

上汽集团 (600104.SH)

轿车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

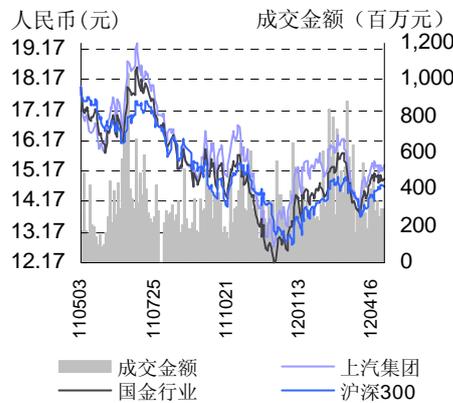
市价(人民币): 15.38元

业绩增长仍明显强于行业整体水平

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	9,170.32
总市值(百万元)	169,573.21
年内股价最高最低(元)	19.37/12.70
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《2012年业绩仍有望小幅增长》, 2012.3.29
2. 《行业王者, 逆势高增长依旧》, 2011.10.27
3. 《业绩符合预期, 估值明显偏低》, 2011.8.28

吴文剑 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjq.com.cn

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liy@jq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.484	1.833	2.052	2.271	2.508
每股净资产(元)	7.16	9.28	11.14	13.21	15.52
每股经营性现金流(元)	2.70	1.83	3.62	3.53	4.07
市盈率(倍)	10.37	8.39	7.49	6.77	6.13
行业优化市盈率(倍)	12.23	10.12	9.70	8.40	7.65
净利润增长率(%)	108.26%	47.30%	11.89%	10.67%	10.44%
净资产收益率(%)	20.75%	19.76%	18.43%	17.20%	16.17%
总股本(百万股)	9,242.42	11,025.57	11,025.57	11,025.57	11,025.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **业绩符合预期:** 一季度, 上汽集团营收 123.97 亿元, 同比增长 13.74%, 归属母公司股东净利润为 56.08 亿元, 同比增长 6.95%, 对应 EPS 为 0.51 元, 符合我们预期。

经营分析

- **整体销量增速稳健, 市场份额继续提升:** 一季度, 上汽集团汽车销量达 114.1 万辆, 同比增加 8.1%。主要公司中, 上海大众与上海通用分别增长 11.5%与 10.7%, 而同期狭义乘用车销量则下滑 0.3%; 上汽通用五菱销量同比增长 8.4%, 而同期交叉乘用车行业销量下滑 8.5%; 上汽自主品牌继续低迷, 一季度销量下滑 12.5%, 逊于行业整体水平。一季度, 公司在狭义乘用车与乘用车行业的市场份额分别达 22.6%与 29.1%, 较去年同期分别提高 2.0 与 2.9 个百分点, 龙头地位愈加稳固。
- **上海通用拖累毛利增速, 上海大众推动投资收益增长:** 一季度, 公司营收同比增长 13.74%, 但毛利同比仅增长 1.03%; 我们认为较差的行业景气度及“双君”销量占比的下滑, 拖累了上海通用的毛利率, 从而致公司整体毛利增速较差。与此同时, 公司一季度投资收益同比增长 13.8%, 但华域汽车一季度投资收益下滑 3.75%, 由此可见上海大众的净利润增长是上汽投资受益增长的主要原因, 而推动上海大众净利润增长的是其销量平稳增长以及车型结构的整体上移。
- **上海大众: 销量稳健增长、盈利能力提升:** 一季度, 上海大众销量为 32.0 万辆, 同比增长 11.5%。分车型看, 帕萨特与途观销量增速分别达 111.3%与 45.5%, 为公司增量主要来源; 桑塔纳与朗逸分别下滑 18.9%与 7.4%, 拖累整体增速。2012 年, 依靠途观、新帕萨特等销量的快速增长, 预计公司全年销量有望达 128 万辆, 同比增速约 10%。值得一提的是, 途观与新帕萨特销量的增长, 提升公司整体车型结构, 一季度“途观+帕萨特+昊锐”的中级车销量占比已由去年同期的 28.6%提升至 39.9%, 公司整体盈利能力有望再上新台阶。

