

分析师： 邵稳重 (8621)68751760 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010031

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 hnzhangle@139.com

半年业绩靓丽，龙头本色尽显

事件描述

上海汽车公布业绩预增公告，预计公司 2010 年半年度归属于上市公司股东的净利润同比净增长 300%以上，2009 年半年度 EPS 为 0.221 元，除权后对应 10 半年 EPS 为 0.68 元以上。

事件评论

第一，半年业绩靓丽

公司半年业绩在已公布预增比例的乘用车企业中排名第二，在去年较稳定基数上实现利润超预期大幅增长，含金量极高。

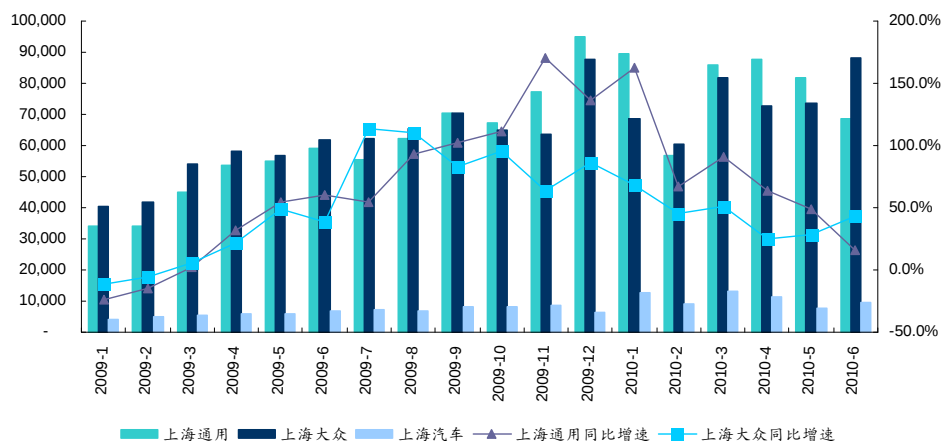
表 1：中报主要乘用车企业预增幅度

代码	公司简称	09HA	预增幅度	10HE EPS(元)
000927	一汽夏利	0.0324	420%-470%	0.17-0.18
000625	长安汽车	0.2300	152.17%-160.87%	0.58-0.6
000800	一汽轿车	0.3300	100%-150%	0.66-0.825
600104	上海汽车	0.2210	300%以上	0.68 以上
000572	海马股份	(0.1100)	254%-282%	0.17-0.2

资料来源：公司公告，长江证券研究部

上半年公司整车销量为 1,775,786 辆，同比增长 44.89%；同期乘用车行业累计销售 6,720,802 辆，同比增长 48.6%；公司增长与行业基本同速。其中上海大众共销售 450,679 辆，同比增长 43.52%；上海通用共销售 480,005 辆，同比增长 66.18%；自主品牌乘用车共销售 80,170 辆，同比增长 99.44%；上海通用五菱共销售 681,198 辆，同比增长 29.74%；南京依维柯共销售 60,446 辆，同比增长 40.35%。

图 1：上海汽车主要品牌销量及增长上半年维持高位



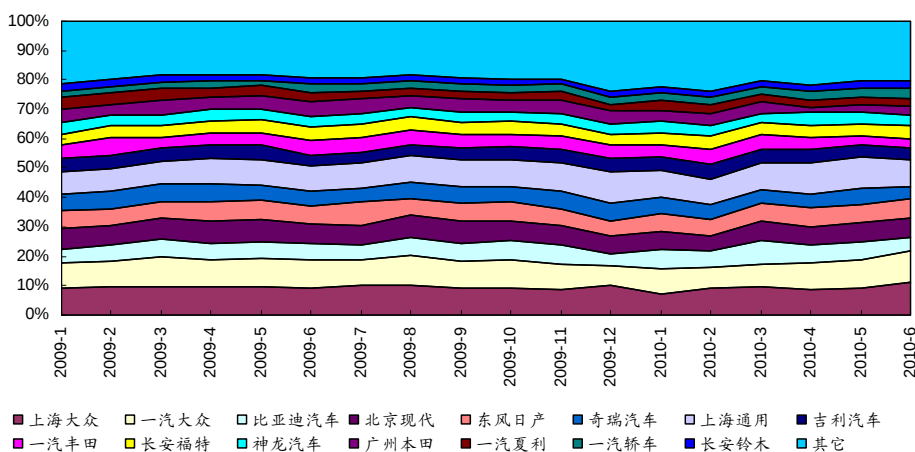
资料来源：中国汽车工业产销快讯，长江证券研究部

第二，龙头本色尽显

我们认为，上半年乘用车市场结构性的变化表现主要由于：第一，购置税优惠政策的边际效应继续递减，受益弹性最大的小排量汽车以三四线城市、城乡结合部和农村为主要市场，在首次购车需求被部分透支后必然经历该细分市场占总销量份额的下降和高速增长有明显回落；第二，首次购车需求透支的情况导致更新需求占比上升，高端家用市场驱动的SUV、MPV及中高档轿车增长迅速及份额提升是最好的说明；第三，股市低迷造成财富效应减弱，购车群体的可支配收入收到影响；第四，对楼市低迷的降价预期带来购楼期望，观望情绪造成对汽车消费的挤出效应明显。

公司是上半年市场表现最好的乘用车企业。短期来看，其销量结构适配当前市场结构上行变化，上海通用市场份额稳定，而上海大众更是有4%左右的份额提升，市场地位进一步巩固。

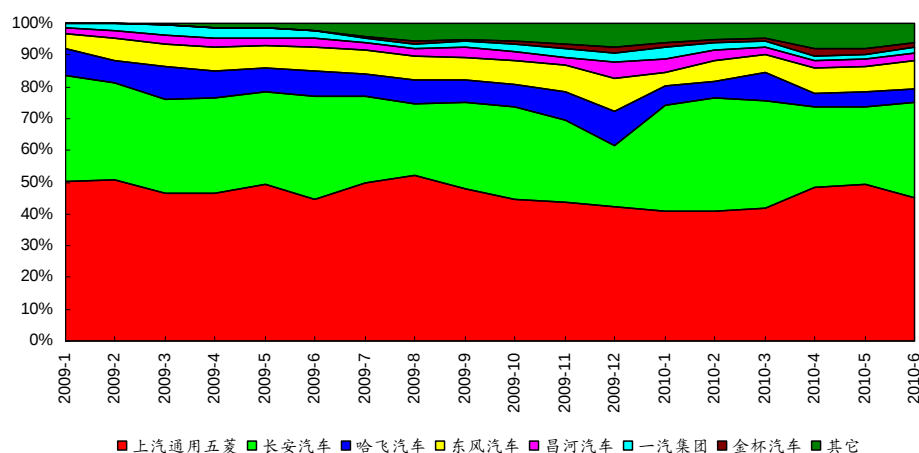
图2：消费结构上行的轿车市场中上海大众与上海通用市场份额小幅提升



资料来源：中国汽车工业产销快讯，长江证券研究部

对于今年以来同比增速回落较为快速的微客市场来说，从市场份额上看，行业增速下行周期龙头企业的领先优势将进一步得到市场认可，今年来市场集中度逐步提高。上海通用五菱6月份份额占比45.1%，较年初上升了4.2%。

图 3: 景气度下滑的微客市场中上汽通用五菱市场份额显著提升



资料来源: 中国汽车工业产销快讯, 长江证券研究部

公司今年的销量目标规划合理、产能释放稳健, 其中上汽通用五菱销量目标 115 万辆, 同比增长 8%, 上海大众销量目标 82 万辆, 同比增长 12.6%, 上海通用销量目标 85 万辆, 同比增长 20.1%。经销商销售压力和厂家生产压力双双较小的情况下, 公司产品价格下探压力较小, 下半年市场表现可能继续保持稳定。

表 2: 各品牌典型地区 4S 店库存情况不完全统计

品牌	地区	4S 店	库存销售比
上海通用	北京	联通昊普 (别克)	0.5 - 0.6
	广州	一雪佛兰 4S 店	1.7
上海大众	北京	页川店	0.5
	广州	广物店	0.5
一汽大众	北京	亚之杰伯乐店	0.6 - 0.7
广汽本田	广州	喜龙店	N/A
长安马自达	广州	黄石路店	0.5
东风日产	北京	中汽雷日、南方首汽	0.5 - 0.7
长安铃木	北京	北方新兴长安铃木马甸 4S 店	1
奇瑞	四川	平均	1.6-1.8
	北京	诚信达	1.1
吉利	天津	聚利宝	大于 2
	成都	吉利汽车超市	N/A
比亚迪	北京	某 A2 网络经销商	1.5
	长沙	金旋风	1

资料来源: 长江证券研究部

第三, 维持对公司的“谨慎推荐”评级

预计公司 10 年 11 年 EPS 分别为 1.16 元和 1.40 元, 当前股价 14.24 元, 对应 PE 分别为 12.2 倍和 10.2 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

投资风险主要存在于乘用车行业系统性风险, 下半年竞争加剧带来的盈利损失, 自主品牌发展低于预期等。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	139636	181526	232354	297413	货币资金	30500	45828	65837	91193
营业成本	121228	157928	202148	258749	交易性金融资产	77	77	77	77
毛利	18408	23598	30206	38664	应收账款	4551	5917	7573	9694
% 营业收入	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%	存货	8314	10831	13864	17746
营业税金及附加	1465	1905	2438	3121	预付账款	4681	6099	7806	9992
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	7383	7927	10147	12988
销售费用	9789	9802	12547	16060	流动资产合计	74492	100593	135199	179239
% 营业收入	7.0%	5.4%	5.4%	5.4%	可供出售金融资产	10451	10451	10451	10451
管理费用	4750	5809	7435	9517	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	25425	25425	25425	25425
财务费用	579	579	579	579	投资性房地产	1290	1290	1290	1290
% 营业收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产合计	18129	16518	14883	13325
资产减值损失	1426	66	80	102	无形资产	2946	2799	2659	2526
公允价值变动收益	30	0	0	0	商誉	7	7	7	7
投资收益	8344	4500	4800	5000	递延所得税资产	1428	4	5	6
营业利润	8773	9938	11927	14284	其他非流动资产	3990	3990	3990	3990
% 营业收入	6.3%	5.5%	5.1%	4.8%	资产总计	138158	161076	193908	236258
营业外收支	166	0	0	0	短期贷款	2734	0	0	0
利润总额	8597	9938	11927	14284	应付款项	24766	32265	41299	52863
% 营业收入	6.2%	5.5%	5.1%	4.8%	预收账款	7765	10095	12921	16539
所得税费用	489	565	679	813	应付职工薪酬	1186	1545	1977	2531
净利润	8108	9372	11248	13471	应交税费	1228	1552	1958	2471
归属于母公司所有者的净利润	6591.9	7619.7	9144.8	10952.4	其他流动负债	42078	53774	68831	88104
少数股东损益	1516	1752	2103	2519	流动负债合计	79757	99230	126987	162508
EPS (元/股)	1.01	1.16	1.40	1.67	长期借款	1663	1663	1663	1663
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	285	0	0	0
经营活动现金流净额	21572	21999	24684	30852	其他非流动负债	9689	9689	9689	9689
取得投资收益	3609	0	0	0	负债合计	91394	110582	138338	173860
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	42462	48939	56712	66022
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-3657	-2215	-2724	-3274	股东权益	4302	6054	8157	10676
其他	-8628	0	0	0	负债及股东权益	46764	54993	64870	76698
投资活动现金流净额	-12285	-2215	-2724	-3274	基本指标	138158	165576	203208	250558
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.006	1.163	1.396	1.672
股权融资	2	0	0	0	BVPS	6.48	7.47	8.66	10.08
银行贷款增加(减少)	-2270	-2734	0	0	PE	14.15	12.24	10.20	8.52
筹资成本	1295	-1722	-1950	-2222	PEG	0.77	0.66	0.55	0.46
其他	-3181	0	0	0	PB	2.20	1.91	1.64	1.41
筹资活动现金流净额	-4154	-4456	-1950	-2222	EV/EBITDA	5.91	3.39	1.71	0.19
现金净流量	5134	15328	20010	25356	ROE	15.5%	15.6%	16.1%	16.6%

分析师介绍

邵稳重，长江证券行业分析师。

谭焜元，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。