

上海汽车(600104)研究报告

——并购影响渐消化 业绩低谷将走出

维持评级

可选消费/汽车

2010 年 5 月 6 日

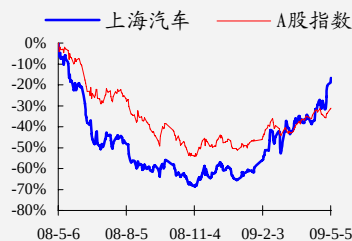
投资要点:

- 2008 年, 公司实现营业收入 1054 亿元, 营业利润-9.70 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 6.56 亿元, 较 2007 年同期下降 85.8%, 每股收益 0.10 元; 扣除非经常性损益后的净利润为-3.83 亿元, 每股收益为-0.06 元。
- 2009 年, 随着新产品的陆续推出, 上海通用有望恢复持续增长的态势。上海通用 2009 年销售计划为 50 万辆 (增长 12%)。预测 2009 年上海通用盈利有望达到 50 亿元, 增长 30% 以上。
- 2009 年, 上海大众业绩的提升来自销量的小幅提升以及销售毛利率的提升。公司计划 2009 年销售 53 万辆, 同比增长 8.16%, 我们预测 2009 年上海大众盈利约在 30 亿元左右, 较上年增长 12% 以上。
- 2009 年 1-3 月, 两款自主品牌车型荣威 750 和荣威 550 累计销量分别为 4118 辆、4877 辆、5511 辆, 如此推算, 2009 年全年, 自主品牌可以完成 5 万台的销量, 基本达到盈亏平衡。考虑到 2009 年公司还要推出两款新车荣威 S100 和荣威 550 两厢车, 预计项目费用 5 个亿, 总计自主品牌亏损 5 亿元。
- 2008 年报, 公司计提韩国双龙减值准备 30 亿元左右, 风险已经大大释放; 证券投资收益同比至少不再大幅下降; 南京汽车集团的亏损有望进一步减少; 产品销售毛利率的回升, 及新产品的推出等因素, 将导致公司业绩 2009 年出现大幅度的恢复性增长。
- 根据公司年报及一季报, 以及汽车行业出现的一系列新情况, 我们预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.50 元、0.61 元、0.73 元, 按昨日收盘价 12.87 元计算, 市盈率分别为 25.74、21.10、17.60, 我们仍维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	10,540,559	1.27	65,617	(85.84)	0.10		128.80	
2009E	12,000,000	13.32	327,000	407	0.50		25.74	
2010E	13,200,000	10	399,000	22	0.61		21.10	
2011E	14,520,000	15	475,000	19	0.73		17.60	

走势图



市场数据

2009-5-5

收盘价:	12.88 元
52 周最高价:	15.84 元
52 周最低价:	4.78 元
平均持仓成本:	8.68 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	655,103
流通 A 股 (万股):	655,103
每股收益 (元):	0.10
每股净资产 (元):	5.57
每股经营现金流 (元):	0.50
市净率:	2.31

分析师: 刘立喜

TEL: (8621)6336 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulix@nesc.cn

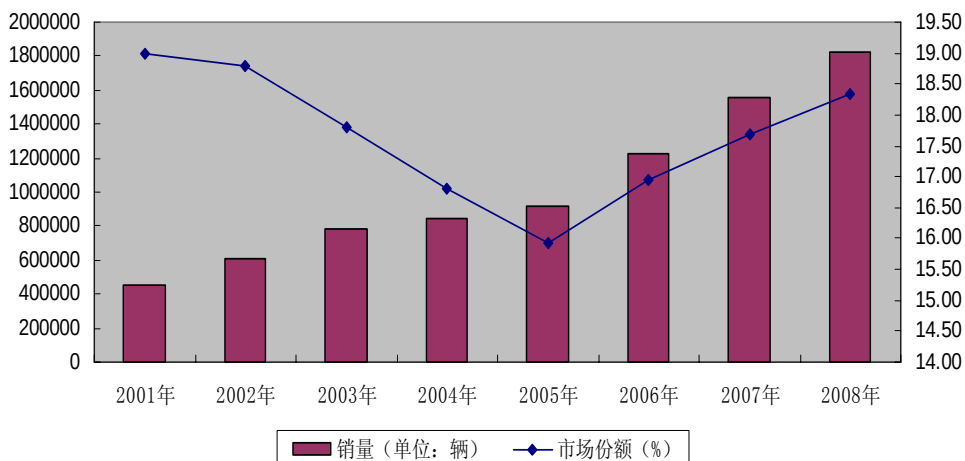
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司业务分析：

