

上海汽车（600104）

—新能源概念，股价再次上行的催化剂

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	20.00	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点：

●上海大众销量喜人，双品牌发展势头良好。上海大众继夺得上半年乘用车的销售冠军后，7、8 两月销量保持环比增长，1-8 月份共销售 441501 辆，累计同比增长 32.9%。

●上海通用销售好转，别克品牌表现突出。上海通用 8 月单月销量 62195 辆，同比销量翻番，创下最好单月销售记录。

●自主品牌销量实现突破。2009 年 1-8 月荣威品牌和名爵品牌累计同比增幅分别为 244.54%和 86.55%，荣威 550 表现抢眼。

●上汽通用五菱销售火爆。受益于行业大幅增长，上汽通用五菱 1-8 月共销售 702610 辆，累计同比增长 60.33%。

●合并报表口径销售收入增长 6.85%。2009 年 1-6 月份，公司本部的正常经营利润为 6.84 亿元，大幅扭亏为盈。

●韩国双龙充分计提减值损失，影响中报 EPS0.18 元。现在韩国双龙的账面净值为 200 万元，利空因素已经出尽。

●公司新能源汽车概念。新能源汽车被上海市列入高新技术产业化 9 个聚焦重点领域之一。上汽已明确提出新能源汽车产业化发展目标——2010 年自主品牌混合动力轿车荣威 750 上市，2012 年荣威 550 插电式强混轿车上市，自主品牌纯电动轿车推向市场。确保完成世博会新能源汽车任务。2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日，上海世博会将在浦江两岸举行。凭借上海汽车强大的研发和生产能力，将会出色完成世博会新能源汽车任务。预计，上汽将会提供以下新能源车辆——园区内（零排放）车辆：纯电动（12 米大巴和工作用车）、超级电容（12 米大巴）和燃料电池（12 米大巴、轿车、观光车）；园区外（低排放）车辆：混合动力（12 米大巴、轿车）

●盈利预测与投资评级。预测 09 年—11 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.00 元和 1.13 元，昨日 20.00 元的收盘价，对应 09 年的 PE 估值为 25 倍，不考虑计提双龙的资产减值损失 09 年的 EPS 为 0.98 元，PE 估值为 20.41 倍，维持“推荐”的投资评级。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（亿元）	1,058.92	1,242.00	1,391.00	1,530.00
营业收入增长率	1.74%	17.29%	12.00%	10.00%
净利润（亿元）	6.56	42.90	60.10	68.23
净利润增长率	-85.85%	553.96%	40.09%	13.53%
EPS（元）	0.10	0.80	1.00	1.13
P/E	200	25	20	17.7

2009 年 9 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	20.37/4.85
上证指数/深圳成指	3060.26/12473.61
50 日均成交额(百万元)	363.18
市净率(倍)	3.78
股息率	0.13%

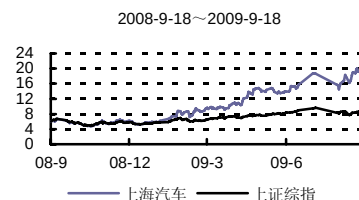
基础数据

流通股(百万股)	3276.00
总股本(百万股)	6551.03
流通市值(百万元)	65519.98
总市值(百万元)	131020.58
每股净资产(元)	5.29
净资产负债率	200.12%

股东信息

大股东名称	上海汽车工业(集团)总公司
持股比例	78.94%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	闻祥
电 话：	021-51097188-1870
电 邮：	
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120）

