

上海汽车 (600104)

买入/维持评级

股价: RMB18.45

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

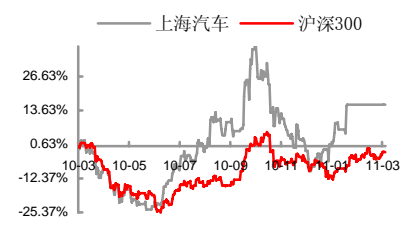
谢振东
(0755)8212 5072
xiezd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	9,242
流通 A 股 (百万股)	9,242
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	170,523

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

合资双轮驱动业绩高增长

- 公司 2011 年 3 月 31 日公布年报, 实现主营收入 3,124.85 亿元, 同比增长 125.01%, 剔除 2 月通用合并报表的影响, 预计公司同比增长约 38%; 归属母公司所有者净利润 137.28 亿元, 同比增长 108.26%; 全年业绩高速增长的主要原因是合资公司汽车销量快速增长和大众盈利能力显著提升;
- 10 年中国汽车行业景气高位运行, 同比增长 32%, 公司旗下公司凭借突出的品牌力、紧凑的产品投放节奏和有效的市场营销策略, 全年实现 358.3 万辆的销售规模 (+31.5%), 其中乘用车市场占有率较 09 年提高 1.1 个百分点, 达到 19.59%, 进一步确立了行业龙头地位;
- 上海通用、上海大众仍是公司最主要利润来源, 在 10 年行业景气背景下, 两合资公司分别实现销量 103 万辆 (+43%) 和 100 万辆 (+38%)。产能利用率的提升和产品结构的改善进一步推动公司盈利水平, 预计 10 年上海通用贡献净利润约 57 亿元 (+50%)、上海大众 52 亿元 (+75%); 我们认为汽车行业整体在 11 年将从景气高位缓慢下行, 但结构性差异显著——欧美车系不断侵蚀日系车市场份额: 公司拥有两大核心欧美品牌, 平滑行业周期属性较强, 预计 11 年上海通用、上海大众仍有望实现销量 123.6 万辆 (+22%) 和 123.1 万辆 (+23%)。随着产品结构的持续优化 (SUV、MPV 以及 B 级车放量), 在整车价格不出现大幅下行的情境下, 有望推动 11 年公司销售收入 25% 增长;
- 销量快速提升 (+78%) 带来的规模效应显著增强公司自主乘用车盈利能力, 10 年或是该业务盈利转折点, 但公司采取较保守的财务处理 (南汽生产线的较大幅度减值), 因此体现在财务指标上仍显示一定亏损; 我们对公司自主品牌乘用车未来发展持乐观态度: 清晰的定位使公司享有低端自主品牌和合资品牌之间广阔市场空间, 依托公司优秀的平台, 自主品牌将有效改善公司产品结构和发展轨迹, 有望成为公司未来业绩快速增长的助推器;
- 预计 11、12 年公司 EPS 为 1.79 元、2.11 元, 对应 P/E 为 EP 10.3、8.8 倍。中国汽车行业仍处于普及消费初期, 旺盛的刚性需求仍将为公司发展提供较好外部环境, 两大合资公司具有较高的市场地位, 其业绩增长的稳

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	312485.49	392103.52	456234.63	525725.86
(+/-%)	125.0%	25.5%	16.4%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	13728.52	17817.18	21007.79	24474.55
(+/-%)	108.3%	29.8%	17.9%	16.5%
EPS(元)	1.49	1.79	2.11	2.46
P/E(倍)	13.39	10.32	8.75	7.51

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 定性和可持续性是合资公司中最优等的；而公司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，结合公司未来计划开辟的高端轻客业务，均为公司未来业绩带来额外增长空间，因此我们认为公司目前估值水平偏低，维持“买入”评级。
- 风险提示：产业政策退出/趋紧对终端销售产生不利影响；原材料价格大幅上涨、市场系统性风险。

