

盈利仍有上升空间

上海汽车 2010 年销量数据点评

报告关键点:

- 高盈利企业销量高增长, 维持公司买入-B评级
- 2011年可能有1-2个季度出现汽车供不应求的局面, 从而对主流企业的盈利起到很好的推动作用

报告摘要:

- 高盈利企业销量高增长。**2010年公司销售汽车358.29万辆, 同比增长31.5%, 略低于2010年汽车行业32.2%的预计增速。但贡献公司主要盈利的企业销量增长高于行业水平。贡献50-60%利润的上海通用销量为103.90万辆, 同比增长42.8%; 利润贡献率30-35%的上海大众销量100.14万辆, 同比增长37.5%。公司整体增速表现一般的主要原因是销量占比1/3略强的上汽通用五菱销量增长仅为15.9%。由于购置税优惠及汽车下乡政策的取消, 2011年交叉型乘用车销量增速慢于行业是大概率事件, 2011年公司仍将延续高盈利企业销量高增长的格局, 公司盈利对政策敏感性弱于销量。
- 产能偏紧, 汽车价格有望继续保持稳定。**上海通用、上海大众2010年的标准产能为60、70万辆, 2011将提升到70、80万辆。从当前产销趋势来看, 公司标准产能要提升到与年产量相当需要3年左右的时间, 2011年上海大众、上海通用产能仍然紧张。从行业来看, 占轿车销量60%左右的10家主流合资企业2010年产能利用率在129.7%, 2011年新增产能有限, 产能利用率仍将维持高位, 行业难以出现恶性价格竞争。而且从已公布2011年计划的合资企业来看, 2011年企业销量增长目标基本都在10%以内, 由于销量计划是零部件采购的重要参考指标, 而我们预测2011年轿车增长约为15%, 2011年可能有1-2个季度出现汽车供不应求的局面, 将对全年汽车价格起到非常正面的作用, 从而对主流企业的盈利起到很好的推动作用。
- 维持公司买入-B评级。**公司途观、英朗在2010年下半年才开始放量, 2011年途观、英朗车型的盈利可能翻番, 而且新帕萨特计划在2011年上半年投放市场, 下半年计划投放科帕奇、Malibu, 2011年公司盈利有望继续保持较高增长。预计公司2010-2012年EPS 分别为1.43、1.76、2.23元, 对应PE 11、9、7倍, 估值偏低, 维持公司买入-B评级, 12个月目标价25.83元。
- 风险提示:**2011年汽车销量增速在10%以下, 汽车市场出现恶性竞争。机动车环境税等负面政策推出的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	105,892.3	139,635.8	305,069.1	368,480.6	442,521.7
Growth(%)	1.4%	31.9%	118.5%	20.8%	20.1%
净利润	656.2	6,591.9	13,178.3	16,225.8	20,580.5
Growth(%)	-85.8%	904.6%	99.9%	23.1%	26.8%
毛利率(%)	12.0%	13.2%	17.5%	16.4%	17.3%
净利润率(%)	0.6%	4.7%	4.3%	4.4%	4.7%
每股收益(元)	0.07	0.71	1.43	1.76	2.23
每股净资产(元)	4.17	5.06	7.93	11.09	15.09
市盈率	211.6	21.1	10.5	8.6	6.7
市净率	3.6	3.0	1.9	1.4	1.0
净资产收益率(%)	-2.2%	17.3%	32.7%	28.8%	26.8%
ROIC(%)	2.0%	43.9%	181.3%	44.6%	80.7%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级: 买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格: 25.83 元

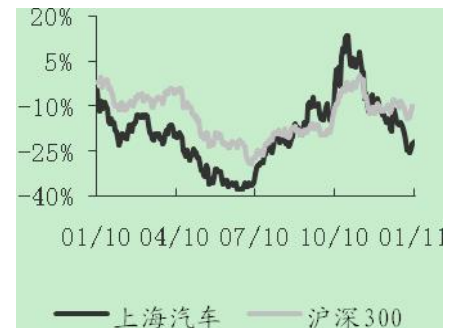
期限: 12个月 上次预测: 25.83 元

现价(2011年01月07日): 15.45 元

报告日期: 2011-01-08

总市值(百万元)	140,577.23
流通市值(百万元)	129,611.12
总股本(百万股)	9,242.42
流通股本(百万股)	8,521.44
12个月最低/最高	11.82/25.10 元
十大流通股股东(%)	88.38%
股东户数	149,058

