

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: 16.00元

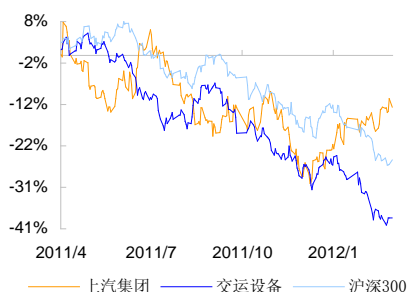
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2445.00
总股本(百万)	11025
流通股本(百万)	9170
流通市值(亿)	1467
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	3.90	24.57	7.83
交运设备	14.33	0.83	-10.69
沪深300指数	6.86	4.43	-7.50



相关报告

上汽集团-春节销售旺, 锁定一季报——1月产销快报点评 2012-02-07

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

上汽集团

600104

强烈推荐

挑战中稳健前行——2月产销快报点评

公司3月5日公布2月份产销快讯: 集团销量37万辆(环比-3.4%, 同比+29.7%)其中, 上海大众(环比-6.2%、同比+29.0%), 上海通用(环比-16.3%、同比+34.5%)。数据超预期, 去年1季度销量105.6万辆, 锁定一季报正增长。

12年品牌竞争加剧, 自主品牌上冲、高端品牌下沉、中端品牌受压; 盈利上, 自主品牌回升, 强势合资品牌巩固, 小众品牌压力呈现; 考虑业绩改善和成长空间, 看好优秀自主品牌和强势合资品牌, 自主品牌估值上限15倍, 合资品牌上限12倍。目前, 经济复苏预期下, 整车修复至9倍, 短期可能面对经济复苏信心动摇, 触发调整, 但随着政策面放松, 乘用车的2季度销量和业绩超预期, 仍会强势震荡上行。

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。
- **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%, 推升公司业绩稳定增长。
- **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11-13年净利润为172亿、198亿和241亿, EPS为1.87、2.15和2.61元。给予12年9倍估值, 目标价19元, “强烈推荐”评级。

风险提示: 经济硬着陆、价格战、新产能产能利用率不高将降低公司盈利能力。

主要财务指标

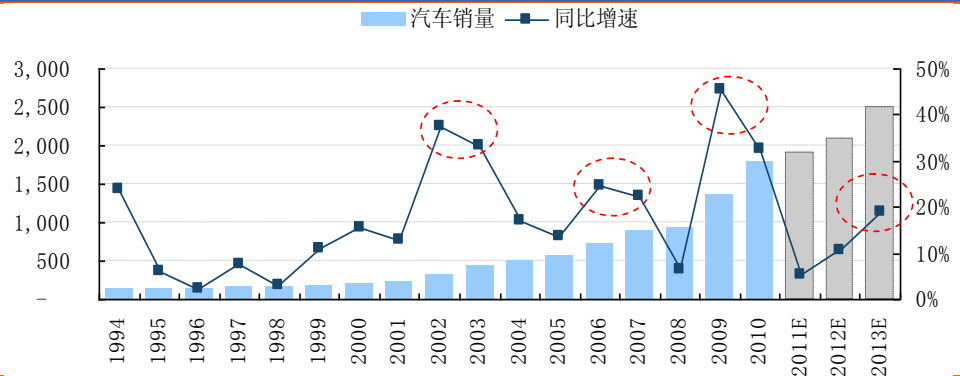
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	312485	380052	440314	509345
收入同比(%)	125%	22%	16%	16%
归属母公司净利润	13729	17259	19842	24136
净利润同比(%)	108%	26%	15%	22%
毛利率(%)	19.4%	19.8%	19.6%	20.0%
ROE(%)	20.7%	21.1%	19.5%	19.2%
每股收益(元)	1.49	1.87	2.15	2.61
P/E	10.27	8.17	7.10	5.84
P/B	2.13	1.73	1.39	1.12
EV/EBITDA	3	3	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**回归推动财富效应将加强汽车需求的释放。

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12年是需求回归的一年，汽车行业增速（8%）超越GDP增速，乘用车增速（10%）超越汽车增速；12年乘用车运行，将延续**中低收入人群消费升级**为主的思路，市场将以**区域分化**为主，二三线需求快速释放；品牌竞争将会加剧，但不简单延续2011年中高端扩张趋势，而是**自主品牌上冲、高端品牌下沉、中端品牌受压**为主；盈利表现上，自主品牌逐步回升，强势合资品牌巩固，小众合资品牌压力呈现；估值上，考虑自主品牌业绩改善和未来上升空间加大，自主品牌估值提升上限15倍，合资品牌上限12倍。

目前，跟随经济复苏预期，整车和总成零部件普遍修复至9倍，细分零部件普遍修复至20倍；短期可能面对经济复苏信心动摇，可能面对一定幅度的调整，但随着宏观经济政策面放松，汽车行业特别是乘用车的2季度销量和业绩将出现强支撑，仍会强势震荡上行，**我们更看好优秀自主品牌和强势合资品牌。**