目 录

合资盈利高增长 双轮驱动业绩	5
行业龙头地位巩固	6
自主品牌 盈利能力逐步改善	7
风险提示	8

图表目录

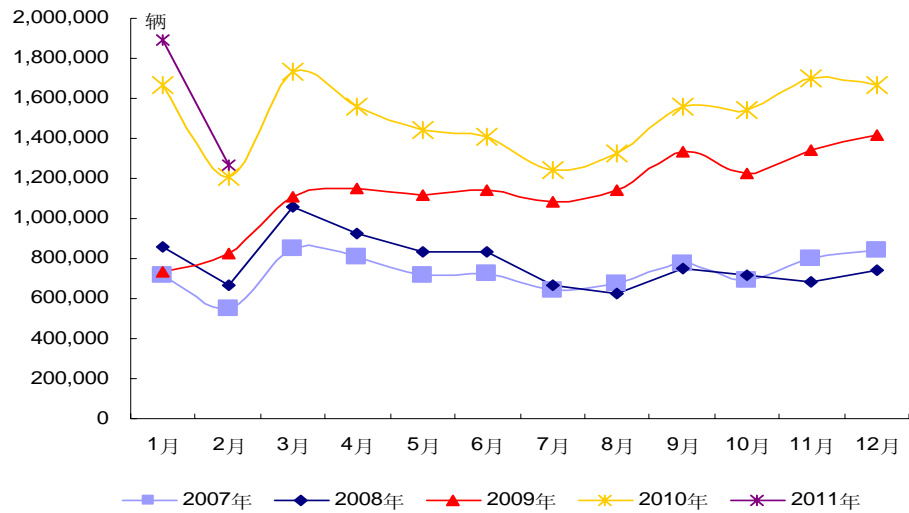
图 1: 中国汽车整体市场月度销量	5
图 2: 中国轿车市场月度销量	5
图 3: 中国交叉型乘用车市场月度销量	5
图 4: 中国 MPV 市场月度销量	6
图 5: 中国 SUV 市场月度销量	6
图 6: 主要派系市场占有率变化	6
图 7: 上海通用销量	7
图 8: 上海大众销量	7
图 9: 上汽自主销量	7
表格 1: 上海汽车分公司销量及预测	8

合资盈利高增长 双轮驱动业绩

公司 2011 年 3 月 31 日公布年报，实现主营收入 3,124.85 亿元，同比增长 125.01%，剔除 2 月通用合并报表的影响，预计公司同比增长约 38%；归属母公司所有者净利润 137.28 亿元，同比增长 108.26%；全年业绩高增长的主要原因是合资公司汽车销量快速增长和大众盈利能力显著提升。

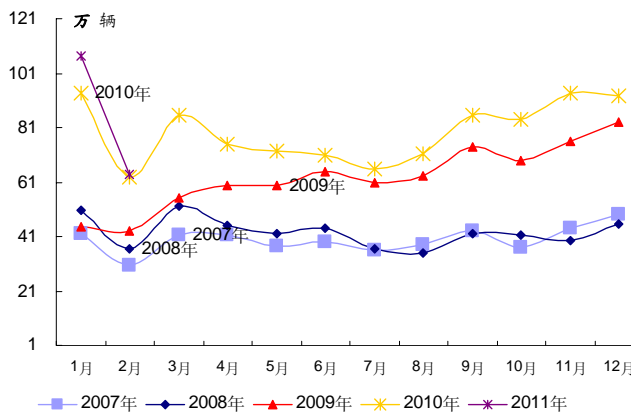
10 年中国汽车行业于景气高位运行，同比增长 32%，公司旗下公司凭借突出的品牌力、紧凑的产品投放节奏和有效的市场营销策略，全年实现 358.3 万辆的销售规模（+31.5%），其中乘用车市场占有率较 09 年提高 1.1 个百分点，达到 19.59%，进一步确立了行业龙头地位；两合资公司分别实现销量 103 万辆（+43%）和 100 万辆（+38%）。产能利用率的提升和产品结构的改善进一步推动公司盈利水平，初步估算 10 年上海通用贡献净利润约 57 亿元（+50%）、上海大众 52 亿元（+75%）。

图 1： 中国汽车整体市场月度销量



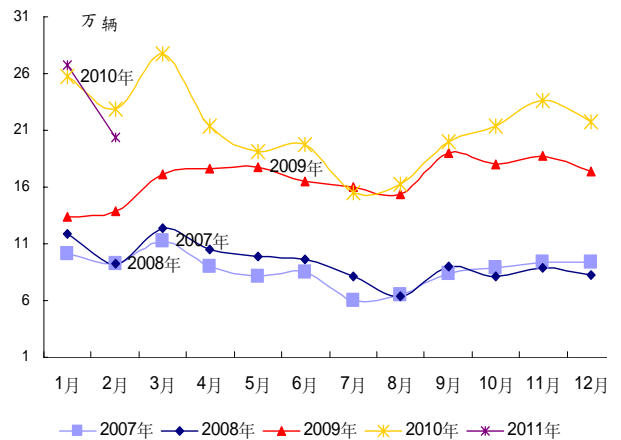
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 中国轿车市场月度销量