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.47)	(17.91)	(11.09)
绝对收益	(7.15)	(9.73)	(21.43)

谈际佳

010-66581690

执业证书编号

行业分析师

tanjj@essence.com.cn

S1450210050006

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-1-6
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利润表											
	2008	2009	2010E	2011E	2012E						
营业收入	105,892.3	139,635.8	305,069.1	368,480.6	442,521.7	成长性					
减: 营业成本	93,235.2	121,227.6	251,784.5	307,992.0	366,128.2	营业收入增长率	1.4%	31.9%	118.5%	20.8%	20.1%
营业税费	790.1	1,465.4	7,016.6	8,475.1	10,178.0	营业利润增长率	-117.4%	-969.4%	222.1%	23.1%	26.8%
销售费用	7,189.8	9,789.3	16,786.3	16,753.3	20,761.1	净利润增长率	-85.8%	904.6%	99.9%	23.1%	26.8%
管理费用	5,375.6	4,750.4	12,008.9	13,844.7	17,798.6	EBITDA 增长率	-65.9%	285.7%	146.2%	20.5%	24.5%
财务费用	1,517.2	578.7	-566.7	-1,232.6	-2,067.3	EBIT 增长率	-87.0%	995.9%	184.0%	21.0%	25.2%
资产减值损失	3,229.2	1,425.8	500.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-89.2%	1202.1%	170.1%	21.1%	25.3%
加: 公允价值变动收益	300.5	30.3	1.1	22.0	-	投资资本增长率	-40.5%	-34.7%	392.2%	-30.7%	1.6%
投资和汇兑收益	4,481.5	8,354.9	9,613.3	10,944.8	12,838.2	净资产增长率	-10.4%	21.3%	56.7%	39.9%	36.1%
营业利润	-969.8	8,431.2	27,154.1	33,414.9	42,361.4	利润率					
加: 营业外净收支	489.4	166.0	-80.0	-80.0	-80.0	毛利率	12.0%	13.2%	17.5%	16.4%	17.3%
利润总额	-480.4	8,597.2	27,074.1	33,334.9	42,281.4	营业利润率	-0.9%	6.0%	8.9%	9.1%	9.6%
减: 所得税	369.7	489.2	3,113.5	3,833.5	4,862.4	净利润率	0.6%	4.7%	4.3%	4.4%	4.7%
净利润	656.2	6,591.9	13,178.3	16,225.8	20,580.5	EBITDA/营业收入	2.7%	8.0%	9.0%	9.0%	9.4%
						EBIT/营业收入	0.8%	6.7%	8.7%	8.7%	9.1%
资产负债表											
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	运营效率					
货币资金	22,174.2	30,499.8	58,435.4	119,286.2	169,721.8	固定资产周转天数	53	37	18	15	13
交易性金融资产	274.8	76.9	78.0	100.0	100.0	流动营业资本周转天数	-39	-64	-4	18	11
应收帐款	3,298.6	4,551.2	24,680.2	30,167.1	36,193.1	流动资产周转天数	188	168	157	217	240
应收票据	12,572.9	16,428.6	65,333.7	51,882.1	65,420.9	应收帐款周转天数	12	9	12	18	18
预付帐款	2,205.9	4,681.4	7,369.9	10,658.5	15,013.3	存货周转天数	26	20	17	22	23
存货	7,442.1	8,314.2	20,694.6	25,314.4	30,092.7	总资产周转天数	356	317	227	270	281
其他流动资产	8,003.0	9,940.0	14,477.4	16,379.8	18,601.0	投资资本周转天数	90	42	45	53	36
可供出售金融资产	2,965.5	10,450.6	10,973.1	11,521.8	12,097.9	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-2.2%	17.3%	32.7%	28.8%	26.8%
长期股权投资	21,470.7	25,425.0	25,425.0	25,425.0	25,425.0	ROA	-0.8%	5.9%	9.7%	9.6%	9.7%
投资性房地产	1,339.7	1,289.6	1,354.1	1,421.8	1,492.9	ROIC	2.0%	43.9%	181.3%	44.6%	80.7%
固定资产	14,005.6	14,650.6	15,402.9	15,630.5	15,530.2	费用率					
