.5	22.8	13.0	9.3	7.5
市净率	3.7	3.1	2.5	1.9	1.5
价格/现金流	11.4	6.2	3.0	4.7	4.1
企业价值/息税折旧前利润	88.1	36.1	5.7	3.7	2.3
周转率					
存货周转天数	29.6	23.4	19.2	21.9	22.2
应收帐款周转天数	14.2	10.3	9.0	10.4	10.5
应付帐款周转天数	81.2	76.4	67.1	76.3	77.0
回报率(%)					
股息支付率	26.0	5.0	5.0	5.0	5.0
净资产收益率	1.8	16.8	24.1	26.2	25.5
资产收益率	(3.8)	0.5	10.1	11.1	10.6
已运用资本收益率	(6.2)	0.9	21.2	24.7	22.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 24 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371