

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
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
021-38636729
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)

近期新工厂陆续投产、奠基

事项

上汽集团公告 2012 年 5 月产销情况：5 月上汽集团销量同比增长 20.9% 为 36.8 万辆，1-5 月销量同比 11.3% 为 187.7 万辆。

平安观点：

■ 上海大众：B 级轿车及 SUV 销量增幅高

5 月上海大众销量同比增 9% 为 10 万辆，前 5 月销量累计同比 10.8% 为 53 万辆。上海大众产品谱系丰富，涵盖 A0 到 B 级轿车及 MPV、SUV，2012 年随着新帕萨特及 SUV 的旺销，公司产品结构明显上移。2012 年前 4 月 B 级车（帕萨特+昊锐）及 SUV 累计销量同比增幅高达 53%，占上海大众总销量比例为 37%，较 2011 全年的 29% 有较大幅度提高。

■ 上海通用：B 级车及 MPV 增长压力较大

5 月上海通用销量同比增 14.9% 为 11 万辆，前 5 月销量累计同比 9.4% 为 55.5 万辆。2012 年前 5 月别克品牌销量同比增 6.7% 为 28.6 万辆，雪佛兰品牌销量同比增 15.5% 为 25.5 万辆。前 5 月君威君越销量累计同比-17.7%，2012 年 1-4 月 MPV 别克 GL8 累计销量同比-14.6%，上海通用 B 级轿车（双君、景程、迈锐宝）+MPV 累计销量同比-11.7%。

■ 上汽自主乘用车：完成全年目标压力大

5 月上汽股份销量同比增 56% 为 1.6 万辆，前 5 月销量累计同比 6.6% 为 7.27 万辆。近几月荣威 550 月均稳定在 3500 左右，荣威 W5 月均 260 左右。目前看上汽股份要完成全年 20 万销量目标压力仍大。

■ 上汽通用五菱：微车龙头强者恒强

上汽通用五菱 5 月销量同比 35.4% 达 12.9 万辆，同比 35.4%，其中五菱同比 33.5% 达 12.1 万辆，预计其微客占有率进一步提升至近 54%。前 5 月上汽通用五菱累计销量同比 16.3% 达 64.9 万辆，其中五菱品牌累计销售 59.6 万辆，宝骏品牌 3.3 万辆，上汽通用五菱 2012 年实现 135 万辆销量目标问题不大。

■ 上海通用、上海大众新工厂陆续投产、奠基

■ **截至5月底，上海通用设计年产能达100万辆：2012年5月30日，上海通用东岳基地三期扩建项目顺利投产，新增24万辆整年产能，使烟台东岳基地达到总产能48万辆整车，至此上海通用汽车规划年产能达100万辆。**

烟台东岳汽车三期项目于2010年6月29日开工建设，总投资25.3亿元人民币，新建车身、油漆、总装3个工艺车间及相关配套设施，设计产能为60JPH（每小时60辆车）、两班年产24万辆整车。东岳汽车总产能达到两班年产48万辆，最高可达60万整车产能，目前烟台东岳生产基地的产品已涵盖雪佛兰景程、赛欧、爱唯欧和别克英朗系列车型。

2012年6月6日，上海通用汽车武汉分公司奠基仪式举行，武汉是继上海金桥、烟台东岳和沈阳北盛之后，上海通用汽车的第四大整车生产基地。武汉基地将使得上海通用汽车从沿海向内陆拓展的全国生产基地布局将更为完善，有利于拓展中西部市场。

上海通用汽车武汉分公司总投资70亿元人民币，规划用地2.32平方公里，建设项目主要包括冲压、车身、涂装、总装四大工艺车间和配套辅助设施，建设规模为年产整车30万辆，将于2014年建成投产。该工厂将生产包括中小型车、SUV、新能源轿车等产品。

到2014年，随着北盛三期和武汉分公司的相继投产，上海通用汽车产能布局将更加完善，为实现2015年200万年产销量目标打下基础。

新疆工厂奠基，上海大众2016年前产能布局完善：2012年5月28日上海大众新疆工厂正式奠基，预计该工厂将于2014年底投产，一期年产能5万辆整车，新疆工厂奠基之后，上海大众的产能布局应已较为完善。2011年，上海大众江苏南京（仪征）工厂正式奠基，同年，浙江宁波工厂也正式奠基，宁波工厂将于2013年投产。

■ **我们估计此前多年的产能紧张导致上海大众内部对产销车型之规模有所权衡取舍，部分车型供应不能满足市场需求，随着一系列新工厂的投产，困扰上海大众多年的产能不足问题将逐步得到解决，谱系丰富车型全面的上海大众将迎来更加全面的发展。**

■ **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%，维持对其盈利预测为2012年、2013年EPS分别为2.15元、2.45元，上汽集团目前市值1600亿，而近年净利润有望维持在200亿以上，展望其未来五年，上海大众、上海通用在国内的竞争优势仍明显，我们认为上汽集团合理市值应在2000亿，我们维持对上汽集团“强烈推荐”的投资评级。

自2010年10月以来上汽集团基本面表现优良，但公司股价表现疲弱，我们估计主要是上汽集团作为汽车股标杆（上汽集团市场占有率超过20%，上汽集团亦是A股市值最大的汽车股），其估值更多受市场对汽车行业整体的预期影响，在汽车行业整体未有明显见底复苏特征下，上汽集团的估值尤其受压制。基于我们前期对汽车业“二季度将形成业绩底与预期低”、“二季度将迎来汽车业利润增幅底部”的判断，我们认为作为汽车股标杆的上汽集团将再次迎来较佳的布局时机。

■ **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) 上海通用利润率下降

图表 1 上汽集团 2012 年销量

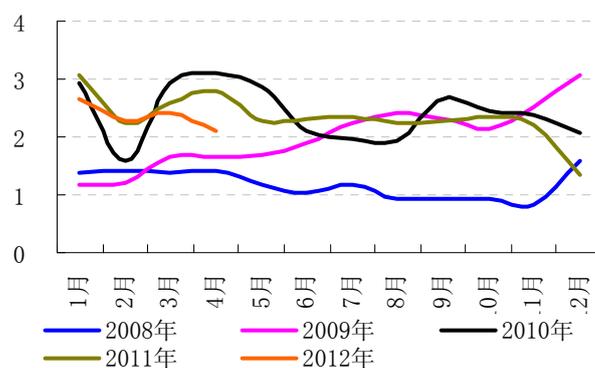
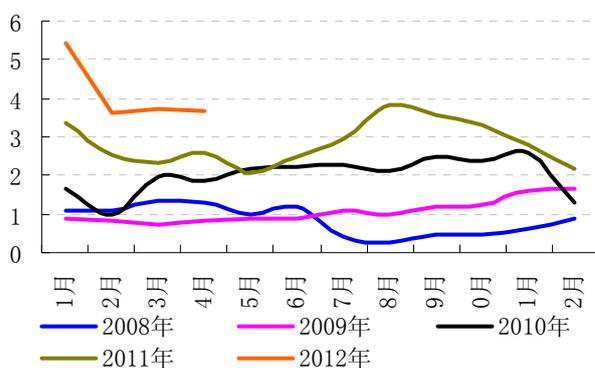
单位：辆

	5月	单月同比	1-5月	累计同比
上海汽车集团(合计)	367991	20.9%	1877085	11.3%
上海大众汽车	100262	9.0%	530405	10.8%
上海通用汽车	110503	14.9%	555280	9.4%
上海汽车乘用车	16098	56.3%	72734	6.6%
上汽通用五菱汽车	128680	35.4%	648611	16.3%
上海汇众汽车			0	
上海申沃客车	229	-49.4%	1037	6.9%
上汽依维柯红岩商用车	1425	-60.5%	7457	-63.2%
南京依维柯汽车	10212	48.0%	59476	12.6%
上汽商用车公司	582		2085	