目 录

第 1 部分 公司概况	3
第 2 部分 公司主要车型销售喜人	3
2.1 上海大众销量喜人，双品牌发展势头良好.....	3
2.2 上海通用销售好转，别克品牌表现突出	4
2.3 自主品牌销量实现突破.....	5
2.4 上汽通用五菱销售火爆.....	6
2.5 上汽其他商用车销售有所下滑	6
第 3 部分 公司盈利情况良好.....	7
3.1 合并报表口径销售收入增长 6.85%	7
3.2 韩国双龙充分计提减值损失，影响 EPS0.18 元.....	7
3.3 毛利率见底回升	7
3.4 合资公司的盈利将在下半年出现明显回升.....	8
3.5 研究开发费用化金额减少，有助盈利回升.....	8
3.6 汽车金融业务直接和间接提升相关子公司的盈利能力.....	8
第 4 部分 新能源—股价再次上行的催化剂.....	9
第 5 部分 盈利预测与投资建议	9
5.1 盈利预测假设	9
5.2 盈利预测与投资评级	10

第 1 部分 公司概况

上海汽车集团股份有限公司经过 2006 年重组，目前我国 A 股市场最大的整车上市公司，截止 2009 年 6 月 30 日，公司总股本为 65.51 亿股，合并总资产为 1157.01 亿元，归属于母公司所有者的权益为 372.55 亿元，公司职工总数超过 6 万人。公司目前的主要业务为汽车整车（乘用车、商用车）、与整车开发紧密相关的零部件（动力传动、底盘、电子电器等）以及汽车金融等业务。公司主要下属企业有乘用车分公司、南京名爵、上海大众、上海通用、上海申沃、上汽通用五菱等整车企业，上汽变速器、联合汽车电子等汽车零部件企业以及上汽财务公司的汽车金融企业。

公司的整车销量、乘用车销量和微型车销量国内第一，2009 年上半年，公司整车销量继续保持领先，实现整车销售 122.56 万辆，同比增长 29.3%，市场占有率进一步提升，为 20.1%，提升 1.6 个百分点。

表 1：公司业务分部情况

整车	乘用车分公司		大众销
	上汽通用五菱	上海通用	上海大众
	商用车技术中心	通用东岳	申沃
	技术中心	通用东岳动力	上汽依维柯
	荣威销售	通用北盛	上汽依维柯红岩
	申联	泛亚	双龙
	彭浦	南维柯	
	上汽英国控股公司	南汽	
零部件	上汽变速器（合并）	汇众	大众变速器
	中联电子	万众	上汽菲亚特动力
	联合电子	大众动力总成	
	联创	上柴	
金融	上汽财务公司	上汽通用金融	
本部	本部		

灰色 合并报表企业 深灰色 不再并表，按成本法核算 白色 按权益法核算的企业

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

第 2 部分 公司主要车型销售喜人

公司上半年共计销售整车 1225568 辆，其中乘用车销售 675127 辆，同比增长 22.4%，乘用车中合资品牌（大众、通用）共销售 634930 辆，同比增长 17.4%，自主品牌（荣威、名爵）共销售 40197 辆，同比增长 274.4%；商用车销售 550441 辆，同比增长 38.9%，主要得益于微车增长 48.6%，销售 492985 辆。

