

## 上汽集团 (600104. SH)

### 通用、大众着力提升产品结构

**评级: 买入**      **前次:**  
**目标价 (元): 19-25**  
 分析师: 刘江啸  
 白宇      S0740510120006  
 S0740511110001      021-20315167  
 021-20315193      [liujx@r.qlzq.com.cn](mailto:liujx@r.qlzq.com.cn)  
[baiyu@r.qlzq.com.cn](mailto:baiyu@r.qlzq.com.cn)  
 2012年1月31日

#### 基本状况

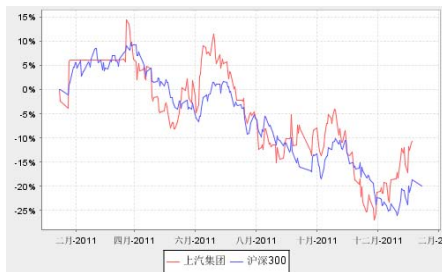
总股本(百万股)	11025.57
流通股本(百万股)	9170.32
市价(元)	15.52
市值(百万元)	171116.79
流通市值(百万元)	142323.42

#### 业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	138,875	312,485	386,100	435,000	480,500
营业收入增速	31.75%	125.01	23.56%	12.67%	10.46%
净利润增长率	1174.71	112.88	24.01%	23.93%	11.47%
摊薄每股收益 (元)	0.94	1.42	1.76	2.19	2.44
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	27.73	10.32	8.02	6.47	5.80
PEG	0.02	0.09	0.33	0.27	0.51
每股净资产 (元)	6.48	7.16	8.72	10.91	13.34
每股现金流量	3.29	2.70	0.78	4.35	4.36
净资产收益率	14.54%	19.86%	20.22%	20.03%	18.25%
市净率	4.03	2.05	1.62	1.30	1.06
总股本 (百万股)	6,551.0	9,242.4	9,242.4	9,242.4	9,242.4

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

**事件: 公司发布 11 年业绩预增公告, 预计 11 年归属上市公司股东净利润同比增长 40%以上。**

- **注入资产盈利能力低于原整车资产。**公司于 2011 年年底完成了向控股股东上汽集团的定向增发, 致使合并报表的范围扩大, 按照前期我们对注入资产的分析, 2011 年该部分资产贡献的合并报表收入应在 1000 亿元左右, 而根据此次业绩预告, 其 2011 年贡献的归属母公司净利润应在 20 亿元左右, 这个水平略低于公司原整车资产。
- **通用、大众将着力提升产品结构。**从上海通用和上海大众两个盈利主体的发展来看, 在目前已然位居中国汽车销量排名的前两把交椅后, 依靠目前产品谱系, 从量上维持前几年的高速增长已经比较困难, 因此从产品结构上做文章, 做大做强利润增长成为公司必然的战略选择。
  - 上海大众 2012 年将或推出斯柯达紧凑型 SUV 产品 Yeti, 以及基于大众 MQB 平台的 C 级车型。Yeti 是途观的同平台衍生车型, 在欧洲销量表现良好。未来引入中国后如定价合适或许将配合途观继续在 SUV 领域对日系的 CRV、RAV4 产生强大压力, 保持上海大众在 20-30 万这个价格区间 SUV 产品增长。而大众 2012 年更重要的产品或许是市场期待已久的基于 MQB 平台的国产 C 级车, 我们预计这款车型的定价将在 25-40 万元左右, 这个细分市场上竞争仍然较弱, 以上汽及大众的实力该车型成功的可能性较高, 而其或将会给上海大众带来更大的盈利增长动力。
  - 上海通用方面, 雪佛兰的全新 B 级车 Malibu 以及国产科帕奇将会使得国产雪佛兰品牌的产品结构在未来有较大的提升, 而上海通用对凯迪拉克品牌的重视也凸显了公司未来的发展战略。国产凯迪拉克品牌 2011 年销量达到了 7000 台, 而凯迪拉克品牌的远期规划将在年销 10 万辆左右, 其中国产车将有很大增长, 虽然其对上海通用销量增长的拉动有限, 但对净利润的拉动将十分强劲。
- **自主品牌开花结果仍有待时日。**2011 年上汽自主品牌乘用车荣威、名爵合计销售增长仅为 1.6%, 这还