2008年，公司累计销量整车182.6万辆，同比增长8%，略超6.2%的行业增速，继续保持国内市场领先地位；上海大众、上海通用、上汽通用五菱等合资整车企业继续保持了各自领域的优势地位；自主品牌相继推出了荣威750-1.8T、荣威550-1.8T、1.8VCT、名爵MG3SW、MGTF、MG7AT等多款新车型，平台化生产布局基本完成，资源整合加快进行，品牌形象和竞争能力进一步提高。

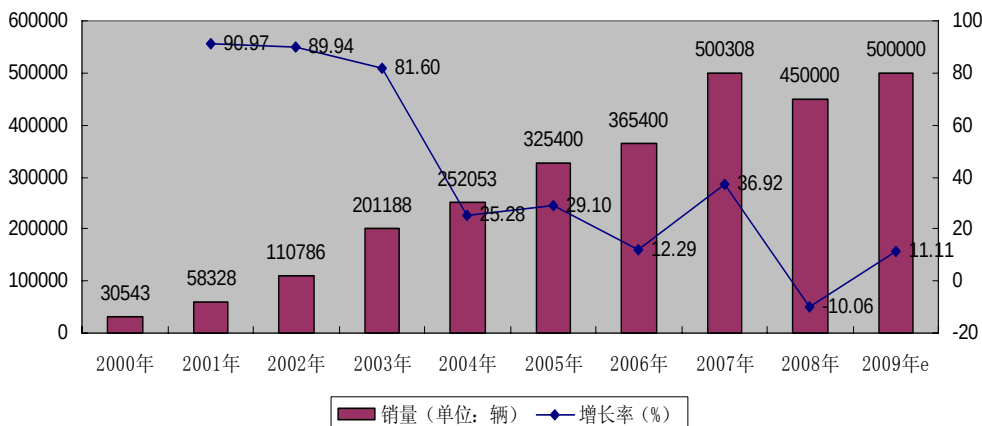
上海汽车2001-2008年整车销量统计



资料来源：《汽车情报》，东北证券金融与产业研究所整理

1、上海通用的基本情况：2008年，上海通用没有什么新产品的推出。2009年，这种情况将有所好转：新君威已于2008年12月推出，目前月出货量约为4000 辆左右（而2008年老君威月均仅为1000辆左右）；4月份将推出雪佛兰科鲁兹（1.6L和1.8L），保守估计推出后月出货量也能达到4000辆的水平；另外，新君越也会在随后推出。上海通用2009年销售计划为50万辆（增长12%）。这两项目标的完成可能性较大，预测2009年上海通用盈利有望达到50亿元，增长30%以上。