在建工程	3,092.2	3,478.7	2,327.2	1,636.3	1,221.8	销售费用率	6.8%	7.0%	5.5%	4.5%	4.7%
无形资产	2,529.8	2,946.1	2,749.8	2,566.6	2,395.6	管理费用率	5.1%	3.4%	3.9%	3.8%	4.0%
其他非流动资产	5,602.7	3,386.7	-4,880.0	-8,050.5	-11,752.6	财务费用率	1.4%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.5%
资产总额	107,856.6	138,158.4	246,574.4	306,228.0	383,990.6	三费/营业收入	13.3%	10.8%	9.3%	8.0%	8.2%
短期债务	4,326.2	1,745.0	10.0	10.0	10.0	偿债能力					
应付帐款	20,849.4	28,587.2	65,532.9	72,276.9	87,356.4	资产负债率	64.3%	66.2%	70.2%	66.4%	63.5%
应付票据	831.1	697.2	1,379.6	3,679.3	2,937.3	负权益比	179.9%	195.4%	235.1%	197.8%	174.2%
其他流动负债	4,499.9	10,178.7	16,280.1	21,889.5	29,224.7	流动比率	1.02	0.93	1.25	1.41	1.55
长期借款	1,225.4	1,662.9	1,662.9	1,662.9	1,662.9	速动比率	0.88	0.83	1.12	1.27	1.41
其他非流动负债	12,974.1	9,974.3	18,246.0	21,416.6	25,118.6	利息保障倍数	0.56	16.18	-46.91	-26.11	-19.49
负债总额	69,319.9	91,394.3	172,333.8	202,839.7	243,022.8	分红指标					
少数股东权益	3,897.0	4,301.6	15,083.9	28,359.5	45,198.1	DPS(元)	0.15	0.02	0.07	0.09	0.11
股本	6,551.0	6,551.0	9,242.4	9,242.4	9,242.4	分红比率	209.7%	2.6%	5.0%	5.0%	5.0%
留存收益	29,374.2	35,933.8	48,975.7	64,938.9	85,066.4	股息收益率	1.0%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%
股东权益	38,536.7	46,764.1	73,302.0	102,540.8	139,506.9	业绩和估值指标					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E						
现金流量表											
	2008	2009	2010E	2011E	2012E						
净利润	-850.1	8,108.0	13,178.3	16,225.8	20,580.5	EPS(元)	0.07	0.71	1.43	1.76	2.23
加: 折旧和摊销	2,236.8	2,025.5	990.6	1,046.6	1,086.0	BVPS(元)	4.17	5.06	7.93	11.09	15.09
资产减值准备	3,229.2	1,425.8	500.0	200.0	200.0	PE(X)	211.6	21.1	10.5	8.6	6.7
公允价值变动损失	-300.5	-30.3	1.1	22.0	-	PB(X)	3.6	3.0	1.9	1.4	1.0
财务费用	697.2	1,679.9	645.2	-566.7	-1,232.6	P/FCF	8.1	12.0	-3.4	3.9	7.2
投资收益	-4,489.4	-8,344.4	-9,613.3	-10,944.8	-12,838.2	P/S	1.3	1.0	0.5	0.4	0.3
少数股东损益	-1,506.2	1,516.1	10,782.3	13,275.6	16,838.6	EV/EBITDA	28.8	6.1	5.2	3.3	2.2
营运资金的变动	8,211.1	29,725.9	3,899.5	32,105.4	12,906.5	CAGR(%)	-426.2%	66.5%	22.0%	-98.7%	-98.7%
经营活动产生现金流量	11,669.8	21,572.5	19,171.7	50,697.9	36,706.0	PEG	-0.5	0.3	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-4,236.4	-12,285.1	9,115.2	9,974.0	11,862.0	ROIC/WACC	0.1	2.7	11.1	2.7	4.9
融资活动产生现金流量	-850.1	-4,153.6	1,386.8	970.0	1,614.4	REP	34.3	2.0	0.2	0.9	0.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

谈际佳，安信证券研究中心汽车与零部件行业分析师，车辆工程学士，数量经济学硕士。3年汽车与零部件行业研究经验，曾先后任职于天相投资顾问有限公司和太平洋证券股份有限公司。2010年5月加入安信证券，从事证券研究之前，有多家汽车制造厂实习或工作经历。

分析师声明

谈际佳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034