

大众产品结构上移带动业绩稳定增长

核心观点:

1. 事件

上半年公司实现营业收入 2355 亿元, 同比增长 10.1%; 营业利润 213 亿元, 同比下降 3.55%; 归属母公司所有者净利润 108 亿元, 同比增长 5%; EPS0.98 元。公司业绩增长符合预期。

2. 我们的分析与判断

(一) 销量增长稳定, 市场份额进一步提升

上半年公司汽车销量 223 万辆, 同比增长 11.4%, 增速高出全国平均水平 8.7 个百分点, 市场占有率比去年底提高 1.4 个百分点, 达到 22.4%。上海大众、上海通用销量分别同比增长 10.4%、9.7%, 上汽通用五菱销量同比增长 15.9%, 微车龙头地位进一步巩固。自主品牌上汽乘用车销量同比增长 12.2%, 在自主品牌增速居前。1-7 月销量 255 万辆, 全年销量目标 430 万辆完成没有问题。

(二) 上海大众产品结构上移, 带动投资收益增长

来自联营与合营企业的投资收益 70 亿元, 同比增长 22%, 主要是上海大众利润高增长。上半年帕萨特、途观热销带动上海大众产品结构上移, 净利率水平超过上海通用, 收入同比增长 23%, 利润增速也超过 20%。产品结构上移将进一步推动上海大众盈利能力提升, 成为 12 年上汽集团业绩增长的主要推动力。

(三) 上海通用主动调整产品定位, 迈瑞宝降价促销带来规模效应

12 年君威、君越产品老化, 上海通用盈利能力同比略有下滑。而新产品迈瑞宝上市之初由于定价偏高, 与同级车相比缺乏竞争力, 导致月均销量低于 2000 辆, 远低于预期。7 月份官方降价 2 万元之后, 预计 8 月份销量超过 5000 辆, 销量提高将促使规模效应显现, 有利于上海通用盈利能力改善。

(四) 2 季度毛利率或为年内低点, 预计下半年环比回升

上半年在市场需求低迷、库存不断增长的环境下, 汽车价格持续下行。公司促销力度比较大, 2 季度综合毛利率 16.6%, 环比下降 1.3 个百分点。上半年综合毛利率 17.7%, 同比下滑 1.5 个百分点。其中, 整车制造毛利率同比下降 1.76 个百分点至 17.3%。公司已主动调整产量, 经过 7、8 月份的库存消化, 库存已基本降至正常水平, 价格下降的趋势也有一定的缓解。同时, 原材料价格仍然处于高位, 因此, 预计 3、4 季度公司毛利率环比改善, 全年毛利率预计恢复到 18% 以上, 公司盈利能力保持相对稳定。

上汽集团 (600104.SH)

推荐 维持评级

分析师

杨华超

☎: (8621) 2025 2681

✉: yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050003

特此鸣谢

王绪丽

☎: (8621) 20252643

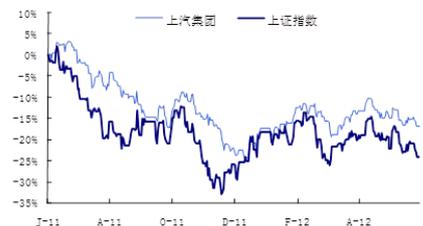
✉: wangxuli@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.8.29

A 股收盘价(元)	11.71
A 股一年内最高价(元)	17.10
A 股一年内最低价(元)	11.45
上证指数	2,053.24
市净率	1.26
总股本(万股)	11026
实际流通 A 股(万股)	9170
限售的流通 A 股(万股)	107384

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

公司深度:《估值安全, 稳健型首选》2012.7.2

期间费用率略有提高。上半年公司期间费用率 9.6%，同比提高 0.2 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比提高 0.01、0.11、0.03 个百分点。

3. 投资建议

预计公司 12/13/14 年 EPS 分别为 1.95/2.06/2.18 元，对应目前股价 PE 分别为 6/5.7/5.4 倍。汽车行业旺季即将到来，市场需求回升、库存下降、价格企稳是今年未来几个月的行业趋势。在汽车行业整体盈利增速放缓的背景下，公司作为中高级乘用车行业龙头，业绩增长非常稳定，估值具备安全边际。给予 12 年 8-10 倍 PE，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

