

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

## 市场占有率稳步提升

——上汽集团(600104)年报点评

### 研究报告-公司点评

买入(维持)

发布日期: 2011年4月6日

#### 报告关键要素:

在新车型持续推出的助力下,集团销量较快增长,市场占有率稳步提升,盈利能力保持稳定。

#### 事件:

- 上汽集团(600104)公布2011年年报,公司实现营业收入4348亿元,同比增长18.89%(按可比口径),净利润202亿元,同比增长23.38%(按可比口径),EPS1.83元。

#### 点评:

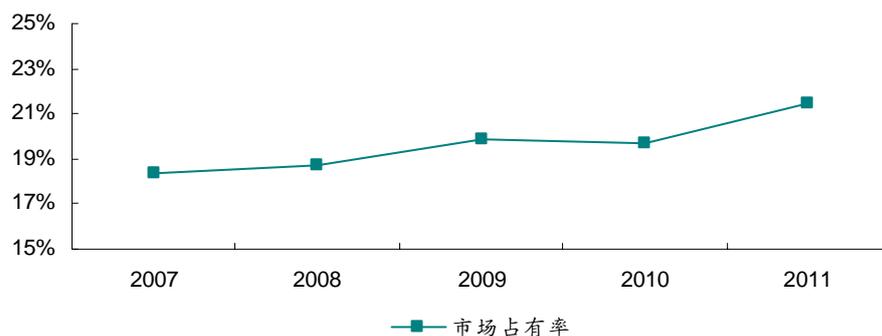
- 市场占有率继续稳步提升。2011年上汽集团整体销量达到400万辆,同比增长12%,增速快于行业整体。据中汽协数据,2011年上汽集团市场占有率为21.43%,同比上升1.73个百分点,继续稳步提升。从今年前两月来看,集团销量增速达到6.87%,远好于乘用车行业的-4.37%。预计全年销量将达到430万辆。

图1: 月度汽车销量



资料来源: 公司资料, 中原证券

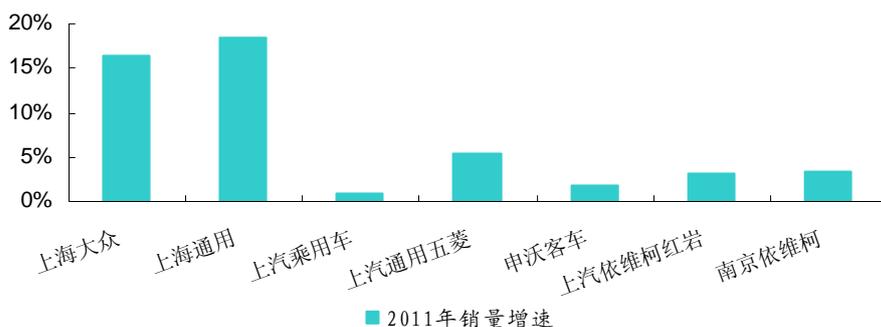
图2: 上汽集团市场占有率



资料来源: CAAM, 中原证券

- **通用大众表现突出，其他企业均实现正增长。**2011年上海大众和上海通用表现突出，销量均突破115万辆，增速都在15%以上，远超行业整体水平，既受益于新车型的持续推出，也得益于日本地震的意外事件影响。预计2012年两家合资企业销量均有望挑战130万辆水平，产能利用率仍将维持在高位。在迈锐宝、科帕奇等重量级产品推出后，有望维持较高的盈利能力。另外在自主品牌乘用车和货车行业销量同比下降的背景下，集团内其他企业销量均实现正增长，显示出良好的竞争优势。

图 3：2011 年主要二级企业销量增速



资料来源：公司资料，中原证券

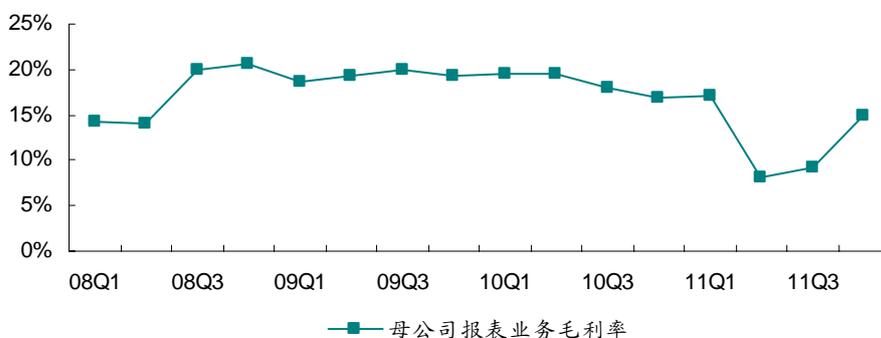
表 1：2011-2012 年部分新车型

	2011 年新车型	2012 年新车型
上海通用	爱唯欧、新 GL8	朗逸两厢、新桑塔纳
上海大众	新帕萨特、新途安	迈锐宝、科帕奇
上汽乘用车	MG3、荣威 W5	荣威 950

资料来源：公司资料，中原证券

- **自主品牌仍处于投入期。**虽然自主品牌销量实现了正增长，但盈利能力出现下降，研发投入仍在加大，表明自主品牌业务还处于投入期。从以上汽乘用车为核心业务的母公司报表可以看出，2011年毛利率为12.58%，比2010年下降5.92个百分点。预计随着新车型上市以及公务用车采购的逐步推进，上汽集团自主品牌业务将逐步减亏。

图 4：母公司报表业务毛利率



资料来源：公司资料，中原证券

表 2: 2010-2011 年母公司报表研发投入

	2010		2011	
	金额 (亿元)	占营业收入比例	金额 (亿元)	占营业收入比例
研发投入	15.23	8.09%	20.06	12.65%
其中: 计入当期损益	11.90	6.32%	18.87	11.90%

资料来源: 公司资料, 中原证券

- **注入资产盈利能力与原有资产基本相当。**去年12月公司整体上市注入的资产完成交割。对比注入前后数据可以看出, 注入资产后整体毛利率为18.75%, 与前三季度毛利率19.26%差异较小(需考虑原材料价格上升以及竞争加剧)。另外, 按新股本计算的每股收益与原有资产对应的每股收益差异不大, 即资产注入未对每股收益产生明显摊薄。
- **激励基金计划提升管理积极性。**公司拟激励基金计划, 激励对象以中高级管理人员为主, 包含对公司发展有重大贡献的其他员工, 现有可纳入激励对象范围的员工约400名。激励计划实施的重要条件是年度净利润不低于2009-2011年净利润平均值。并根据净资产收益率、市场占有率和营业收入增长率等指标确定可提取激励资金数额。这一计划有助于提升管理积极性。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司2012-2013年EPS分别为2.03元和2.20元, 按3月30日收盘价14.83元计算, 动态市盈率分别为7.32倍和6.75倍, 估值偏低, 维持“买入”投资评级。
- **风险提示:** 市场增速波动风险; 市场竞争加剧超出预期; 新车型推出进展达不到预期。

### 盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	3133.76	4348.04	4683.99	5027.75
增长比率(%)	124.42	38.75	7.73	7.34
净利润(亿元)	137.29	202.22	223.29	242.23
增长比率(%)	108.26	47.30	10.42	8.48
每股收益(元)	1.25	1.83	2.03	2.20
市盈率(倍)	11.91	8.09	7.32	6.75

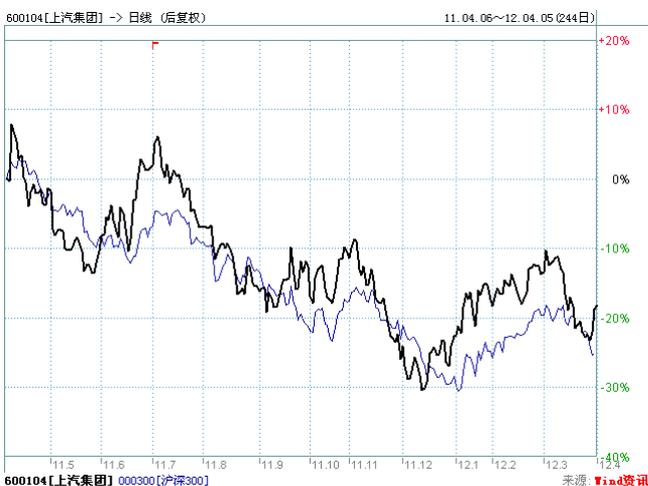
### 市场数据 (2012年3月30日)

收盘价(元)	14.83
一年内最高/最低(元)	20.03 / 12.49
沪深300指数	2454.90
市净率(倍)	1.60
流通市值(亿元)	1359.96

### 基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	9.28
每股经营现金流(元)	1.83
毛利率(%)	18.75
净资产收益率(%)	24.00
资产负债率(%)	58.22
总股本/流通股(亿股)	110.25/91.70
B股/H股(万股)	/

### 个股相对沪深300指数走势



### 相关研究

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。