

证券研究报告

汽车

强烈推荐(维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号

S1060511010006

021-33830392

wangdean002@pingan.com.cn

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号

S1060511010004

021-33830392

Yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 上汽集团 (600104)

### 优质白马、估值偏低

#### 事项

上汽集团公告 2012 年 2 月产销情况：公司 1-2 月累计销售整车 74.8 万辆，同比增长 6.98%。

#### 平安观点：

##### ■ 两大合资公司销量表现优异

公司利润主要来自上海大众、上海通用。上海大众、上海通用 1-2 月累计销量分别为 21.3 万辆、23.4 万辆，均同比增长 10%以上。上汽通用五菱累计销售 25.2 万辆，同比增长 7%。

##### ■ 新帕萨特为上海大众 2012 增长利器

值得特别提出的是，上海大众新帕萨特销量增长强劲，自 2011 年 4 月上市以来销量增长迅速，自 2011 年 7 月起月销过万，2012 年 1 月、2 月销量高达 2.7 万台、1.6 万台。2012 年新帕萨特将贡献全年销量，将成为上海大众 2012 年产销规模及盈利能力增长的有力保障。未来上海大众还将与德国大众联合开发 C 级车以进一步上移产品结构。2012 年通用雪佛兰品牌推出中高级车型迈锐宝，此外新 SUV 科帕奇也将弥补通用在 SUV 领域的短板。

##### ■ 自主乘用车同比下降 25%

前两月上海汽车乘用车分公司销售 2.4 万辆，同比下降 25%，上汽自主乘用车依然处于调整期。我们预计上汽自主乘用车盈利能力有较大下滑，估计 2011 全年毛利率为 10%左右，比 2010 全年下降 8 个百分点。

##### ■ 2012 产能释放有助于缓解产能严重不足，年产能利用率仍将处高位

目前上海大众拥有四家整车厂，设计产能总计 97 万台，2011 年产能利用率 120%，预计年底有望新增产能 20 余万台，缓解目前产能严重不足局面。

目前上海通用拥有三家整车厂，设计产能 76 万台，2011 年产能利用率超过 160%，预计年底有望新增产能 20 余万台，届时产能利用率仍高于 120%。

##### ■ 盈利预测与投资建议

我们估计上汽集团 2012 年销量增幅 8%—10%，利润率还将同比提升，全年利润增幅约 15%，按其最新股本测算，预计 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.87 元、2.15 元，对应 PE 分别为 8.5 倍、7.4 倍。我们认为其年内合理价格区间为 19.4—21.5 元，股价上升空间大，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

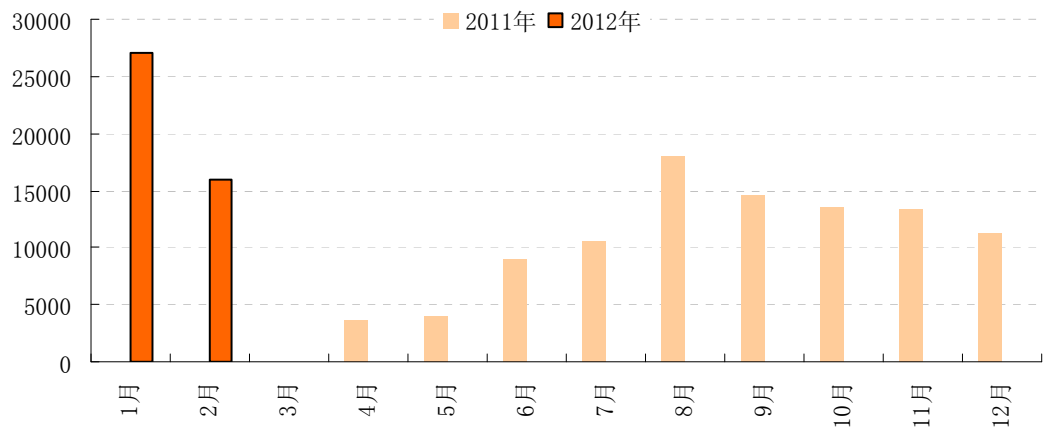
1) 自主乘用车业务销量及盈利能力继续下滑；2) 注入资产降低整体 ROE。

图表 1 上汽集团销量 单位：辆

	2011 年 1-2 月	2012 年 1-2 月	同比
上海汽车集团(合计)	699116	747630	6.98%
上海大众	193015	213210	10.5%
上海通用	212071	234074	10.4%
上海汽车乘用车	31322	23605	-24.6%
上汽通用五菱汽车	235142	251583	7.0%
上海申沃客车	170	338	98.8%
上汽依维柯红岩商用车	5716	2200	-61.5%
南京依维柯汽车	21395	22027	3.0%
上汽商用车公司	0	593	