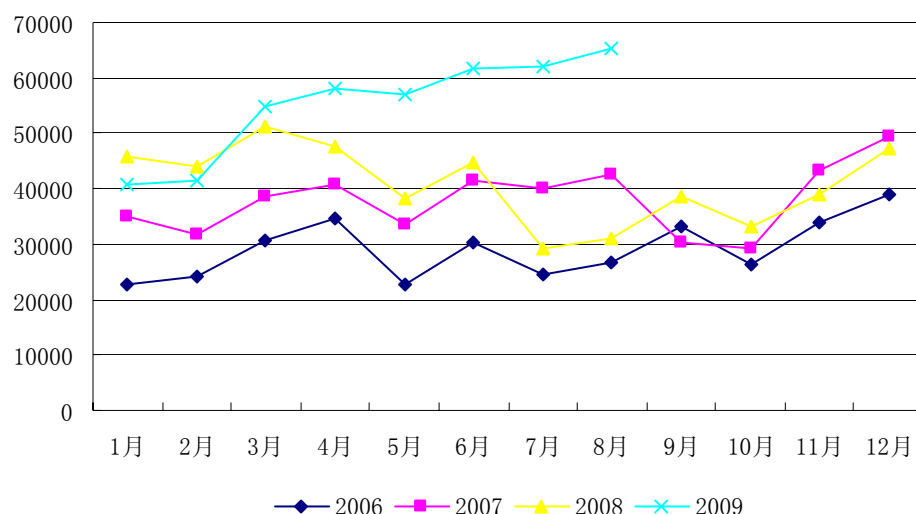
2.1 上海大众销量喜人，双品牌发展势头良好

上海大众继夺得上半年乘用车的销售冠军后，在 7、8 两月国内车市淡季不淡的大背景下，7、8 两月销量保持环比增长，1-8 月份共销售 441501 辆，累计同比增长 32.9%。上海大众双品牌发展势头良好，VW 品牌和 SKODA 品牌全线飘红。其中朗逸 1-8 月份销售 9.2 万辆，是上海大众销量增长的主要净增量，稳居 A 级车市第一阵营的地位。帕萨特品牌销量稳中有升，上市仅四个月的帕萨特新领驭月销量更是逼近万辆。桑塔纳 1-8 月销量为 12.6 万辆，依旧是其细分市场最畅销的车型之一。SKODA 品牌下，明锐作为

高端 A 级车主流车型保持热销，7 月销量达 8522 辆；晶锐以近 3000 辆的月销量进入 A0 车市的主流阵营。六月刚上市的昊锐表现不俗，上市第二个月销量即达 1400 辆以上，订单火爆。从新车型投放看，图欢 SUV 和 A0 级 polo 两厢车两款新车将在明年投放，为上海大众明年增长提供新的动力。

细分市场看，2009 年上半年，A0 级和 A 级车是上海大众增长的主要力量，在上海大众总体增幅为 15.4% 的情况下，A0 级车和 A 级车的增幅分别为 30% 和 36%，而 B 级车销量下降 35%，MPV 销量增长 10%，这种销量结构的变化与小排量政策刺激导致国内车市整体销量结构调整相一致。随着 B 级车市场的整体复苏，帕萨特新领驭和新昊锐的新车效应的逐渐显现，上海大众 B 级车销量增长可期。