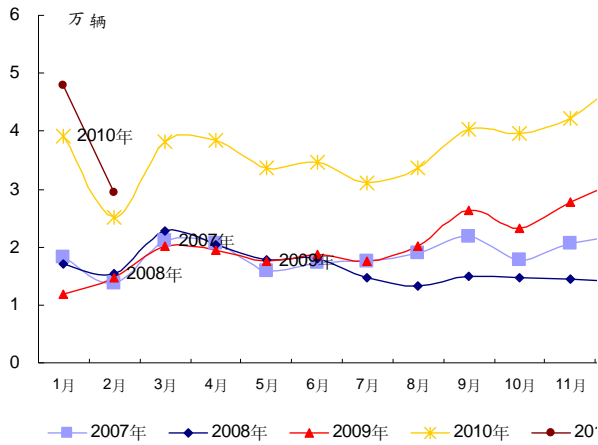
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 中国交叉型乘用车市场月度销量



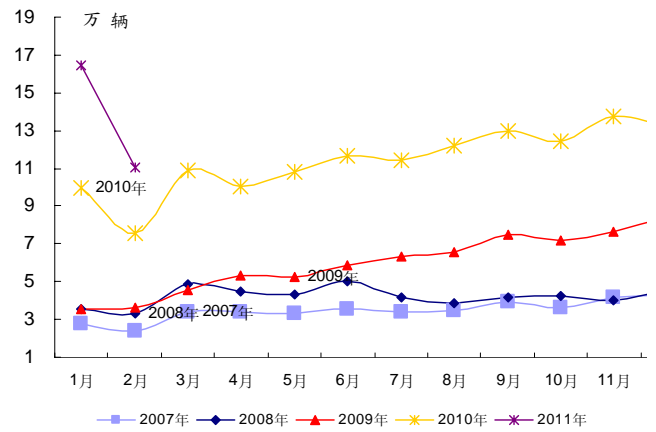
资料来源：华泰联合证券研究所

图 4: 中国 MPV 市场月度销量



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 5: 中国 SUV 市场月度销量

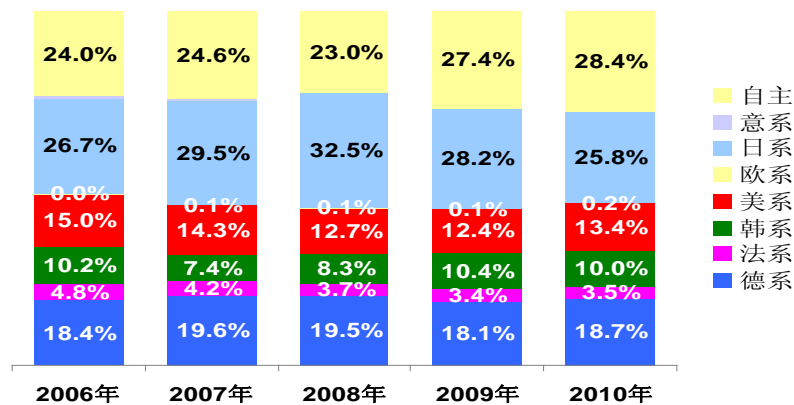


资料来源: 华泰联合证券研究所

行业龙头地位巩固

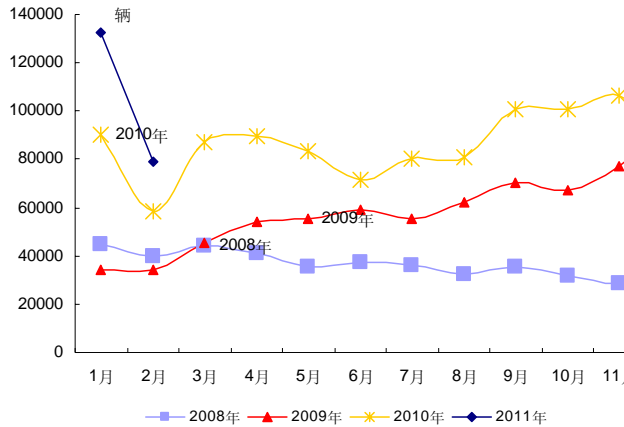
我们认为汽车行业整体在 11 年将从景气高位缓慢下行, 但结构性差异显著——欧美车系正不断地侵蚀日系车市场份额: 公司拥有两大核心欧美品牌, 平滑行业周期属性较强, 预计 11 年上海通用、上海大众仍有望实现销量 123.6 万辆 (+22%) 和 123.1 万辆 (+23%)。随着产品结构的持续优化 (SUV、MPV 以及 B 级车放量), 在整车价格不出现大幅下行的情境下, 有望推动 11 年公司销售收入 25% 增长;