资料来源：公司公告

图表 2 上海大众全新帕萨特上市以来月销量 单位：辆



资料来源：中国汽车工业协会

图表 3 上海通用新车雪佛兰迈锐宝参数配置

厂商指导价 (万元)	16.29—22.99
车厢级别	三厢中级车
发动机排量、变速箱形式	2.0\2.4L, 6 速手自一体
长\宽\高\轴距 (mm)	4869/1854/1472 轴距 2737
整车整备质量 (kg)	1538\1565\1590
发动机	直列 4 缸。燃油供给方式：2.0L 多点电喷；2.4L 缸内直喷
最大功率	2.0L 对应 108/6200, 2.4L 对应 137/6200
最大扭矩	2.0L 对应 190/4600, 2.4L 对应 240/4800
100 公里加速 (S)	11.7\9.5
最高车速(km/h)	197\200
保修里程	两年或 6 万公里

资料来源：网上车市

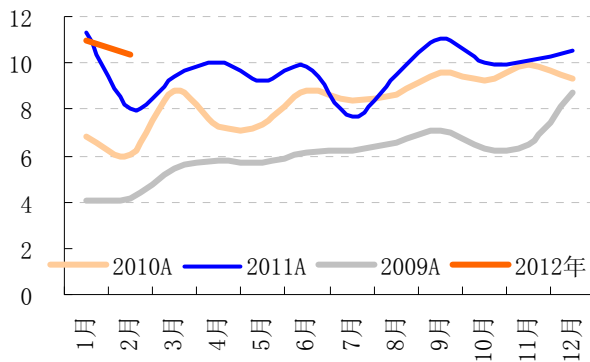
图表 4 上海大众、上海通用生产基地

上海大众		整车品牌
汽车一厂		大众 POLO、斯卡达 Fabia
汽车二厂		朗逸、桑塔纳 B2
汽车三厂		帕萨特新领驭、途观、途安、明锐、昊锐
汽车四厂（南京分公司）		全新帕萨特、桑塔纳志俊
		发动机型号
发动机一厂		EA888
发动机二厂		EA827、EA113
上海通用		产能
上海通用合计		整车 76 万台、发动机 87 万台、自动变速箱 38 万台
其中：上海金桥基地		整车 32 万、发动机 51 万、自动变速箱 8 万台
沈阳北盛基地		整车 20 万
烟台东岳基地		整车 24 万、发动机 36 万台、自动变速箱 30 万台