图 1：上海大众 2006-2009 年月度销量

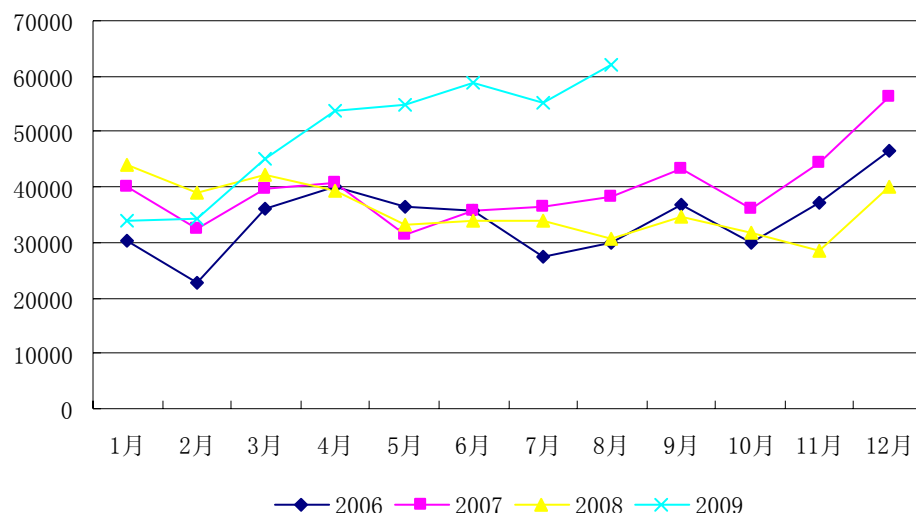


资料来源：中汽协 国元证券研究中心

2.2 上海通用销售好转，别克品牌表现突出

上海通用旗下有四个品牌，别克、雪佛兰、凯迪拉克和萨博，2009 年上半年，四个品牌的销量占比分别为 67.85%、31.08%、1.02% 和 0.05%。上海通用上半年共销售 24.9 万辆，增长 13.9%，其中作为中坚力量的别克品牌销售 195989 辆，增长 25.3%，别克品牌销量大幅增长主要得益于新君威良好的市场表现，新君威推出半年后，从 6 月开始已连续 3 个月销量突破 7000 辆。雪佛兰品牌销量虽然有所下降，科鲁兹 4 月上市首月即实现 3740 辆的销量，5、6、7 月销量稳步攀升，分别为 6834 辆、8624 辆和 8766 辆，在 8 月的上市第五个月，销量直逼万辆（9812 辆），增长势头强劲，下半年雪佛兰市场表现值得期待。受上半年国内车市结构调整的影响上海通用的高端品牌表现依旧黯淡，但由于其上海通用销售占比很小，不影响上海通用销量的良好表现。上海通用 8 月单月销量 62195 辆，同比销量翻番，创下最好单月销售记录。

图 2：上海通用 2006-2009 年月度销量

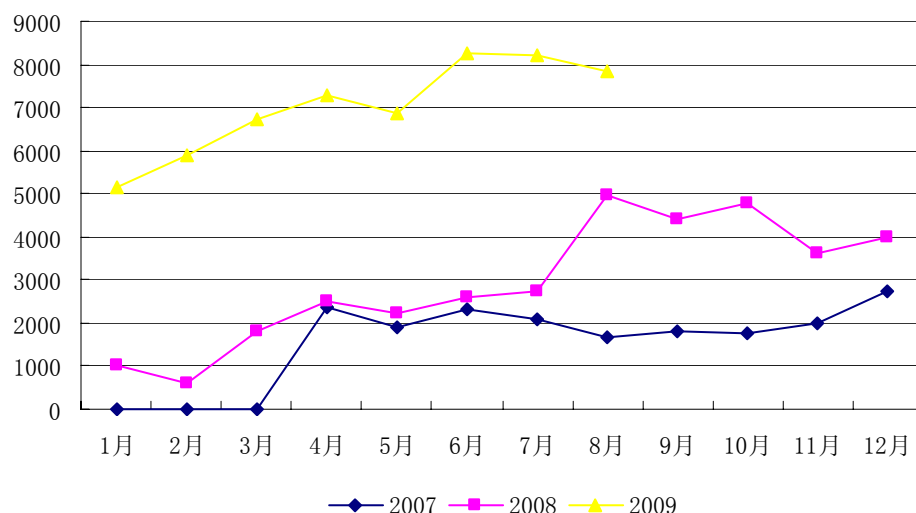


资料来源：中汽协 国元证券研究中心

2.3 自主品牌销量实现突破

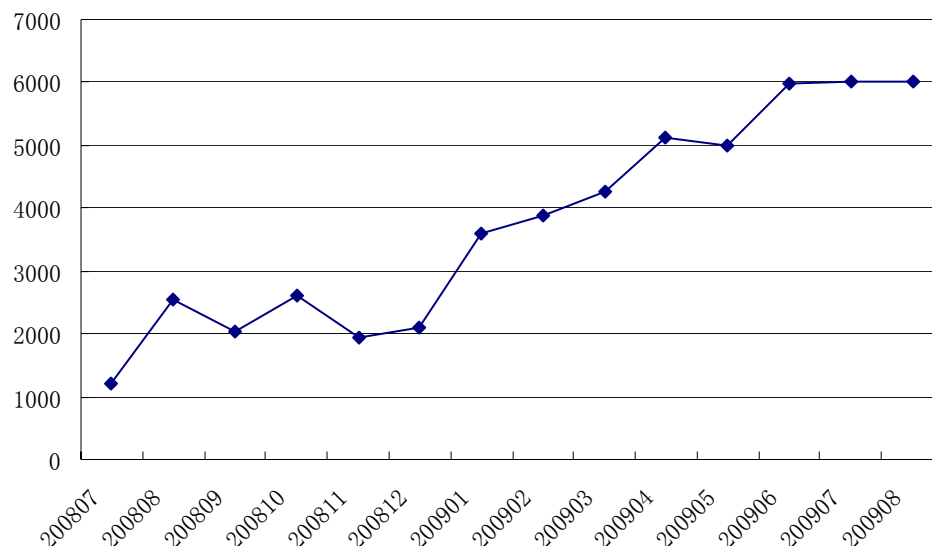
上汽本部的自主品牌轿车荣威和原南汽品牌名爵在 2009 年上半年实现突破。自 2008 年 4 月合并南汽，两个自主品牌的整合工作已取得较大进展，基本实现两个品牌的规划、研发、采购、制造、销售的一体化。2009 年 1-8 月荣威品牌和名爵品牌分别实现销售为 47560 辆和 8652 辆，累计同比增幅分别为 244.54%和 86.55%。荣威 550 表现抢眼，自去年 7 月上市以来，销量逐月攀升，今年 7、8 月份销量已突破 6000 辆，为上汽的自主品牌实现较大突破。估计荣威和名爵的盈亏平衡点均在 4 万辆左右，荣威品牌实现盈利已无悬念。新产品方面，公司计划 2010 年推出荣威 350 和荣威 SUV，基于荣威系列已经树立的良好品牌形象，这两款新车值得期待。

