

[Table KeyInfo]

中国乘用车市场的顶级航母

报告要点

■ 市场表现:

公司在乘用车市场龙头地位彰显。公司旗下定位中高端的上海大众和上海通用以及自主品牌均有不少车型布局在中高排量、中高价位市场。受益于该类车型销量的稳定走强,公司上半年不仅在销售数据、更在产品结构上表现优秀。同时,在以价格划分的各个细分市场,公司也均有主力车型,新赛欧、朗逸、科鲁兹、新君越、新君威、新领驭、GL8、途观等均在各自市场展现出强大的销售能力。

■ 发展模式:

公司合资品牌健康发展,自主品牌有望扭亏。上海通用自08年末开始对老车型进行更新换代来,新车型销量一路走强,大面积收复了08年的失地。上海大众坚持对每款新车都进行本地化改进,使得其车型往往更贴近国内市场,本土化这一可复制的成功模式令我们看好其未来前景。上汽通用五菱虽受市场影响,增速回落,但销量仍居高位,在下半年季节因素和政策因素影响下全年销量仍将保持增长。自主品牌的中华元素已取代原有英伦风格,真正适合国内市场,其销量也一路走强,扭亏为盈已值得期待。

■ 未来走向:

公司在短期、中期、长期均有新看点,分别是短期看:生产线调整,途观有望再攀高峰;中期看:合理扩产,解决产能瓶颈;宝骏出世带来均衡发展;长期看:自主品牌内修外炼实现全面布局;国际市场一向印度进军

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	139636	184319	235929	301989
增长率(%)	32%	32%	28%	28%
归属母公司所有者净利润(百万)	6591.9	8352.4	9923.1	11693.9
元)				
增长率(%)	905%	27%	19%	18%
每股收益(元)	1.006	1.275	1.515	1.785
净资产收益率(%)	15.5%	16.9%	17.1%	17.2%
每股经营现金流(元)	3.29	2.66	3.03	3.74

[Table BaseInfo]

可选消费行业评级

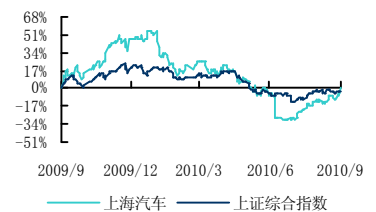
17.50

看好

公司基本数据 2010.9.2

总股本(万股)	852144
流通 A 股/B 股(万)	852144/0
资产负债率	66.15%
每股净资产(元)	5.49
市盈率(当前)	22.62
市净率(当前)	3.19
12 个月内最高/最低	27.23/11.82

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

一汽轿车	09A	10E	11E
PE	18.34	13.00	10.11
PB	3.86	3.12	2.47
EV/EBITD	11.69	6.99	4.92

PE
PB
EV/EBITD

相关研究

《上海汽车中期业绩交流会纪要》
 2010/8/27
 《龙头地位渐显, 半年销量、业绩双丰收》
 2010/8/26
 《上海汽车调研纪要》2010/8/13

分析师:

刘元瑞
 (8621)68751767
 liuyr@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490209080266
 联系人:
 谭焜元/张乐
 (8621) 68751760
 tanky@cjsc.com.cn

正文目录

市场表现：乘用车市场龙头地位彰显.....	5
布局中高排量 10 万以上价位，受益市场销量结构.....	5
产品线愈趋完善，各细分市场均有实力车型.....	7
发展模式——合资健康发展，自主有望扭亏.....	12
上海通用：产品更新换代，带来持续增长.....	12
上海大众：本土化成效斐然，朗逸、新领驭成最大增长点.....	14
上汽通用五菱：09 年风光无限，10 年回归理性.....	16
荣威名爵：中华元素淡化英伦 DNA，源于罗孚，亦将高于罗孚.....	17
未来走向——短期、中期、长期均有新看点.....	20
短期看：生产线调整，途观有望再攀高峰.....	20
中期看：合理扩产，解决产能瓶颈.....	21
中期看：宝骏出世带来均衡发展.....	22
长期看：自主品牌内修外炼实现全面布局.....	22
长期看：国际市场一向印度进军.....	23
盈利预测与风险分析.....	24

图表目录

图 1: 09 年国内乘用车销量前十企业.....	5
图 2: 小排量车市场份额被紧凑型车蚕食.....	6
图 3: 高价位乘用车同比增速高于低价位车.....	6
图 4: 公司车型多布局于中、高级车市场.....	6
图 5: 轿车市场销量排名, 四款主力出自上汽.....	7
图 6: 5-7 万元紧凑型车比较.....	7
图 7: 5-7 万元紧凑型 10 年上半年销量排名.....	8
图 8: 7-12 万元紧凑型车比较.....	8
图 9: 7-12 万车型 10 年上半年销量排名.....	8
图 10: 12-18 万元中级轿车比较.....	9
图 11: 12-18 万元中级轿车 10 年上半年销量比较.....	9
图 12: 18-30 万元中高级轿车比较.....	10
图 13: 18-30 万元中级轿车 10 年上半年销量比较.....	10
图 14: 30 万元以上车型对比.....	10
图 15: 30 万元以上车型销量排名.....	10
图 16: MPV 市场车型对比.....	11
图 17: MPV 市场车型销量排名.....	11
图 18: GL8 市场份额略有下降.....	11
图 19: SUV 市场车型比较.....	12
图 20: SUV 市场车型销量比较.....	12
图 21: 上海通用品牌车型发展变化.....	13
图 22: 更新换代车型销量已占公司销量 65%.....	13
图 23: 上海通用同比增速自换代后明显由于市场增速.....	13
图 24: 君威换代带来市场份额上升.....	13
图 25: 君越换代销量稳步增长.....	13
图 22: 新车型呈逆市上扬态势.....	14
图 27: 新领驭与迈腾销量比较.....	15
图 28: 新领驭与迈腾同比增速比较.....	15
图 29: 朗逸、新宝来、速腾销量比较.....	15
图 30: 朗逸、新宝来、速腾同比增速比较.....	15
图 31: 交叉乘用车同比增速回归行业平均水平.....	16
图 32: 各企业微车增速下降, 上半年销量仍有看点.....	16
图 33: 交叉乘用车季节因素——四季度有回升.....	17
图 34: 上汽自主品牌发展历程.....	18
图 35: 荣威 550 市场份额持续上扬.....	19
图 36: 荣威 550 与合资品牌主力车型相抗衡.....	19
图 37: 荣威位居 09 年国内自主品牌 CSI 榜首.....	19
图 38: 荣威在 09 年国内品牌 CSI 排名中高居第四.....	19
图 39: 四大核心竞争力将带来销量、业绩提升.....	20
图 40: 途观上市后销量增长势头强劲.....	20

图 41: 上半年共线生产车型中途观占比仍较小	20
图 42: 途观生产线调整情况	21
图 42: 公司旗下各企业均有不同程度扩产计划 (统一为 16 小时 250 天)	22
图 43: 国内自主品牌区间分布与公司的自主品牌自上而下、横向发展路线	23
图 44: 印度分细分市场销量占亚洲 10 国市场份额	24
图 45: 印度分细分市场销量和同比增速	24
图 46: 1.0L 以下车型销量排名	24
图 47: 1.0 - 1.3L 车型销量排名	24
表 1: 乘用车整车业务	5
表 2: 南北大众车型比较	14
表 3: 自主品牌三种模式对比	17
表 4: 荣威系列车型比较	18
表 5: 公司目前产能及规划情况 (万辆)	21
公司财务报表及指标预测	25

市场表现：乘用车市场龙头地位彰显

公司在乘用车市场长期占据行业龙头地位，旗下有合资企业上海通用，代表品牌为别克、雪佛兰、凯迪拉克；上海大众，生产品牌分为大众和斯柯达两大系列；上汽通用五菱，主要生产交叉型乘用车，代表品牌是五菱之光。南汽和本部乘用车分公司则主要生产荣威和名爵这两个自主品牌。

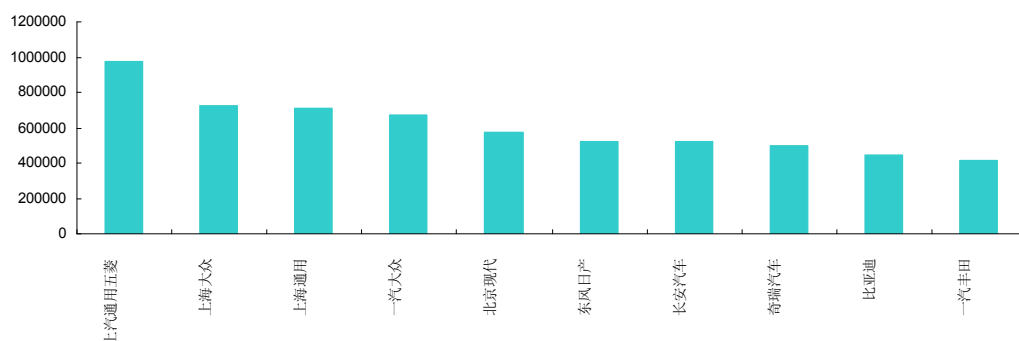
表 1：乘用车整车业务

企业	细分市场	车型
上海通用	轿车	凯迪拉克，凯越，乐骋，乐风，景程，林荫大道，新君威，雪佛兰科鲁兹，新君越，新赛欧，英朗
	MPV/SUV	别克 GL8（MPV）
上海大众	轿车	桑塔纳，POLO，帕萨特领驭，明锐，CROSS POLO，朗逸，晶锐，昊锐
	MPV/SUV	途安 MPV，途观
上汽股份	轿车	荣威 550，荣威 750，MG6，MG550，MG750
通用五菱	轿车	乐驰
	交叉乘用车	五菱之光，鸿途，荣光，兴旺，小旋风
南汽集团	轿车	MG7，MG TF，MG 3SW，荣威 350

资料来源：CAAM，长江证券研究部

上海通用、上海大众长期占据国内乘用车市场销量前三。上汽通用五菱在交叉乘用车领域更是连续多年占据市场份额第一的位置。2009 年，上汽通用五菱以 97.68 万的销量雄踞乘用车市场榜首，第二、第三分别是上海大众和上海通用，销量分别为 72.82 万和 70.83 万。

图 1：09 年国内乘用车销量前十企业



资料来源：CAAM，长江证券研究部

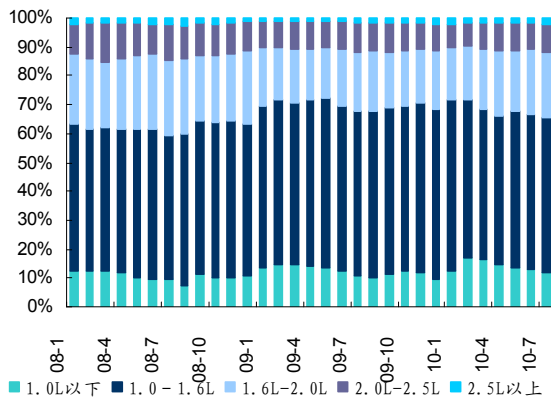
布局中高排量 10 万以上价位，受益市场销量结构

受制于购置税优惠幅度减小和去年小排量车消费需求的提前透支，今年上半年小型车连续 4 个月同比增速下降，市场份额一直处于下滑趋势。相应的，中高排量、中高价位的车型则依