图 6: 主要派系市场占有率变化



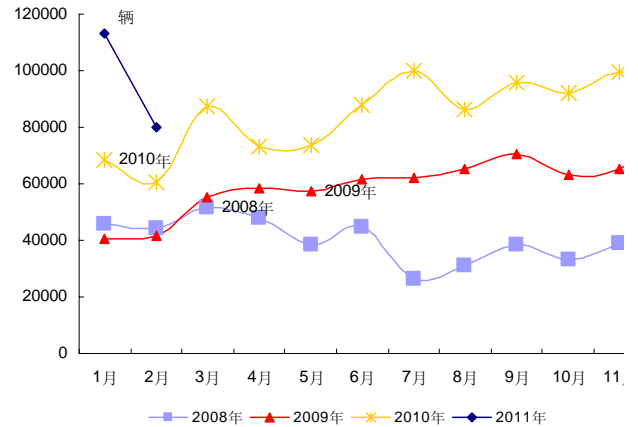
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 7: 上海通用销量



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 8: 上海大众销量

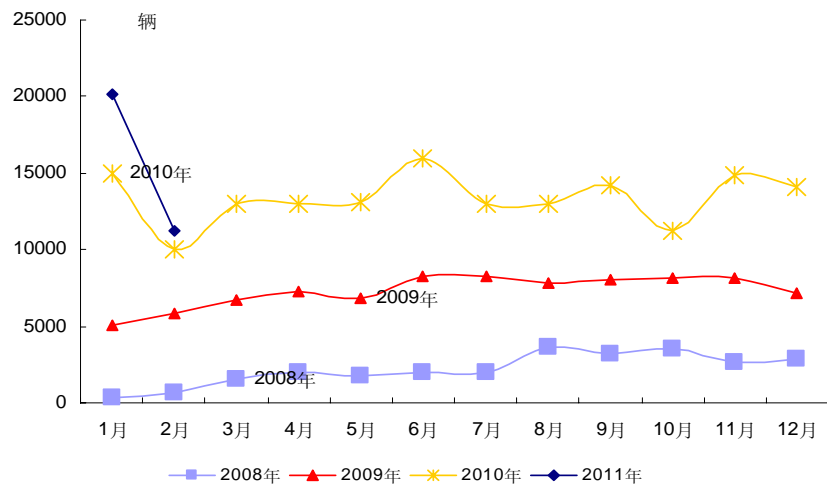


资料来源: 华泰联合证券研究所

自主品牌 盈利能力逐步改善

销量快速提升 (+78%) 带来的规模效应显著增强公司自主乘用车盈利能力, 10 年或是该业务盈利转折点, 但公司采取较保守的财务处理 (南汽生产线的较大幅度减值), 因此体现在财务指标上仍显示一定亏损; 我们对公司自主品牌乘用车未来发展持乐观态度: 清晰的定位使公司享有低端自主品牌和合资品牌之间广阔市场空间, 依托公司优秀的平台, 自主品牌将有效改善公司产品结构和发展轨迹, 有望成为公司未来业绩快速增长的助推器;

图 9: 上汽自主销量



资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 1: 上海汽车分公司销量及预测

	2008	%	2009	%	2010	%	2011E	%
上海通用	45.9	-7.3%	72.8	58.7%	103.9	42.9%	123.5	22%
上海大众	49.0	7.5%	72.8	48.6%	100.1	37.5%	123.1	23%
上汽自主	3.6	111.8%	9.0	150.0%	16.1	78.89%	24.1	50%
上汽通用五菱	65.1	17.7%	106.5	16.0%	123.5	15.9%	135.8	10%
南京依维柯	6.9	5.5%	8.7	26.1%	11.0	26.44%	13.0	18%
上汽依维柯红岩	2.2	-9.09%	2.0	56.3%	3.1	55.0%	3.4	10%
上海汇众	0.4		0.4	-4.65%	0.4	-5.8%	0.4	0%
上海申沃	0.3		0.3	9.4%	0.3	-0.3%	0.3	5%