图 3：上汽自主品牌（荣威和名爵）2007-2009 年月度销量



资料来源：中汽协 国元证券研究中心

图 4：荣威 550 上市以来月销量表现

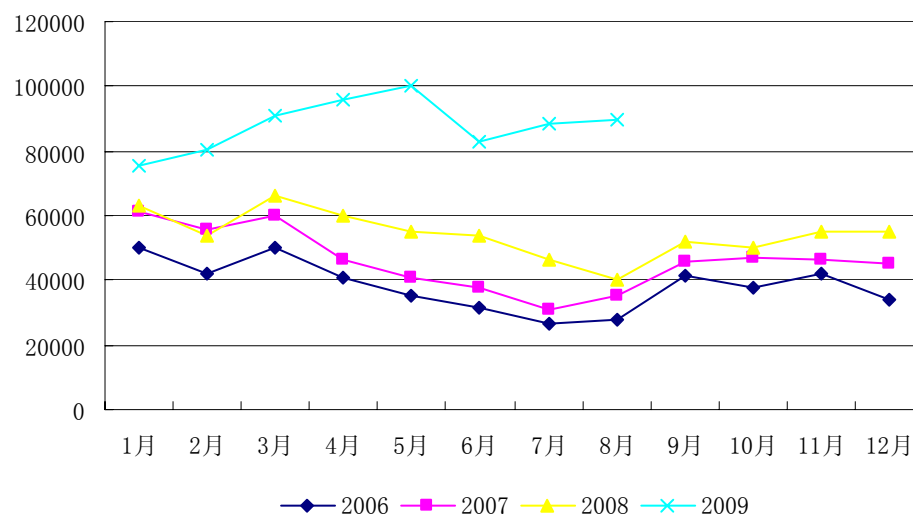


资料来源：中汽协 国元证券研究中心

2.4 上汽通用五菱销售火爆

上半年受 1.6L 及其以下排量乘用车购置税减半政策和“汽车下乡”的政策刺激，微客和微货市场销售火爆。2009 年 1-8 月，国内微客和微货细分行业共销售 123.88 万辆和 34.24 万辆，累计同比增幅分别为 67.31%和 73.78%。受益于行业大幅增长，上汽通用五菱 1-8 月共销售 702610 辆，累计同比增长 60.33%。从销量结构看，五菱之光占比 50%以上，高端车型五菱荣光销量大幅增加，占比为 10%左右，低端车型五菱兴旺、五菱之光销量比重逐渐降低，使上汽通用五菱的销量结构进一步改善。

