

汽车机械

报告原因: 半年报点评

2009 年 08 月 27 日

上海汽车 (600104)

盈利能力提升, 销售旺季将推动公司业绩增长

增持

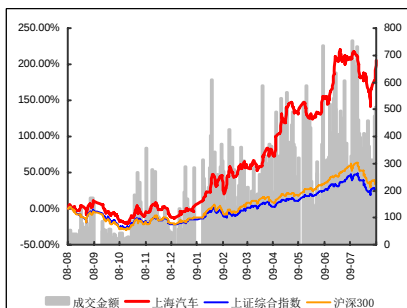
首次评级

公司研究/点评报告

基础数据: 2009 年 8 月 26 日

每股净资产(元)	5.57
资产负债率%	59
总股本/流通 A 股(百万)	6551/3275
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年股价走势



执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点:

- ◆ **资产减值继续影响业绩, 毛利恢复明显。**09 年上半年公司营业收入 616 亿, 同比增长 6.9%; 净利润 22 亿元, 同比增长 2%; 每股收益 0.22 元, 略低于市场预期。出于财务谨慎, 公司在上半年继续对双龙汽车进行了大规模的资产减值计提, 当期计提达到 11.5 亿元, 这是公司在销售情况良好的情况下低于预期的主要原因。不考虑资产减值影响, 公司许多方面都有了很明显的改观: 1) 在产能利用率提升、产品价格降幅不大、成本低位运行等利好带动下, 公司单季度毛利率已经逐步恢复到 08 年以来的最高水平(图表 1); 2) 管理费用同比下降 24%、财务费用同比下降 29%。
- ◆ **新车型带动上海通用恢复迅速, 看好其在销售旺季的表现。**上海通用是上汽 09 上半年乘用车企业中恢复最好的企业, 上半年销量同比增长 21%, 而 1-7 月份累计增长 26%, 下半年开始加速增长。通用销量主力凯越依旧十分稳定, 上半年除了 1、2 月份受春节影响出现下滑外, 其他月份均有增长, 4、5 月份的增长更是达到了 77%、107%, 上半年共计销售 13 万辆, 同比增长 28%。上海通用的新车型表现也十分抢眼: 新君威 6 月一上市便达到了 7690 辆的销量好成绩; 新君越 7 月上市销量也有 3795 辆; 克鲁斯在 4 月刚上市时销量为 3740, 而后开始大幅增长, 到 7 月份已经达到了 8766 辆, 有望成为又一款畅销车型。随着汽车销售旺季 9、10 月份的到来, 我们继续看好上海通用的销量增长。我们预计上海通用 09 年销量有望达到 60 万辆, 同比增长 40%, 为上汽贡献 30 亿元的投资收益。
- ◆ **上海大众稳定增长, 去年下半年销量低谷将会使其下半年销量成绩亮丽。**上海大众 09 年上半年销量同比增长 15%, 1-7 月份同比增长 25%, 增长加速恢复的势头同样十分明显。主力车型波罗增长也十分稳定, 1-7 月同比增长 27%, 尤其是 7 月份淡季增长幅度较大, 这使得其在即将到来的销售旺季的表现更值得期待。明锐受益小排量车购置税减收影响明显, 1-7 月同比增长 20%。高端车型领驭在年初以来恢复并不是很好, 但 4 月份伴随着车市的火爆以及新领域车型的上市开始逐步恢复, 到 6 月份

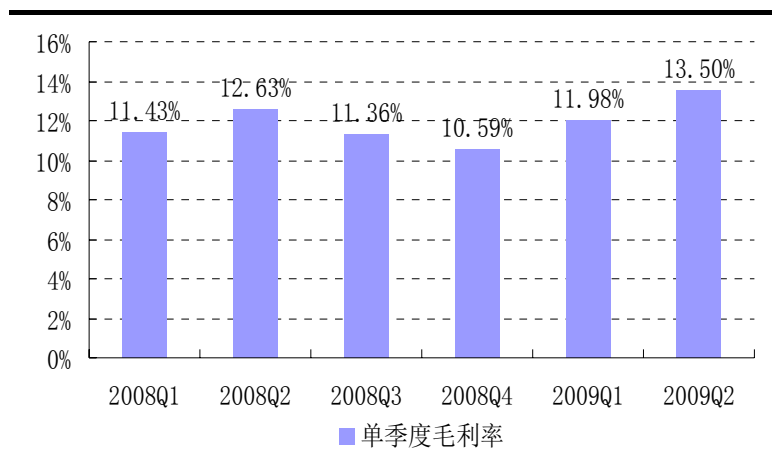
请务必阅读正文之后的特别声明部分



恢复正增长。新车型昊锐的前景也相当不错，上市不足一个月便有 1471 台的销量。我们预计上海大众 09 年销量有望增长 30%，达到 64 万辆，为上汽贡献 23 亿元的投资收益。

