



买入 **34% ↑**
目标价格: 人民币19.00

600104.SS

价格: 人民币 14.23

目标价格基础: 9倍12年市盈率估值

板块评级: 中立

上汽集团

2011年净利润同比增长23.4%

上汽集团2011年实现营业总收入4,348亿元,比上年同期(追溯调整后)增长18.9%;归属母公司净利润同比增长23.4%至202亿元,折合每股收益1.83元,业绩符合预期。今年1-2月份,公司整体销售情况明显好于行业平均。我们预计1季度公司销量同比呈现个位数增长,盈利也有望实现正增长。下半年通用和大众陆续有产能释放,可能带来折旧等费用增加,但预计新车型的投产有望填补新增产能,并带动销量和盈利增长继续高于行业平均。我们目前维持公司2012-2013年每股收益预测2.08和2.38元,目前估值较低,维持目标价19.00元和买入评级。

年报要点

- 2011年公司总销量突破400万台,同比增长12%,其中上海通用、上海大众分别增长18.5%和16.4%;通用五菱在微客市场整体低迷形势下逆势增长5.4%。商用车方面,申沃客车、南维客、依维柯红岩均实现小幅增长。
- 2011年公司综合毛利率为19%,基本维持稳定。
- 期内公司费用控制相对严格,销售费用率和财务费用率均有下降。管理费用率小幅提升0.2个百分点,主要是由于研发费用、技术转让费以及人工工资福利等费用的增加。
- 由于利润总额的增加以及下属外商投资企业名义所得税率的提高,2011年公司所得税比上年增长52%,实际税率同比提高近4个百分点。
- 全年公允价值变动出现净损失约3.3亿元(2010年同期净收益近3亿元),主要由于交易性资产和股票及现金选择权价值变动所致。
- 公司2011年利润分配方案为每10股派送现金股利3元(含税)。

风险

- 乘用车市场需求继续放缓,行业竞争加剧。
- 下半年新增产能陆续释放,可能导致利润率下滑。

估值

- 2012年,我们认为公司能够完成430万台的总销量目标,同比增长7.5%。我们目前维持公司2012-2013年2.08元和2.38元的每股收益预测,当前股价对应2012年市盈率不足7倍,估值较低具有吸引力,维持目标价19.00元和买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	365,724	434,804	500,025	575,028	661,282
变动(%)	162	19	15	15	15
净利润(人民币百万)	16,390	20,222	22,941	26,246	30,203
全面摊薄每股收益(人民币)	1.487	1.834	2.081	2.380	2.739
变动(%)	148.6	23.4	13.4	14.4	15.1
市场预期每股收益(人民币)		1.855	2.151	2.473	2.400
核心每股收益(人民币)	1.484	1.839	2.086	2.385	2.744
变动(%)	147.9	23.9	13.4	14.4	15.0
全面摊薄市盈率(倍)	9.6	7.8	6.8	6.0	5.2
核心市盈率(倍)	9.6	7.7	6.8	6.0	5.2
每股现金流量(人民币)	2.66	1.83	3.91	4.52	5.03
价格/每股现金流量(倍)	5.3	7.8	3.6	3.1	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.0	4.2	3.3	2.5	1.7
每股股息(人民币)	0.200	0.168	0.208	0.238	0.274
股息率(%)	1.4	1.2	1.5	1.7	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0	(10)	3	-
相对新华富时A50指数	(4)	(2)	(2)	-

发行股数(百万)	11,026
流通股(%)	26
流通股市值(人民币百万)	40,322
3个月日均交易额(人民币百万)	331
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	77

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

王玉莹

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

* 佳佳为本报告重要贡献者

业绩符合预期

上汽集团 2011 年实现营业总收入 4,348 亿元，比上年同期（追溯调整后）增长 18.9%；归属母公司净利润同比增长 23.4% 至 202 亿元，折合每股收益 1.83 元，业绩符合预期。公司 2011 年利润分配方案为以总股本 11,025,566,629 股为基准，每 10 股派送现金红利 3 元（含税）。

2011 年 12 月，上海汽车通过向控股股东上汽总公司和工业有限发行股份 17.8 亿股购买其拥有包括华域汽车 60.1% 股权、安吉物流 100% 股权在内的 20 余家子公司股权等，合并范围发生变更。对 2010 年相关财务数据追溯调整，调增 2010 年营业总收入约 523.5 亿元、归属母公司净利润约 26.6 亿元。

2011 年，公司总销量突破 400 万台，同比增长 12%，国内市场占有率达 21%，比上年同期进一步提升 1.6 个百分点。旗下两大合资品牌上海通用、上海大众继续领跑全国乘用车市场，全年销量增速分别达到 18.5% 和 16.4%；通用五菱在微客市场整体低迷形势下实现逆势上涨，全年销量突破 130 万台，同比增长 5.4%。相比之下，自主品牌荣威 MG 表现欠佳，全年销量 16.2 万台，同比微增 1%。商用车方面，申沃客车、南维客、依维柯红岩均实现小幅增长。

2011 年公司综合毛利率基本维持稳定。期内公司费用控制相对严格，销售费用率和财务费用率均有下降，其中 2011 年财务费用比 2010 年同期减少 4.13 亿，同比下降 90.61%，主要由于销售良好资金及时回笼、存款利息收入增加，以及公司运用套期工具有效控制汇率波动风险等。但另一方面，管理费用比 2010 年同期增加 38.8 亿，同比增长 25.47%，管理费用率小幅提升 0.2 个百分点，主要由于研发费用、技术转让费以及人员工资福利等费用的增加；所得税比 2010 年同期增加 24.08 亿，同比增加 51.98%，主要由于公司利润总额增加以及 2011 年公司的外商投资企业的所得税税率提高。同时，公允价值变动出现净亏损约 3.3 亿元（2010 年同期净收益近 3 亿元），主要由于交易性金融资产和股票及现金选择权价值变动所致。

今年以来，公司整体销售情况明显好于行业平均，1-2 月累计总销量同比增长 7%，其中大众、通用均实现 10% 左右的销量增长，我们预计 1 季度公司销量同比呈现个位数增长，盈利也有望实现正增长。下半年通用和大众陆续有产能释放，可能带来折旧等费用增加，但预计新车型的投产有望填补新增产能，并带动销量和盈利增长继续高于行业平均。全年来看，我们认为公司能够实现 430 万台的总销量目标，同比增长 7.5%。我们目前维持对公司 2012-2013 年每股收益 2.08 和 2.38 元的盈利预测，维持 **买入** 评级。

图表 1. 上海汽车 2011 年业绩摘要 (4 季度含合并项目)

(人民币, 百万)	2010 年(调整前)	2010(追溯调整后)	2011	同比(%)	2010 4 季度	2011 4 季度	4 季度同比(%)
营业总收入	313,376	365,724	434,804	18.9	136,493	153,520	12.5
营业成本	252,223	295,434	352,189	19.2	110,914	125,776	13.4
营业税金及附加	8,172	8,434	11,054	31.1	2,616	2,935	12.2
主营业务利润	52,981	61,856	71,560	15.7	22,963	24,809	8.0
销售费用	21,076	21,929	22,851	4.2	7,398	5,550	(25.0)
管理费用	11,442	15,236	19,116	25.5	6,042	8,279	37.0
财务费用	387	456	43	(90.6)	44	(129)	(392.8)
资产减值损失	1,922	1,956	994	(49.2)	1,342	695	(48.2)
公允价值变动净收益	115	297	(326)	(209.8)	222	(303)	(236.5)
营业利润	18,268	22,577	28,232	25.0	8,359	10,111	21.0
投资收益	8,722	10,770	13,452	24.9	4,871	4,993	2.5
汇兑净收益	15	15	14	(8.7)	3	3	29.5
营业外收入	411	619	685	10.6	492	443	(10.0)
营业外支出	732	818	355	(56.7)	540	247	(54.3)
利润总额	26,684	33,164	42,028	26.7	13,185	15,303	16.1
所得税	3,852	4,631	7,039	52.0	1,516	2,270	49.7
少数股东损益	9,104	12,143	14,768	21.6	4,862	6,103	25.5
净利润	13,729	16,390	20,222	23.4	6,806	6,930	1.8
每股收益(元)	1.25	1.49	1.83	23.4	0.62	0.63	

资料来源: 公司数据及中银国际研究

注: 同比数据均按追溯调整后

图表 2. 上海汽车主要分部销量列示

(台)	2010 年	2011 年	同比(%)	11 年 4 季度	4 季度 同比(%)	4 季度 环比(%)
上海大众	1,001,357	1,165,827	16.4	306,235	7.5	8.3
上海通用	1,038,988	1,231,539	18.5	304,195	2.5	(3.5)
荣威 MG	160,397	162,004	1.0	41,644	3.8	4.2
通用五菱	1,234,508	1,301,118	5.4	347,988	31.4	14.0
申沃客车	3,098	3,152	1.7	885	(6.6)	2.4
依维柯红岩	30,509	31,500	3.2	4,894	13.9	25.5
南京依维柯	110,099	113,827	3.4	24,077	1.2	(10.6)
合计	3,578,956	4,008,967	12.0	1,029,918	12.5	5.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 上海汽车 2 月销量

(台)	2012 年 2 月	同比 (%)	环比 (%)	累计销量	累计同比 (%)
上海大众	103,202	29.0	(6.2)	213,210	10.5
上海通用	106,631	34.5	(16.3)	234,074	10.4
荣威 MG	12,604	12.6	14.6	23,605	(24.6)
通用五菱	130,787	28.4	8.3	251,583	7.0
申沃客车	200	135.3	44.9	338	98.8
依维柯红岩	1,650	(34.5)	200.0	2,200	(61.5)
南京依维柯	12,011	44.6	19.9	22,027	3.0
上汽商用车	240		(32.0)	593	
合计	367,325	29.7	(3.4)	747,630	7.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	365,724	434,804	500,025	575,028	661,282
销售成本	(303,86)	(363,24)	(418,77)	(483,31)	(557,13)
	8)	4)	1)	1)	0)
经营费用	(30,957)	(35,523)	(40,984)	(47,194)	(55,048)
息税折旧前利润	30,899	36,037	40,270	44,523	49,104
折旧及摊销	(7,867)	(7,763)	(8,019)	(9,159)	(10,419)
经营利润(息税前利润)	23,033	28,274	32,252	35,364	38,685
净利息收入/(费用)	(440)	(29)	(1,866)	(1,481)	(1,144)
其他收益/(损失)	10,571	13,783	16,492	19,398	23,208
税前利润	33,164	42,028	46,878	53,281	60,749
所得税	(4,631)	(7,039)	(7,530)	(8,387)	(9,283)
少数股东权益	(12,143)	(14,768)	(16,407)	(18,648)	(21,262)
净利润	16,390	20,222	22,941	26,246	30,203
核心净利润	16,362	20,277	22,997	26,301	30,257
每股收益(人民币)	1.487	1.834	2.081	2.380	2.739
核心每股收益(人民币)	1.484	1.839	2.086	2.385	2.744
每股股息(人民币)	0.200	0.168	0.208	0.238	0.274
收入增长(%)	162	19	15	15	15
息税前利润增长(%)	3,416	23	14	10	9
息税折旧前利润增长(%)	1,031	17	12	11	10
每股收益增长(%)	149	23	13	14	15
核心每股收益增长(%)	148	24	13	14	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	70,767	72,159	102,392	145,728	194,375
应收帐款	11,922	13,283	16,380	18,837	21,663
库存	23,870	29,257	35,611	41,304	47,815
其他流动资产	69,388	76,535	68,043	68,043	68,043
流动资产总计	175,947	191,233	222,426	273,913	331,897
固定资产	40,016	45,521	44,186	43,392	42,977
无形资产	39,426	44,141	52,927	61,212	68,998
其他长期资产	29,656	37,738	37,738	37,738	37,738
长期资产总计	109,098	127,400	134,851	142,343	149,714
总资产	285,045	318,633	357,277	416,255	481,611
应付帐款	93,277	103,799	112,783	126,662	142,176
短期债务	32,890	32,978	30,000	32,500	33,500
其他流动负债	22,765	25,735	21,247	21,247	21,247
流动负债总计	148,932	162,513	164,031	180,409	196,923
长期借款	3,141	1,863	1,863	1,863	1,863
其他长期负债	19,459	21,141	20,767	20,767	20,767
股本	9,242	11,026	11,026	11,026	11,026
储备	77,672	91,337	112,429	136,380	163,959
股东权益	86,914	102,362	123,454	147,406	174,985
少数股东权益	26,598	30,754	47,161	65,810	87,072
总负债及权益	285,045	318,633	357,277	416,255	481,611
每股帐面价值(人民币)	9.40	9.28	11.20	13.37	15.87
每股有形资产(人民币)	5.14	5.28	6.40	7.82	9.61
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.76)	(3.38)	(6.40)	(10.10)	(14.42)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	33,164	42,028	46,878	53,281	60,749
折旧与摊销	7,867	7,763	8,019	9,159	10,419
净利息费用	440	29	1,866	1,481	1,144
运营资本变动	12,433	(6,844)	13,560	11,292	12,540
税金	(4,631)	(7,039)	(7,530)	(8,387)	(9,283)
其他经营现金流	(19,919)	(15,728)	(19,668)	(16,993)	(20,077)
经营活动产生的现金流	29,353	20,209	43,124	49,833	55,491
购买固定资产净值	(10,366)	(16,165)	(15,510)	(16,650)	(17,790)
投资减少/增加	(46,704)	(15,631)	9,685	11,429	13,715
其他投资现金流	48,593	26,795	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,477)	(5,002)	(5,825)	(5,221)	(4,075)
净增权益	10,052	404	0	0	0
净增债务	4,752	(2,851)	(2,978)	2,500	1,000
支付股息	(328)	(1,848)	(1,848)	(2,294)	(2,625)
其他融资现金流	3,358	687	(2,239)	(1,481)	(1,144)
融资活动产生的现金流	17,835	(3,609)	(7,066)	(1,275)	(2,768)
现金变动	38,711	11,599	30,233	43,336	48,647
期初现金	32,056	60,560	72,159	102,392	145,728
公司自由现金流	20,876	15,207	37,299	44,611	51,415
权益自由现金流	25,188	12,328	32,455	45,630	51,272

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.4	8.3	8.1	7.7	7.4
息税前利润率(%)	6.3	6.5	6.5	6.2	5.9
税前利润率(%)	9.1	9.7	9.4	9.3	9.2
净利率(%)	4.5	4.7	4.6	4.6	4.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	52.3	982.4	17.3	23.9	33.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	9.6	7.8	6.8	6.0	5.2
核心业务市盈率(倍)	9.6	7.7	6.8	6.0	5.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.8	10.3	9.1	8.0	6.9
市净率(倍)	1.5	1.5	1.3	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	5.3	7.8	3.6	3.1	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.0	4.2	3.3	2.5	1.7
周转率					
存货周转天数	19.3	26.7	28.3	24.4	24.6
应收帐款周转天数	8.2	10.6	10.8	11.2	11.2
应付帐款周转天数	64.0	82.7	79.0	76.0	74.2
回报率					
股息支付率(%)	11.3	9.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	25.3	21.4	20.3	19.4	18.7
资产收益率(%)	9.4	7.8	8.0	7.7	7.3
已运用资本收益率(%)	19.4	17.8	17.4	15.7	14.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371