

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: 15.25元

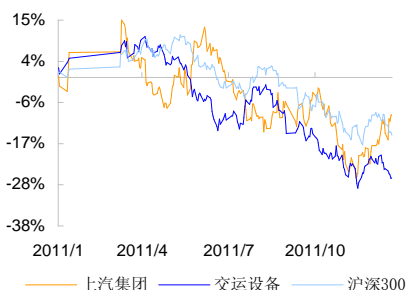
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2330.41
总股本(百万)	11025
流通股本(百万)	9170
流通市值(亿)	1412
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	13.03	-1.16	-5.93
交运设备	6.67	-14.28	-25.69
沪深300指数	6.84	-8.62	-15.23



相关报告

- 上汽集团-龙头地位稳固,投资价值显著——11年业绩预告点评 2012-02-01
- 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

上汽集团

600104

强烈推荐

春节销售旺,锁定一季报——1月产销快报点评

公司2月7日公布1月份产销快讯:集团销量38万辆(同比-8.5%,环比+16.3%),其中,上海通用销量12.7万(同比-4.0%,环比+58.3%);上海大众销量11万辆(同比-2.6%,环比+4.8%)。数据超预期,去年1季度销量105.6万辆,锁定一季报正增长。

1、我们坚定看好乘用车投资价值(业绩好、估值低),持续获取超额收益,短期回调后投资热情将回归;2、2013年汽车景气高峰必将再现,2012年汽车增速将回升,趋势投资机遇明显;3、扩大内需改善民生,乘用车将是未来消费拉动方向,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:

- 经济硬着陆打击汽车消费,市场竞争加剧影响公司毛利,注入资产拉低整体盈利。

主要财务指标

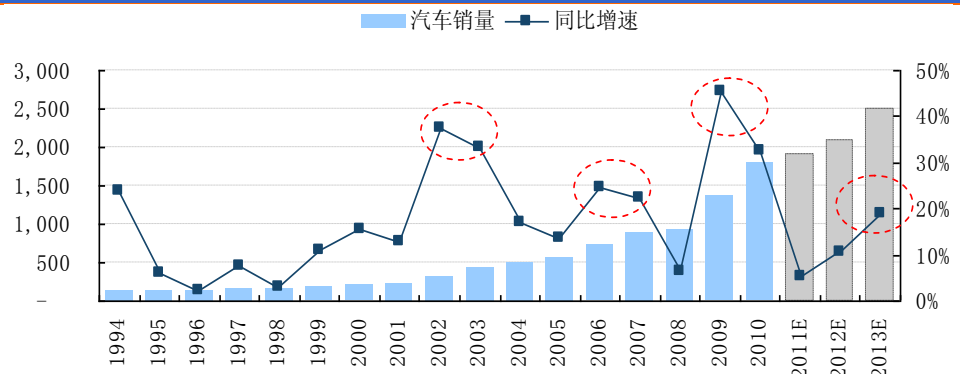
单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	312485	380052	440314	509345
收入同比(%)	125%	22%	16%	16%
归属母公司净利润	13729	17259	19842	24136
净利润同比(%)	108%	26%	15%	22%
毛利率(%)	19.4%	19.8%	19.6%	20.0%
ROE(%)	20.7%	21.1%	19.5%	19.2%
每股收益(元)	1.49	1.87	2.15	2.61
P/E	10.27	8.17	7.10	5.84
P/B	2.13	1.73	1.39	1.12
EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源:中投证券研究所

一、行业观点：12年增速合理回归，13-14年消费景气再现

长期而言：行业下一轮高峰合理时点在12年下半年到14年，主要逻辑来源于新车需求和换车需求（3或4年一换）的释放，02-03年、06-07年、09-10年的需求高峰，同时经济周期向上推动财富效应将加强需求的释放。当然我们不排除在国家出台刺激政策促使行业景气高峰提前启动的可能性。

图1 汽车行业增速及预测



资料来源：CAAM，中投证券研究所

中期而言：我们认为汽车消费的内生性需求仍较强，（限购本身说明了需求的旺盛），11年的负面因素较多导致行业增速回调，但12年回归合理较为可信，汽车行业增速（8%）超越GDP增速，乘用车增速（10%）超越汽车增速。

我们认为，随着2011年行业增速低于预期，汽车公司的估值风险已经大部分释放，整车和总成零部件普遍处于8-10倍，细分零部件普遍处于15-20倍，毋庸置疑优秀龙头汽车公司的股价进入中长期的投资区域。

二、上汽集团1月销量点评

根据公司产销快讯，2012年1月销售整车38.03万辆，环比+16.3%，同比-8.5%。其中，重点公司表现较好，上海大众环比+4.8%、同比-2.6%，上海通用环比+58.3%、同比-4.0%，上汽通用五菱环比+5.4%、同比-9.3%；其余公司表现一般，上汽乘用车环比-34.9%、同比-45.3%，南京依维柯环比+26.8%、同比-8.5%，依维柯红岩环比-71.7%、同比-82.8%，申沃环比-58.6%、同比62.4%。新增上汽商用车公司，本月销量353辆。