- ◆ **交叉型乘用车量升利也升。**上海通用五菱上半年销售同比增长 49%，稳居交叉型乘用车龙头地位。进入下半年以后，通用五菱的销售火热程度依然，7 月淡季销售 8.8 万辆，月度同比增长 90%，1-7 月累计增长 54%，增速加快。上海通用五菱是中国最大的交叉型乘用车生产厂商，占据 45% 以上的市场份额，规模优势十分显著，产品净利率高于同行竞争对手，再加上今年上半年钢材成本的地位运行，我们认为上海通用五菱今年的盈利情况将会十分理想，预计上海通用五菱 09 年盈利有望增长 60%，达到 7 亿元的净利润。
- ◆ **自主品牌销量恢复带动下本部减亏。**公司旗下的荣威和名爵两款自主品牌车型在 09 年上半年也开始有所增长，尤其是荣威 550，在经历了 08 年下半年的弱市之后，这款技术上较为领先的中级车终于在 09 年开始放量增长，月均销量达到了 4839 辆，基本达到了同级别热销车型的销售标准，荣威品牌的盈亏平衡点大约在 3.8 万辆左右，而我们预计荣威品牌今年有望达到 6 万辆的销量，因此荣威品牌将从亏损中走出。名爵品牌上半年共计销售 6722 辆左右，预计全年销售不超过 2 万台，距离其 4 万台的盈亏平衡点仍有距离。在自主品牌带动下公司乘用车公司有望扭亏为盈。
- ◆ **盈利预测及投资建议。**我们预计在销量大增带来的产能利用率提高、以及原材料成本低位运行等盈利利好的带动下，上海大众、上海通用带来的净利增长将会超过销量增长，为上汽贡献 53 亿元的投资收益；双龙的资产减值计提今年全部计提，达到 12 亿元；通用五菱贡献净利同比增长 55%，达到 6.8 亿元；公司本部在南汽亏损不超过 5 亿元、乘用车公司在荣威带动下扭亏、研发费用较去年下降等情况下会有一定程度减亏。我们预计 09 年、10 年公司 EPS 将达到 0.68、1.03 元，对应动态 PE：27、18，我们维持对公司“增持”评级。

图表 1：单季度毛利状况



资料来源：山西证券研究所

图表 2：上海通用各品牌销量

品牌名称	200901	200902	200903	200904	200905	200906	200907	
别克 GL8	1337	1955	3083	2971	2861	3606	3592	
别克君威	4069	5009	6191	6370	6447	0	14	
新君威	-	-	-	-	-	7693	7211	新君威热销有望保持
林荫大道	164	68	198	327	284	349	313	
君越	3362	2891	4460	4555	4735	4642	3884	
新君越	-	-	-	-	-	-	3795	新君越月度销量有望增长
凯越	14840	14586	18321	23480	23101	21556	15675	凯越老当益壮销量稳定
	-11.2%	-8.3%	1.6%	77.3%	107.4%	38.6%	12.4%	
雪佛兰景程	3024	2319	2904	2580	2686	2929	3835	
科鲁兹	-	-	-	3740	6834	8624	8766	科鲁兹有望成为热销车型
雪佛兰乐风	6616	6879	8622	8689	6899	8121	7073	

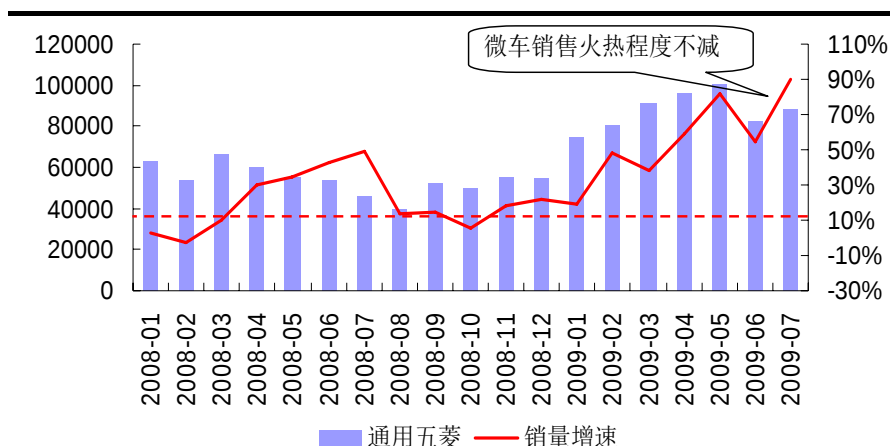
资料来源：山西证券研究所

图表 3：上海通用分品牌月度销量

品牌	200901	200902	200903	200904	200905	200906	200907	累计	
波罗	5591	7188	8707	8739	10151	10605	10784	61765	波罗增长稳定
YoY	-35.0%	5.3%	3.2%	30.9%	57.2%	40.8%	159%	26.9%	
明锐	4750	4591	6799	8081	4879	6259	8522	43881	明锐开始放量增长
YoY	-21.7%	6.1%	1.5%	33.2%	13.4%	12.9%	143%	20.2%	
领驭	7610	8193	7313	8244	8602	8501	9213	57676	新领域 4 月份的上市带动领域车型迅速恢复，尤其 7 月份表现突出
YoY	-15.9%	-11.1%	-36.4%	-29.4%	-7.3%	-27.2%	123%	-13.3%	
桑塔纳	11117	11901	16229	16765	17194	18588	15113	106907	桑塔纳上半年表现疲软，下半年开始淡季增长，后半程有望继续贡献增长
YoY	-43.7%	-42.4%	-23.6%	-20.0%	-2.1%	9.6%	23.8%	-17.4%	
晶锐	1287	1615	2049	2070	2682	2944	2215	14862	

资料来源：山西证券研究所

图表 4：通用五菱微车月度销量



资料来源：山西证券研究所

图表 5：自主品牌月度销量

品牌	200901	200902	200903	200904	200905	200906	200907	
名爵	1012	1017	1207	1208	1078	1200	1109	销量低迷
荣威 750	512	983	1237	981	770	1071	1104	
荣威 550	3606	3894	4274	5117	5007	5972	6005	成为为数不多的热销自主品牌中级车

资料来源：山西证券研究所

图表 6：上汽盈利拆分预测表

	2008	2009E	2010E
上海通用	1900	3040	3240
上海大众	1550	2325	2387
通用五菱	428	685	946
双龙	-2281	-1200	0
中联电子	212	275	318
本部及其他	-1153	-683	-145
净利	656	4442	6745
股本	6551	6551	6551
EPS	0.10	0.68	1.03

资料来源：山西证券研究所



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。