图 5：上汽通用五菱 2006-2009 年月度销量



资料来源：中汽协 国元证券研究中心

2.5 上汽其他商用车销售有所下滑

除掉上汽通用五菱的微货外，上汽的其他商用车主要是重庆红岩重卡、上海申沃客车、南京依维柯的 IVECO 轻客和跃进轻卡、上海汇众的 Istana 商务车和汇众重卡。从行业情况看，只有微客和微货实现较大幅度的正增长，重卡和大中轻型客车均出现较大幅度

下跌，受行业影响，重庆红岩、上海申沃、汇众重卡和南京 IVEO 在 2009 年上半年出现 12%-59% 的下跌。跃进轻卡受“汽车下乡”政策利好，销量上涨 6.7%。因此，上汽商用车除微车外，其余共计下跌 10.8%。但由于其在商用车销量结构中占比较小，商用车板块仍实现 38.9% 的正增长。

第 3 部分 公司盈利情况良好

3.1 合并报表口径销售收入增长 6.85%

2009 年 1-6 月份，公司实现营业总收入为 615.85 亿元，同比增长 6.85%，营业成本、营业税金及附加及三费支出合计为 609.01 亿元，以此计算公司的正常经营利润为 6.84 亿元，而去年同期，合并报表范围的正常经营利润为 -7.54 亿元，合并报表范围为正常经营收益大幅扭亏为盈，除经营好转这个主要因素外，双龙在今年不再并表，上柴股份今年新增并表也是原因。

报告期内，公司营业收入增长低于销量增长的原因有二：一是公司合并报表范围不再包括双龙汽车；二是合并报表范围内的汽车销量的增长主要来自于上汽通用五菱、大众销售、本部、南汽名爵和汇众销量的增长，其中占比最大、销量增长 49.23% 的上汽通用五菱主要以微车为主，大众销售虽然销量增长 15.44%，但主要得益于 A0 和 A 级车的增长（分别为 30% 和 36%），B 级车销量下滑 35%，本部和南汽虽然销量增幅较大，但绝对数占比很小，因此，合并报表看，整车销售收入的增长远低于合并口径整车销量的增长。

3.2 韩国双龙充分计提减值损失，影响 EPS0.18 元

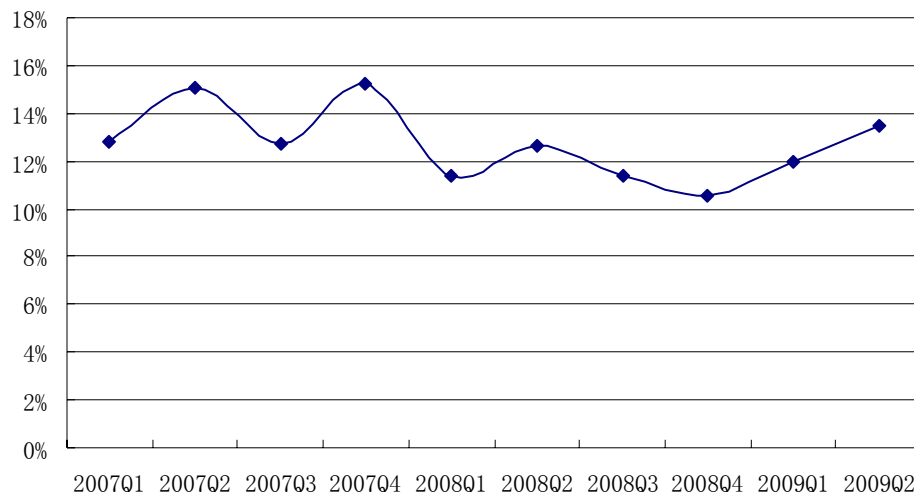
由于公司原控股子公司韩国双龙已计入了破产保护程序，公司在报告期内，提取了 11.82 亿元的资产减值准备，影响 EPS 为 0.18 元。2008 年，公司已计提韩国双龙的减值损失为 31.26 亿元，现在韩国双龙的账面净值为 200 万元，利空因素已经出尽，公司的经营业绩不会再受双龙拖累。