是考虑了荣威 350、MG3 等 A0 级新车型贡献后的增长,传统主力车型荣威 550 及 MG6 合计下滑超过 30%。目前公司自主乘用车品牌产品谱系已经相对比较完整,涵盖了 A0、A、B 级分别两个品牌的车型。随着增压发动机、DCT 变速箱项目的投产,公司自主品牌乘用车在核心零部件及技术方面的储备已经领先国内竞争对手,但由于缺乏一款畅销车型,因此短期内我们认为自主品牌仍将处于积累阶段。

- **五菱将成为上汽征战低端乘用车市场的主力。**2011 年微车龙头通用五菱全年微车销量增长 6%,而行业同比下滑 9%,其产品较主要对手竞争力优势更加明显。随着五菱经济型轿车宝骏在 12 月份销量达到 8000 台,其向轿车领域进军所迈出的第一步已经接近成功。我们认为,未来经济型轿车的主要增长点将在农村市场,而在微车领域所建立的销售渠道、以及对这一市场消费者需求的精确把握将使得通用五菱成为上汽征战低端乘用车市场的主力。
- **投资策略。**上汽的产销体量已经足够大,这使得其在产品销量上继续领先行业的增长将会更加困难。但是在产品结构、技术等方面,上汽还有较大的潜力。而上汽毋庸置疑是汽车行业管理水平最好的企业之一,这使得我们仍然看好公司的发展。我们预计原上汽股份 11 年、12 年营收增长 21%、10.5%,对应 EPS: 1.76、2.2 (未摊薄),给予公司“买入”评级。