乘联会周销量数据表明，上海通用11年12月最后一周销量延后至12年1月统计，导致12年1月销量环比出现大幅增长。若参考1月第二周销量数据将部分销量（约2.3万辆）还原至12月后，则上海通用1月销量约10.4万辆，与12月（10.3万辆）基本一致。

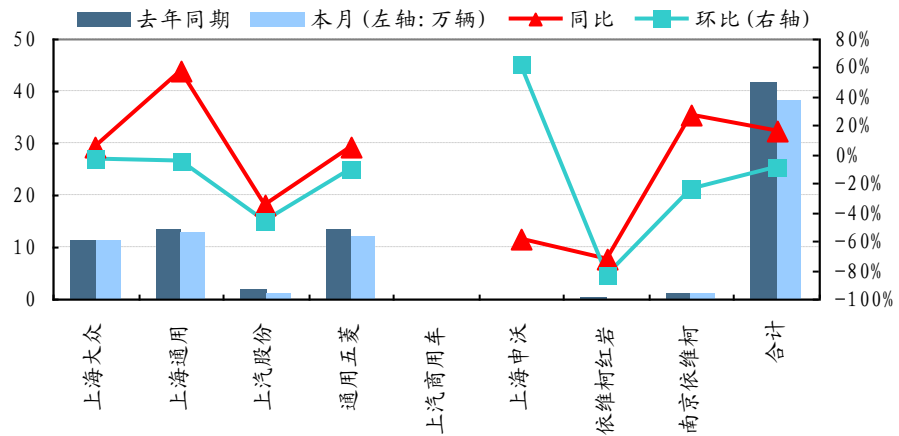
中投观点：春节前为乘用车销售旺季，虽然假日减少了工作时间，但节前旺盛的消费情绪，使得重点公司本月销量环比保持增长，若考虑单日销量，则增幅显著（+40%以上），凸显大众、通用品牌强大的综合竞争力。2月以后，11年补贴政策退出带来的高基数影响渐弱，公司销量同比有望恢复正增长。

表 1 上汽集团各子公司 12 年 1 月销量情况

	12 年 1 月	11 年 12 月	11 年 1 月	环比	同比
上海大众	110,008	104,928	113,000	4.8%	-2.6%
上海通用	127,443	80,529	132,783	58.3%	-4.0%
上汽乘用车	11,001	16,888	20,127	-34.9%	-45.3%
上汽通用五菱	120,796	114,570	133,250	5.4%	-9.3%
上汽商用车	353	0	0	-	-
上海申沃	138	333	85	-58.6%	62.4%
上菲红	550	1,942	3,197	-71.7%	-82.8%
南维柯	10,016	7,901	13,090	26.8%	-23.5%
合计	380,305	327,091	415,532	16.3%	-8.5%

资料来源：上汽集团产销快讯、中投证券研究所

图 2 上汽集团主要子公司 12 年 1 月销量及同比变化



资料来源：上汽集团产销快讯，中投证券研究所

表 2 上海通用销量调整

	Dec 1-9	Dec 10-16	Dec 17-23	Dec 24-31	Dec 合计	Jan 1-6	Jan 7-13	Jan 14-31	Jan 合计	环比
公告数据	31,867	23,773	17,347	7,542	80,529	48,896	25,623	52,905	127,424	58.2%
调整后	31,867	23,773	17,347	30,815	103,802	25,623	25,623	52,905	104,151	0.3%

资料来源：乘联会、中投证券研究所

表 3 上汽集团重点子公司 12 年 1 月日均销量情况

	12 年 1 月	11 年 12 月	环比	12 年 1 月日均	11 年 12 月日均	日均环比
上海大众	110,008	104,928	4.8%	5,000	3,385	47.7%
上海通用 (调整后)	104,151	103,802	0.3%	4,734	3,348	41.4%
上汽通用五菱	120,796	114,570	5.4%	5,491	3,696	48.6%

资料来源：上汽集团产销快讯、乘联会、中投证券研究所

三、重点子公司分品牌销量

3.1 上海通用

剔除数据平滑，销量差强人意，销量结构环比改善。剔除数据平滑，1月份实际数据仍环比+0.3%，单日销量水平较高；同时，重点盈利车型君越、君威等占比环比回升，A0级车赛欧、爱唯欧等占比环比下降，预计将使公司净利润率水平有所回升。此外，公司将12月部分销量延后统计，使1月销量数据超预期，锁定1季度业绩。

表 4 上海通用 12 年 1 月销量数据表现

	2012 年 1 月	2011 年 12 月	2011 年 1 月	环比	同比
科鲁兹	22,707	17,477	24,225	29.9%	-6.3%
新君越	9,401	5,143	11,159	82.8%	-15.8%
新君威	7,760	4,163	7,470	86.4%	3.9%
凯越	28,679	13,846	28,149	107.1%	1.9%
英朗	4,598	2,131	3,836	115.8%	19.9%
英朗 GT	15,188	6,250	12,507	143.0%	21.4%
GL8	5,266	3,197	6,373	64.7%	-17.4%
赛欧	21,438	18,846	17,268	13.8%	24.1%
爱唯欧	4,061	4,083	-	-0.5%	-
乐风	1	0	11,055	-	-100.0%
景程	2,781	921	5,736	202.0%	-51.5%
林荫大道	51	176	80	-71.0%	-36.3%
凯迪拉克	2,983	3,123	2,530	-4.5%	17.9%
斯帕可	3	0	392	-	-99.2%
萨博	(1)	0	0	-	-
科迈罗	78	74	-	5.4%	-
昂科雷	109	182	867	-40.1%	-87.4%
科帕奇	2,321	917	1,136	153.1%	104.3%
合计	127,424	80,529	132,783	58.2%	-4.0%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

3.2 上海大众

销量数据依然表现强劲，销售结构仍将推升盈利能力。本月公司重点盈利车型帕萨特、途观等占比有明显提升，热销车型朗逸、波罗等占比基本一致，斯柯达系列和桑塔纳占比有所下降。销量结构的改善仍将进一步推升上海大众的盈利能力。

表 5 上海大众 12 年 1 月销量数据表现

	2012 年 1 月	2011 年 12 月	2011 年 1 月	环比	同比
桑塔纳	2,475	11,818	8,930	-79.1%	-72.3%
桑塔纳志俊	6,205	14,023	12,234	-55.8%	-49.3%
朗逸	20,068	26,606	22,470	-24.6%	-10.7%
帕萨特	20,015	18,024	12,571	11.0%	59.2%
波罗	15,013	18,159	11,472	-17.3%	30.9%
途安	3,003	3,093	3,044	-2.9%	-1.3%

途观	12,007	9,496	11,380	26.4%	5.5%
明锐	9,590	15,548	10,006	-38.3%	-4.2%
晶锐	3,070	7,749	3,398	-60.4%	-9.7%
昊锐	4,056	2,747	4,603	47.7%	-11.9%
合计	95,502	127,263	100,108	-25.0%	-4.6%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

3.3 上海通用五菱与自主品牌

自主品牌再陷泥潭，厚积薄发仍需时日；通用五菱陆续走出低谷。公司自主品牌荣威和名爵销量水平下滑较为严重，加大对集团公司的拖累；通用五菱的微型业务销量表现略有恢复，宝骏则在持续上量，值得期待。

表 6 上海通用五菱与上汽乘用车 12 年 1 月销量数据表现

	2012 年 1 月	2011 年 12 月	2011 年 1 月	环比	同比
荣威 750	197	624	919	-68.4%	-78.6%
荣威 550	2,429	3,396	5,992	-28.5%	-59.5%
荣威 350	4,746	6,916	8,498	-31.4%	-44.2%
荣威 W5	317	777		-59.2%	-
MG7	51	147	161	-65.3%	-68.3%
MG6	1,300	2,357	4,554	-44.8%	-71.5%
MG3	1,961	2,671	3	-26.6%	65266.7%
乐驰	4,369	5,710	8,738	-23.5%	-50.0%
宝骏	9,006	8,019		12.3%	#DIV/0!
微客	97,313	93,146	112,773	4.5%	-13.7%
合计	121,689	123,763	141,638	-1.7%	-14.1%

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	10.27	8.17	7.10	5.84
					P/B	2.13	1.73	1.39	1.12
					EV/EBITDA	3	3	3	2

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	24974	-11485	45875	30955
净利润	22833	29794	33912	40842
折旧摊销	6120	3667	3887	4080
财务费用	387	-1269	-2055	-3833
投资损失	-8722	-8722	-8722	-8722
营运资金变动	5689	-36162	20329	-1754
其他经营现金流	-1332	1206	-1476	342
投资活动现金流	-6930	3813	3783	4298
资本支出	7183	2000	2000	1500
长期投资	-10057	0	0	0
其他投资现金流	-9804	5813	5783	5798
筹资活动现金流	7475	7673	-938	11015
短期借款	2930	7386	-3255	6474
长期借款	867	867	867	867
普通股增加	2691	0	0	0
资本公积增加	7738	0	0	0
其他筹资现金流	-6752	-580	1450	3674
现金净增加额	25477	0	48720	46267

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
2012-02-01	上汽集团 - 龙头地位稳固，投资价值显著——11 年业绩预告点评
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