资料来源：公司公告

图表 2 上海大众 B 级车及 SUV 月销 单位：万辆

图表 3 上海通用 B 级车及 MPV 月销 单位：万辆

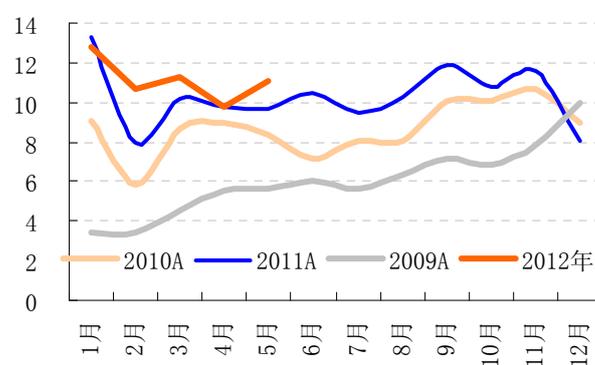
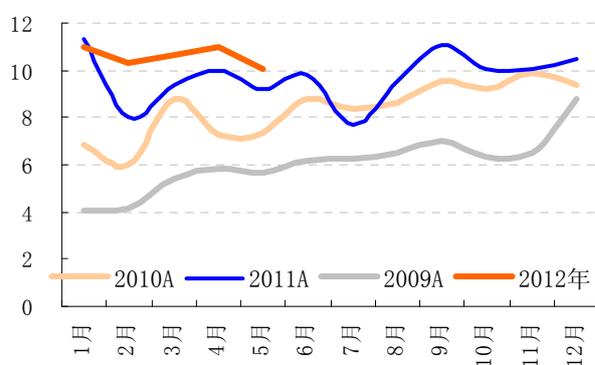


资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

图表 4 上海大众月度销量 单位：万辆

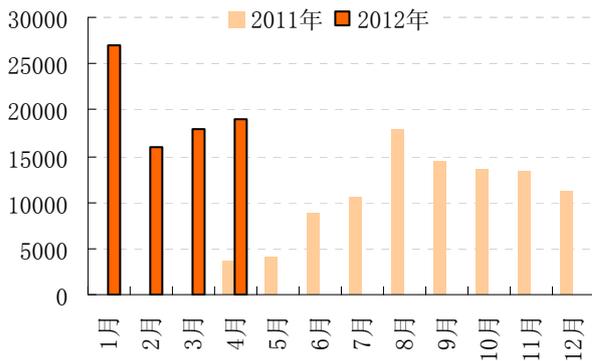
图表 5 上海通用月度销量 单位：万辆



资料来源：公司公告

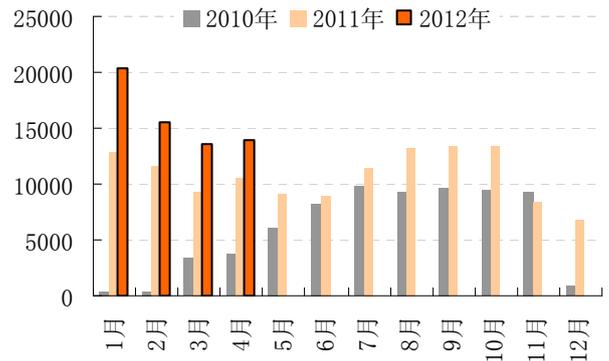
资料来源：公司公告

图表 6 上海大众新帕萨特月度销量 单位: 辆



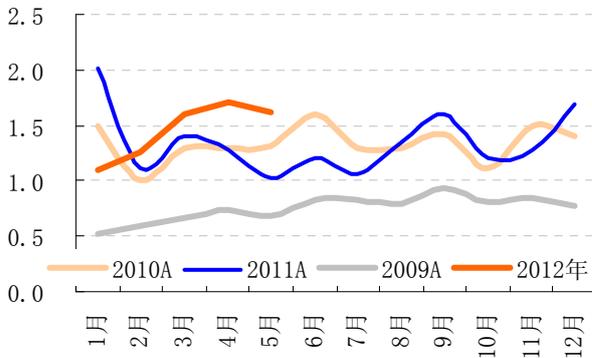
资料来源: 公司公告

图表 7 上海大众途观月度销量 单位: 辆



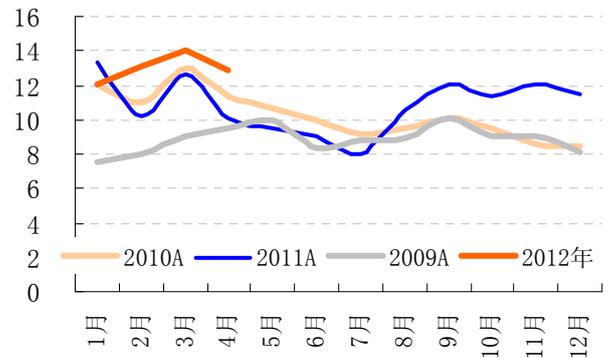
资料来源: 公司公告

图表 8 上汽股份乘用车月度销量 单位: 万辆



资料来源: 公司公告

图表 9 上汽通用五菱月度销量 单位: 万辆



资料来源: 公司公告

图表 10 上海大众、上海通用 2011—2016 年设计产能统计 单位: 万辆

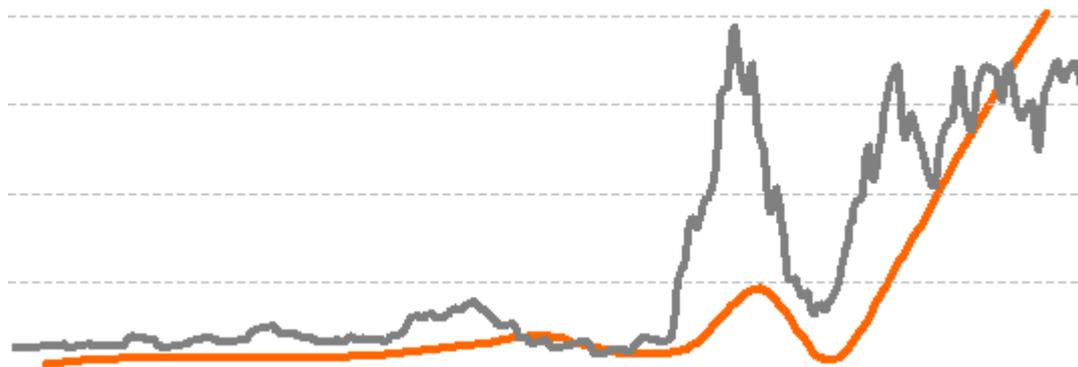
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
上海大众	安亭一厂	15	15	15	15	15
	安亭二厂	27	27	27	27	27
	安亭三厂	40	40	40	40	40
	南京江宁	15	30	30	30	30
	江苏仪征		30	30	30	30
	宁波工厂			30	30	30
	新疆工厂					
合计	97	142	172	172	172	177
上海通用	金桥北厂	16	16	16	16	16
	金桥南厂	16	16	16	16	16
	烟台东岳	24	24	24	24	24
	烟台东岳三期		24	24	24	24
	沈阳北盛一期	5	5	5	5	5
	沈阳北盛二期	15	15	15	15	15

沈阳北盛三期				30	30	30
武汉基地				30	30	30
合计	76	100	100	160	160	160

资料来源：平安证券研究所整理

附注：红色格代表首年新增产能

图表 11 上汽集团历年净利润与总市值重叠图



资料来源：公司公告

附：总市值（灰色线）时间周期为 1997 年 11 月—2012 年 6 月 7 日；年度净利润（红色线）时间周期为 1997 年—2011 年。

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
流动资产	175947	191233	242841	289211	营业收入	364983	43309	46524	511764
现金	70767	72159	116877	152785	营业成本	295211	35187	37312	409923
应收账款	10610	11970	13079	14306	营业税金及附加	8434	11054	11828	13011
其他应收款	1311	1313	1495	1613	营业费用	21929	22851	24658	26919
预付账款	13487	12748	14694	15713	管理费用	15236	19116	20517	22466
存货	23870	29257	30738	33874	财务费用	456	43	465	614
其他流动资产	55901	63787	65958	70919	资产减值损失	1956	994	1000	1100
非流动资产	109098	127400	127713	130678	公允价值变动收益	297	-326	0	0
长期投资	26355	31253	29639	30179	投资净收益	10770	13452	15470	18254
固定资产	34403	36692	43989	45846	营业利润	33362	41697	49119	55985
无形资产	7216	8192	9325	10047	营业外收入	619	685	700	750
其他非流动资产	41124	51263	44760	44606	营业外支出	818	355	370	400
资产总计	285045	318633	370554	419888	利润总额	33164	42028	49449	56335
流动负债	148932	162513	174359	180705	所得税	4631	7039	8406	9577
短期借款	7751	5859	6490	6280	净利润	28532	34990	41043	46758
应付账款	63654	73210	78573	85978	少数股东损益	12143	14768	17320	19732
其他流动负债	77528	83443	89296	88447	归属母公司净利润	16390	20222	23723	27026
非流动负债	22599	23004	22084	21606	EBITDA	41580	49388	57865	66705
长期借款	3141	1863	1505	839	EPS (元)	1.77	1.83	2.15	2.45
其他非流动负债	19459	21141	20580	20767					
负债合计	171532	185517	196443	202311	主要财务比率				
少数股东权益	26598	30754	48074	67806	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
股本	9242	11026	11026	11026	成长能力				
资本公积	46815	42172	42172	42172	营业收入	162.8%	18.7%	7.4%	10.0%
留存收益	30862	49025	72747	96466	营业利润	295.7%	25.0%	17.8%	14.0%
归属母公司股东权益	86914	102362	126037	149772	归属于母公司净利润	148.6%	23.4%	17.3%	13.9%
负债和股东权益	285045	318633	370554	419888	获利能力				
					毛利率	19.1%	18.8%	19.8%	19.9%
					净利率	4.5%	4.7%	5.1%	5.3%
					ROE	18.9%	19.8%	18.8%	18.0%
					ROIC	29.7%	31.6%	30.7%	29.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.2%	58.2%	53.0%	48.2%
					净负债比率(%)	9.5%	7.2%	6.9%	6.3%
					流动比率	1.18	1.18	1.39	1.60
					速动比率	1.01	0.99	1.21	1.40
					营运能力				
					总资产周转率	1.7	1.4	1.4	1.3
					应收账款周转率	48.9	37.5	36.0	36.3
					应付账款周转率	6.7	5.1	4.9	5.0
					每股指标(元)				
					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)	2.66	1.83	3.84	3.07
					每股净资产(最新摊薄)	7.88	9.28	11.43	13.58
					估值比率				
					P/E	9.8	7.9	6.8	5.9
					P/B	1.8	1.6	1.3	1.1
					EV/EBITDA	1.9	1.6	1.4	1.2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流	29353	20209	42375	33822
净利润	28532	34990	41043	46758
折旧摊销	7762	7648	8281	10106
财务费用	456	43	465	614
投资损失	-10770	-13452	-15470	-18254
营运资金变动	5128	-12331	3783	-4203
其他经营现金流	-1754	3312	4273	-1199
投资活动现金流	-8477	-5002	2905	6761
资本支出	10366	16165	10966	9146
长期投资	-10755	1069	-435	145
其他投资现金流	-8866	12233	13435	16052
筹资活动现金流	7669	-16126	-561	-4675
短期借款	6006	-1891	630	-210
长期借款	1478	-1277	-359	-665
普通股增加	2691	1783	0	0
资本公积增加	24468	-4642	0	0
其他筹资现金流	-26974	-10098	-833	-3799
现金净增加额	28504	-1032	44719	35908

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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257