图表 1: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销货净收入	105,406	138,875	312,485	386,100	435,000	480,500	货币资金	22,174	30,500	61,262	69,657	120,020	174,292
增长率	1.27%	31.8%	125.0%	23.6%	12.7%	10.5%	应收账款	15,871	20,980	32,314	52,680	56,155	59,231
销货成本	-90,998	-119,202	-245,783	-303,571	-342,331	-378,371	存货	7,442	8,314	18,162	20,546	21,351	23,118
%收入	86.3%	85.8%	78.7%	78.6%	78.7%	78.7%	其他流动资产	10,484	14,698	33,804	33,824	36,519	37,965
毛利	14,407	19,673	66,703	82,529	92,669	102,129	流动资产合计	55,972	74,492	145,542	176,706	234,044	294,607
%收入	13.7%	14.2%	21.3%	21.4%	21.3%	21.3%	%总资产	51.9%	53.9%	63.6%	69.3%	75.8%	80.6%
销售及行政费用	-13,356	-16,005	-40,691	-46,332	-47,850	-52,855	长期投资	25,792	37,185	32,254	32,254	32,254	32,254
%收入	12.7%	11.5%	13.0%	12.0%	11.0%	11.0%	固定资产	17,098	18,129	33,171	29,862	26,193	22,164
EBITDA	1,052	3,668	26,012	36,197	44,819	49,274	无形资产	3,258	4,200	7,327	5,760	5,760	5,760
%收入	1.0%	2.6%	8.3%	9.4%	10.3%	10.3%	非流动资产合计	51,885	63,666	83,301	78,425	74,756	70,727
折旧与摊销	-2,237	-2,026	-6,120	-5,309	-5,669	-6,029	%总资产	48.1%	46.1%	36.4%	30.7%	24.2%	19.4%
%收入	2.1%	1.5%	2.0%	1.4%	1.3%	1.3%	<b>资产总计</b>	<b>107,857</b>	<b>138,158</b>	<b>228,842</b>	<b>255,131</b>	<b>308,799</b>	<b>365,334</b>
EBIT	-1,185	1,643	19,892	30,888	39,150	43,245	短期借款	5,331	2,734	9,918	5,242	5,242	5,242
%收入	-1.1%	1.2%	6.4%	8.0%	9.0%	9.0%	应付款项	24,803	37,050	80,332	83,077	94,552	102,541
利息费用	-1,517	-579	-387	0	0	0	其他流动负债	24,986	39,973	42,015	37,773	37,446	38,595
投资收益	4,489	8,344	8,722	12,000	14,000	16,000	流动负债	55,120	79,757	132,265	126,092	137,240	146,379
税前经营收益	1,787	9,408	28,227	42,888	53,150	59,245	长期贷款	1,225	1,663	2,530	2,530	2,530	2,530
%收入	1.7%	6.8%	9.0%	11.1%	12.2%	12.3%	其他长期负债	12,974	9,974	12,299	12,299	12,299	12,299
其他非经营收益	-2,439	-1,230	-2,128	0	0	0	<b>负债</b>	<b>69,320</b>	<b>91,394</b>	<b>147,094</b>	<b>140,921</b>	<b>152,069</b>	<b>161,207</b>
税前利润	-652	8,179	26,098	42,888	53,150	59,245	<b>普通股股东权益</b>	<b>34,640</b>	<b>42,462</b>	<b>66,170</b>	<b>80,619</b>	<b>100,816</b>	<b>123,329</b>
%收入	-0.6%	5.9%	8.4%	11.1%	12.2%	12.3%	少数股东权益	3,897	4,302	15,579	33,592	55,915	80,798
所得税	-370	-489	-3,852	-8,578	-10,630	-11,849	<b>负债股东权益合计</b>	<b>107,857</b>	<b>138,158</b>	<b>228,842</b>	<b>255,131</b>	<b>308,799</b>	<b>365,334</b>
所得税率	-56.7%	6.0%	14.8%	20.0%	20.0%	20.0%	<b>比率分析</b>						
少数股东损益	-1,506	1,516	9,104	18,013	22,323	24,883		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
归属于普通股股东净利润	484	6,174	13,142	16,297	20,197	22,513	<b>每股指标</b>						
净利率	0.5%	4.4%	4.2%	4.2%	4.6%	4.7%	每股收益(元)	0.074	0.942	1.422	1.763	2.185	2.436
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							每股净资产(元)	5.288	6.482	7.159	8.723	10.908	13.344
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	每股经营现金净流(元)	1.781	3.293	2.702	0.783	4.351	4.357
净利润	-850	8,108	22,833	34,310	42,520	47,396	每股股利(元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
少数股东损益	0	0	0	18,013	22,323	24,883	<b>回报率</b>						
非现金支出	5,466	3,451	8,042	5,309	5,669	6,029	净资产收益率	1.40%	14.54%	19.86%	20.22%	20.03%	18.25%
非经营收益	-3,524	-8,876	-10,643	-12,000	-14,000	-16,000	总资产收益率	0.45%	4.47%	5.74%	6.39%	6.54%	6.16%
营运资金变动	10,578	18,889	4,742	-20,381	6,023	2,848	投入资本收益率	-43.94%	-17.09%	287.50%	97.71%	179.52%	327.32%
经营活动现金净流	11,670	21,572	24,974	25,251	62,535	65,156	<b>增长率</b>						
资本开支	6,383	3,657	6,752	433	2,000	2,000	主营业务收入增长率	1.27%	31.75%	125.01%	23.56%	12.67%	10.46%
投资	-1,611	-11,802	-5,615	0	0	0	EBIT增长率	-930.25%	238.61%	1110.91%	55.28%	26.75%	10.46%
其他	3,757	3,174	5,437	12,000	14,000	16,000	净利润增长率	-89.40%	1174.71%	112.88%	24.01%	23.93%	11.47%
投资活动现金净流	-4,236	-12,285	-6,930	11,567	12,000	14,000	总资产增长率	5.93%	28.09%	65.64%	11.49%	21.04%	18.31%
股权募资	1	2	9,993	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
债权募资	1,809	-2,270	3,696	-4,736	0	0	应收账款周转天数	12.2	9.1	4.4	8.6	7.4	6.8
其他	-2,887	-1,880	-6,256	-5,674	-1,848	0	存货周转天数	29.9	23.7	19.2	24.3	22.4	22.0
筹资活动现金净流	-1,077	-4,148	7,433	-10,410	-1,848	0	应付账款周转天数	67.7	63.6	56.0	62.4	60.7	59.7
现金净流量	6,357	5,140	25,477	26,408	72,686	79,156	固定资产周转天数	54.5	37.7	25.2	25.4	19.6	14.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-22.94%	-40.42%	-53.92%	-50.09%	-68.64%	-79.29%
							EBIT利息保障倍数	0.7	6.3	67.3	—	—	—

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。