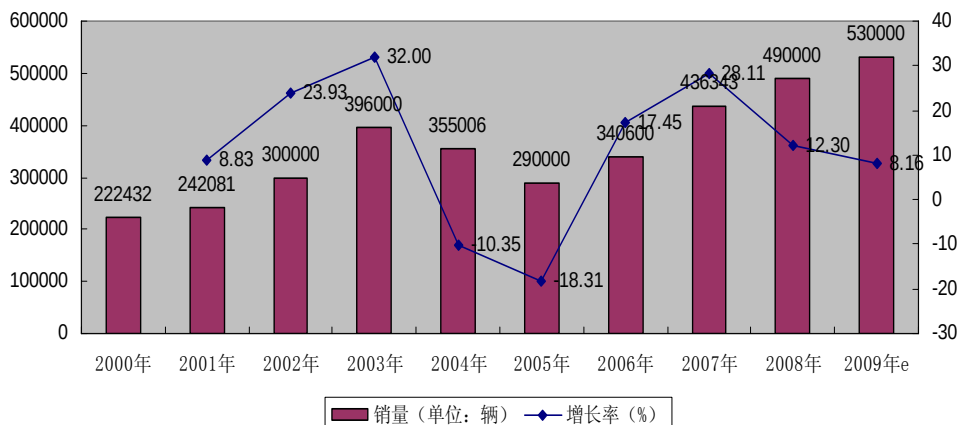
上海通用2000-2008年销量及增长率统计



资料来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所整理

2、上海大众的基本情况：得益于新产品的持续投放，上海大众近两年销量一直保持增长，2008年销售49万辆，增长12.30%。2009年，上海大众业绩的提升来自销量的小幅提升以及销售毛利率的提升。公司计划2009年销售53万辆，同比增长8.16%，我们预测2009年上海大众盈利约在30亿元左右，较上年增长12%以上。

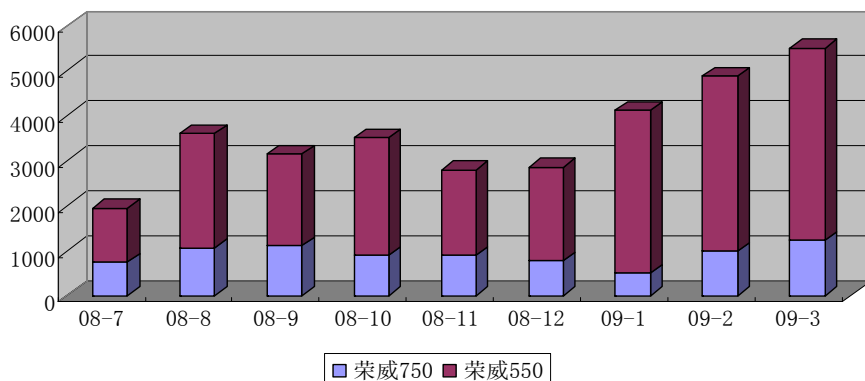
上海大众2000至2008年销量及增长率统计



资料来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所整理

3、自主品牌荣威的基本情况：目前有两款车荣威750和荣威550。2008年7月，荣威550上市以后，两款车型月度销量维持在3000辆左右。2009年第一季度，两款可行累计销量分别为4118辆、4877辆、5511辆，如此推算，09年全年，自主品牌可以完成5万台的销量，基本达到盈亏平衡。考虑到2009年公司还要推出两款新车荣威S100和荣威550两厢车，预计项目费用5个亿，总计自主品牌亏损5亿元。

自主品牌荣威的销售情况（单位：辆）



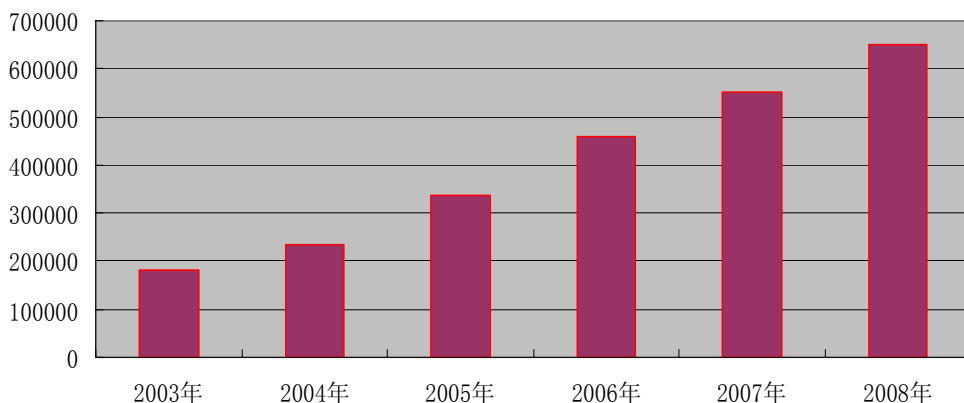
资料来源：《汽车情报》，东北证券金融与产业研究所整理

4、上汽通用五菱的基本情况：公司由上海汽车（50.1%）、通用汽车（中国）有限公司（34%）、柳州五菱汽车有限公司（15.9%）三方合资组建，2002年挂牌运营。公司目前拥有柳州、青岛两个生产基地，主要生产微型商用车和微型乘用车，

是我国销量持续排名第一的微车制造企业。目前，公司旗下主销的产品有微客五菱之光、五菱荣光和微轿SAPRK新乐驰。公司目标是“成为微小型汽车领域国内领先、国际上具有竞争力的汽车公司”。

国家从2008年下半年开始，出台了包括燃油税、购置税、产业振兴、鼓励小排量车发展、汽车下乡等一系列政策，这些政策对公司构成利好。2008年上汽通用五菱的整车销量65万辆，今年一季度销售突破24万辆，我们同比超过32%的增速。

上汽通用五菱2003-2008年销量统计（单位：辆）



资料来源：《汽车情报》，东北证券金融与产业研究所整理

二、公司财务分析：

2008年，公司实现营业收入1054亿元，营业利润-9.70亿元，归属于上市公司股东的净利润6.56亿元，较2007年同期下降85.8%，每股收益0.10元；扣除非经常性损益后的净利润为-3.83亿元，每股收益为-0.06元。

报告期内，公司财务状况跌入历史低谷：

1、受到全球金融危机和国内汽车市场下滑的影响，行业竞争加剧，原材料价格上涨导致产品销售毛利率下降，来自合资企业的盈利较去年同期下降7亿元左右。

2、因韩国双龙汽车在2009年初已进入破产回生流程，因此大幅计提了资产减值损失30亿元左右。

3、证券投资收益同比大幅下降15亿元左右。

4、报告期内，南京汽车集团公司进入公司，给公司带来5.65亿元的亏损。

以上因素导致公司2008年公司业绩大幅下降。

2009年，这些因素都将大幅缓解，导致公司业绩将会恢复性的大幅增长：

1、产品销售毛利率的回升，及新产品的推出，导致来自合资企业的利润恢复性的增长。其中上海通用的利润增长30%左右，上海大众的利润增长12%左右。

2、韩国双龙的风险已经大大释放，对2009年的业绩影响有限。

3、证券投资收益同比至少不再大幅下降。

4、南京汽车集团的亏损有望进一步减少。

三、盈利预测与投资评级

根据公司年报及一季报，以及汽车行业出现的一系列新情况，我们预测公司2009-2011年的EPS分别为0.50元、0.61元、0.73元，按昨日收盘价12.87元计算，市盈率分别为25.74、21.10、17.60，我们仍维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

上海汽车（600104）盈利预测

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	105406	120000	132000	145200
增长率（%）	1.27%	13.32%	10.00%	15.00%
营业成本	93235	105000	115560	127000
综合毛利率（%）	11.55%	12.50%	12.45%	12.53%
营业税金及附加	790	800	1100	1200
营业费用	7190	8800	9000	10000
管理费用	5376	5700	6600	7000
财务费用	1517	1000	1000	1000
三项费用	14083	15500	16600	18000
期间费用率（%）	13.36%	12.92%	12.58%	12.40%
资产减值损失	3229.23	0	0	0
公允价值变动收益	300.53	0	0	0
投资收益	4650	5500	6500	7000
营业利润	-980.7	4200	5240	6000
营业利润率（%）	-0.93%	3.50%	3.97%	4.13%
营业外收入	514	300	300	300
营业外支出	25	50	50	50
利润总额	-491.7	4450	5490	6250
利润率（%）	-0.47%	3.71%	4.16%	4.30%
所得税	370	380	500	500
实际税负比率（%）			9%	8%
净利润	-861.7	4070	4990	5750
少数股东权益	-1506.23	800	1000	1000
归属于母公司所有者的净利润	644.53	3270	3990	4750
增长率（%）	-85.90%	407.00%	22.00%	19.05%
总股本（百万股）	6551.03	6551.03	6551.03	6551.03
每股收益（元）	0.10	0.50	0.61	0.73

投资评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209