资料来源：公司网站

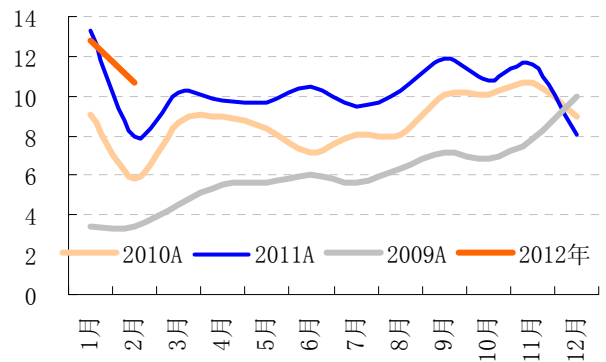
图表 5 上海大众月度销量

单位：万辆



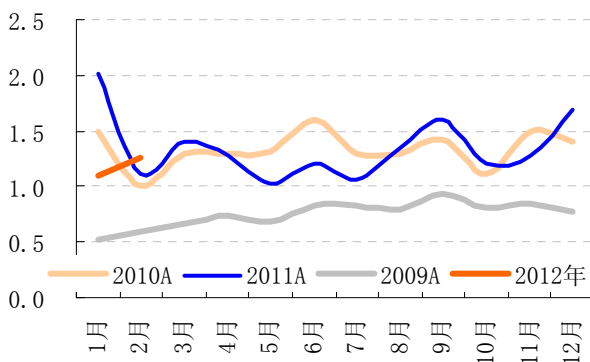
图表 6 上海通用月度销量

单位：万辆



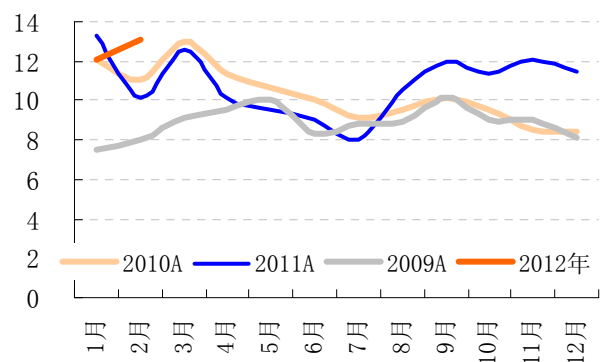
图表 7 上汽乘用车月度销量

单位：万辆



图表 8 上汽通用五菱月度销量

单位：万辆



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	74492	145542	169451	216150	262394	营业收入	138875	312485	378284	453941	535651
现金	30500	61262	71556	103350	132063	营业成本	121228	251903	305654	366331	432002
应收账款	4067	3482	6490	6876	8472	营业税金及附加	1465	8172	10970	13164	15534
其他应收款	484	528	872	954	1162	营业费用	9789	21076	23075	27600	32621
预付账款	4681	10811	12680	15372	18059	管理费用	4750	11442	14564	17522	20730
存货	8314	18162	21681	26128	30756	财务费用	579	387	378	409	482
其他流动资产	26445	51296	56173	63470	71882	资产减值损失	1426	1922	400	350	330
非流动资产	63666	83301	91663	100886	108732	公允价值变动收益	30	115	0	0	0
长期投资	25425	20722	22342	21808	21986	投资净收益	8344	8722	11304	13565	16278
固定资产	14651	28494	38535	46711	53186	营业利润	8431	27006	34547	42131	50229
无形资产	2946	5760	7267	8946	10570	营业外收入	303	411	313	320	310
其他非流动资产	20645	28324	23519	23422	22990	营业外支出	137	732	100	120	110
资产总计	138158	228842	261113	317036	371126	利润总额	8597	26684	34760	42331	50429
流动负债	79757	132265	137940	160163	175157	所得税	489	3852	6257	7831	9582
短期借款	1745	4675	3699	4024	3916	净利润	8108	22833	28503	34500	40848
应付账款	24069	53285	63332	76432	89927	少数股东损益	1516	9104	11264	13597	16098
其他流动负债	53943	74305	70909	79707	81315	归属母公司净利润	6592	13729	17239	20903	24750
非流动负债	11637	14829	14778	15808	16478	EBITDA	11035	33512	38835	47638	56886
长期借款	1663	2530	3254	4026	4782	EPS (元)	1.01	1.49	1.87	2.26	2.68
其他非流动负债	9974	12299	11524	11782	11696						
负债合计	91394	147094	152718	175971	191635	主要财务比率					
少数股东权益	4302	15579	26842	40439	56537	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	6551	9242	9242	9242	9242	成长能力					
资本公积	22347	30085	30085	30085	30085	营业收入	31.8%	125.0%	21.1%	20.0%	18.0%
留存收益	13587	26843	42234	61304	83634	营业利润	769.4%	220.3%	27.9%	22.0%	19.2%
归属母公司股东权益	42462	66170	81553	100625	122955	归属于母公司净利润	904.6%	108.3%	25.6%	21.2%	18.4%
负债和股东权益	138158	228842	261113	317036	371126	获利能力					
						毛利率(%)	12.7%	19.4%	19.2%	19.3%	19.4%
现金流量表						净利率(%)	3.1%	4.7%	4.4%	4.6%	4.6%
单位:百万元						ROE(%)	15.5%	20.7%	21.1%	20.8%	20.1%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	18.5%	31.9%	32.4%	31.9%	31.2%
经营活动现金流	21572	24974	18742	32073	28914	偿债能力					
净利润	8108	22833	28503	34500	40848	资产负债率(%)	66.2%	64.3%	58.5%	55.5%	51.6%
折旧摊销	2026	6120	3910	5098	6175	净负债比率(%)	4.81%	8.46%	7.06%	7.02%	6.70%
财务费用	579	387	378	409	482	流动比率	0.93	1.10	1.23	1.35	1.50
投资损失	-8344	-8722	-11304	-13565	-16278	速动比率	0.82	0.95	1.06	1.18	1.31
营运资金变动	18500	5689	-5035	5889	-2569	营运能力					
其他经营现金流	705	-1332	2289	-257	257	总资产周转率	1.1	1.7	1.5	1.6	1.6
投资活动现金流	-12285	-6930	-3319	-18	2348	应收账款周转率	38.9	80.2	73.3	65.6	67.4
资本支出	3759	7183	10371	11928	11409	应付账款周转率	5.7	6.5	5.2	5.2	5.2
长期投资	-11802	-10057	2031	-677	226	每股指标(元)					
其他投资现金流	-20328	-9804	9083	11233	13983	每股收益(最新摊薄)	0.71	1.49	1.87	2.26	2.68
筹资活动现金流	-4154	7475	-5128	-261	-2549	每股经营现金流(最新摊薄)	2.33	2.70	2.03	3.47	3.13
短期借款	-2581	2930	-977	326	-109	每股净资产(最新摊薄)	4.59	7.16	8.82	10.89	13.30
长期借款	437	867	724	772	756	估值比率					
普通股增加	0	2691	0	0	0	P/E	22.6	10.9	8.7	7.1	6.0
资本公积增加	145	7738	0	0	0	P/B	3.5	2.3	1.8	1.5	1.2
其他筹资现金流	-2155	-6752	-4875	-1359	-3196	EV/EBITDA	7.9	2.6	2.2	1.8	1.5
现金净增加额	5140	25477	10294	31794	28713						

附注：该表基于未注入华域汽车之前资产范围、按未新增股本之前总股本估算

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257