然保持了稳定而高速的增长。我们认为随着上半年政策因素释放完毕以及下半年的节能补贴和预期的购置税增加,小排量、低价位乘用车有所提振,而由于补贴额度有限以及中高排量、高价位潜在需求者的价格敏感性不强,其良好增长态势仍将得到维持。

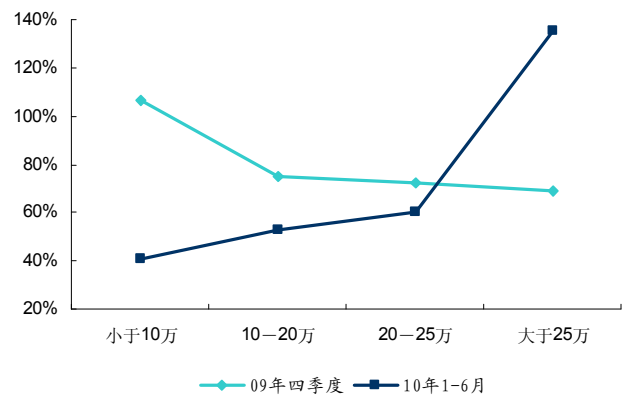
公司旗下定位中高端的上海大众和上海通用以及自主品牌均有不少车型布局在这一市场。受益于该类车型销量的稳定走强,公司上半年不仅在销售数据、更在产品结构上表现优秀。

图 2: 小排量车市场份额被紧凑型车蚕食



资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 3: 高价位乘用车同比增速高于低价位车



资料来源: CAAM, 长江证券研究部

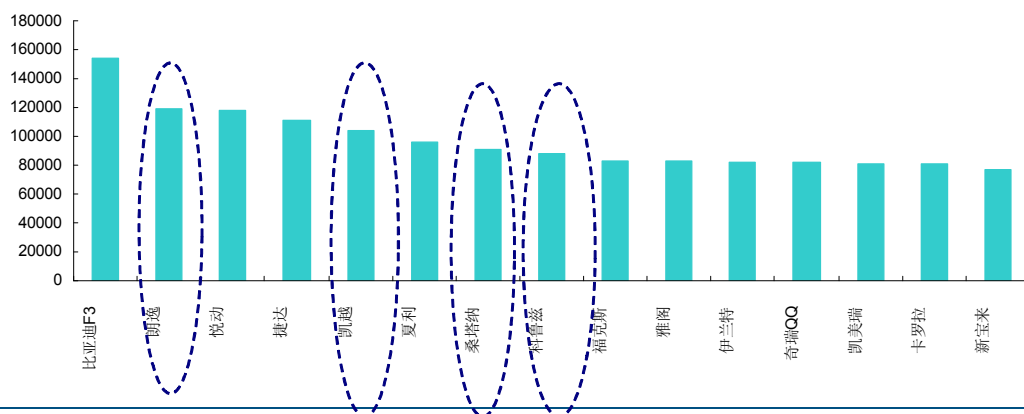
图 4: 公司车型多布局于中、高级车市场

排量	1.6L以下	1.6L - 2.5L		2.5L以上				
上海通用	 新乐风 1.2L, 1.4L, 1.6L 8.19-10.19万	英朗XT 1.6L, 1.6T, 1.8L 13.49 - 18.69万	科鲁兹 1.6L, 1.8L 10.89 - 14.89万	新景程 1.8L, 2.0L 10.88 - 16.19万	新君越 2.0T, 2.4L, 3.0L 23.29 - 32.29万	GL8	2.5L, 3.0L	21.8 - 37.8万
	新乐骋 1.2L, 1.4L, 1.6L 7.19 - 9.79万	英朗GT 1.6L, 1.6T, 1.8L 13.77 - 18.97万	凯越 1.6L, 1.8L 10.58 - 13.48万		新君威 1.6/2.0T, 2.0/2.4L 20.39 - 26.99万	凯迪拉克赛威	2.8/3.0/3.6/4.6L	44.8 - 82.8万
	新赛欧 1.2L, 1.4L 5.68 - 7.68万					林荫大道	2.8L, 3.0L, 3.6L	30.89 - 46.89万
上海大众	 Polo 1.4L, 1.6L 8.58-11.36万	桑塔纳 1.6L, 1.8L 7.58-12.48万	昊锐 1.4T, 1.8T, 2.0T 17.19 - 27.13万	途安 1.8T, 2.0L 14.98 - 19.78万				
	晶锐 1.4L, 1.6L 7.89-11.39万		明锐 1.6L, 1.8T, 2.0L 12.49 - 17.99万	途观 1.8T, 2.0T 19.98 - 30.98万				
			朗逸 1.6L, 2.0L 11.28 - 16.48万	帕萨特领驭 1.8T, 2.0T 16.98 - 30.38万				
自主品牌	 荣威350 1.5L 8.97-12.47万	MG3SW 1.4L, 1.8L 7.98 - 10.98万	MG6 1.8L 12.88 - 19.28万	荣威550 1.8T, 2.0L 12.68 - 18.98万	荣威750 1.8T, 2.5L 17.28 - 25.88万			
					MG7 1.8T, 2.5L 15.68 - 28.88万			

资料来源: 长江证券研究部

轿车市场销量前 10 名中的小型车只有比亚迪 F3 和夏利，其余均为中高档轿车，其中上汽便占了四席，分别是上海大众的朗逸和桑塔纳，以及上海通用的凯越和科鲁兹。这几款中级车的优秀表现愈加稳固了上汽的领先地位。

图 5：轿车市场销量排名，四款主力出自上汽



资料来源：CAAM，长江证券研究部

产品链日趋完善，各细分市场均有实力车型

我们从轿车、MPV、SUV 各细分市场进行分析，其中轿车市场按其官方指导价再次细分为 5-7 万、7-12 万、12-18 万、18-30 万、30 万以上 5 个细分市场。

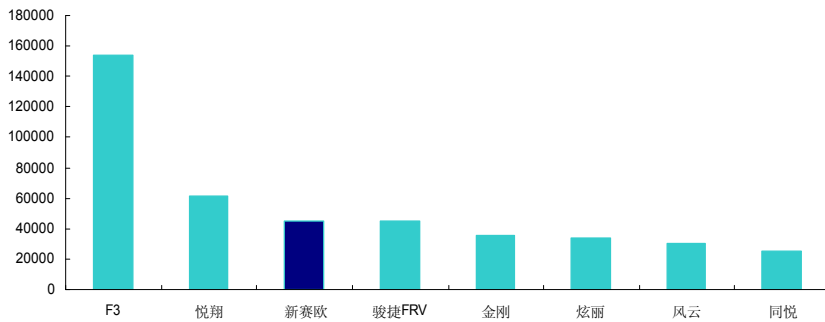
5-7 万市场，新赛欧开始发力

在 5-7 万元的小型车市场上，上海通用时隔两年推出的赛欧的换代产品新赛欧销量增长迅猛，今年 1 月份刚上市便跻身第一阵营，在小型车市场转冷的情况下，月销量达到 1.2 万，逆市中成上扬态势。目前，该市场多为我国自主车型，其中吉利 F3 以上半年累计销量 153,999 辆的绝对优势领跑，新赛欧以 45,102 辆位列第三，在价格水平趋近的基础上，完全自主研发、生产使其同样适应国内市场，而作为该区间唯一合资品牌其质量可靠的品牌形象令其优势明显。

图 6：5-7 万元紧凑型车比较

通用雪佛兰	长城汽车	长安汽车	奇瑞	吉利汽车	比亚迪	江淮汽车	华晨汽车
							
新赛欧	炫丽	悦翔	风云	吉利金刚	F3	同悦	骏捷FRV
1.2L, 1.4L	1.5L	1.5L	1.5L	1.5L, 1.8L	1.5L, 1.6L	1.3L, 1.5L	1.5L, 1.6L
5.68-7.68万	5.39-7.19万	5.39-7.19万	5.18-6.08万	5.18-7.28万	5.98-6.98万	4.98-6.38万	5.58-8.38万

资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 7：5-7 万元紧凑型 10 年上半年销量排名


资料来源：CAAM，长江证券研究部

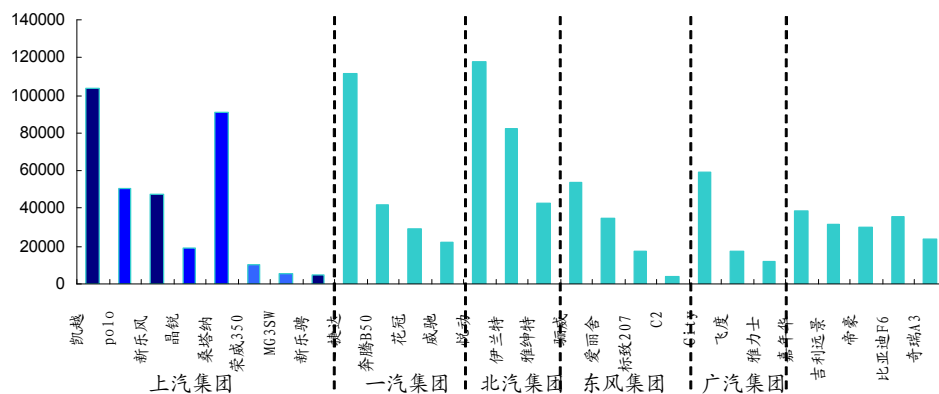
7-12 万市场,凯越、桑塔纳老车优势依然明显

7-12 万的紧凑型车市场是轿车市场中竞争最为激烈的一个子市场，集中了大量的合资品牌和自主品牌。凯越和桑塔纳作为主打性价比的两款元老级车型销量稳定增长，上半年销量分别突破 11 万和 9 万，分列销量榜三、四位。从集团整体来看，上汽在这一市场上布置了众多的车型，包括上海通用别克旗下凯越，雪佛兰旗下乐风、乐骋，上海大众旗下桑塔纳、polo 和斯柯达旗下晶锐，以及自主品牌荣威 350 和 MG3SW，无论是在车型数量上，还是总体销量上，相比一汽、北汽等均具备明显优势。我们认为公司在这一市场上的主力老车型在短期内优势仍将维持，同时我们期待着荣威 350 和斯柯达晶锐的放量。

图 8：7-12 万元紧凑型车比较

上海通用	上海大众	上汽名爵	一汽大众	一汽丰田	一汽轿车	广州丰田	广州本田	东风神龙	东风日产	长安福特	北京现代	奇瑞	吉利汽车	比亚迪
凯越 1.6L, 1.8L 10.58-13.48万	桑塔纳 1.6L, 1.8L 7.58-12.48万		花冠 1.6L 9.28-12.98万	奔腾B50 1.6L 9.88-12.58万		City 1.5L, 1.8L 9.68-14.98万	标致207 1.4L, 1.6L 7.18-10.78万	颐威 1.6L 8.58-11.68万			悦动 1.6L, 1.8L 9.98-12.98万			
新乐风 1.2L, 1.4L, 1.6L 8.19-10.19万	Polo 1.4L, 1.6L 8.58-11.38万	荣威350 1.5L 8.97-12.47万	威驰 1.3L, 1.6L 8.95-11.99万		雅力士 1.3L, 1.6L 9.2-12.56万	飞度 1.3L, 1.5L 8.68-12.98万	C2 1.4L, 1.6L 7.18-10.68万		嘉年华 1.3L, 1.5L 7.89-10.89万				吉利远景 1.5L, 1.8L 6.18-10.38万	F6 2.0L, 2.4L 7.98-15.98万
新乐骋 1.2L, 1.4L, 1.6L 7.19-9.79万	晶锐 1.4L, 1.6L 7.89-11.39万	MG3SW 1.4L, 1.8L 7.98-10.98万	捷达 1.2L, 1.9L 7.48-9.98万				爱丽舍 1.6L 7.18-10.18万				瑞纳 1.4L, 1.6L 7.18-10.58万	A3 1.6L, 1.8L, 2.0L 7.48-10.28万	帝豪 1.5L, 1.8L 6.18-10.38万	

资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 9：7-12 万车型 10 年上半年销量排名


资料来源：CAAM，长江证券研究部

12-18 万市场，朗逸领衔，科鲁兹并进

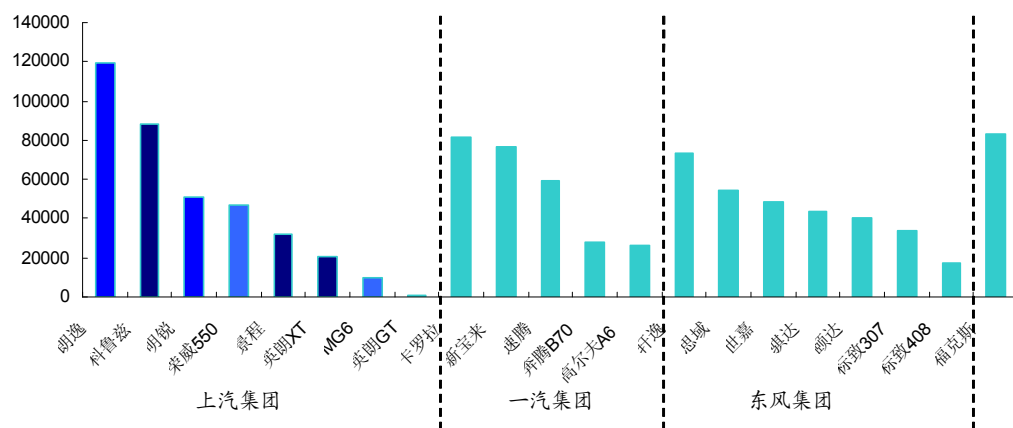
在 12-18 万的中级轿车市场，上汽优势仍然明显，朗逸作为上海大众全自主开发车型，已成为公司销量明星，领跑其细分市场，上半年累计销量 119,177 辆，同比增速为 76.18%。雪佛兰科鲁兹以累计销量 87,905 辆位列第二，09 年 4 月上市以来销量持续上涨，月均销量达 15,000 辆。明锐和荣威 550 同样牢牢占据第二阵营位置，其中，荣威 550 作为一款自主车型，已具备与合资品牌竞争的實力。

图 10：12-18 万元中级轿车比较

上海通用	上海大众	上汽名爵	一汽大众	一汽丰田	一汽轿车	东风本田	东风神龙	东风日产	长安福特	北京现代
英朗XT 1.6L, 1.6T, 1.8L 13.49 - 18.69 万	帕萨特 1.8T, 2.0T 16.61 - 18.96 万	MG6 1.8L 12.88 - 19.28 万	速腾 1.4T, 1.6L, 1.8T 13.28 - 18.58 万	卡罗拉 1.6L, 1.8L 12.78 - 19.28 万	奔腾B70 2.0L, 2.3L 12.98 - 18.88 万		标致408 1.6L, 2.0L 12.19 - 16.99 万			
英朗GT 1.6L, 1.6T, 1.8L 13.77 - 18.97 万	明锐 1.6L, 1.8T, 2.0L 12.49 - 17.99 万	荣威550 1.8T, 2.0L 12.68 - 18.98 万	高尔夫A6 1.4T, 1.6L 11.88 - 16.68 万			思域 1.8L 12.98 - 17.68 万	世嘉 1.6L, 2.0L 12.18 - 15.78 万	轩逸 1.6L, 2.0L 12.48 - 16.78 万	索纳塔 2.0L 12.38 - 16.18 万	
新景程 1.8L, 2.0L 10.88 - 16.19 万	朗逸 1.6L, 2.0L 11.28 - 16.48 万									
科鲁兹 1.6L, 1.8L 10.89 - 14.89 万			新宝来 1.6L, 2.0L 10.78 - 15.18 万				标致307 1.6L, 2.0L 10.38 - 15.38 万	骐达/颐达 1.6L 10.68 - 16.78 万	福克斯 1.8L, 2.0L 10.48 - 15.39 万	

资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 11：12-18 万元中级轿车 10 年上半年销量比较



资料来源：CAAM，长江证券研究部

18-30 万市场，领驭+双君——显现集团优势

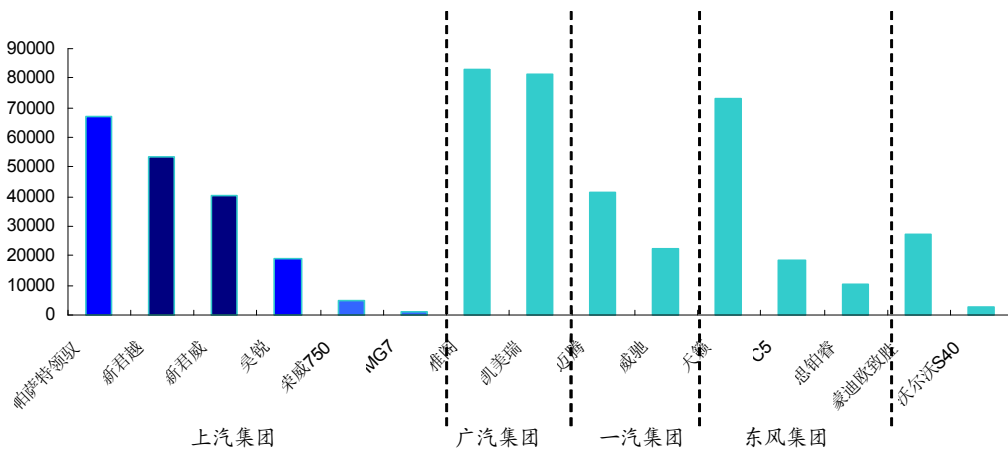
在 18-30 万元中高级轿车市场，虽然从单车销量上来看，公司并没有车型进入前三，不过从总体销量和车型数来看，仍有多款主力车型，分别是帕萨特领驭、新君越和新君威。帕萨特领驭作为上海大众力推的一款中高档车自 05 年 11 月上市后迅速进入国内中级车市场的第一阵营，较高的性价比为其赢得了市场的青睐，今年上半年累计销量 67,173 辆，同比增速 33.61%。新君越和新君威分别作为君越和君威的换代车型，同样表现不俗，累计销量分别为 53,424 辆和 40,116 辆。

图 12: 18-30 万元中高级轿车比较

上海通用	上海大众	上汽名爵	一汽大众	一汽丰田	广州丰田	广州本田	东风本田	东风神龙	东风日产	长安福特
										
新君越 2.0T, 2.4L, 3.0L 23.29-32.29万				威驰 2.5L 21.68-26.58万			思铂睿 2.4L 23.78-27.18万	C5 2.0L, 2.3L, 3.0L 17.69-29.89万	天籁 2.0L, 2.5L, 3.5L 19.08-36.58万	沃尔沃S40 2.0L 24.8-37.8万
新君威 1.6T, 2.0T, 2.4L 20.39-26.99万	帕萨特领驭 1.8T, 2.0T 16.98-30.38万	荣威750 1.8T, 2.5L 17.28-25.88万	迈腾 1.4T, 1.8T, 2.0T 18.98-26.38万		凯美瑞 2.0L, 2.4L 18.28-28.38万	雅阁 2.0L, 2.4L, 3.5L 18.68-34.28万				蒙迪欧致胜 2.0L, 2.3L 16.98-22.98万
	吴锐 1.4T, 1.8T, 2.0T 17.19-27.13万	MG7 1.8T, 2.5L 15.68-28.88万								

资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 13: 18-30 万元中级轿车 10 年上半年销量比较



资料来源: CAAM, 长江证券研究部

30 万元以上市场, 静待新发展

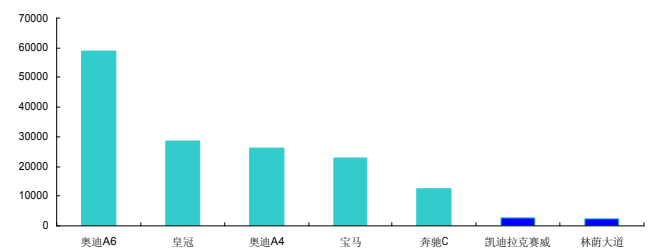
上汽在 30 万元以上高级轿车市场竞争力较薄弱, 仅有上海通用的两款车型: 凯迪拉克赛威和林荫大道, 其销量也远远无法与奥迪、皇冠、宝马等相比。不过随着凯迪拉克 40 万以下新车型的引进, 以及上海大众高端车型空白的填补, 未来市场情况将有所改善。

图 14: 30 万元以上车型对比

上海通用	一汽大众	一汽丰田	北京奔驰	华晨宝马
				
凯迪拉克赛威 2.8/3.0/3.6/4.6L 44.8-82.8万	奥迪A6 2.0/2.4/2.8/3.0T 34.82-69.6万			宝马 2.0L, 2.5L, 3.0L 28.3-68.86万
林荫大道 2.8L, 3.0L, 3.6L 30.89-46.89万	奥迪A4 1.8T, 2.0T, 3.2L 29.1-57.81万	皇冠 2.5L, 3.0L, 4.3L 32.68-89.95万	奔驰C 1.6/1.8/2.5/3.0L 30.8-47.8万	

资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 15: 30 万元以上车型销量排名



资料来源: CAAM, 长江证券研究部

MPV 市场，GL8 两代同堂，延续辉煌

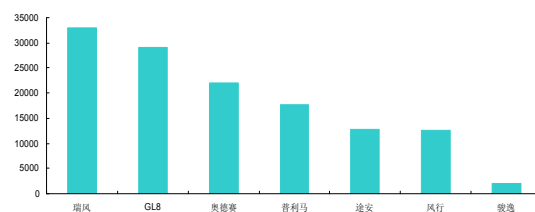
GL8 作为上汽仅有的中高端 MPV，上市十年来销量始终坚挺，中间的几次更新换代也维持了其稳定增长，目前，由于其造型偏老和愈趋激烈的竞争，市场份额略现颓势，上半年市场份额降至 13.9%，但月销量仍保持在 5000 辆左右，需求依然旺盛。公司计划将在 10 年底推出新 GL8，为市场注入新的活力，同时保持现款 GL8 陆尊的生产，进一步拓展 MPV 市场。

图 16: MPV 市场车型对比

上海通用别克	上海大众	一汽海南	广汽本田	东风日产	东风柳汽	江淮汽车
						
GL8 2.5L, 3.0L 21.8 - 37.8 万			奥德赛 2.4L 22.28 - 28.28 万			
途安 1.8T, 2.0L 14.98 - 19.78 万		普利马 1.6L, 1.8L 8.68 - 10.88 万		骐达 1.8L 13.88 - 16.23 万	风行 2.0L, 2.4L 9.79 - 17.28 万	江淮瑞风 2.0L, 2.0T 9.99 - 17.48 万

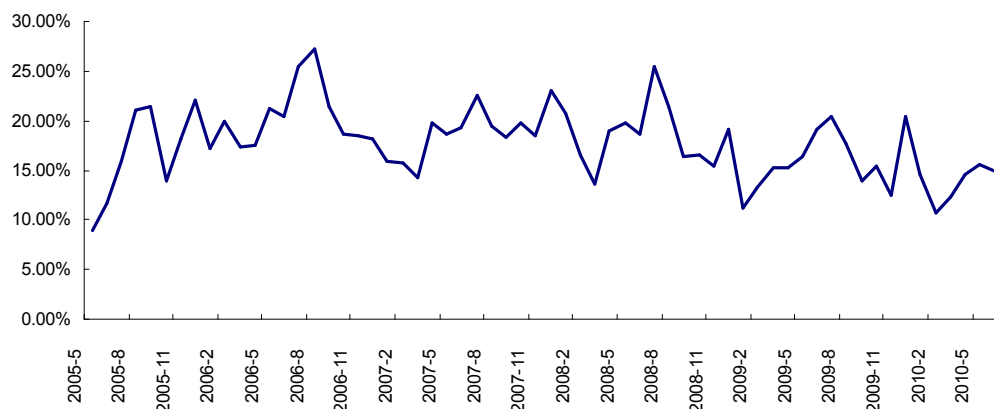
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 17: MPV 市场车型销量排名



资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 18: GL8 市场份额略有下降



资料来源：CAAM，长江证券研究部

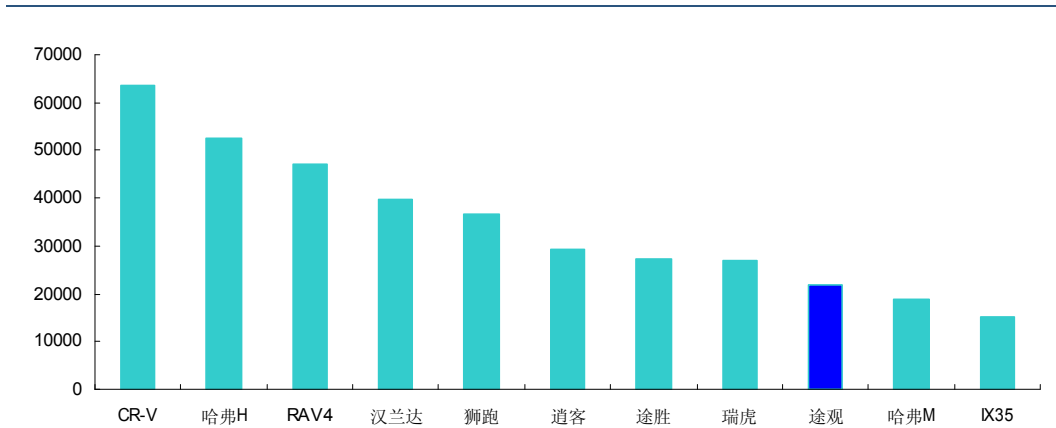
SUV 市场，途观——独木也能撑大厦

目前，公司在 SUV 市场仅有上海大众的途观一款车型，虽然上市仅半年，六月销量已经达到 8,154 辆，环比增速 32.67%，七月销量更是达到了 9800 辆，单月销量跻身国内 SUV 市场前三，上半年实现累计销量 22,043 辆，尤其是目前来看由于受到产能的限制，途观的市场需求仍无法得到满足，我们认为随着生产线改造，途观产能的缓和，其销量很可能将进一步扩大。

图 19: SUV 市场车型比较

上海大众	一汽丰田	广汽丰田	东风本田	东风日产	东风悦达	北京现代	长城汽车	奇瑞
								
途观 1.8T, 2.0T 19.98 - 30.98万	RAV4 2.0L, 2.4L 18.98 - 26.43万	汉兰达 2.7L, 3.5L 27.88 - 42.98万	CR-V 2.0L, 2.4L 18.98 - 26.28万	逍客 2.0L 16.78 - 21.98万	狮跑 2.0L, 2.7L 15.98 - 23.88万	ix35 2.0L, 2.4L 16.98 - 24.28万	哈弗H 2.0L, 2.5L, 2.5T 8.98 - 15.88万	
						途胜 2.0L 16.58 - 24.18万	哈弗M 1.3L, 1.5L 4.39 - 8.99万	瑞虎 1.6L, 1.8L 8.48 - 12.38万

资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 20: SUV 市场车型销量比较


资料来源: CAAM, 长江证券研究部

总体来看, 公司上半年销售情况很好, 在增速趋缓的大势下, 表现依然十分强势, 尤其是合资品牌库存很低, 产能偏紧, 多款車型出现了供给不足、加价提车现象, 下半年随着季节因素三季度下落, 四季度回升, 仍然看好全年销量。

发展模式——合资健康发展, 自主有望扭亏

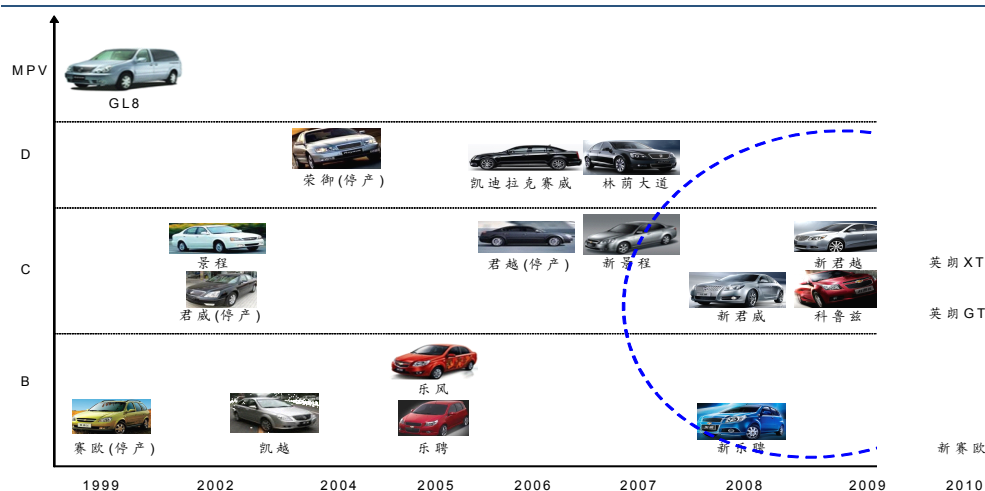
上海通用: 产品更新换代, 带来持续增长

自 08 年末公司开始对老车型进行更新换代以来, 新车型销量一路走强, 带来公司总销量的持续攀升, 大面积收复了 08 年的失地。公司产品的更新换代分为两种情况: 一是旧车型换代, 包括新君威、新君越和新赛欧对以前老款车型的全面取代; 二是全新车型推出, 如: 雪佛兰科鲁兹、英朗 XT 和英朗 GT。从公司层面上看, 车型更新换代以来, 公司同比增速开始回升, 今年已显著超越市场平均水平, 目前新推出车型已占到公司销量的 65%, 初步实现更新换代, 未来这一数字仍将扩大, 实现车型全面升级; 从车型销量层面看, 新款车型市场份额全面提升, 上半年市场份额依然有上行趋势, 在七月这一传统淡季, 科鲁兹和新赛欧始终保持“逆市上扬”态势; 新君越成功完成换代, 市场份额趋于稳定, 新君威的上市更是提升了其约 0.2% 的市场份额。

公司的新车上市潮仍未结束, 我们认为下半年以及明年还可能推出 GL8 换代车型新 GL8、首款 SUV 车型雪佛兰 traverse 以及凯迪拉克 2.0T 版; 同时, 我们认为今年上半年推出新车型仍有上升空间, 如英朗 GT、英朗 XT 等, 基于此, 我们预计新车型带来的销量刺激仍将

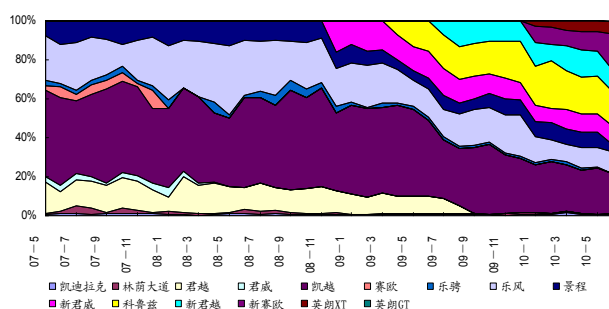
继续。

图 21：上海通用品牌车型发展变化



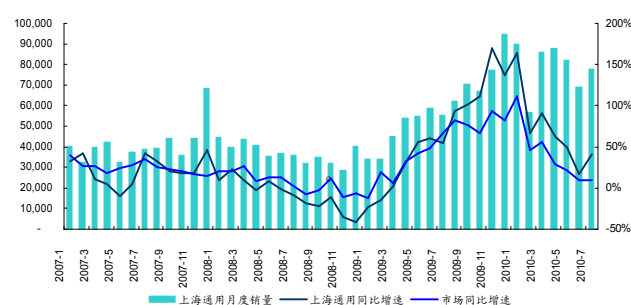
资料来源：长江证券研究部

图 22：更新换代车型销量已占公司销量 65%



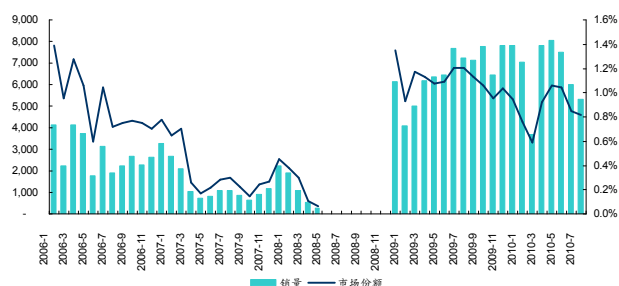
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 23：上海通用同比增速自换代后明显由于市场增速



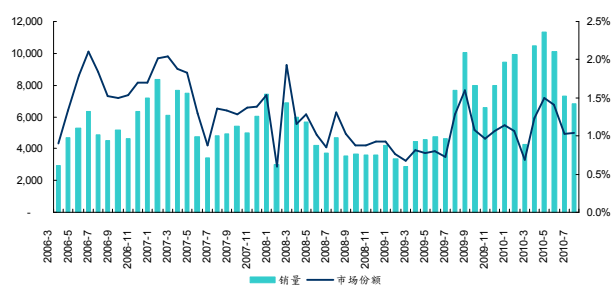
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 24：君威换代带来市场份额上升

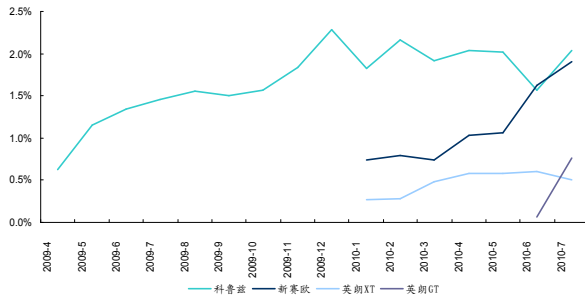


资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 25：君越换销量稳步增长



资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 22：新车型呈逆市上扬态势


资料来源：CAAM，长江证券研究部

上海大众：本土化成效斐然，朗逸、新领驭成最大增长点

与市场上其他车企相比，一汽大众可以说是上海大众最大的竞争对手，不仅因为一汽大众是唯一一家能够在销量榜上与上海大众和上海通用一争高下的车企，更因为他们拥有相同的外资方，他们的车型来自同一品牌——德国大众。

大众对上海大众和一汽大众的天平一直有所倾斜，一汽大众每年都会有新产品推出，捷达、宝来、速腾、迈腾、高尔夫、CC，丰富的车型是始终只有桑塔纳、polo、帕萨特的上海大众无法相比的。这一状况的形成与大众对南北大众的定位不无关系，南大众定位合作开发新车型，北大众定位原型引入德国车型，合作开发的难度使得上海大众推出新车型的周期更长。

表 2：南北大众车型比较

一汽大众		上海大众	
品牌	奥迪	大众	斯柯达
30 万元	奥迪 A6		
以上	59022(21.26%)		
车	奥迪 A4		
	26161(76.89%)		
18 - 30 万元		CC	帕萨特 B7 未上市
车		1133 (六月)	帕萨特 NMS 未上市
		迈腾 (B6)	帕萨特新领驭 (B5+)
		41273(38.33%)	67173(38.61%)
12 - 18 万元		速腾	明锐
车		59505(30.59%)	50685(43.34%)
		高尔夫 A6	朗逸
		26478	119177(83.31%)

注：车型下的数字是今年上半年销量，括号中为上半年同比增速

新宝来

76891(39.83%)

捷达

桑塔纳（B2）

7 -

12

111132(1.81%)

90193(-1.74%)

万元

polo

晶锐

车

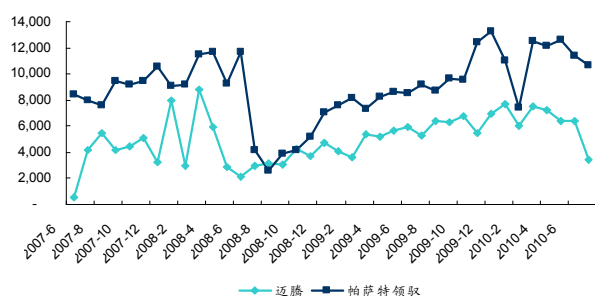
50570(-0.8%)

18984(50.11%)

资料来源：CAAM，长江证券研究部

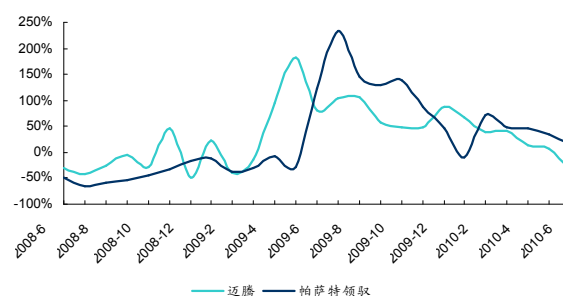
不像一汽大众那样执著于引进原版车型，上海大众拥有自己的设计团队，这个由中德设计人员共同组成的团队坚持对每款新车都进行本地化改进，这使得上海大众的新车型往往更贴近国内市场，了解国内消费者的需求。我们比较帕萨特新领驭和迈腾，迈腾作为帕萨特 B5（即领驭）的换代车型落户一汽大众，帕萨特新领驭则是上海大众在与 B5 换代车型失之交臂后自己改进推出的替代车型，从销量上看，本土化后的帕萨特新领驭以 67,173 辆的销量力压原汁原味的迈腾。Polo 的劲情劲取是上海大众对 polo 的本土化改进版，polo 刚上市时一直难以打开销量，直到劲情劲取的推出方才使得 polo 在市场站住根脚。相对于劲情劲取和帕萨特新领驭仅是局部的改进，朗逸称得上是全方位的自主开发，今年上半年朗逸的销量远超原版引入的速腾和新宝来也愈加凸显了上海大众本土化路线的优势。

图 27：新领驭与迈腾销量比较



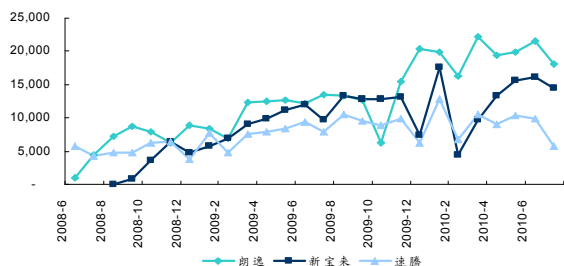
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 28：新领驭与迈腾同比增速比较



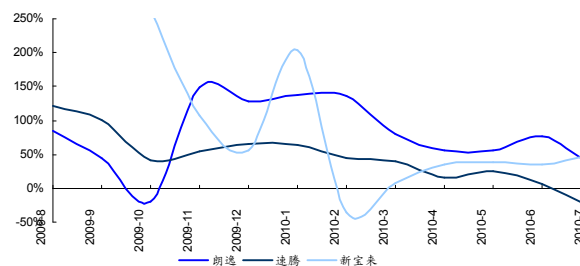
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 29：朗逸、新宝来、速腾销量比较



资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 30：朗逸、新宝来、速腾同比增速比较



资料来源：CAAM，长江证券研究部

当市场在大众 CC 又花落一汽大众而为上海大众担忧时，我们认为对上海大众来说，最困难的时期已经过去，帕萨特新领驭、劲情劲取、朗逸的市场表现表明本土化模式的成功并不是

偶然、不可复制的，多次的本土化车型为上海大众积累充足经验的同时，也节省了高昂的外观专利费，再加上帕萨特系列最新车型 B7 也落户上海大众，我们认为在新车型和本土化的双重刺激下，看好上海大众未来前景。

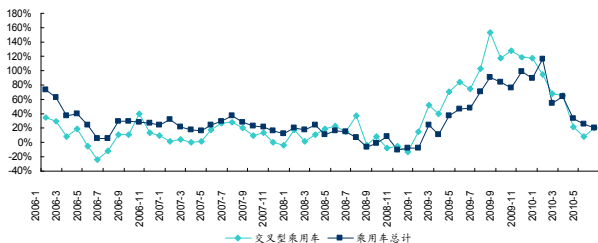
上汽通用五菱：09 年风光无限，10 年回归理性

自 06 年长安汽车改变经营方针开始转向轿车市场后，上汽通用五菱在微客市场销量跃居市场第一，并连续四年蝉联行业销量冠军。09 年，在国家“汽车下乡”“购置税优惠”等多重利好政策的推动下，上汽通用五菱销量达到 106 万辆，同比增长超过 65%，市场占有率约为 45%，成为国内第一家年产销超 100 万辆的车企，其中微客销量 916,808 辆。

今年上半年，受去年市场对微客需求的透支，加上购置税优惠幅度的降低等多方面因素影响，微客市场开始转冷，各大微车企业上半年增势乏力，同比增速出现不同程度下滑。我们预计，进入后汽车下乡时代，随着市场回归理性，微车市场 09 年的光辉不再持续，微车增长回归行业平均水平。

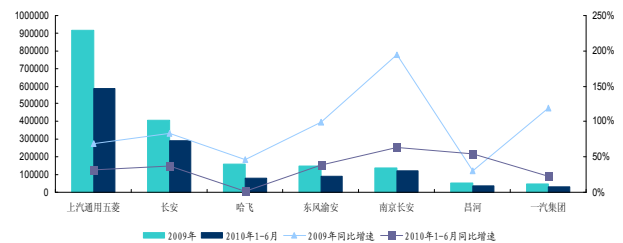
尽管增速回落明显，但公司上半年销量仍居高位，从季节规律上看，微客市场通常自八月份起销量开始回升，从政策上看，一是受节能惠民工程政策等待观望的需求将陆续释放，公司有 6 款车型进入节能目录，由于公司车型价格多为 3-5 万，我们认为 3000 元节能补贴有较大刺激力度；二是明年初，购置税可能进一步提高，年底将有部分需求提前释放。在这双重提振下，我们认为下半年，尤其是四季度销售情况将有回升，综合来看，全年销量仍将保持增长。

图 31：交叉乘用车同比增速回归行业平均水平



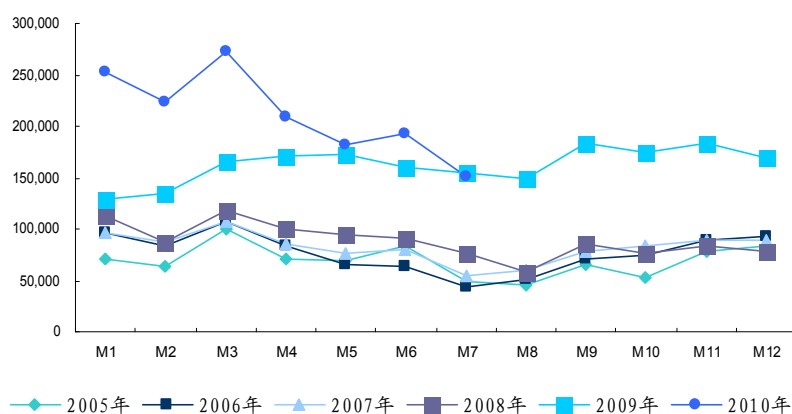
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 32：各企业微车增速下降，上半年销量仍有看点



资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 33：交叉乘用车季节因素——四季度有回升



资料来源：CAAM，长江证券研究部

荣威名爵：中华元素淡化英伦 DNA，源于罗孚，亦将高于罗孚

二十多年的发展，我国的自主品牌有了长足的进步，市场占有率在 09 年时达到了 30%。我国目前的自主品牌发展可以归纳为并购模式、技术合作模式和自主开发模式三种，上汽在其自身资金实力的支持下，选择了并购模式，并取得了一定的成就，从三种模式的对比来看，并购模式也确实是最适合上汽发展自主品牌的模式。

表 3：自主品牌三种模式对比

发展模式	代表企业	优势	劣势	市场表现
并购模式	上汽	依托国外先进经验，从高端发展起更容易塑造高价值的品牌形象	需要大量资金；如何转换技术为我用是关键	荣威市场表现突出，可与合资品牌抗衡
技术合作模式	海马、华晨	资金需求相对较少，通过技术合作迅速提高企业自主创新能力	合资方的技术封锁或仅带来落后技术	布局主要在 5-7 万市场
自主开发模式	奇瑞、吉利	成本优势、全自主开发更关注本土需求	品牌不够鲜明、产品质量待提高、车型集中于中低端	5 万以下市场占据绝对优势，7 万以上市场份额比较小

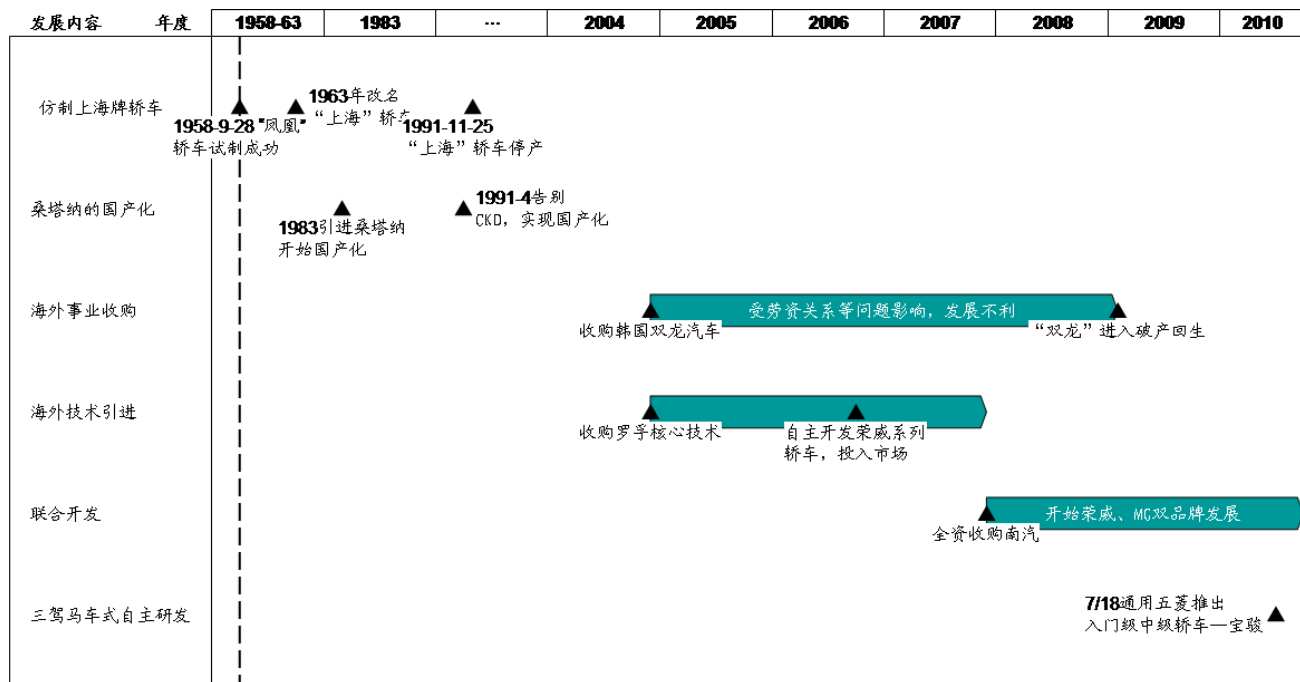
资料来源：长江证券研究部

数十年发展，世界为我所用

公司自主品牌的发展可以追溯到二十世纪 50 年代采用“土法上马”仿制而成“凤凰牌”和“上海牌”轿车，尽管在当时引起了不小的轰动，但由于仿制的限制，制造和设计环节的信息严重脱节，长期处于手工加工程度，三十多年来无法实现技术升级和换代，最终于 90 年代初停产。1983 年，进入合资时代的上汽引入桑塔纳，并试图国产化，但受制于当时国内配套技术的落后以及德国人对质量的严谨执着，国产化进程极为缓慢。一直到收购罗孚 72、25 生产平台和发动机核心技术，并于 06 年 10 月推出荣威 750，上汽的自主品牌真正有了发展平台。紧接着，07 年公司收购南汽集团，联合其购得的国际化品牌 MG、平台以及软硬件资源，自主品牌走上双品牌发展。随着自主品牌的发展，车型的更新换代，公司由借用外资转向自主研发，目前上汽通用五菱正准备推出一款自主研发的中级轿车，进入乘用车市场。数十年的发展为上汽在自主品牌的开发积累的大量的经验和技術沉淀，这是国内许多其

他厂商所不具备的。

图 34：上汽自主品牌发展历程



资料来源：长江证券研究部

荣威——源于罗孚，高于罗孚

作为上汽第一款规模量产化的自主品牌，在“高起点，高技术”的优势下，荣威从高端向低端拓展的战略显著区别于其他自主品牌，而这也为其未来发展奠定了一定优势。第一款荣威 750 由于其浓厚的英伦风格无法适应国内市场，销量一直无法打开，但其高端定位确实塑造了荣威的高端品牌形象。进而推出的荣威 550，无论在外观还是内饰上，英伦风味已被全新的中华元素所替代，上市后持续热销，进入了 A 级车型的主力阵营。今年 3 月份刚上市的荣威 350 更是顺应国内年轻潮流，提出 3G 概念。目前，无论是车型定价定位，还是品牌形象，荣威已能与众多合资品牌一较高下。

表 4：荣威系列车型比较

	市场定位	售价（万元）	竞争车型
荣威 750	中高级商务用车	17.28 - 27.68	天籁、凯美瑞、迈腾
荣威 550	中高端 A+级车，商务、家用均可	11.48 - 18.98	速腾、卡罗拉、马自达 3
荣威 350	中高端 A 级车，面向 80 后新生代	8.97 - 12.47	悦动、朗逸、福瑞迪、标致 307

资料来源：长江证券研究部

通过荣威 550 与卡罗拉和马自达 3 的销量比较，我们发现，卡罗拉虽然保持有较高销量，但却基本没有增长，相反，荣威 550 虽然刚上市时销量平淡，但增长态势极其明显，1 年半的时间，月销量从 1,197 增长到 10,313，翻了近 10 倍。销量自 08 年 11 月超越马自达 3 以来，不断扩大优势的同时，与卡罗拉的差距逐月缩减。今年上半年，荣威 550 实现销量 47,322 辆，达到去年全年销量的 70%，同比增长 69.72%。荣威 350 上市 3 个月，在第 2

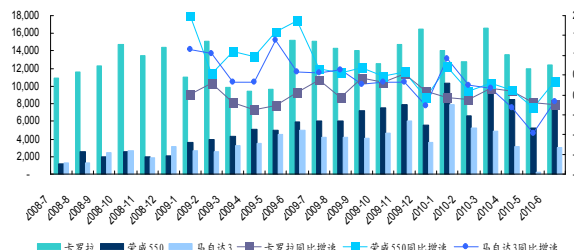
个月就开始放量，并且仍然保持较高增长态势，六月销量 5392 辆，环比增长 25.15%。

图 35：荣威 550 市场份额持续上扬



资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 36：荣威 550 与合资品牌主力车型相抗衡



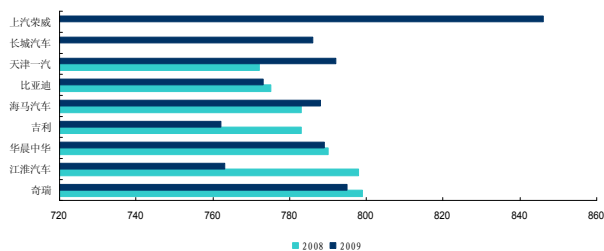
资料来源：CAAM，长江证券研究部

两款车型迅猛的增长势头表明，荣威的从高端向中低端延伸的发展战略从目前来看是成功的，并且我们认为在未来的一段时间在紧凑型市场将对从低端做起的奇瑞、比亚迪等形成一定冲击，同时，相对较低的价格优势也使之能与热销的合资品牌相抗衡。

在国内自主品牌中，一汽的奔腾系列与荣威的发展模式比较相近，但相对于一汽直接引进国外车型进行改造的模式，上汽的荣威更具备技术优势和发展前景。在收购罗孚的同时，上汽还接收了其研发团队，并将其并入公司在英国的 Ricardo 研发机构，有了从零部件到整车的全部设计能力。从 750 浓重的英伦风味到 550 的数字化理念，再到 350 的 3G 轿车，中华元素对英伦风格的全面替代使得荣威系列更加适合国内市场，更易建立消费者品牌忠诚，随着荣威 350 的放量和 550 的持续走强，上汽的自主品牌将顺应大潮强势崛起。

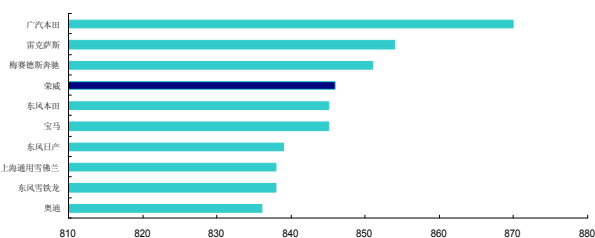
从售后市场来看，上汽荣威的售后满意度大幅优于其他自主品牌，在国内所有汽车品牌售后服务的排名中，荣威排名第四，仅次于广本、雷克萨斯和梅赛德斯奔驰，高于大多数合资品牌。优秀的售后服务形成的口碑能有效加强荣威的品牌形象，提高未来市场销量。

图 37：荣威位居 09 年国内自主品牌 CSI 榜首



资料来源：J.D Power，长江证券研究部

图 38：荣威在 09 年国内品牌 CSI 排名中高居第四



资料来源：J.D Power，长江证券研究部

图 39：四大核心竞争力将带来销量、业绩提升



资料来源：长江证券研究部

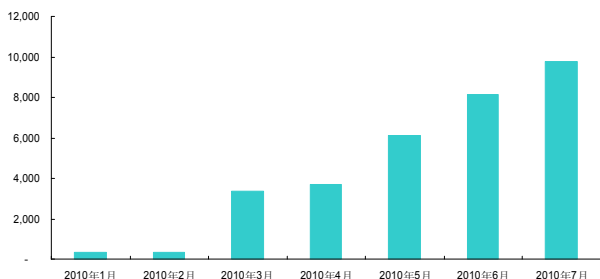
尽管由于巨额的技术开发费用以及初上市时销量不佳，自主品牌始终处于亏损状态，随着销量开始增大，近年来一直在减亏，今年有望扭亏为盈，公司预计的盈亏平衡点为 16 - 18 万辆，目前累计销量为 9.3 万。

未来走向——短期、中期、长期均有新看点

短期看：生产线调整，途观有望再攀高峰

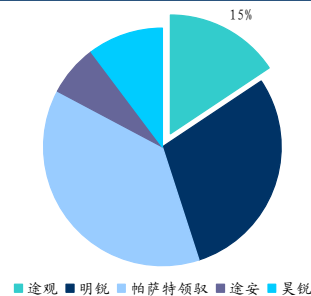
公司今年上市的首款 SUV 车型持续受到市场追捧，刚上市就接到约 5 万辆的订单，但由于公司自身的产能限制，途观的销量在初期被大大制约了，随后随着生产线的改造，部分产能得到了释放，但仍难以满足市场的需求。不过受益于公司车型可以共线生产的特点，途观是可以和帕萨特新领驭、途安、昊锐、明锐等车型共线生产的，从上半年的销售情况来看，途观的使用率仅为 15% 左右，如果能够通过生产线调整将那些销量情况不佳或一般的共线车型的部分产能转移到途观上，途观的产量将得到进一步提高，从而大大提升其销量，满足市场的需求。

图 40：途观上市后销量增长势头强劲



资料来源：CAAM，长江证券研究所

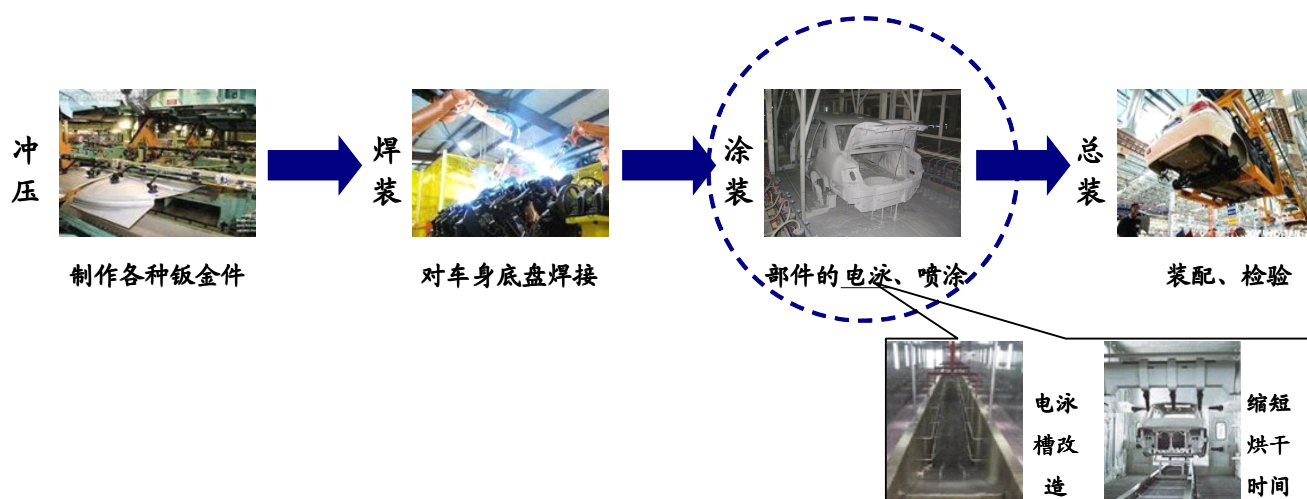
图 41：上半年共线生产车型中途观占比仍较小



资料来源：CAAM，长江证券研究所

我们关注公司目前的生产线情况，了解到生产线调整以更好的适应途观生产的关键是在涂装步骤中设备——电泳槽的改造，而这一工程相对是比较容易并且耗时也较短的，同时，公司还可以通过缩短车型的烘干时间进一步提高产能，据此，我们认为尽管目前途观的月销量已经达到 9800 辆，其下半年的销量情况很可能出现更高的突破。另外，由于途观的获利能力较高，其销量的不断放大将有效提高公司的盈利能力。

图 42：途观生产线调整情况



资料来源：长江证券研究部

中期看：合理扩产，解决产能瓶颈

6月份库存数据来看，上海大众的库存周期（含厂商库存和经销商库存）仅为20天左右，上海通用的库存周期约为40天，正常为60天左右，在市场整体库存压力增大的环境下，公司维持了良好的库存情况，甚至不少热销车型存在供给压力，如途观、朗逸等。

然而光鲜的库存数据另一方面也反映了公司的产能不足，我们比较公司旗下各企业目前的产能与去年销量和今年截至7月累计销量可以发现，上海通用、上海大众、上汽通用五菱均存在不同程度的产能瓶颈，其中上海大众的产能最为紧张。

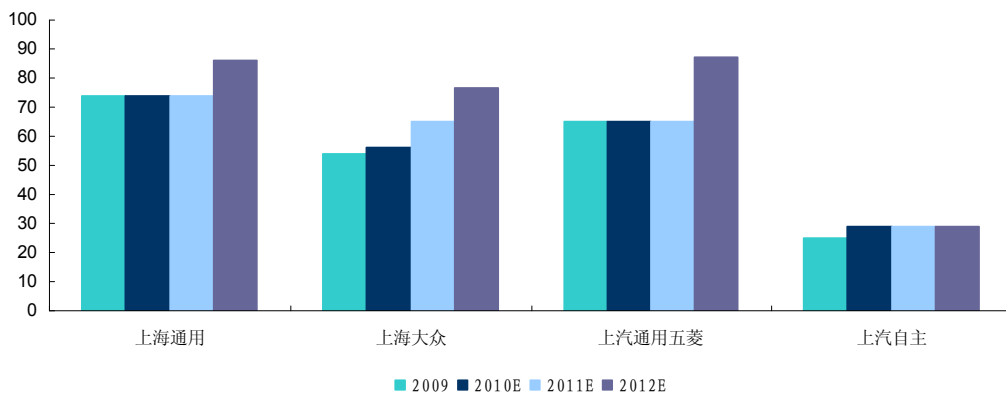
针对这一情况，上海通用、上海大众、通用五菱三家合资企业均公布了其扩产计划，以缓解目前紧张的产能，预计各项规划将在2012年左右达产，届时公司的产能瓶颈将得到全面的解决，以满足市场不断增长的需求，同时也在短期内，公司也将通过对生产线进行一定的改造以尽可能释放潜在的产能。我们认为公司的这一系列扩产计划在未来将有效的解决公司的产能问题，进一步扩大公司的销量。

表 5：公司目前产能及规划情况（万辆）

企业	统计口径	目前产能	去年销量	今年7累	
				计销量	扩产计划
上海通用	16小时 250天	74	70.1	54.7	东岳三期产能规划24万辆，预计12年下半年投产
上海大众	20小时 250天	67.5	71.7	48.9	2010年上海1-3厂生产线改造，小幅提高产能；第五工厂落户仪征，2012年投产，初期产能15万，未来将达到30万
上汽通用	三班倒，周休一天				青岛、柳州两个生产基地在未来都将进行扩产，产能预计将增至87万辆左右
五菱		117	106	71.2	南京浦口基地二期改建，未来将形成20万整车产能
上汽自主	16小时 250天	25	9	9.3	

资料来源：长江证券研究部

图 42：公司旗下各企业均有不同程度扩产计划（统一为16小时 250天）



资料来源：长江证券研究部

中期看：宝骏出世带来均衡发展

上汽通用五菱于7月18日发布了全新乘用车品牌—宝骏，揭开了全面进军乘用车市场的帷幕。今年上半年微客市场需求降低，预计未来微车市场将回归理性，竞争将愈趋激烈，公司产品过于单一，转型是大势所趋。

上汽通用五菱与长安汽车有许多相似之处，同样是微车起家，同样是走“低成本，高价值”的造车之路，但相对于长安汽车06年的战略转移，公司的乘用车项目更有一些优势：

首先是股东方的支持；通用日前宣布支持通用五菱的自主乘用车开发，由此，宝骏将不是如长安奔奔般的完全自主品牌，而是合资公司的自主品牌，有合资股东的技术支持和渠道支持。

“宝骏”的车型将源于通用汽车的成熟技术，并由泛亚技术中心进行重新开发设计。通用汽车还将对公司的生产技术改造、配套体系建设、关键部门人员培训等各方面提供支持，并承诺公司可通过其海外网络进行销售，规避国内市场的风险。另一大股东上汽同样表示将对该项目表示支持，并通过华域汽车对其零部件配套进行支持。上汽通用五菱的乘用车将成为其自主品牌的第三驾马车，补足其在中低端市场的空白。

其次是广西政府对该项目的重视；发展地区轿车产业一直是广西政府的夙愿，五菱自主轿车的推出正是政府乐于见到的，政府采购优先的承诺也进一步降低该项目的市场风险。

作为目前转型做轿车的众多企业之一，上汽通用五菱不得不面对市场的激烈竞争：

宝骏属于中级车，而中级车市场一直是国内轿车领域竞争最为激烈的区间，六月份的数据显示，乘用车市场有近四成的销量来自中级车。虽然公司对其定位为二三四线城市，避开了与合资品牌的正面相撞，但国内自主品牌同样在此布下重兵，与奇瑞、比亚迪、吉利等的主力车型相拼，五菱要控制的不仅仅是成本。

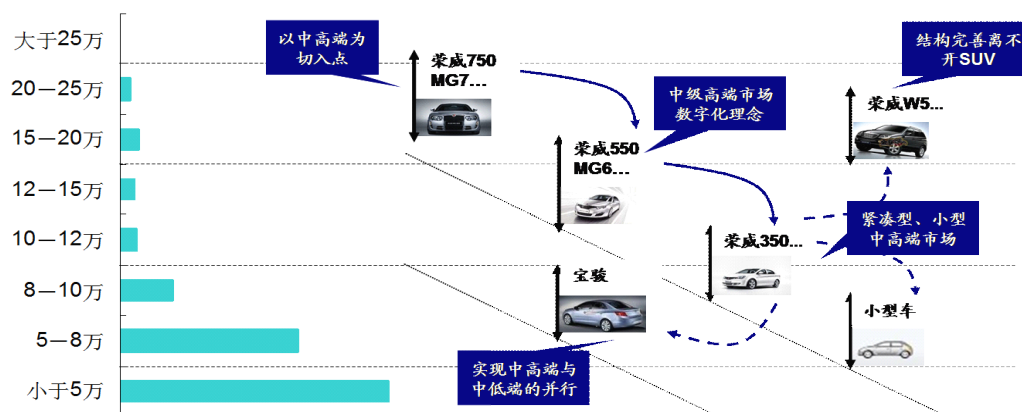
不过也正因为集中了大量车型，“量大面广，需求多样”的格局难以培养消费者对品牌的忠诚，消费者更关注的是车型是否具有较高的性价比。我们认为，继续坚持低价格高品质路线，在上汽、通用的各方面支持下，从长期来看宝骏是有优势的。

长期看：自主品牌内修外炼实现全面布局

目前国内自主品牌车型主要分布在8万以下区间，公司的自主品牌从一开始就是以中高端为切入点，从750到550再到350，虽然车型的级别在向下延伸，但始终定位在各自细分市场

场的中高端。从公司的发展路线我们可以看到公司自主品牌目前的两个发展方向，一是纵向一体化，自 350 起继续向下延伸推出小型车、两厢车；二是横向寻求多元化发展，包括即将推出的宝骏系列，将定位中低端，充分补足原有品牌的市场，另外公司还将推出 SUV 车型荣威 W5，进一步完善自主品牌车型结构，实现从市场到结构的全面布局。

图 43：国内自主品牌区间分布与公司的自主品牌自上而下、横向发展路线



资料来源：CAAM，长江证券研究部

公司目前自主品牌发展战略可以概括为两点：

内修：加大研发品质再升级：1、发挥三地协同作用、制造按产品平台布局，形成较为完备的产品研发和制造体系；2、非公开发行募集百亿资金全力打造自主品牌未来发展。

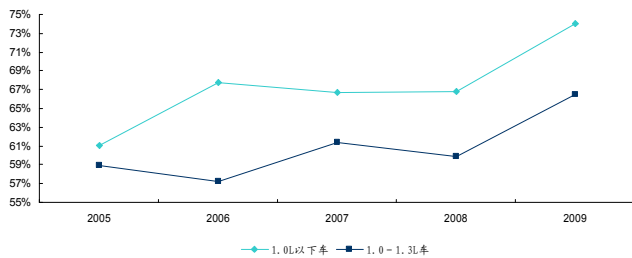
外炼：完善产品链扩大市场覆盖面：1、在推出 MG6 后，2010 年还将推出 A、A0、SUV 三款新车；2、计划到 2014 年还将向市场推出 14 款新车，产品覆盖全系列。

我们认为内修与外炼的结合将最终带来公司自主品牌在质量和数量上的双重收获。

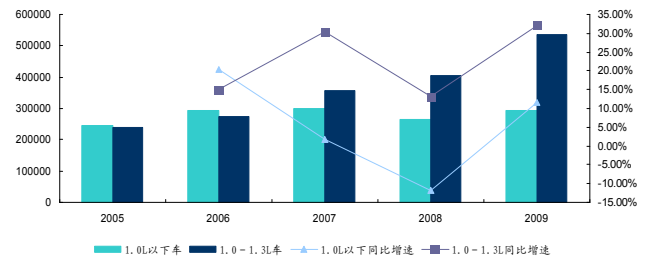
长期看：国际市场一向印度进军

2010 年 2 月 24 日，上汽从通用汽车公司手中收购上海通用汽车公司 1% 的股权，从而持有上海通用 51% 的股份，获得控股权。公司的全资子公司上汽香港将持有该 1% 股份，并与通用汽车的子公司通用香港在香港成立双方各持股 50% 的合资公司“通用上海汽车投资有限公司”。新公司将收购原通用印度公司 100% 股权，自此，上汽将与通用联手进军尚待开发的印度市场，来自上汽通用五菱的微型客车五菱荣光将作为打开市场的“先头产品”。

印度汽车工业近年来正以每年 20% 的增速快速增长，已经成为继中国之后全球增长速度排行第二的汽车市场。印度居民收入较低，道路建设落后，用车多为 1.0L 以下的轻型车和 1.0 - 1.3L 的 1L 车。在亚洲，不足 1.6L 排量的乘用车市场正在扩大，09 年已经占到市场整体近 4 成，其中，1.3L 以下车的需要增加主要是受到印度的拉动。05 年来，在轻型车和 1L 车市场，印度占亚洲 10 国销量份额一直在 55% 以上，近年更有扩大趋势。从印度国内销量来看，1.0L 以下车销量稳定在 29,000 辆左右，1.0 - 1.3L 车销量呈逐年上升态势，09 年销量达 535,980 辆，占亚洲 10 国销量的 66.45%。

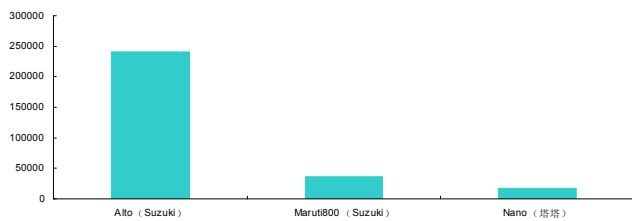
图 44：印度分细分市场销量占亚洲 10 国市场份额


资料来源：Fourin，长江证券研究部

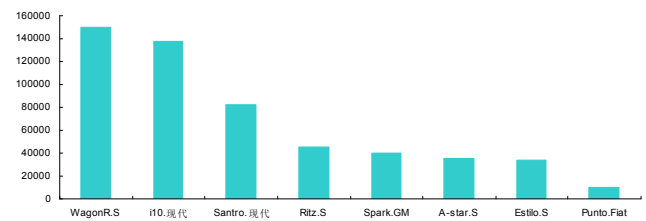
图 45：印度分细分市场销量和同比增速


资料来源：Fourin，长江证券研究部

面对如此巨大的市场需求，03 年时通用便进入印度市场，但其主打车型雪佛兰和欧宝品牌汽车在印度属于高端车型，故年销量仅约 6 万辆，主要贡献来自雪佛兰 Spark，09 年销量为 40,321 辆。市场份额主要集中在少数厂商手中，在印度 1.0L 以下车市场，Suzuki 占据统治地位，以绝对优势领先塔塔，在 1.0 - 1.3L 车市场，Suzuki 与现代汽车二分天下，09 年销量分别为 264,312 和 220,160 辆，通用和菲亚特虽列第三、四，但销量很低。

图 46：1.0L 以下车型销量排名


资料来源：Fourin，长江证券研究部

图 47：1.0 - 1.3L 车型销量排名


资料来源：Fourin，长江证券研究部

注：图 47 中，车型后面的 S 表明其厂商为 Suzuki

不断增长的对小排量车的庞大需求，有限的竞争车型，已经实现基本覆盖的销售渠道，大大降低了上汽通用五菱的微车进入印度市场的壁垒。作为国内微车市场的龙头，我们预计以雪佛兰的名义销往印度的五菱微型车将更易打开印度市场，同时，由于印度市场与国内市场的相对独立，可以减少国内市场波动的影响，更重要的是，为上汽的全面进军国际市场奠定基础。

盈利预测与风险分析

预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 1.28 元、1.52 元，对应 9 月 2 日公司收盘价 17.50 元，动态 PE 分别为 13.7、11.6 倍，由“谨慎推荐”上调为“推荐”评级。

投资风险主要在于乘用车行业景气度下行、行业竞争加剧，宏观经济下滑影响可选消费品消费等。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	139636	184319	235929	301989
营业成本	121228	158515	203347	260616
毛利	18408	25805	32582	41372
%营业收入	13.2%	14.0%	13.8%	13.7%
营业税金及附加	1465	1934	2476	3169
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	9789	10561	13519	17304
%营业收入	7.0%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	4750	6267	7786	9966
%营业收入	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%
财务费用	579	579	579	579
%营业收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
资产减值损失	1426	70	81	104
公允价值变动收益	30	0	0	0
投资收益	8344	4500	4800	5000
营业利润	8773	10893	12942	15251
%营业收入	6.3%	5.9%	5.5%	5.1%
营业外收支	166	0	0	0
利润总额	8597	10893	12942	15251
%营业收入	6.2%	5.9%	5.5%	5.1%
所得税费用	489	620	736	868
净利润	8108	10273	12205	14383
归属于母公司所有者 的净利润	6591.9	8352.4	9923.1	9
少数股东损益	1516	1921	2282	2690
EPS（元/股）	1.01	1.27	1.51	1.79

现金流量表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	21572	22688	25814	31890
取得投资收益	3609	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-3657	-2243	-2759	-3320
其他	-8628	0	0	0
投资活动现金流净额	-12285	-2243	-2759	-3320
债券融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-2270	-2734	0	0
筹资成本	1295	-1832	-2067	-2333
其他	-3181	0	0	0
筹资活动现金流净额	-4154	-4566	-2067	-2333
现金净流量	5134	15879	20987	26237

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	30500	46379	67366	93603
交易性金融资产	77	77	77	77
应收账款	4551	6008	7690	9843
存货	8314	10870	13945	17873
预付账款	4681	6121	7852	10063
其他流动资产	7383	8545	10818	13847
流动资产合计	74492	102242	138062	183393
可供出售金融资产	10451	10451	10451	10451
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	25425	25425	25425	25425
投资性房地产	1290	1290	1290	1290
固定资产合计	18129	16544	14940	13417
无形资产	2946	2799	2659	2526
商誉	7	7	7	7
递延所得税资产	1428	4	5	6
其他非流动资产	3990	3990	3990	3990
资产总计	138158	162751	196828	240504
短期贷款	2734	0	0	0
应付款项	24766	32380	41539	53239
预收账款	7765	10250	13120	16794
应付职工薪酬	1186	1550	1989	2549
应交税费	1228	1604	2017	2535
其他流动负债	42078	54330	69609	89204
流动负债合计	79757	100115	128275	164321
长期借款	1663	1663	1663	1663
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	285	0	0	0
其他非流动负债	9689	9689	9689	9689
负债合计	91394	111467	139627	175673
归属于母公司 所有者权益	42462	49562	57997	67936
少数股东权益	4302	6223	8505	11194
股东权益	46764	55785	66501	79131
负债及股东权益	138158	162751	206128	254804

基本指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	1.006	1.275	1.515	1.785
BVPS	6.48	7.57	8.85	10.37
PE	17.39	13.73	11.55	9.80
PEG	0.83	0.65	0.55	0.47
PB	2.70	2.31	1.98	1.69
EV/EBITDA	7.79	4.53	2.72	1.09
ROE	15.5%	16.9%	17.1%	17.2%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，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) 13564079561	68752398 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 13701696936	68751916 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 13917628525	68751003 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 13817196202	68751863 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 13564638080	68753198 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 13818973382	68751926 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 13502836130	82766999 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 15818552093	82750396 shenfw@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：

重要声明 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

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。本公司力求提供符合客观公正、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。

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，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或提供其他服务，也可能因本报告发布而直接或间接获得补偿。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。