



汽车行业研究小组 杨胜
021-53519888-1970
Yangsheng97@gmail.com

下半年业绩应更好

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	18.66
12mth A 股价格区间 (元)	4.78/20.05
总股本 (百万股)	6,551.03
无限售 A 股/总股本	50.01%
流通市值 (百万元)	61130.15
每股净资产 (元)	5.69
PBR (X)	3.28
DPS (Y08, 元)	0.026

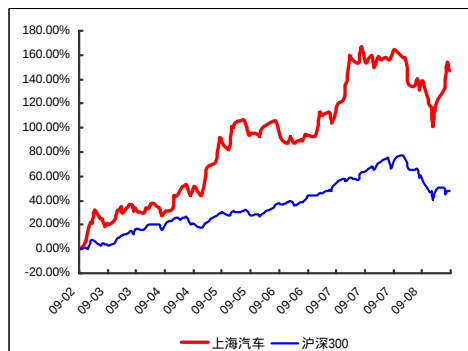
主要股东 (09H1)

上海汽车工业(集团)总公司	78.94%
跃进汽车集团公司	4.88%

收入结构 (09H1)

汽车制造业	100%
-------	------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：YS09-CT11

相关报告：

8 月份汽车行业投资策略--可期待的中报超预期-有吸引力-200907
行业上升周期，追寻长线品种-09 年下半年汽车行业投资策略-有吸引力-200906

■ 动态事项

上海汽车 (600104) 公布中报，实现收入 616 亿元，实现净利润 14.5 亿元，收入同比增长 7%，净利润同比降低 26%，每股收益为 0.22 元。就二季度单季而言，收入同比增长 20%，净利润同比增长 13%，每股收益为 0.12 元。

■ 主要观点

实际业绩大幅增长

公司对双龙汽车再度计提 11.8 亿元的减值损失，折合每股 0.18 元。如扣除此项一次性损益，二季度实际每股收益高达 0.25 元，环比增长接近 150%，同比增长超过 100%。扣除后上半年每股收益高达 0.40 元，同比增长 33%。实际上，随着国际汽车市场的回暖，韩国双龙近期情况有所好转，减值损失未来存在部分充回的可能。

合资企业投资收益大幅增长

公司对联营和合资企业的投资收益一季度为 10.1 亿元，二季度为 17.8 亿元，环比增长超过 70%。我们判断这主要源于旗下两大合资企业效益的好转。上半年上海大众推出的新车 LAVIDA，月均销量超过 1.2 万台，上海通用推出新车克鲁兹和新君威，月均销量分别超过 7000 台和 8000 台，超出此前预期，给合资公司贡献较多业绩。

下半年上海大众推出了中高档车斯柯达昊锐，上海通用推出了中高档车新君越 (8 月份销量可能超过 8000 台)，将给合资公司贡献更多业绩。明年上海通用还将推出新一代凯越，作为目前月销量超过 2 万的车型，将推动合资公司业绩再上台阶。

本部经营稳步改善

公司合并报表二季度收入同比增长 20%，毛利率较去年升高 2 个百分点，达到 14%。同时管理费用比率较去年下降 1.8 个百分点，这显示公司本部经营迅速改善。我们判断主要由于上汽通用五菱上半年受益政策销售大幅增长，同时自主品牌荣威 550 销售持续放量 (目前月销量已经达到 6000 辆)。公司对南汽 MG 品牌的整合目前虽然尚未见成效，但我们长期看好其整合研发和制造的双品牌运作策略。(类似于上海大众 Lavida 和一汽大众新宝来、上海大众斯柯达明锐和一汽大众速腾的运作)。预计未来公司本部经营将持续改善。

■ 投资建议

未来 6 个月内，维持评级为“超强大市”

根据以上分析，对公司业绩进行了估算。预计公司 09、10 和 11 年每股收益分别为 0.79 元（扣除双龙计提为 0.98 元）、1.21 元和 1.35 元。按照 8 月 26 日收盘价 18.66 元计算，09、10 和 11 年动态市盈率分别为 24 倍、15 倍和 14 倍，在汽车整车行业中估值处于相对低位。