二、上汽集团2月销量点评

根据公司产销快讯，2012年2月销售整车37万辆，环比-3.4%，同比+29.7%。其中，上海大众环比-6.2%、同比+29.0%，上海通用环比-16.3%、同比+34.5%，上汽通用五菱环比+8.3%、同比+28.4%，上汽乘用车环比+14.6%、同比+12.6%，南京依维柯环比+19.9%、同比+44.6%，上依红环比+200%、同比-34.5%，申沃环比+44.9%、同比+135.3%，新增上汽商用车公司，本月销量240辆，环比-32.0%。

表1 上汽集团各子公司12年2月销量情况

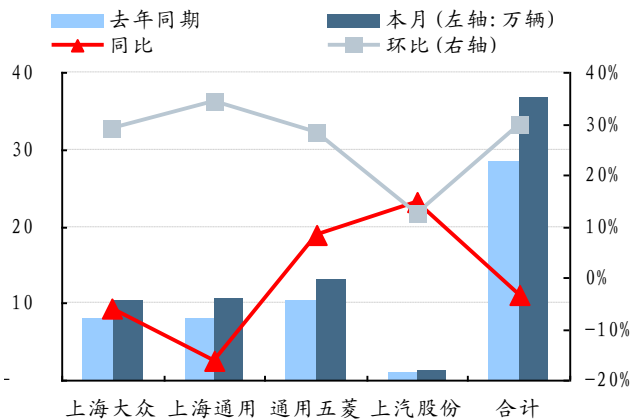
	12年2月	12年1月	11年2月	环比	同比	本年累计	同期累计	累计同比
上海大众	103,202	110,008	80,015	-6.2%	29.0%	213,210	193,015	10.5%
上海通用	106,631	127,443	79,288	-16.3%	34.5%	234,074	212,071	10.4%
上汽乘用车	12,604	11,001	11,195	14.6%	12.6%	23,605	31,322	-24.6%
上汽通用五菱	130,787	120,796	101,892	8.3%	28.4%	251,583	235,142	7.0%
上汽商用车	240	353	-	-32.0%	-	593	-	-

上海申沃	200	138	85	44.9%	135.3%	338	170	98.8%
上菲红	1,650	550	2,519	200.0%	-34.5%	2,200	5,716	-61.5%
南维柯	12,011	10,016	8,305	19.9%	44.6%	22,027	21,395	3.0%
合计	367,325	380,305	283,299	-3.4%	29.7%	747,630	698,831	7.0%

资料来源：上汽集团产销快讯、中投证券研究所

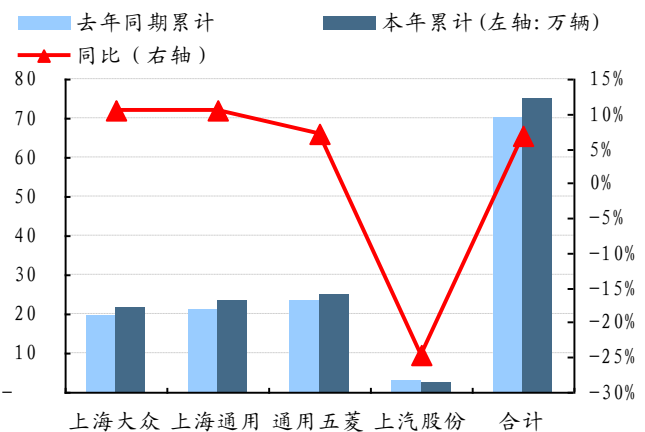
根据公司产销快讯，2012年1-2月累计销量水平仍较为平稳，合计同比7%，略超市场预期。核心子公司上海通用累计销量23.4万辆，累计同比+10.4%，上海大众累计销量21.3万辆，累计同比+10.5%，上汽通用五菱累计销量25.2万辆，累计同比+7.0%。

图2 上汽集团核心子公司2月销量及同比



资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

图3 上汽集团核心子公司2月累计销量及同比



资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

三、重点子公司分品牌销量

根据乘联会口径数据，上海通用整体销量正增长，利润结构表现平稳。重点盈利的B级车型占比稳中趋降，中端车型压力有所体现；公司新车型迈瑞宝仍处销量爬坡期，预计能够较快贡献利润，巩固公司盈利水平。

表2 上海通用12年2月销量数据表现及对比

	2012年2月	占比	2012年1月	占比	2011年2月	占比
科鲁兹	20,662	19%	22,707	18%	15,181	19%
新君越	6,713	6%	9,401	7%	8,277	10%
新君威	5,905	6%	7,760	6%	5,222	7%
凯越	23,564	22%	28,679	23%	13,803	17%
英朗	2,643	2%	4,598	4%	1,559	2%
英朗 GT	9,247	9%	15,188	12%	5,422	7%
GL8	4,567	4%	5,266	4%	5,372	7%
赛欧	17,718	17%	21,438	17%	11,653	15%
爱唯欧	5,690	5%	4,061	3%		0%
乐风	0	0%	1	0%	6,058	8%
景程	2,175	2%	2,781	2%	3,647	5%
迈瑞宝	3,333	3%		0%		0%
林荫大道	51	0%	51	0%	107	0%