资料来源: 华泰联合证券研究所

风险提示

产业政策退出/趋紧对终端销售产生不利影响; 原材料价格大幅上涨、市场系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	145541.	137443.	183760.	230039.	营业收入	312485.	392103.	456234.	525725.
现金	61261.5	51951.3	87291.1	127929.	营业成本	251902.	314940.	366010.	422210.
应收账款	3482.27	4897.06	5165.66	5062.39	营业税金	8172.32	10254.5	11931.7	13749.1
其他应收款	528.28	1271.30	1317.40	1394.70	营业费用	21076.4	26446.4	30771.9	35458.9
预付账款	10811.4	5800.00	6670.00	7670.50	管理费用	11442.4	14357.8	16706.1	19250.7
存货	18161.9	14000.0	15400.0	16170.0	财务费用	386.77	834.61	689.32	599.39
其他流动资产	51296.2	59524.0	67916.4	71812.6	资产减值	1922.39	1922.39	1922.39	1922.39
非流动资产	83300.5	74986.0	76692.7	76831.0	公允价值	115.19	148.68	98.06	120.64
长期投资	20722.4	17953.0	17953.0	17953.0	投资净收益	8721.84	10073.2	11328.4	12801.1
固定资产	28493.9	29260.7	28920.5	27652.6	营业利润	27005.6	33569.0	39628.6	45456.3
无形资产	5760.36	5878.07	7552.86	8989.01	营业外收	411.09	452.20	497.42	547.17
其他非流动	28323.8	21894.2	22266.3	22236.3	营业外支	732.35	600.00	630.00	655.20
资产总计	228842.	212429.	260453.	306870.	利润总额	26684.3	33421.2	39496.0	45348.3
流动负债	132265.	111140.	125075.	131713.	所得税	3851.62	4678.98	5924.41	6802.25
短期借款	4675.39	0.00	0.00	0.00	净利润	22832.7	28742.2	33571.6	38546.0
应付账款	53284.5	48475.0	54292.0	60807.0	少数股东损	9104.25	10925.1	12563.87	14071.5
其他流动负	74305.1	62665.4	70783.2	70906.3	归属母公司	13728.5	17817.1	21007.7	24474.5
非流动负债	14828.7	15324.9	15744.0	16856.0	EBITDA	33512.3	37827.3	44185.7	50075.4
长期借款	2530.08	3167.21	4034.41	4901.62	EPS (元)	1.49	1.79	2.11	2.46
其他非流动	12298.6	12157.7	11709.6	11954.4					
负债合计	147093.	126465.	140819.	148569.	主要财务				
少数股东权	15578.8	26368.2	38932.0	53003.6	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	9242.42	9963.40	9963.40	9963.40	成长能力				
资本公积	30084.5	39242.5	39242.5	39242.5	营业收入	125.0%	25.5%	16.4%	15.2%
留存收益	26843.4	45660.6	66668.4	91143.0	营业利润	220.3%	24.3%	18.1%	14.7%
归属母公司	66169.6	95015.3	116121.	140716.	归属母公	108.3%	29.8%	17.9%	16.5%
负债和股东	228842.	247848.	295872.	342289.	获利能力				
					毛利率(%)	19.4%	19.7%	19.8%	19.7%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%
					ROE(%)	20.7%	18.8%	18.1%	17.4%
					ROIC(%)	-906.9	196.2%	267.2%	330.2%
					偿债能力				
					资产负债	64.3%	51.0%	47.6%	43.4%
					净负债比	8.46%	4.09%	4.29%	4.65%
					流动比率	1.10	1.24	1.47	1.75
					速动比率	0.95	1.11	1.35	1.62
					营运能力				
					总资产周	1.70	1.78	1.93	1.85
					应收账款	82	92	89	101
					应付账款	6.51	6.19	7.12	7.34
					每股指标				
					每股收益	1.38	1.79	2.11	2.46
					每股经营	2.51	1.07	3.08	3.07
					每股净资	6.64	9.54	11.65	14.12
					估值比率				
					P/E	13.39	10.32	8.75	7.51
					P/B	2.78	1.93	1.58	1.31
					EV/EBITD	3	3	2	2

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn