

乘用车

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.00元

当前股价: 15.52元

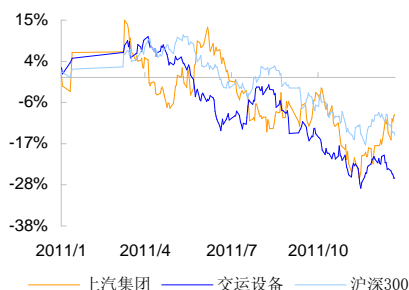
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2319.12
总股本(百万)	11025
流通股本(百万)	9170
流通市值(亿)	1423
EPS	1.49
每股净资产(元)	7.16
资产负债率	64.28%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上汽集团	14.80	2.40	-7.49
交运设备	4.34	-10.98	-27.78
沪深300指数	5.02	-3.06	-19.10



相关报告

上海汽车-增速如期回调, 坚定价值判断——10月产销点评 2011-11-08

上海汽车-竞争优势推升销量, 业绩稳定凸显价值——三季报点评 2011-10-27

上汽集团

600104

强烈推荐

龙头地位稳固, 投资价值显著——11年业绩预告点评

公司1月31日公告11年业绩预告: 预计归属于母公司净利润增长40%以上。据我们测算, 不考虑资产注入影响, 预计11年实现收入3800亿元左右, 归属于母公司净利润173亿, 实现EPS为1.87元, 考虑注入资产摊薄影响, 实现EPS为1.86元。

1、我们坚定看好乘用车投资价值(业绩好、估值低), 将持续获取超额收益, 短期有回调压力, 但2月中旬汽车投资热情仍将回归; 2、2013年汽车景气高峰必将再现, 2012年汽车增速将明显回升, 趋势投资机遇明显; 3、扩大内需改善民生, 乘用车消费将是未来拉动方向, 上汽集团是首选投资标的, 竞争优势明显, 投资价值显现。

投资要点:

- **2013年汽车景气高峰必将再现, 2012年是汽车行业增速将明显回升。**我国02-03年、06-07、09-10年景气高峰来自于**新车需求和换车需求**(4年一换)的释放, 同时经济周期向上也将明显助推汽车消费; 我们认为, 2013年汽车景气高峰必将再现, 2012年汽车行业增速将明显回升。上汽集团是投资乘用车的首选标的。
- **核心公司优势明显, 份额扩张仍在继续。**公司11年销量401万辆(同比+12%), 其中核心子公司上海通用(同比+19%)和上海大众(同比+16%)增长稳定, 竞争优势明显, 份额持续扩张。预计上海通用和上海大众分别实现利润201和172亿元, 同比30%和42%, 推升公司业绩快速增长。
- **上汽集团投资价值兼顾周期低估值和消费成长性。**经济转型背景下, 扩大内需改善民生, 乘用车消费将是未来消费拉动的重要方向; 上汽集团作为乘用车龙头, 中长期仍有广阔的成长空间。业绩好和估值低是整个乘用车板块的投资价值所在, 优秀龙头汽车公司的中长期价值显现。
- **新产能即将投放, 产能瓶颈将暂时消除。**核心子公司上海通用和上海大众长期产品供不应求, 生产线超负荷运转。两公司在12年下半年均有30万以上新产能开始投放, 缓解产能不足问题, 保障13-14年销量和利润的持续增长。
- **投资建议:** 不计注入资产影响, 预计公司11~13年实现收入3800亿、4403亿和5093亿, 归属于母公司净利润为172亿、198亿和241亿, 每股EPS为1.87、2.15和2.61元。我们给予公司12年9倍估值, 目标价19元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

- 宏观经济放缓打击汽车消费情绪, 汽车市场竞争加剧影响公司毛利, 注入资产拉低

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	312485	380052	440314	509345
收入同比(%)	125%	22%	16%	16%
归属母公司净利润	13729	17259	19842	24136
净利润同比(%)	108%	26%	15%	22%
毛利率(%)	19.4%	19.8%	19.6%	20.0%
ROE(%)	20.7%	21.1%	19.5%	19.2%
每股收益(元)	1.49	1.87	2.15	2.61
P/E	10.42	8.29	7.21	5.93
P/B	2.16	1.75	1.41	1.14
EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源: 中投证券研究所

一、2011 年上汽集团销量点评

根据公司产销快报公告，公司 11 年共计销售整车 400.9 万辆，同比增长 12.01%，超过行业平均增速（+2.5%）。公司 11 年整车市场占有率 21.63%，比 10 年增长 1.8 个百分点，龙头地位进一步稳固。

重点子公司上海大众和上海通用表现突出，同比增长均超过 15%，高于乘用车行业平均增速（+5.2%）。上海大众和上海通用主攻中高端市场，受刺激政策退出影响较小；同时两公司品牌优秀、技术先进、综合竞争力强，产品供不应求；另外日本地震影响日系品牌汽车供应链，给公司提供了份额扩张的机会。

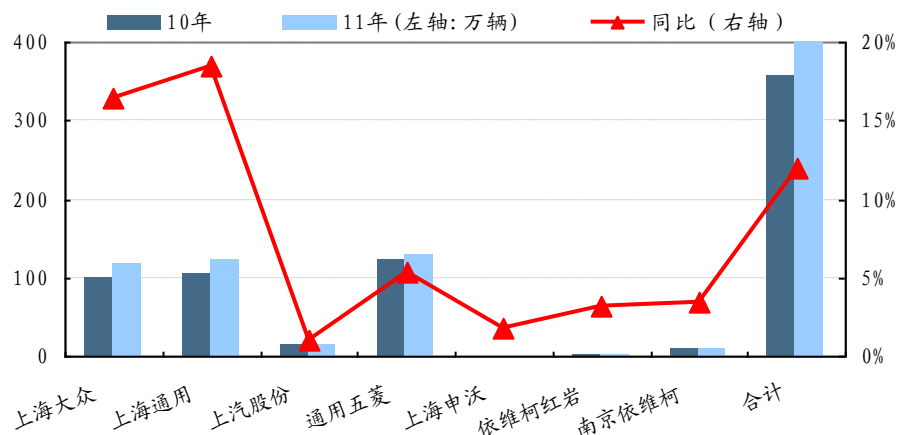
上汽通用五菱和上汽乘用车 11 年销量增长平淡，受刺激政策退出和竞争加剧影响明显。09-10 年的刺激政策对小排量自主品牌和微车透支部分市场需求，11 年增速回调明显。细分行业销量下滑背景，上汽乘用车与上汽通用五菱仍保持正增长，凸显公司强大竞争力。

表 1 上汽集团各子公司 11 年销量情况

	2011 年	2010 年	同比
上海大众	1,165,827	1,001,357	16.4%
上海通用	1,231,539	1,038,988	18.5%
上汽乘用车	162,004	160,397	1.0%
上汽通用五菱	1,301,118	1,234,508	5.4%
上海申沃	3,152	3,098	1.7%
上菲红	31,500	30,509	3.2%
南维柯	113,827	110,099	3.4%
合计	4,008,967	3,578,956	12.0%

资料来源：上海汽车产销快讯、中投证券研究所

图 1 上汽集团主要子公司 11 年销量及同比变化



资料来源：上海汽车产销快讯，中投证券研究所

二、重点子公司销量细节

2.1 上海通用：等待新车型跟进

预计上海通用四季度单季实现利润 47 亿元左右。相关车型竞争加剧，销量和利润率呈现压力。四季度销量 30.42 万辆，环比-3.5%，同比+2.5%；君越、GL8 等高端车型销量下滑，预计四季度净利润率下滑至 12%左右。

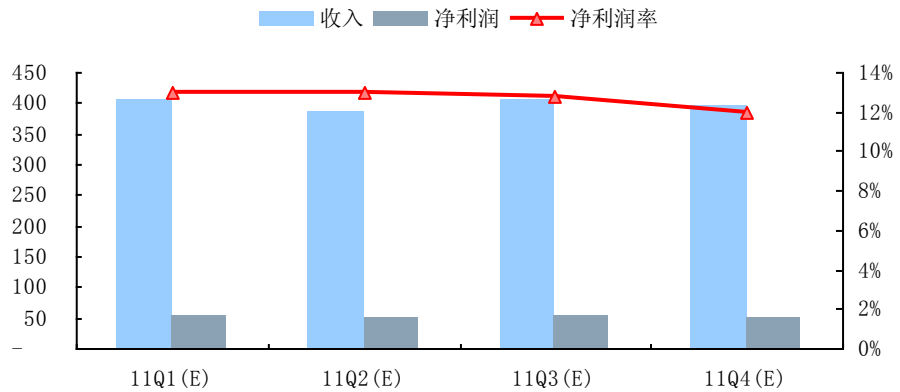
上海通用 11 年销售 123.15 万辆，同比+18.54%。旗下畅销车型科鲁兹、凯越、赛欧等保持快速增长态势，科帕奇、爱唯欧等新车型逐步放量，份额进一步扩张。预计上海通用全年实现收入 1590 亿元，实现净利润 201 亿元。

表 2 上海通用 11 年销量数据表现

	2011Q4	2011Q3	2010Q4	环比	同比	2011 年	2010 年	累计同比
科鲁兹	59,124	59,488	57,681	-0.61%	2.50%	221,196	187,737	17.82%
新君越	21,159	24,462	27,704	-13.50%	-23.62%	103,366	104,355	-0.95%
新君威	20,549	20,470	20,807	0.39%	-1.24%	78,844	79,358	-0.65%
君越	-	-	8	-	-100.00%	-	23	-100.00%
凯越	62,019	70,077	57,773	-11.50%	7.35%	253,514	222,494	13.94%
英朗	9,359	10,671	8,543	-12.30%	9.55%	38,075	38,338	-0.69%
英朗 GT	24,132	24,128	23,623	0.02%	2.15%	96,725	43,310	123.33%
GL8	12,176	17,550	8,831	-30.62%	37.88%	66,903	52,127	28.35%
赛欧	62,326	51,505	49,227	21.01%	26.61%	197,874	131,267	50.74%
爱唯欧	13,624	13,591	-	0.24%	-	29,869	-	-
乐骋	-	-	6	-	-100.00%	-	5,040	-100.00%
乐风	2	977	20,456	-99.80%	-99.99%	58,135	85,365	-31.90%
景程	5,166	6,269	11,935	-17.59%	-56.72%	31,694	53,791	-41.08%
林荫大道	588	734	341	-19.89%	72.43%	2,204	3,370	-34.60%
凯迪拉克	8,216	7,714	4,904	6.51%	67.54%	30,008	17,366	72.80%
斯帕可	612	955	123	-35.92%	397.56%	2,326	123	1791.06%
萨博	-	-	-3	-	-100.00%	3	33	-90.91%
科迈罗	201	525	-	-61.71%	-	907	-	-
昂科雷	1,069	1,475	1,669	-27.53%	-35.95%	5,906	6,637	-11.01%
科帕奇	3,873	4,681	3,184	-17.26%	21.64%	13,990	8,201	70.59%
合计	304,195	315,272	296,812	-3.51%	2.49%	1,231,539	1,038,935	18.54%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

图 2 上海通用季节毛利率及净利润率



注：上海通用净利润率实际为归属母公司净利润率，扣除东岳动力、东岳和北盛的少数股东损益
资料来源：公司资料，中投证券研究所

2.2 上海大众：高端车型持续给力

预计上海通大众四季度单季实现利润 44 亿元。上海大众是优秀的老牌中高端乘用车企业，随着本土化开发成功和高端 SUV 投放热销，净利润水平目前维持在 11%。公司四季度共计销售 30.62 万辆汽车，环比+8.3%，同比+7.5%。相比三季度而言，新帕萨特、途观、昊锐等高端车型销量有所下滑，波罗、朗逸等销量有所增长，因而四季度销量虽有所增长，但收入和净利润波动不大。