公司为国内汽车行业龙头，竞争优势突出。旗下合资公司正步入快速增长期，自主品牌整合即将发力，双龙汽车包袱也已完全卸下。同时上海市鼓励先进制造业的背景下，上海市新能源汽车的发展将受到大力推动，公司有望长期受益。维持“超强大市”评级，给予 6 个月目标价 30 元。

表 1 上海汽车季度财务简表（单位：百万元人民币）

指标名称	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2007	2008	09Q1	09Q2
营业总收入	25475	25592	25879	27438	28929	28709	24328	23927	104384	105892	27215	34370
同比增速					13.6%	12.2%	-6.0%	-13%		1.4%	-5.9%	19.7%
归属母公司股东的净利润	1160	1556	1167	752	1241	725	261	-1570	4635	656	627	819
同比增速					7.0%	-53%	-78%	-309%		-85.8%	-50%	13.0%
毛利率	13.1%	15.4%	13.0%	15.3%	11.8%	13.0%	11.9%	11.0%	14.2%	12.0%	12.3%	14.0%
销售费用率	7.0%	8.3%	7.4%	10.0%	6.0%	8.1%	7.3%	5.6%	8.2%	6.8%	6.4%	7.3%
管理费用率	5.4%	4.3%	4.1%	6.6%	5.1%	4.4%	4.3%	6.6%	5.1%	5.1%	3.5%	3.3%
财务费用率	0.5%	1.1%	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	3.6%	0.7%	1.4%	0.6%	0.5%
资产减值比率	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.4%	-0.1%	-0.1%	0.2%	13.6%	0.1%	3.0%	0.7%	2.8%
投资净收益比率	6.9%	6.8%	5.4%	6.2%	6.5%	4.3%	2.5%	3.1%	6.3%	4.2%	4.0%	5.2%
营业外收支比率	-0.1%	0.0%	0.2%	0.9%	0.0%	0.2%	0.8%	1.0%	0.3%	0.5%	0.0%	0.1%
少数股东权益占比	17.1%	11.1%	12.0%	19.4%	12.1%	7.3%	28.8%	54.0%	14.3%	177.2%	30.8%	36.4%
归属上市公司股东净利润比率	4.6%	6.1%	4.5%	2.7%	4.3%	2.5%	1.1%	-6.6%	4.4%	0.6%	2.3%	2.4%
经营活动产生的现金流量净额	2041	2642	-2162	-2145	10240	458	-1798	2770	376	11670	3252	5023
投资活动产生的现金流量净额	-4443	3349	1826	-5603	-183	-3544	-2958	2448	-4870	-4236	-1150	1443
筹资活动产生的现金流量净额	-444	858	2066	4247	-2400	-1365	635	2280	6727	-850	1157	-133
现金及现金等价物的净增加额	-2848	6841	1701	-3575	7526	-4482	-4329	7642	2119	6357	3256	5342

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

表 2 上海汽车盈利简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	104384.25	105892.26	99585.19	114522.97	131701.42
营业总成本	105268.63	111644.04	98965.81	111087.28	126828.46
营业成本	89529.00	93235.19	85894.43	97917.14	111946.20
营业税金及附加	703.92	790.13	1086.90	1145.23	1317.01
销售费用	8591.29	7189.79	6852.02	7673.04	8692.29
管理费用	5374.40	5375.58	3299.54	3779.26	4214.45

财务费用	741.49	1517.19	550.04	572.61	658.51
资产减值损失	96.46	3229.23	1147.62	0.00	0.00
投资净收益	6577.53	4489.37	7373.39	9000.00	10000.00
营业利润	5574.66	-969.77	7988.54	12,435.69	14,872.95
营业外收入	353.64	514.46	71.62	0.00	0.00
营业外支出	77.82	25.04	15.12	0.00	0.00
利润总额	5850.48	-480.35	8045.04	12435.69	14872.95
所得税	442.24	369.71	882.69	1865.35	2230.94
净利润	5408.24	-850.06	7162.35	10570.34	12642.01
归属母公司股东的净利润	4634.68	656.17	5172.49	7927.75	8849.41
每股收益	0.71	0.10	0.79	1.21	1.35

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 6551.03 百万股摊薄计

分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。