

上汽集团 (600104)

增持/维持评级

股价: RMB14.02

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁云波
(0755)8249 2384
dingyunbo@mail.htlhsc.com.cn

经营稳健 具有防御配置价值

----公司一季报点评

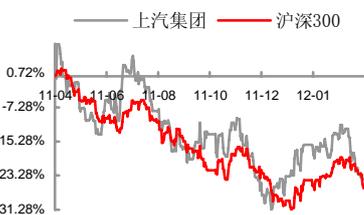
- 公司一季度实现营业收入 1239.7 亿元, 同比增长 13.7%; 归属母公司所有者的净利润 56.08 亿元, 同比增长 6.95%, 合 EPS 0.51 元, 扣除非经常性损益后基本每股收益 0.50 元。
- **主要合资公司表现优秀。**得益于积极的本土化策略、新产品市场投放力度的加强, 近年来上海大众、上海通用的市场地位持续提升。2012 年一季度, 上海大众、上海通用累计分别实现销量 319888 辆、347121 辆, 累计同比分别增长 11.54%、10.67%, 均大幅领先行业平均增速。我们预计, 在产能利用率高企的背景下, 上海大众、上海通用 2012 年的净利润率水平有望继续小幅上行。从一季度合并报表中“联营企业和合营企业的投资收益”项同比增长 20.7%来看, 一定程度上可以定性地验证上述判断。
- **自主品牌盈利水平有待恢复。**2012 一季度上汽乘用车分公司实现销量 39635 辆, 同比下滑 12.46%; 上汽通用五菱在交叉乘用车等细分行业同比下滑的市场背景下, 累计实现销量 391751 辆, 同比增长 8.41%, 其中轿车业务在宝骏品牌的带动下, 实现销量 35116 辆, 同比增长 60.85%。尽管整体而言, 公司自主品牌乘用车销量水平有企稳回升趋势, 但就盈利水平而言, 我们预计短期内仍难有显著改善。从合并利润报表上看, 一季度公司毛利率水平下降 2.53 个百分点, 至 17.92%, 由于预期合并报表中上海通用的盈利水平有望小幅上行, 因此我们定性地判断一季度公司自主品牌的盈利水平下滑较为明显。
- **低估值, 具有防御配置价值。**维持公司 2012~2013 年的盈利预测, EPS 分别为 2.05 元、2.38 元, 对应动态 PE 分别为 7.5 倍、6.5 倍。尽管公司当前的估值水平反映了市场对于狭义乘用车行业成长空间缩小、公司盈利向上弹性有限的合理预期, 但从盈利的确定性角度来看, 公司作为行业龙头, 当前的估值水平具有较为显著的防御配置价值。短期来看, 在二季度行业需求景气回暖的预期背景下, 公司的估值水平有望继续小幅上行, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 宏观经济下滑超预期; 行业需求景气回暖低于预期。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	11,026
流通 A 股 (百万股)	11,026
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	154,578

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	434804	469588	525939
(+/-%)	38.7%	8.0%	12.0%
归属母公司净利润(百万元)	20222	22580	26239
(+/-%)	47.3%	11.7%	16.2%
EPS(元)	1.83	2.05	2.38
P/E(倍)	8.4	7.5	6.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表				利润表			
单位:百万元				单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	会计年度	2011	2012E	2013E
流动资产	191233	24140	293700	营业收入	434804	469588	525939
现金	72159	117397	157885	营业成本	351870	377549	423381
应收账款	11970	10622	10724	营业税金及附加	11054	11939	13371
其他应收	1313	1318	1477	营业费用	22851	25358	28401
预付账款	12748	15237	16877	管理费用	19116	21366	22615
存货	29257	31392	35203	财务费用	43	26	84
其他流动	63787	65441	71534	资产减值损失	994	1200	1372
非流动资产	127400	10903	112451	公允价值变动收益	-326	-358	-394
长期投资	31253	31253	34379	投资净收益	13452	15701	18056
固定资产	36692	39067	36408	营业利润	41697	47493	54377
无形资产	8192	9392	10592	营业外收入	685	466	521
其他非流	51263	29322	31073	营业外支出	355	408	498
资产总计	318633	35044	406151	利润总额	42028	47551	54399
流动负债	162513	16365	175983	所得税	7039	7989	9139
短期借款	5859	9687	7547	净利润	34990	39563	45260
应付账款	73210	77792	88294	少数股东损益	14768	16983	19021
其他流动	83443	76179	80142	归属母公司净利润	20222	22580	26239
非流动负	23004	17912	19736	EBITDA	49388	54658	62507
长期借款	1863	2463	3263	EPS (元)	1.83	2.05	2.38
其他非流	21141	15449	16473				
负债合计	185517	18157	195719				
少数股东	30754	47737	66758	主要财务比率			
股本	11026	11026	11026	会计年度	2011	2012E	2013E
资本公积	42172	42172	42172	成长能力			
留存收益	49025	68297	91228	营业收入	38.7%	8.0%	12.0%
归属母公	102362	121136	143674	营业利润	54.4%	13.9%	14.5%
负债和股	318633	35044	406151	归属母公司净利润	47.3%	11.7%	16.2%
				获利能力			
				毛利率(%)	19.1%	19.6%	19.5%
				净利率(%)	4.7%	4.8%	5.0%
				ROE(%)	19.8%	18.6%	18.3%
				ROIC(%)	172.2%	187.8%	285.8
				偿债能力			
				资产负债率(%)	58.2%	51.8%	48.2%
				净负债比率(%)	7.23%	6.69%	5.52%
				流动比率	1.18	1.48	1.67
				速动比率	1.00	1.28	1.47
				营运能力			
				总资产周转率	1.59	1.40	1.39
				应收账款周转率	56	41	49
				应付账款周转率	5.56	5.00	5.10
				每股指标(元)			
				每股收益(最新摊薄)	1.83	2.05	2.38
				每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	2.96	3.21
				每股净资产(最新摊薄)	9.28	10.99	13.03
				估值比率			
				P/E	8.4	7.5	6.5
				P/B	1.99	1.68	1.42
				EV/EBITDA	2	2	1

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司