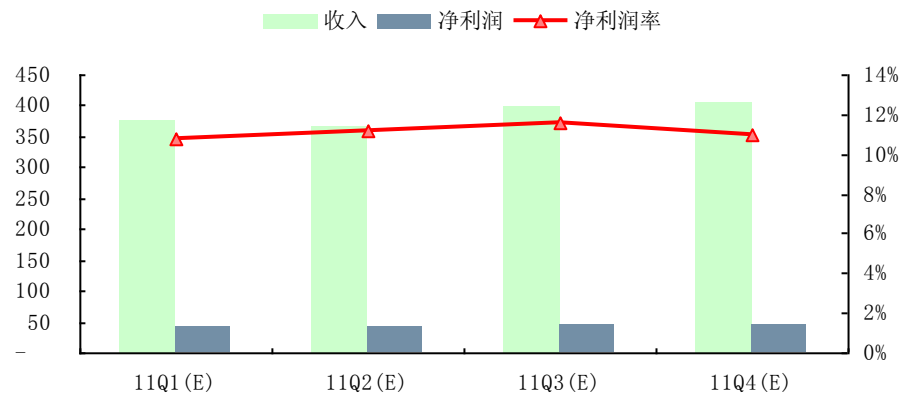
上海大众 11 年共计销售整车 116.58 万辆，同比增长 16.42%。新帕萨特、途观、昊锐等中高级增长加快，公司产品结构上移，实现收入和利润的快速增长。预计上海大众全年实现收入 1541 亿元，实现净利润 170 亿元。

表 3 上海大众 11 年销量数据表现

	2011Q4	2011Q3	2010Q4	环比	同比	2011 年	2010 年	累计同比
波罗	49,977	40,446	41,266	23.56%	21.11%	168,083	125,835	33.57%
朗逸	71,113	44,736	73,269	58.96%	-2.94%	247,475	251,615	-1.65%
帕萨特	8,556	12,270	33,406	-30.27%	-74.39%	68,061	13,0971	-48.03%
NMS	38,141	43,057	-	-11.42%	-	97,797	-	-
桑塔纳	48,221	42,204	61,752	14.26%	-21.91%	203,989	210,144	-2.93%
途安	10,107	8,346	5,514	21.10%	83.30%	31,241	22,037	41.77%
晶锐	12,283	11,045	11,251	11.21%	9.17%	48,759	39,278	24.14%
明锐	31,587	32,315	29,296	-2.25%	7.82%	126,450	113,226	11.68%
途观	28,463	38,145	19,662	-25.38%	44.76%	129,172	70,455	83.34%
昊锐	7,787	10,177	9,378	-23.48%	-16.97%	44,800	37,796	18.53%
合计	306,235	282,741	284,794	8.31%	7.53%	1,165,827	1,001,357	16.42%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

图 3 上海大众季节毛利率及净利润率



资料来源：公司资料，中投证券研究所

2.3 上海通用五菱与自主品牌：细分行业仍处筑底阶段

除上海通用和上海大众以外的乘用车品牌，包括上汽通用五菱、荣威、名爵和雪弗兰 spark，主要以微车、微客和中档自主品牌为主。

通用五菱自主新车型宝骏放量，微车销量恢复正增长；上汽乘用车本季度销量同比、环比均实现正增长。但由于全年需求下滑和竞争加剧，盈利相比往年将有所下滑，拖累上市公司业绩。

表 4 本部乘用车品牌 11 年 3 季度销量数据表现

	2011Q4	2011Q3	2010Q4	环比	同比	2011 年	2010 年	累计同比
Spark	15,425	17,997	22,551	-14.29%	-31.60%	70,258	77,800	-9.69%
宝骏	19,040	2,814	-	576.62%	-	21,854	-	-
五菱微车	289,548	266,324	221,426	8.72%	30.77%	1,125,260	1,057,804	6.38%
五菱微货	23,465	18,214	20,838	28.83%	12.61%	83,236	98,904	-15.84%
MG3	6,825	7,543	250	-9.52%	2630.00%	22,129	6,574	236.61%
MG6	6,067	6,311	5,537	-3.87%	9.57%	25,129	19,652	27.87%
MG7	131	284	258	-53.87%	-49.22%	759	1,606	-52.74%
荣威 W5	2,311	882	-	162.02%	-	3,193	-	-
荣威 350	15,982	13,116	16,011	21.85%	-0.18%	63,709	42,437	50.13%
荣威 550	9,129	10,139	17,244	-9.96%	-47.06%	41,659	83,352	-50.02%
荣威 750	1,356	959	842	41.40%	61.05%	4,714	6,779	-30.46%
合计	389,632	344,583	304,957	13.07%	27.77%	1,461,900	1,394,908	4.80%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	145542	156408	222271	279705	营业收入	312485	380052	440314	509345
现金	61262	61262	109982	156249	营业成本	251903	304957	353885	407723
应收账款	3482	4235	7588	6713	营业税金及附加	8172	9939	11515	13321
其他应收款	528	537	974	900	营业费用	21076	24703	28620	33107
预付账款	10811	13088	14681	17304	管理费用	11442	13917	16123	18651
存货	18162	21992	25549	29418	财务费用	387	-1269	-2055	-3833
其他流动资产	51296	55294	63497	69121	资产减值损失	1922	1500	1500	1500
非流动资产	83301	83610	86610	87006	公允价值变动收益	115	115	115	115
长期投资	20722	20722	20552	20523	投资净收益	8722	8722	8722	8722
固定资产	28494	29520	29815	28454	营业利润	27006	35141	39562	47714
无形资产	5760	7858	9956	12053	营业外收入	411	411	411	411
其他非流动资产	28324	25509	26287	25975	营业外支出	732	732	341	393
资产总计	228842	240017	308881	366711	利润总额	26684	34819	39633	47731
流动负债	132265	114513	148706	165062	所得税	3852	5026	5721	6890
短期借款	4675	12061	8806	15280	净利润	22833	29794	33912	40842
应付账款	53285	61514	72167	83878	少数股东损益	9104	12535	14070	16706
其他流动负债	74305	40938	67733	65904	归属母公司净利润	13729	17259	19842	24136
非流动负债	14829	15696	16338	17318	EBITDA	33512	37540	41395	47961
长期借款	2530	3397	4264	5132	EPS (元)	1.49	1.87	2.15	2.61
其他非流动负债	12299	12299	12074	12186					
负债合计	147094	130209	165045	182380	主要财务比率				
少数股东权益	15579	28114	42183	58889	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	9242	9242	9242	9242	成长能力				
资本公积	30085	30085	30085	30085	营业收入	125.0	21.6%	15.9%	15.7%
留存收益	26843	42254	62096	85770	营业利润	220.3	30.1%	12.6%	20.6%
归属母公司股东权益	66170	81695	101653	125442	归属于母公司净利润	108.3	25.7%	15.0%	21.6%
负债和股东权益	228842	240017	308881	366711	获利能力				
					毛利率	19.4%	19.8%	19.6%	20.0%
					净利率	4.4%	4.5%	4.5%	4.7%
					ROE	20.7%	21.1%	19.5%	19.2%
					ROIC	-906.9	76.7%	160.9	172.7%
					偿债能力				
					资产负债率	64.3%	54.2%	53.4%	49.7%
					净负债比率	8.46%	15.90%	11.10	14.07%
					流动比率	1.10	1.37	1.49	1.69
					速动比率	0.95	1.16	1.31	1.50
					营运能力				
					总资产周转率	1.70	1.62	1.60	1.51
					应收账款周转率	80	97	73	70
					应付账款周转率	6.51	5.31	5.29	5.23
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.49	1.87	2.15	2.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	-1.24	4.96	3.35
					每股净资产(最新摊薄)	7.16	8.84	11.00	13.57
					估值比率				
					P/E	10.42	8.29	7.21	5.93
					P/B	2.16	1.75	1.41	1.14
					EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-08	上海汽车-增速如期回调, 坚定价值判断——10月产销点评
2011-10-27	上海汽车-竞争优势推升销量, 业绩稳定凸显价值——三季报点评
2011-10-13	上海汽车-预计三季度EPS为0.46元, 股价低估严重, 投资价值显现
2011-08-29	上海汽车-低估值反映盈利担忧, 再出发等待需求信心
2011-08-03	上海汽车-把握业绩确定性, 等待估值提升点
2011-08-03	上海汽车-把握业绩确定性, 等待估值提升点
2011-04-28	上海汽车-结构分化加速洗牌, 品牌优势扩大盈利
2011-04-08	上海汽车-通过对上海大众和上海通用经营数据的独到分析, 坚定看好上海汽车的投资价值
2011-04-01	上海汽车-投资中国乘用车的最佳选择

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学, 清华大学汽车工程系硕士、学士, 参与多项汽车产业部委研究课题, 2010 年加盟中投证券研究所

邢卫军, 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434