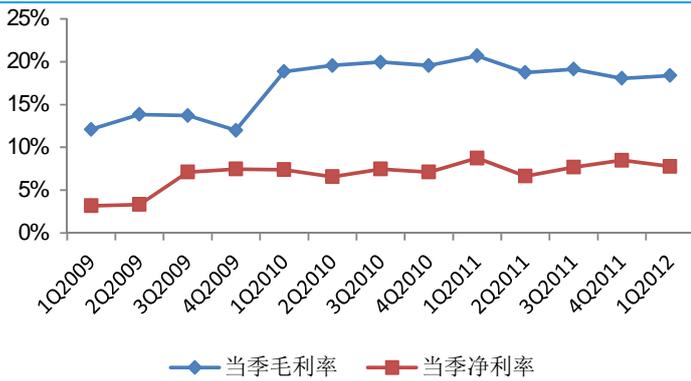
- **上海通用：迈瑞宝逐步放量，科帕奇仍处孕育期：**一季度，上海通用销量为 34.7 万辆，同比增长 10.7%。分车型看，凯越、英朗与赛欧同比增速分别为 24.8%、31.5%与 42.0%，为公司增量主要来源；“双君”整体表现低迷，虽然君威同比增长 3.0%，但君越下滑 22.5%；新车型中，迈瑞宝已逐步放量，3 月销量已达 4,289 辆，科帕奇仍处孕育期。2012 年，迈锐宝与科帕奇有望给公司带来新动力，英朗、新赛欧与爱唯欧仍处销量上升周期，亦将贡献较多增量；预计公司全年销量有望达 130 万辆，同比增速约 10%。但因“双君”整体较为低迷，公司盈利能力可能仍有较大压力。
- **上汽通用五菱：宝骏将贡献显著增量：**一季度，上汽通用五菱销量达 39.2 万辆，同比增长 8.4%。2011 年，公司首款轿车“宝骏 630”在 8 月上市，2011 年销量 2.2 万辆；经过近半年的磨砺，宝骏 630 在 2012 年一季度的月均销量约为 7,000 辆，预计 2012 年有望达 8 万辆。受此带动，预计公司 2012 年销量有望达 136 万辆，同比增速约 5%。
- **自主品牌：销量依旧低迷，新车型与公车采购带来希望：**一季度，上汽自主品牌销量为 3.96 万辆，同比下滑 12.5%，因荣威 350 及 MG3 占比的提升，盈利能力亦有所下滑。目前，基于通用 Epsilon II 平台的荣威 950 已在北京车展亮相，车型定位于公务车市场，指导价为 18.89-31.99 万元，有望给自主品牌带来新活力。工信部《2012 年度党政机关公务用车选用车型目录》（征求意见稿）对自主品牌的支持力度较大，上汽自主品牌的荣威与 MG 车型全系入围（共 47 款）；以荣威较好的知名度与较高的品牌定位，有望成为公车采购的最大受益者。预计上汽自主品牌 2012 年销量有望达 20 万辆，同比增速约为 23%。
- **2012 年销量仍有望较快增长：**在国内“车型为王”的市场环境下，新车型投放往往是企业销量增长的关键；基于此，我们认为上汽 2012 年仍可实现较快增长：一方面，公司近两年新车型仍处于销量上升通道，如大众旗下的途观、新帕萨特，通用旗下的新赛欧、英朗 GT 等，2012 年仍将持续增长；另一方面，公司 2012 年已（将）有诸多新车面世，如上海通用的迈锐宝、科帕奇（SUV）、三厢版爱唯欧，上海大众的改型晶锐与朗逸、新 CROSS POLO、新桑塔纳等，亦能在 2012 年贡献较多增量我们预计上汽集团 2012 年总销量有望达 434 万辆，同比增速约 8.5%。

图表1：上汽各子公司近年汽车销量（辆）

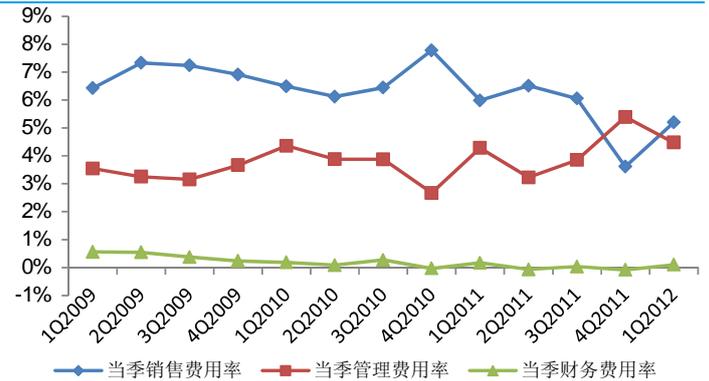
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012Q1	12Q1增速
上海大众	456,424	490,087	728,239	1,001,357	1,165,827	319,888	11.5%
上海通用	496,804	458,637	727,631	1,038,988	1,231,539	347,121	10.7%
上汽通用五菱	552,788	650,508	1,065,050	1,234,508	1,301,118	391,751	8.4%
上汽乘用车	16,549	26,007	90,017	160,626	162,142	39,635	-12.5%
南京依维柯	73,162	80,022	87,097	110,099	113,827	37,043	3.3%
依维柯红岩	24,034	22,337	19,598	30,509	31,500	4,355	-64.4%
申沃等其他	7,440	5,895	7,003	6,770	3,525	1,701	131.4%
整车销量总计	1,627,201	1,733,493	2,724,635	3,582,857	4,009,478	1,141,494	8.1%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表2: 上汽集团近年分季度毛利率与净利率



图表3: 上汽集团近年分季度三费比率



来源: 公司资料、国金证券研究所

盈利预测

- 我们维持前期对公司的盈利预测, 预测公司 2012-2014 可实现归属母公司净利润 226.2、250.4、276.6 亿元, 同比分别增长 11.9%、10.7%与 10.4%, 对应 EPS 分别为 2.05、2.27、2.51 元。

投资建议

- 公司当前股价为 15.38 元, 对应 2012-2014 年分别为 7.5、6.8、6.1 倍 PE, 估值仍明显偏低, 我们维持其“买入”评级。

图表4: 上海汽车分业务收入与毛利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
整车制造							
收入(百万元)	84,935	114,912	285,659	342,104	381,784	421,877	468,992
增速	-4.1%	35.3%	148.6%	19.8%	11.6%	10.5%	11.2%
营业成本	76,853	101,268	232,275	281,163	314,117	346,808	385,794
毛利率	9.52%	11.87%	18.69%	17.81%	17.72%	17.79%	17.74%
毛利润(百万)	8,082	13,644	53,384	60,941	67,667	75,069	83,198
增速	-24.8%	68.8%	291.3%	14.2%	11.0%	10.9%	10.8%
零部件+贸易							
收入(百万元)	20,470	23,964	79,325	90,992	102,212	115,914	131,364
增速	31.6%	17.1%	231.0%	14.7%	12.3%	13.4%	13.3%
营业成本	16,382	22,372	62,936	70,707	80,223	91,864	105,060
毛利率	19.97%	6.64%	20.66%	22.29%	21.51%	20.75%	20.02%
毛利润(百万)	4,088	1,592	16,389	20,284	21,989	24,050	26,304
增速	7.6%	-61.1%	929.7%	23.8%	8.4%	9.4%	9.4%
金融业							
销售收入(百万元)	487	760	741	1,708	2,904	4,357	6,099
增长率(YOY)	61.86%	56.24%	-2.53%	130.53%	70.00%	50.00%	40.00%
毛利率	30.00%	36.93%	38.48%	81.32%	80.00%	78.00%	78.00%
销售成本(百万元)	340.66	479.55	455.96	319.14	580.88	958.45	1,341.83
增长率(YOY)	51.79%	40.77%	-4.92%	-30.01%	82.01%	65.00%	40.00%
毛利(百万元)	146	281	285	1,389	2,324	3,398	4,757
增长率(YOY)	91.47%	92.33%	1.55%	387.24%	67.24%	46.25%	40.00%
占总销售额比重	0.46%	0.54%	0.20%	0.39%	0.60%	0.80%	1.01%
占主营业务利润比重	1.19%	1.81%	0.41%	1.68%	2.53%	3.31%	4.16%
销售总收入(百万元)	105,892	139,636	365,724	434,804	486,901	542,148	606,456
销售总成本(百万元)	93,576	124,119	295,667	352,189	394,921	439,631	492,196
毛利(百万元)	12,316	15,516	70,058	82,615	91,979	102,517	114,259
平均毛利率	11.63%	11.11%	19.16%	19.00%	18.89%	18.91%	18.84%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	139,636	313,376	434,804	486,901	542,148	606,456	货币资金	30,500	61,262	72,159	103,886	149,068	196,393
增长率		124.4%	38.7%	12.0%	11.3%	11.9%	应收款项	20,980	32,314	53,432	58,515	64,954	72,509
主营业务成本	-121,580	-252,223	-352,189	-394,921	-439,631	-492,196	存货	8,314	18,162	29,257	29,841	34,056	37,816
%销售收入	87.1%	80.5%	81.0%	81.1%	81.1%	81.2%	其他流动资产	14,698	33,804	36,385	39,435	41,224	43,326
毛利	18,056	61,154	82,615	91,979	102,517	114,259	流动资产	74,492	145,542	191,233	231,677	289,301	350,043
%销售收入	12.9%	19.5%	19.0%	18.9%	18.9%	18.8%	%总资产	53.9%	63.6%	60.0%	65.7%	70.8%	74.4%
营业税金及附加	-1,465	-8,172	-11,054	-12,173	-13,554	-15,161	长期投资	37,185	32,254	49,636	49,637	49,636	49,636
%销售收入	1.0%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	18,129	33,171	45,521	49,587	47,446	48,709
营业费用	-9,789	-21,076	-22,851	-25,806	-29,005	-32,445	%总资产	13.1%	14.5%	14.3%	14.1%	11.6%	10.4%
%销售收入	7.0%	6.7%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	无形资产	4,200	7,327	10,263	8,236	8,275	8,310
管理费用	-4,750	-11,442	-19,116	-21,911	-24,668	-27,594	非流动资产	63,666	83,301	127,400	121,209	119,106	120,404
%销售收入	3.4%	3.7%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%	%总资产	46.1%	36.4%	40.0%	34.3%	29.2%	25.6%
息税前利润 (EBIT)	2,051	20,462	29,594	32,091	35,291	39,059	资产总计	138,158	228,842	318,633	352,886	408,407	470,447
%销售收入	1.5%	6.5%	6.8%	6.6%	6.5%	6.4%	短期借款	2,734	9,918	11,550	5,690	5,690	5,690
财务费用	-579	-387	-43	500	889	946	应付款项	37,050	80,332	113,515	119,380	132,925	148,795
%销售收入	0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	40,705	45,326	41,467	38,872	39,929	41,168
资产减值损失	-1,426	-1,922	-994	-695	-647	-622	流动负债	80,489	135,576	166,531	163,942	178,545	195,653
公允价值变动收益	30	115	-326	-292	-286	-225	长期贷款	1,663	2,530	1,863	1,863	1,863	1,863
投资收益	8,344	8,722	13,452	15,076	16,925	18,553	其他长期负债	9,243	8,988	17,122	17,122	17,122	17,122
%税前利润	97.2%	32.7%	32.0%	32.0%	32.2%	31.9%	负债	91,394	147,094	185,517	182,928	197,530	214,639
营业利润	8,421	26,990	41,683	46,681	52,172	57,711	普通股股东权益	42,462	66,170	102,362	122,783	145,618	171,069
营业利润率	6.0%	8.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%	少数股东权益	4,302	15,579	30,754	47,175	65,259	84,739
营业外收支	166	-321	331	364	418	481	负债股东权益合计	138,158	228,842	318,633	352,886	408,407	470,447
税前利润	8,587	26,669	42,014	47,045	52,590	58,192	比率分析						
利润率	6.1%	8.5%	9.7%	9.7%	9.7%	9.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-489	-3,852	-7,039	-7,998	-9,466	-11,057	每股指标						
所得税率	5.7%	14.4%	16.8%	17.0%	18.0%	19.0%	每股收益	1.005	1.484	1.833	2.052	2.271	2.508
净利润	8,098	22,817	34,976	39,047	43,124	47,136	每股净资产	6.482	7.159	9.284	11.136	13.207	15.516
少数股东损益	1,516	9,104	14,768	16,421	18,083	19,480	每股经营现金净流	3.293	2.702	1.833	3.623	3.533	4.068
归属于母公司的净利润	6,581	13,713	20,208	22,626	25,041	27,656	每股股利	0.050	0.200	0.000	0.200	0.200	0.200
净利率	4.7%	4.4%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.52%	20.75%	19.76%	18.43%	17.20%	16.17%
净利润	8,108	22,833	34,990	39,047	43,124	47,136	总资产收益率	4.77%	6.00%	6.35%	6.41%	6.13%	5.88%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	3.29%	17.46%	16.06%	14.45%	12.85%	11.71%
非现金支出	3,451	8,042	8,641	9,586	11,249	13,325	增长率						
非经营收益	-8,832	-10,624	-13,460	-6,596	-16,928	-18,680	主营业务收入增长率	31.87%	124.42%	38.75%	11.98%	11.35%	11.86%
营运资金变动	18,500	5,689	-12,331	-2,094	1,513	3,070	EBIT增长率	N/A	897.91%	44.62%	8.44%	9.97%	10.68%
经营活动现金净流	21,227	25,940	17,840	39,943	38,958	44,850	净利润增长率	904.61%	108.26%	47.30%	11.89%	10.67%	10.44%
资本开支	-3,657	-6,752	-14,946	-10,567	-8,081	-13,519	总资产增长率	28.09%	65.64%	39.24%	10.75%	15.73%	15.19%
投资	-11,802	-5,615	902	-1	0	0	资产管理能力						
其他	3,174	5,437	9,028	14,784	16,639	18,328	应收账款周转天数	9.1	4.4	6.5	9.0	9.0	9.0
投资活动现金净流	-12,285	-6,930	-5,016	4,217	8,558	4,809	存货周转天数	23.7	19.2	24.6	28.0	29.0	29.0
股权募资	2	9,993	404	0	0	0	应付账款周转天数	63.4	56.0	65.5	68.0	68.0	68.0
债权募资	-2,270	3,696	-2,851	-5,864	0	0	固定资产周转天数	38.3	33.2	30.8	27.6	24.7	22.2
其他	-1,880	-6,256	-13,793	-6,569	-2,334	-2,334	偿债能力						
筹资活动现金净流	-4,148	7,433	-16,240	-12,432	-2,334	-2,334	净负债/股东权益	-40.42%	-54.00%	-40.37%	-53.73%	-64.73%	-71.86%
现金净流量	4,794	26,442	-3,416	31,727	45,182	47,325	EBIT利息保障倍数	3.5	52.9	691.8	-64.1	-39.7	-41.3
							资产负债率	66.15%	64.28%	58.22%	51.84%	48.37%	45.62%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	5	19	21	39
买入	0	1	6	6	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.22	1.22	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-28	买入	17.59	N/A
2 2011-08-28	买入	15.97	N/A
3 2011-10-27	买入	16.15	N/A
4 2012-03-29	买入	14.23	N/A

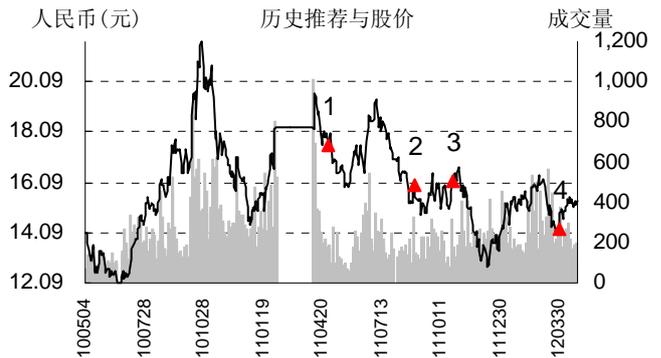
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B