宏观经济下滑导致汽车市场需求低于预期风险；车价继续下降风险。

附录：公司财务预测表（万元）

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	191233	150417	221623	225686	营业收入	433095	462979	490758	530018
现金	72159	55394	99852	104296	营业成本	351870	377559	400753	432654
应收账款	11970	9699	12808	12694	营业税金及附加	11054	10186	10797	12190
其它应收款	1313	1365	1355	1712	营业费用	22851	23612	25519	28091
预付账款	12748	11722	14797	14684	管理费用	19116	20371	21103	23321
存货	29257	18964	31925	26206	财务费用	43	-1049	-1533	-2324
其他	63787	53274	60885	66094	资产减值损失	994	1852	1907	1798
非流动资产	127400	126594	142514	155814	公允价值变动收益	-326	0	-10	-112
长期投资	31253	44258	57912	72249	投资净收益	13452	14092	15024	15663
固定资产	36692	37252	36417	35811	营业利润	41697	44541	47227	49839
无形资产	8784	8829	8725	8813	营业外收入	685	536	614	612
其他	50672	36255	39459	38940	营业外支出	355	437	537	443
资产总计	318633	277011	364137	381501	利润总额	42028	44640	47304	50008
流动负债	162513	99379	148500	128898	所得税	7039	7477	7923	8376
短期借款	5859	5118	6243	5740	净利润	34990	37163	39381	41632
应付账款	73210	55429	80095	73274	少数股东损益	14768	15608	16640	17549
其他	83443	38831	62163	49884	归属母公司净利润	20222	21554	22741	24083
非流动负债	23004	15652	16618	14871	EBITDA	48219	48740	51570	54148
长期借款	7631	4981	3290	1747	EPS（元）	1.83	1.95	2.06	2.18
其他	15373	10670	13329	13124					
负债合计	185517	115030	165118	143769	主要财务比率	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	30754	46362	63003	80552	营业收入	18.66%	6.90%	6.00%	8.00%
归属母公司股东权益	102362	120609	141007	162171	营业利润	24.98%	6.82%	6.03%	5.53%
负债和股东权益	318633	282002	369128	386492	归属母公司净利润	23.38%	6.59%	5.50%	5.90%
					毛利率	18.75%	18.45%	18.34%	18.37%
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	8.08%	8.03%	8.02%	7.85%
经营活动现金流	28531	-3962	49454	11782	ROE	26.29%	22.26%	19.30%	17.15%
净利润	34990	37163	39381	41632	ROIC	26.12%	26.07%	23.73%	22.07%
折旧摊销	7648	5612	6290	6993	资产负债率	58.22%	41.53%	45.35%	37.69%
财务费用	43	-1049	-1533	-2324	净负债比率	14.41%	6.96%	5.42%	3.71%
投资损失	-13452	-14092	-15024	-15663	流动比率	1.18	1.51	1.49	1.75
营运资金变动	77	-34013	21530	-18961	速动比率	1.00	1.32	1.28	1.55
其它	-774	2418	-1190	105	总资产周转率	1.43	1.55	1.53	1.42
投资活动现金流	-8038	1485	-6092	-4540	应收帐款周转率	38.36	42.73	43.61	41.57
资本支出	5016	4134	-4398	-912	应付帐款周转率	5.14	5.87	5.91	5.64
长期投资	-4898	-13004	-13654	-14337	每股收益	1.83	1.95	2.06	2.18
其他	-7920	-7385	-24145	-19789	每股经营现金	2.59	-0.36	4.49	1.07
筹资活动现金流	-5876	-14288	1096	-2798	每股净资产	9.28	9.96	10.22	10.37
短期借款	-1891	-741	1124	-503	P/E	6.40	6.01	5.68	5.37
长期借款	-1027	-2649	-1692	-1543	P/B	1.26	1.18	1.15	1.13
其他	-2958	-10898	1664	-752	EV/EBITDA	-0.32	3.34	2.62	2.70
现金净增加额	14618	-16765	44458	4444					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，汽车行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn