

徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

合资公司销量表现突出

——上海汽车（600104）2010年中报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2010年8月26日

报告关键要素:

上海汽车是乘用车领域的领头羊。在政策刺激以及新车型不断推出的作用下，旗下合资企业销量表现突出，预计这一趋势将在下半年销售旺季中延续。

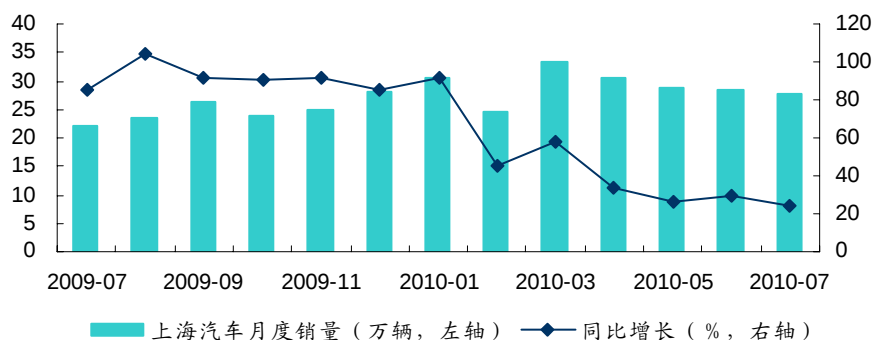
事件:

- **上海汽车公布2010年中报。**上半年公司实现营业收入1476.18 亿元，同比增长139.70%；实现归属于上市公司股东的净利润58.71亿元，同比增长306.03%；摊薄EPS为0.70元。业绩符合我们预期。

点评:

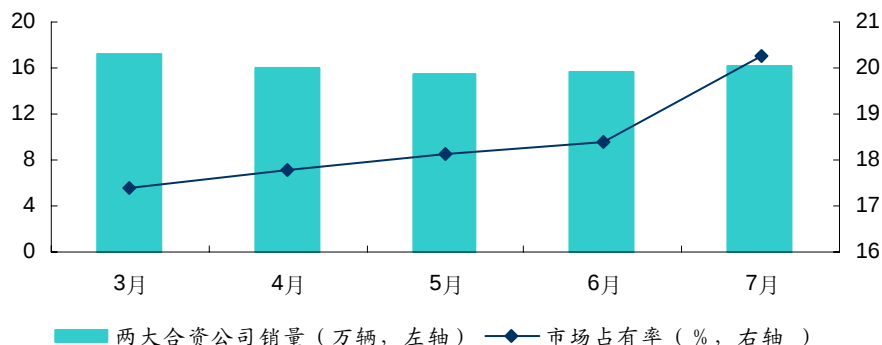
- **合资公司销量表现突出。**上半年集团旗下共销售汽车176.53万辆，同比增长44.9%，增速与行业基本相当，继续保持领先地位。受益于节能产品补贴政策和购置税优惠政策以及不断推出的新车型，旗下上海通用、上海大众销量表现突出，显著好于狭义乘用车行业整体，市场占有率持续提升，竞争优势明显。预计这种趋势还将延续。

图1: 近一年来公司月度销量



资料来源: 中原证券, CAAM

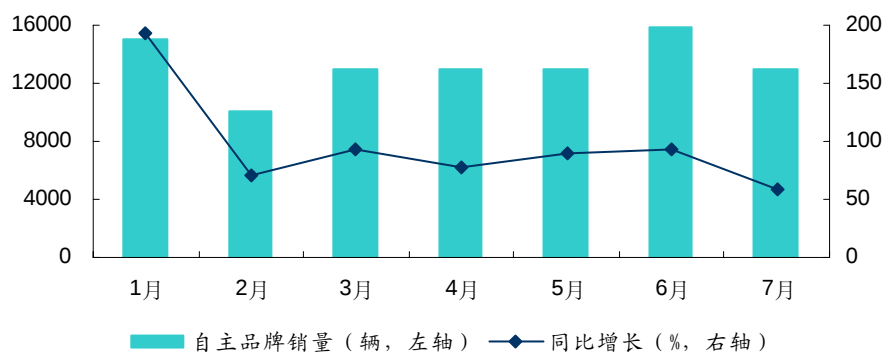
图2: 3月份以来两大合资公司销量与狭义乘用车行业市场占有率



资料来源: 中原证券, 公司资料

- **自主品牌轿车业务仍需投入。**在荣威550表现良好的基础上，今年公司新推出了荣威350和MG6。上半年自主品牌轿车销量达到9.30万辆，同比增长99%，销量再上一个台阶。前期公司公告计划实施非公开增发，用于投资自主品牌轿车项目等，这将进一步促进此项业务的发展。

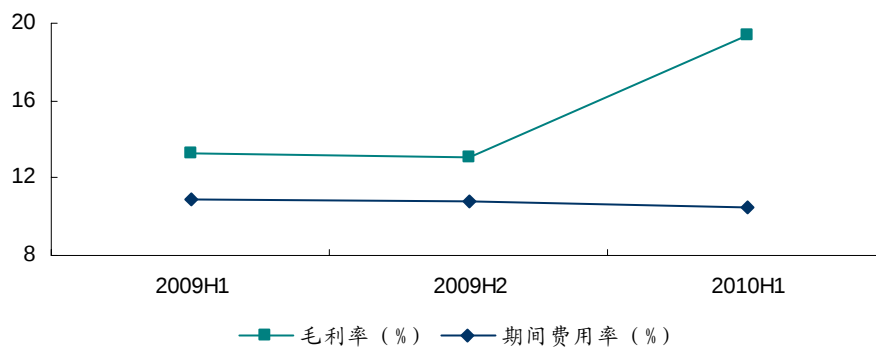
图3：自主品牌轿车销量



资料来源：中原证券，公司资料

- **合并上海通用汽车改变报表结构。**由于持股比例提升到51%，从2010年2月开始，上海通用汽车进入上市公司合并报表。这导致财务报表结构有较大变化。从收入规模来看，上海通用汽车贡献营业收入517亿元，占合并报表营业收入的35%，若剔除合并报表范围变动因素，营业总收入比去年同期增长55.82%。由于上海通用汽车盈利能力出色，使得新合并报表毛利率有较大提升，达到19.37%。另外，期间费用率合并前后相比没有大的变化。

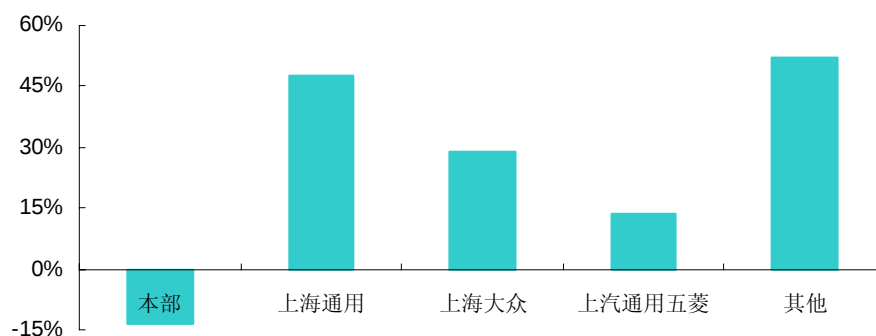
图4：毛利率与期间费用率



资料来源：中原证券，公司资料

- **合资公司仍是盈利主要来源。**自主品牌轿车业务仍处于投入期，对公司净利润有一定拖累。目前公司业绩主要来源于合资公司上海通用和上海大众，估计两公司贡献净利润占比超过75%。上汽通用五菱虽然销量领先，但单车利润率较低，对公司净利润贡献度约为13%。总体来看，上述三个合资企业对公司净利润的贡献度超过90%。一旦自主品牌轿车业务进入盈利期，公司利润结构将产生较大变化。

图5：公司净利润结构



资料来源：中原证券，公司资料

- **维持公司“增持”评级。**我们继续看好公司的优势地位，旗下车型在下半年销售旺季中将有良好表现。预计公司2010-2011年每股收益分别为1.25元和1.34元，对应动态市盈率分别为12.52倍和11.67倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**（1）销量达不到预期；（2）原材料价格大幅上升。

盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	1054.06	1388.75	2635.99	2889.59
增长比率 (%)	1.27	31.75	88.78	9.62
净利润 (亿元)	6.56	65.92	81.65	87.61
增长比率 (%)	-85.85	904.88	23.86	7.30
每股收益 (元)	0.08	0.77	1.25	1.34
市盈率 (倍)	202.73	20.17	12.52	11.67

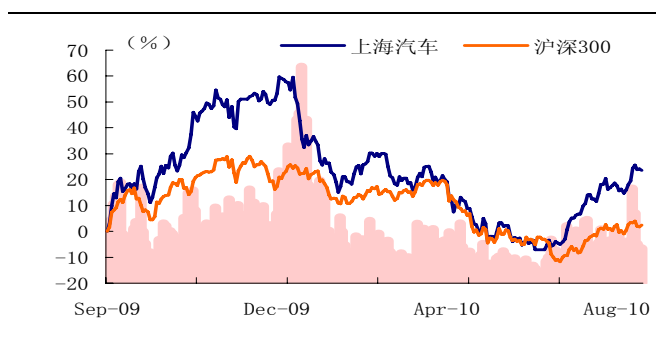
市场数据 (2010年08月25日)

收盘价 (元)	15.61
一年内最高/最低 (元)	27.23/11.82
沪深300 指数	2843.02
市净率 (倍)	2.77
流通市值 (亿元)	665.59

基础数据 (2010年6月30日)

每股净资产 (元)	5.64
每股经营现金流 (元)	0.50
毛利率 (%)	19.07
净资产收益率 (%)	12.23
资产负债率 (%)	61.28
总股本/流通股 (万股)	852,144/524,641
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。