

**上汽集团 (600104. SH)**
**期待标杆汽车集团量变后的质变**

**评级: 买入**      **前次: 买入**  
**目标价(元): 15.5-17**  
 分析师: 白宇      分析师: 刘江啸  
 S0740511110001      S0740510120006  
 021-20315193      021-20315167  
 baiyu@r.qlzq.com.cn      liujx@r.qlzq.com.cn  
 2012年3月30日

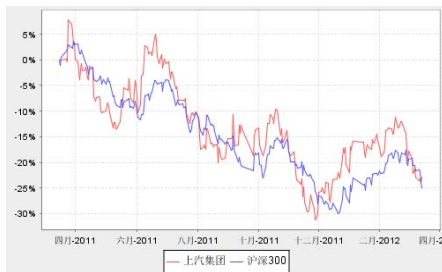
**基本状况**

总股本(百万股)	11025.57
流通股本(百万股)	9170.32
市价(元)	14.23
市值(百万元)	156893.81
流通市值(百万元)	130493.71

**业绩预测**

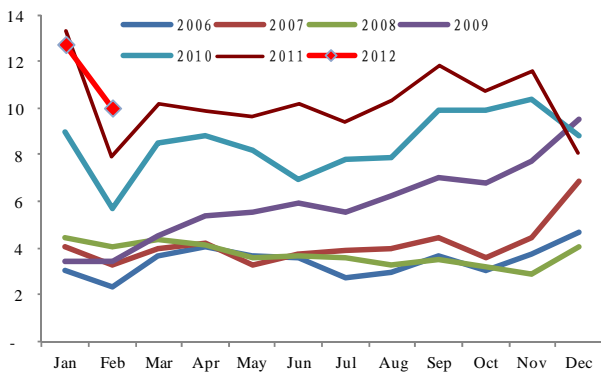
指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	364,983	433,095	483,714	539,458	585,974
营业收入增速	162.81	18.88%	11.69%	11.52%	8.62%
净利润增长率	156.85	22.63%	12.12%	12.61%	12.81%
摊薄每股收益(元)	1.72	1.83	2.02	2.28	2.57
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	8.56	8.28	7.03	6.25	5.54
PEG	0.05	0.44	0.38	0.50	0.43
每股净资产(元)	9.40	9.28	11.01	12.99	15.26
每股现金流量	3.18	1.83	3.45	4.06	4.38
净资产收益率	18.24%	18.38%	18.38%	17.55%	16.85%
市净率	1.56	1.52	1.29	1.10	0.93
总股本(百万股)	9,242.4	11,025.	11,025.	11,025.	11,025.

备注: 市场预测取 聚源一致预期

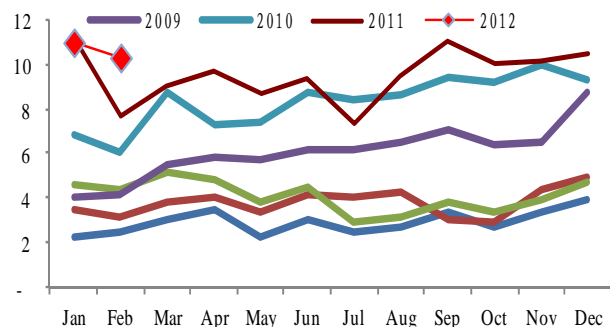
**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- **事件: 公司公布 2011 年年报, 录得每股收益 1.83 元。**
- **经营分析: 公司 2011 年年底完成了集团整体上市, 注入了华域汽车、安吉物流等资产, 经过追溯调整 2010 年的报表, 上汽集团 2011 年整体营收增长 18.9%、净利润增长 23%。全集团 2011 年完成整车销售 400 万辆, 销量同比增长 12%, 继续保持国内汽车销售的龙头地位。从分部情况来看:**
  - 2011 年上海通用销量同比增长 18.5%, 销量继续领先上海大众、一汽大众、广汽丰田等竞争对手。预计上海通用 2011 年的销售收入在 1500 亿左右, 同比增长 30%以上, 而其利润占目前上汽集团主营业务利润比重的 50%左右, 上海通用的强劲表现成为公司业绩增长的主要推动力。
  - 2011 年上海大众销量同比增长 16%, 我们预计上海大众贡献给上汽集团的净利润在 85 亿元左右, 同比增长在 30%以上, 产能利用高涨、产品结构调整带动上海大众盈利追赶上海通用。
  - 2011 年上海通用五菱销量同比增长 5.4%, 是国内单体最大的汽车企业。预计上汽通用五菱 2011 年销售收入增长在 13%左右, 收入增速超过销量增速的主要原因是公司高端微客五菱宏光系列占比不断提升, 四季度推出的首款轿车车型宝骏销量也较好, 在此带动下公司产品均价上行明显。
  - 2011 年上汽集团自主品牌荣威、名爵的销售情况并不理想, 预计上汽乘用车销售收入下滑 11%左右, 但由于其无论是在营收占比还是利润占比上都不超过 5%, 因此对上市公司整体影响较小。
  - 其他资产方面, 2011 年年底注入资产我们预计占公司主营收入以及利润的比列分别为 15%、13%左右。除去华域汽车外, 其他资产的盈利能力综合来看相较公司的整车业务仍有差距,

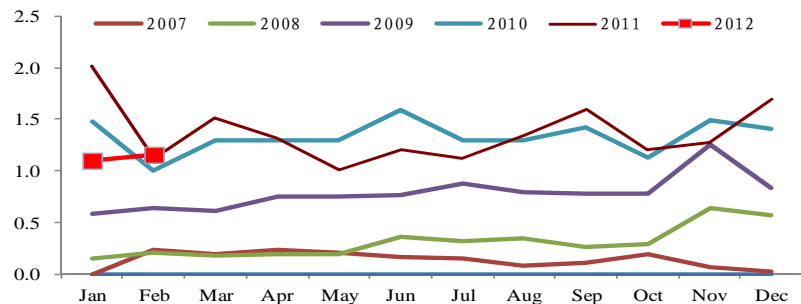
- **未来看点:** 整体上来看, 目前上汽的产销规模已经达到了世界大型车企的水平, 虽然中国汽车市场的成长性仍然明显, 但要让上汽及其子公司长期超越行业显然已经难度较大。未来上汽的突破口将依赖于旗下企业不断提升产品机构、盈利能力, 同时加大在自主品牌乘用车、商用车领域的发展。
  - 上海通用方面, 迈瑞宝、科帕奇的上市将填补雪佛兰品牌在 B 级轿车、SUV 领域的空白, 预计全年销量增长在 8% 左右。虽然 2012 年上海通用将有 20 万左右的产能投放, 增长 25% 左右, 但我们认为其对上海通用盈利能力的影响有限。
  - 上海大众方面, 新帕萨特、途观两款车型在 2012 年前两月表现都相当出色, 分别拿到了同级别车型的销量冠军, 而同时这两款车的均价都在 20 万以上。2011 年途观的上市拉动大众净利润提升超过 1 个百分点, 如 2012 年途观、新帕萨特双双高增长的话, 将有效弥补上海大众 40 万产能投放带来的折旧影响。
  - 通用五菱借助在微车领域积累的农村及二三线城市销售渠道成功的打入了低端轿车领域, 2012 年预计公司主推的宝骏轿车增长将超过 8 万台。宝骏的均价预计在 6 万元左右, 这与公司过去 4 万元左右的微车相比盈利能力更出众, 虽然目前通用五菱占公司主营业务利润的比重只有 10% 左右, 但我们看好其贡献度不断提升。
- **投资策略。** 上汽是目前汽车行业管理水平最好的企业之一, 我们看好其引领整个行业的升级, 完成“量增后的质变”, 预计公司 2012 年-2013 年每股收益为: 维持“买入”评级。

**图表 1: 上海通用销量走势**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 2: 上海大众销量走势**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 3: 上汽自主品牌销量走势**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4: 销售分拆预测**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>上海通用</b>					
销售数量 (件)	1,038,988.00	1,231,539.00	1,379,323.68	1,517,256.05	1,668,981.65
增长率 (YOY)	—	18.53%	12.00%	10.00%	10.00%
销售收入	113,421.13	152,095.07	172,415.46	204,829.57	233,657.43
增长率 (YOY)	—	34.10%	13.36%	18.80%	14.07%
占总销售额比重	31.02%	34.98%	35.64%	37.97%	39.87%
占主营业务利润比重	45.12%	50.81%	51.72%	53.67%	55.64%
<b>通用五菱</b>					
销售数量 (件)	1,234,508.00	1,301,118.00	1,444,240.98	1,588,665.08	1,668,098.33
增长率 (YOY)	—	5.40%	11.00%	10.00%	5.00%
销售收入	56,170.11	65,055.90	79,433.25	87,376.58	91,745.41
增长率 (YOY)	—	15.82%	22.10%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	15.36%	14.96%	16.42%	16.20%	15.66%
占主营业务利润比重	12.37%	11.73%	13.15%	12.85%	12.27%
<b>本部乘用车</b>					
销售数量 (件)	160,527.00	162,004.00	174,964.32	201,208.97	221,329.86
增长率 (YOY)	—	0.92%	8.00%	15.00%	10.00%
销售收入	17,818.50	15,876.39	18,371.25	22,132.99	24,346.29
增长率 (YOY)	—	-10.90%	15.71%	20.48%	10.00%
占总销售额比重	4.87%	3.65%	3.80%	4.10%	4.15%
占主营业务利润比重	4.81%	3.43%	3.61%	3.87%	3.87%
<b>商用车及其他股份公司资产</b>					
销售数量 (件)	143,706.00	150,000.00	156,000.00	163,800.00	171,990.00
增长率 (YOY)	—	4.38%	4.00%	5.00%	5.00%
销售收入	125,987.05	138,750.00	144,300.00	151,515.00	159,090.75
增长率 (YOY)	—	10.13%	4.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	34.46%	31.91%	29.83%	28.09%	27.15%
占主营业务利润比重	25.06%	21.68%	19.40%	18.11%	17.28%
<b>华域汽车</b>					
销售收入	14,230.00	17,130.00	21,000.00	23,000.00	24,000.00
增长率 (YOY)	—	20.38%	20.00%	13.00%	8.00%
占总销售额比重	3.89%	3.94%	4.34%	4.26%	4.10%
占主营业务利润比重	4.55%	4.63%	4.89%	4.76%	4.51%
<b>物流等其他资产</b>					
销售收入	38,000.00	45,900.00	48,195.00	50,604.75	53,134.99
增长率 (YOY)	—	20.79%	5.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	10.39%	10.56%	9.96%	9.38%	9.07%
占主营业务利润比重	8.10%	7.72%	7.23%	6.75%	6.44%
销售收入小计	365626.79	434807.36	483714.97	539458.88	585974.86
销售成本小计	295237.05	351591.04	387042.35	430687.30	466291.06
毛利	70389.73	83216.31	96672.62	108771.59	119683.80
平均毛利率	19.25%	19.14%	19.99%	20.16%	20.42%

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。