韩国双龙在去年提取 30 亿元的资产减值损失后，核算方法已由合并报表调整为成本法核算的长期股权投资；另外，公司今年上半年证券投资收益为 0.56 亿元，同比下降 87.5%。剔除以上两因素，公司主营业务利润同口径相比增长 57%，盈利能力不断增强。

3.3 毛利率见底回升

随着公司销售规模的扩大和钢铁等原材料价格的下降，公司单季度毛利率在 2008 年四季度达到最低点（10.59%）后逐季回升，2009 年一季度和二季度的单季度毛利率分别为 11.98% 和 13.51%。下半年随着 B 级车的回暖，毛利率还有小幅上升的空间。

图 6：合并报表口径 2007Q1-2009Q2 单季度毛利率



资料来源: WIND 国元证券研究中心

3.4 合资公司的盈利将在下半年出现明显回升

公司的投资收益依然是营业利润的主要来源。2009 年上半年公司的投资收益为 28.73 亿元, 上年同期为 31.25 亿元, 其中交易性金融资产收益和可供出售金融资产收益为 7824.69 万元, 而上年同期这一数字为 5.76 亿元, 投资收益的下降主要是交易性金融资产和可供出售金融资产收益的下降。投资收益中, 对联营企业和合营企业整车板块(主要是上海大众和上海通用)的投资收益 2009 年中报和 2008 年中报披露的数字分别为 23.76 亿元和 22.50 亿元。今年上半年刊, 大众和通用的投资收益增长并不大, 主要是因为上半年两合资公司对新车费用计提较为充分和销售结构调整有关。下半年, 随着 B 级车市场的回暖, 费用计提的逐步下降, 合资公司的盈利将在下半年出现明显回升。

3.5 研究开发费用化金额减少, 有助盈利回升

2009 年中报披露, 研究支出为 9740.1 万元, 开发支出为 8.29 亿元, 其中开发支出费用化金额为 3.23 亿元, 即合计计入当期损益为 4.21 亿元, 当期管理费用合计为 20.84 亿元。

而上年同期, 研究支出为 4.90 亿元, 开发支出为 8.85 亿元, 其中开发支出费用化金额为 3.56 亿元, 合计计入当期损益为 8.46 亿元, 当期管理费用合计为 27.52 亿元。

由此可见, 研究开发费用化金额的减少很大程度上有助于管理费用的减少, 进而有助于盈利回升。2009 年下半年, 研究开发支出仍有 8 个亿以上, 预计有 5 亿左右进入当期损益。2010 年后, 随着新能源汽车研发的进行, 研究开发费用化金额将维持在 2009 年水平。

3.6 汽车金融业务直接和间接提升相关子公司的盈利能力

上汽的汽车金融业务主要是由上汽财务公司和上汽通用金融来运营, 前者进入合并报表, 后者则归入对联营企业和合营企业的投资收益。

2009 年中报中, 金融业务(上汽财务公司)的营业收入和营业成本分别为 3.20 亿和 1.35 亿元, 同比分别增长 34.56%和-18.33%, 因此虽然上汽财务公司的正常经营业务稳定增长, 但证券投资收益明显下降, 财务公司总体贡献利润下降。

上汽通用金融公司为我国第一家汽车金融公司, 其主要营运业务是为经销商提供车辆采购贷款、展厅建设贷款和营运设备贷款等批发信贷业务和为最终用户(个人和单位消费者)提供汽车消费贷款等零售信贷业务。上汽通用金融公司不仅有助于满足上海通用经

销商的现金流需求 2，帮助其提高整车销量，来实现经销商和厂家的共赢，更能直接通过零售信贷业务帮助消费者购买上海通用的产品，实现消费者和厂家的共赢。因此，这两方面都有助于提高上海通用的盈利能力。2009 年中报披露的对金融板块的联营企业和合营企业的投资收益为 4462 万元，比 2008 年中期下降 20.3%，预计全年上汽通用金融可贡献投资收益 1 亿元左右。

