

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)

### 首季表现不俗、全年表现定超越行业

#### 事项

上汽集团公告 2012 年 3 月产销情况：3 月上汽集团销量同比增长 10.4% 为 39.4 万辆，一季度销量同比 8.1% 为 114.1 万辆。

#### 平安观点：

##### ■ 1Q12 上海大众、上海通用销量同比均超 10%

公司利润主要来源上海大众、上海通用 3 月销量分别增长 13.8%、11.3% 为 10.7 万辆、11.3 万辆；一季度上海大众、上海通用销量分别增长 11.5%、10.7% 为 32 万辆、34.7 万辆。上汽通用五菱 3 月销量同比增长 11 % 为 14 万辆，一季度销量同比增长 8.4% 为 39.2 万辆。上汽乘用车公司 3 月销量同比增长 15% 为 1.6 万辆，一季度销量同比-12.5% 为 4 万辆。

##### ■ 新帕萨特旺销将进一步提升上海大众盈利能力

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、3 月销量分别为 2.7 万、1.6 万、1.7 万。2012 年新帕萨特将贡献全年销量，将进一步提升上海大众 2012 年盈利能力，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 年通用雪佛兰推出了中高级车型迈锐宝，此外新 SUV 科帕奇也将弥补通用在 SUV 领域的短板，我们认为通用盈利能力有望维持稳定。

##### ■ 自主乘用车 3 月增幅较高，全年力争销售 20 万台

2011 年上海汽车乘用车公司销量同比持平为 16.2 万辆，收入同比-16%，毛利率同比下降 6 个百分点为 12.6%，上汽自主乘用车依然处于调整期。预计公司力争于 2012 年借推出荣威 950 之契机达到 20 万年销量，目前看 3 月上量较快，但后续表现仍有待观察。

##### ■ 年内两合资公司产能超负荷利用情况将有所缓解

2012 产能释放有助于缓解产能超负荷利用，年内产能利用率仍将处高位。两合资公司预计年底有望分别新增产能 20 余万台，缓解目前产能严重不足局面。届时产能利用率仍将高企。

我们认为公司车型结构，尤其是重量级新车的推出是盈利能力的关键，而不仅仅是产能利用率的高低程度。

■ 公司 2012 年规划彰显信心

公司预计 2012 年国内汽车销量为 2010 万辆 (+7%)，全年总体走势“前低后高”。上汽集团计划 2012 年力争实现整车销售 430 万辆(+7.5%)，预计营收约 4500 亿元 (3.5%)，营业成本约 3600 亿元，相当于毛利率提高 0.9 个百分点为 20%。

从公司 2012 年规划看，公司对 2012 年盈利能力的提升信心较足，配合一季度公司超越汽车行业的表现我们认为公司完成全年规划确定性高。

■ 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%，利润率仍将同比提升，全年利润有望增长 15%左右，按其最新股本测算，预计 2012 年、2013 年 EPS 分别为 2.15 元、2.45 元，对应目前股价动态 PE 为 6.8 倍，估值处于历史低位，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

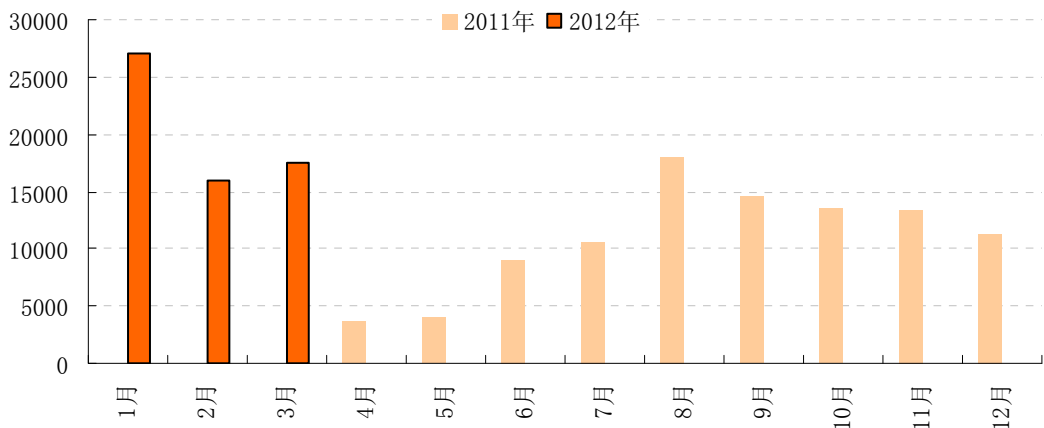
1) 自主乘用车业务销量增幅及盈利能力将继续下降；2) 注入资产后集团 ROE 降低。

图表 1 上汽集团销量 单位：辆

	3月	当月同比	1Q12	1Q12 同比
上海汽车集团(合计)	393864	10.4%	1141494	8.1%
上海大众汽车	106678	13.8%	319888	11.5%
上海通用汽车	113047	11.3%	347121	10.7%
上海汽车乘用车	16030	14.9%	39635	-12.5%
上汽通用五菱汽车	140168	11.0%	391751	8.4%
上海汇众汽车			0	-100.0%
上海申沃客车	265	38.0%	603	66.6%
上汽依维柯红岩商用车	2155	-67.0%	4355	-64.4%
南京依维柯汽车	15016	3.9%	37043	3.3%
上汽商用车公司	505		1098	

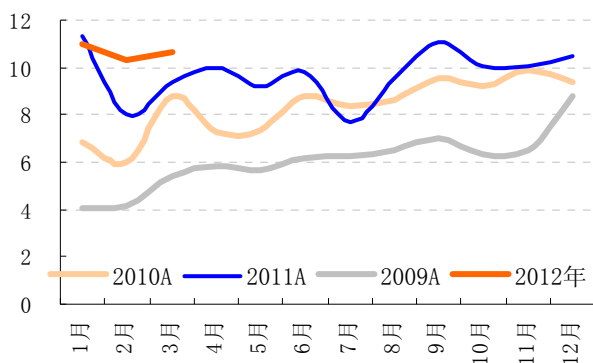
资料来源：公司公告

图表 2 上海大众全新帕萨特上市以来月销量 单位：辆

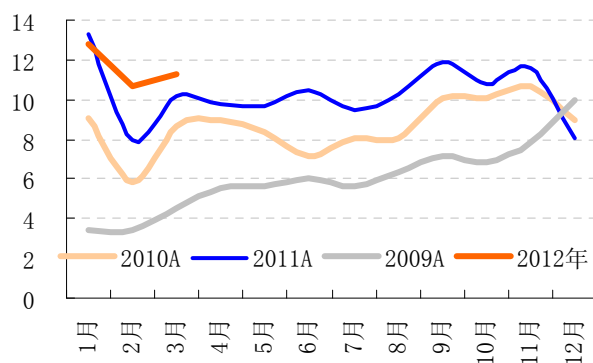


资料来源：中国汽车工业协会

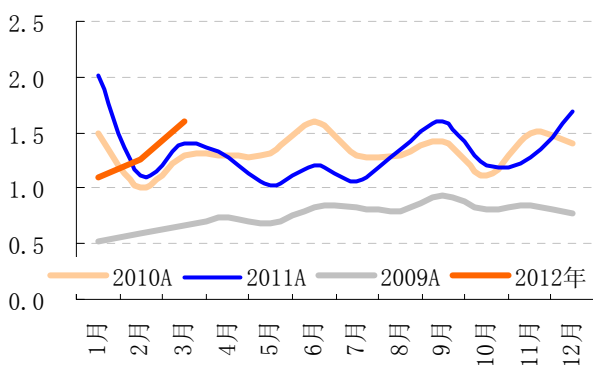
图表 3 上海大众月度销量 单位：万辆



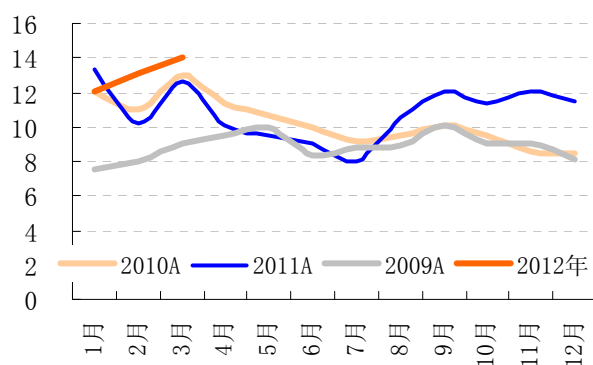
图表 4 上海通用月度销量 单位：万辆



图表 5 上汽乘用车月度销量 单位：万辆



图表 6 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	2010A	2011A	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	145542	191233	238538	283428	<b>营业收入</b>	364983	43309	46524	511764
现金	61262	72159	121271	153335	营业成本	295211	35187	37312	409923
应收账款	3482	11970	10047	12082	营业税金及附加	8434	11054	11828	13011
其他应收款	528	1313	1159	1366	营业费用	21929	22851	24658	26919
预付账款	10811	12748	13567	14887	管理费用	15236	19116	20517	22466
存货	18162	29257	28292	32078	财务费用	456	43	465	614
其他流动资产	51296	63787	64201	69680	资产减值损失	1956	994	1000	1100
<b>非流动资产</b>	83301	127400	122789	131992	公允价值变动收益	297	-326	0	0
长期投资	20722	31253	27771	28935	投资净收益	10770	13452	15470	18254
固定资产	28494	36692	44804	50260	<b>营业利润</b>	33362	41697	49119	55985
无形资产	5760	8192	9910	11503	营业外收入	619	685	700	750
其他非流动资产	28324	51263	40303	41294	营业外支出	818	355	370	400
<b>资产总计</b>	228842	318633	361326	415420	<b>利润总额</b>	33164	42028	49449	56335
<b>流动负债</b>	132265	162513	167313	177283	所得税	4631	7039	8406	9577
短期借款	4675	5859	5465	5596	<b>净利润</b>	28532	34990	41043	46758
应付账款	53285	73210	74204	82778	少数股东损益	12143	14768	17320	19732
其他流动负债	74305	83443	87644	88909	<b>归属母公司净利润</b>	16390	20222	23723	27026
<b>非流动负债</b>	14829	23004	19901	20558	EBITDA	39938	49388	57205	66243
长期借款	2530	1863	1708	1382	EPS (元)	1.77	1.83	2.15	2.45
其他非流动负债	12299	21141	18193	19176					
<b>负债合计</b>	147094	185517	187214	197841	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	15579	30754	48074	67806	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	9242	11026	11026	11026	<b>成长能力</b>				
资本公积	30085	42172	42172	42172	营业收入	162.8%	18.7%	7.4%	10.0%
留存收益	26843	49025	72747	96466	营业利润	295.7%	25.0%	17.8%	14.0%
归属母公司股东权益	66170	102362	126038	149772	归属于母公司净利润	148.6%	23.4%	17.3%	13.9%
<b>负债和股东权益</b>	228842	318633	361326	415420	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	19.1%	18.8%	19.8%	19.9%
					净利率(%)	4.5%	4.7%	5.1%	5.3%
					ROE(%)	24.8%	19.8%	18.8%	18.0%
					ROIC(%)	39.7%	31.6%	30.9%	30.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	64.3%	58.2%	51.8%	47.6%
					净负债比率(%)	8.5%	7.2%	6.8%	6.4%
					流动比率	1.10	1.18	1.43	1.60
					速动比率	0.95	0.99	1.25	1.41
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.0	1.6	1.4	1.3
					应收账款周转率	93.6	54.1	40.8	44.7
					应付账款周转率	7.6	5.6	5.1	5.2
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.49	1.83	2.15	2.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.27	1.83	3.79	3.15
					每股净资产(最新摊薄)	6.00	9.28	11.43	13.58
					<b>估值比率</b>				
					P/E	9.6	7.8	6.6	5.8
					P/B	2.4	1.5	1.2	1.0
					EV/EBITDA	1.9	1.6	1.3	1.2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	24974	20209	41766	34715
净利润	28532	34990	41043	46758
折旧摊销	6120	7648	7620	9644
财务费用	456	43	465	614
投资损失	-10770	-13452	-15470	-18254
营运资金变动	5689	-12331	5385	-3366
其他经营现金流	-5053	3312	2722	-681
<b>投资活动现金流</b>	-6930	-5002	8771	1328
资本支出	7183	16165	10371	11928
长期投资	-10057	1069	-5488	1829
其他投资现金流	-9804	12233	13654	15085
<b>筹资活动现金流</b>	7475	-16126	-1424	-3980
短期借款	2930	1184	-395	132
长期借款	867	-667	-155	-326
普通股增加	2691	1783	0	0
资本公积增加	7738	12088	0	0
其他筹资现金流	-6752	-30514	-874	-3786
<b>现金净增加额</b>	25477	-1032	49113	32063

## 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