凯迪拉克	2,124	2%	2,983	2%	1,992	3%
斯帕可	0	0%	3	0%	116	0%
萨博	0	0%	(1)	0%	3	0%
科迈罗	50	0%	78	0%	0	0%
昂科雷	83	0%	109	0%	488	1%
科帕奇	2,106	2%	2,321	2%	388	0%
Sub total	106,631	100%	127,424	100%	79,288	100%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

根据乘联会口径数据，上海大众量价齐升，盈利能力将再创新高。重点盈利车型帕萨特、途观、朗逸、明锐等占比有明显提升，量价齐升推动盈利结构改善，预计上海大众的盈利能力将再创新高。

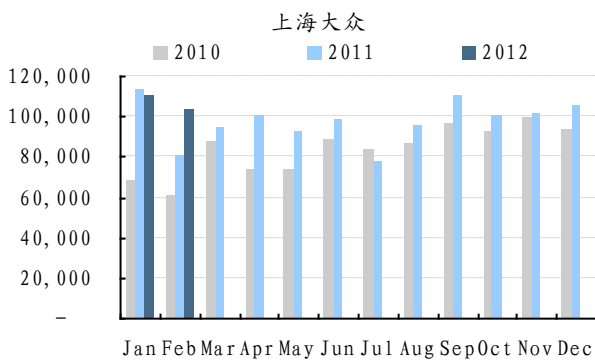
表 3 上海大众 12 年 1 月销量数据表现及对比

	2012年2月	占比	2012年1月	占比	2011年2月	占比
桑塔纳	7,050	8%	11,818	9%	7,629	11%
桑塔纳志俊	6,650	8%	14,023	11%	7,006	10%
朗逸	17,022	19%	26,606	21%	17,759	25%
帕萨特	15,150	17%	18,024	14%	7,919	11%
波罗	12,331	14%	18,159	14%	7,117	10%
途安	2,550	3%	3,093	2%	1,516	2%
途观	12,103	14%	9,496	7%	8,254	12%
明锐	10,316	12%	15,548	12%	8,005	11%
晶锐	2,971	3%	7,749	6%	2,220	3%
昊锐	1,959	2%	2,747	2%	2,578	4%
Sub total	88,102	100%	127,263	100%	70,003	100%

资料来源：乘联会，中投证券研究所

自主品牌销量平淡，厚积薄发仍需时日，公务车国产化值得期待。公司自主品牌荣威和名爵销量水平相对平淡，近期推出的公务用车自主化将推动一定政府采购，但产品质量和品牌提升尚需时日。

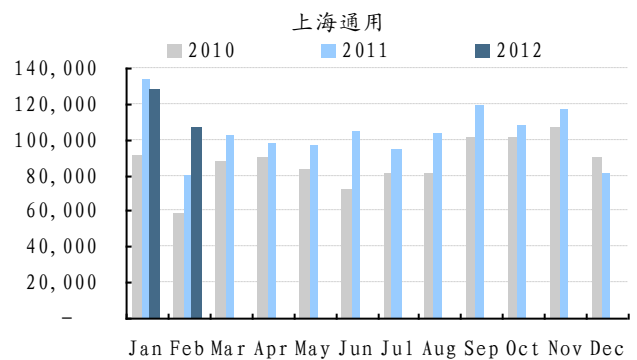
图 4 上海大众月度销量



资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

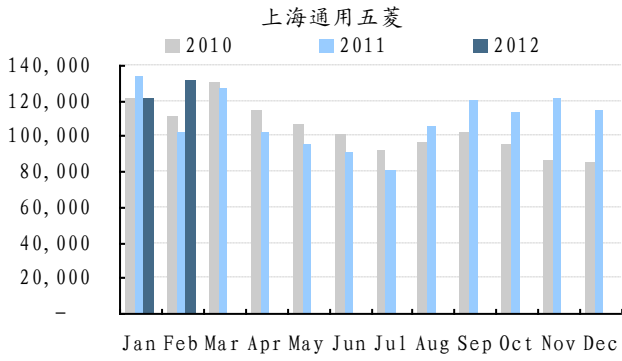
图 6 上汽通用五菱月度销量

图 5 上海通用月度销量

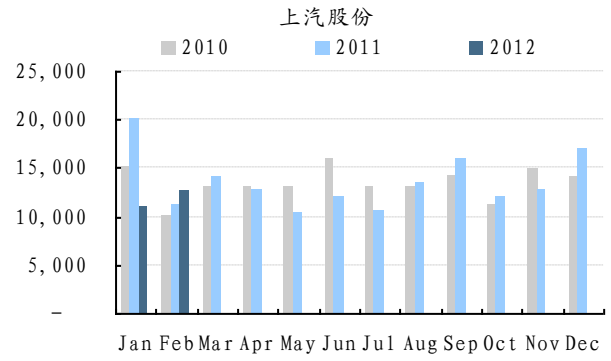


资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

图 7 上汽股份月度销量



资料来源：公司产销快报、中投证券研究所



资料来源：公司产销快报、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

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
------	------

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