第 4 部分 新能源—股价再次上行的催化剂

公司的新能源汽车方面硕果累累。2008 年 7 月，上海通用君越 ECO-Hybrid 混合动力轿车上市销售；北京奥运期间，上海大众领驭燃料电池车队成功实现示范运行；在 2008 年北京车展和 2009 年上海车展上，公司已展出了具有完全自主知识产权的插电式燃料电池轿车；公司已研发出达到欧 III 标准的二甲醚城市公交客车；公司研发的纯电动超级电容电车已在上海公交 11 路上实现商业运行。可以看出公司已在混合动力、燃料电池以及代用燃料和纯电动汽车方面先行一步。

新能源汽车被上海市列入高新技术产业化 9 个聚焦重点领域之一。2009 年 6 月 1 日，上海市召开推进高新技术产业化工作会议，新能源汽车被列入高新技术产业化 9 个重点领域之一。明确将新能源汽车的主攻方向定为油电混合动力汽车和高性能纯电动汽车，以“电池+电机+电控”等关键零部件为突破口，加快形成国内领先、具有国际竞争能力的自主产业体系和产业集群，并且提出纵横结合，加强产业链建设，加大政策支持力度。同时支持燃料电池汽车降低成本、提高性能。

新能源汽车自主研发正在进行。2009 年 1 月公司与上汽集团共同投资 20 亿元，成立上海捷能汽车技术有限公司，自主开发能够逐步替代传统内燃机驱动技术的油电混合和纯电驱动核心产品技术。上汽已明确提出新能源汽车产业化发展目标——2010 年自主品牌混合动力轿车荣威 750 上市，2012 年荣威 550 插电式强混轿车上市，自主品牌纯电动轿车推向市场。

确保完成世博会新能源汽车任务。2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日，上海世博会将在浦江两岸举行。凭借上海汽车强大的研发和生产能力，将会出色完成世博会新能源汽车任务。预计，上汽将会提供以下新能源车辆——园区内（零排放）车辆：纯电动（12 米大巴和工作用车）、超级电容（12 米大巴）和燃料电池（12 米大巴、轿车、观光车）；园区外（低排放）车辆：混合动力（12 米大巴、轿车）

第 5 部分 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设

假设一：上海大众和上海通用的 2009 年全年的销量分别达到 70 万辆和 65 万辆。随着 B 级车市场的回暖所带来的销量结构的改善，盈利能力将明显提升。

假设二：自主品牌实现突破，荣威 550 全年实现销售 6.3 万辆，荣威 750 实现销售突破万辆，制造阶段实现盈利已无悬念。而研发费用的大幅降低，本部亏损下降。

假设三：上汽通用五菱的微车业务伴随着五菱荣光的占比的提高，盈利能力将增强。

假设四：由于证券投资收益的下降，上汽财务公司贡献的盈利将明显下降

5.2 盈利预测与投资评级

预测 09 年—11 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.00 元和 1.13 元，昨日 20.00 元的收盘价，对应 09 年的 PE 估值为 25 倍，不考虑计提双龙的资产减值损失 09 年的 EPS 为 0.98 元，PE 估值为 20.41 倍，维持“推荐”的投资评级。

表 2：盈利预测表（亿元）

万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,058.92	1,242.00	1,391.00	1,530.00
减：营业成本	932.35	1,083.02	1,215.73	1,337.22
营业税金及附加	7.90	13.66	13.91	15.30
销售费用	71.90	86.69	98.76	107.10
管理费用	53.76	42.48	46.60	49.73
财务费用	15.17	7.08	9.04	10.71
资产减值损失	32.29	11.48		
加：投资收益	44.89	60.00	66.00	72.50
营业利润	-9.70	57.59	72.95	82.45
加：营业外收入	5.14	1.20		
减：营业外支出	0.25	0.30		
利润总额	-4.80	58.64	72.95	82.45
减：所得税费用	3.70	6.22	7.30	8.24
归属于母公司股东 的净利润	6.56	42.90	60.10	68.23
EPS	0.10	0.80	1.00	1.13

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn