2012 年 08 月 30 日

韩伟琪
Weiqi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 15.00

上汽集团（600104.SH） Buy 买入

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2012/8/30)	11.62
上证综合指数(2012/8/30)	2052.59
股价 12 个月高/低	16.68/11.51
总发行股数（百万）	11025.57
A 股数（百万）	9170.32
A 市值（亿元）	1065.59
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司(74.30%)
每股净值（元）	9.57
股价/账面净值	1.21

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-10.13	-18.50	-23.48

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-05-07	16.09	买入

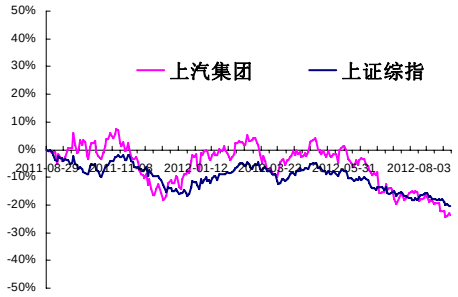
产品组合

整车业务	78.68%
零部件业务	15.92%
金融业务	0.39%
贸易、劳务及其他	5.01%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.84%
券商集合理财	0.2%

股价相对大盘走势



上半年平稳增长，维持年销量 YoY+10%的预期

结论与建议：

上汽集团上半年稳步增长，偏乘用车的产品结构使其基本回避了商用车下滑对行业的冲击。未来大众和通用的强势地位预计不会改变，通用五菱微车今年的表现也十分理想。维持全年 440 万辆，YoY+10%的销量预期。

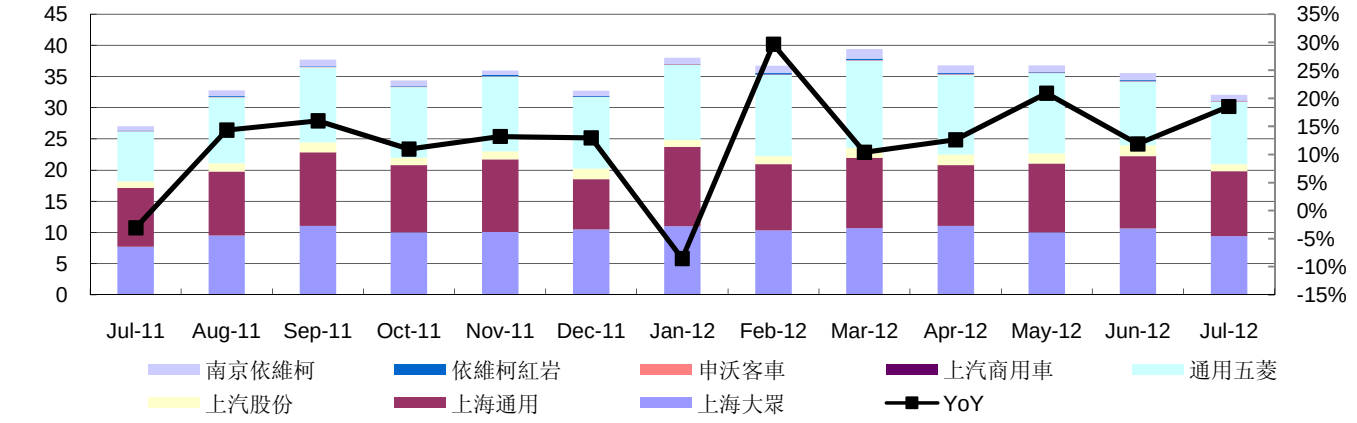
预计公司 2012、13 年 EPS 分别为 1.922 元和 2.191 元，YoY 分别增长 4.78%和 13.99%。目前 12、13 年 P/E 为 6 倍和 5 倍，维持买入投资建议，目标价为 15 元（2012 年 8x）。

- **上半年净利小增 5%：**上汽集团 2012 年上半年完成营业收入 2355.61 亿元，YoY+10.13%，实现净利润 107.84 亿元，YoY+5.08%，EPS 为 0.978 元。其中 Q2 营收以及净利润分别为 1115.9 亿元和 51.8 亿元，QoQ 分别下降 10%和 7.7%，主要为五菱、大众以及通用的销量环比有所下滑。上半年公司确认投资收益 75.96 亿元，YoY+7.99%，其中联营、合营企业贡献收益 70.7 亿元，YoY+22.2%。
- **毛利率下滑，费用增速快于营收增速：**上半年公司综合毛利率为 17.72%，YoY 下降 1.5 个百分点，主要为并表收入车型结构下移，同时价格因市场竞争加剧而有小幅下跌、成本增长较快所致。期内公司三项费用合计支出 226.7 亿元，YoY+12.3%，主要为促销费用、研发投入、薪酬以及借款利息增长。
- **维持 12 年销量 440 万辆、YoY+10%的预期：**1~7 月公司销售汽车 255.3 万辆，YoY+12.24%，其中上海大众和通用 YoY 分别增长 11.7%和 9.8%，表现稳中有升；通用五菱 YOY+17%，增长较快，上汽自主品牌乘用车 YoY+12%，表现亦不错。上汽集团仍是国内乘用车实力最强的企业，凭借大众和通用两大合资品牌的强势，公司全年将能保持销量稳定增长。惟由于行业景气，下半年大部分车型将加大促销力度以维持销量和市占率的稳定。
- **盈利预期：**预计公司 2012、13 年营收将分别达到 4684.51 亿元和 5199.65 亿元，YoY 别增长 7.74%和 11.00%；实现净利润分别为 211.88 亿元和 241.53 亿元，YoY 分别增长 4.78%和 13.99%；EPS 分别为 1.922 元和 2.191 元。目前 12、13 年 P/E 为 6 倍和 5 倍，维持买入投资建议，目标价为 15 元（2012 年 8x）。

接续下页

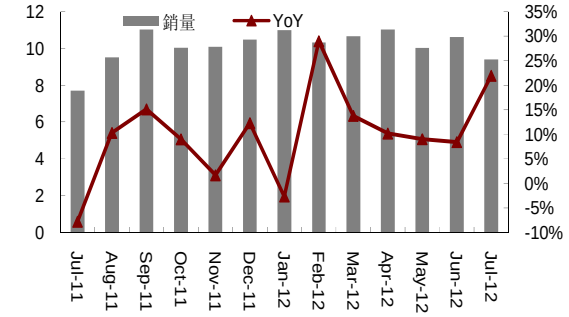
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	6592	16390	20222	21188	24153
同比增减	%	904.61%	148.63%	23.38%	4.78%	13.99%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.006	1.773	2.188	1.922	2.191
同比增减	%	904.61%	76.23%	23.38%	-12.17%	13.99%
A 股市盈率(P/E)	X	14.46	6.60	5.35	6.09	5.35
股利(DPS)	RMB 元	0.050	0.200	0.300	0.300	0.330
股息率(Yield)	%	0.34%	1.71%	2.56%	2.56%	2.82%

图表一： 上海汽车月度销量及 YoY （单位：万辆）



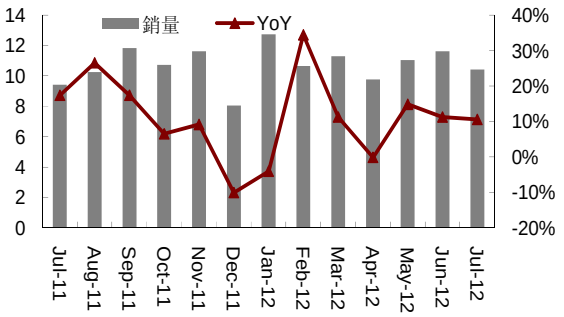
资料来源：公司公告，群益证券

图表二： 上海大众月度销量及 YoY： （单位：万辆）



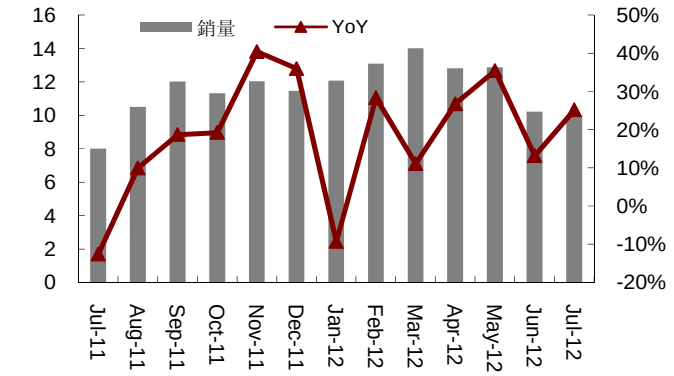
资料来源：公司公告，群益证券

图表三： 上海通用月度销量及 YoY： （单位：万辆）



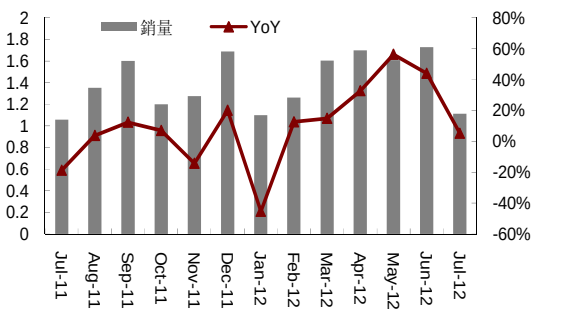
资料来源：公司公告，群益证券

图表四： 上汽通用五菱月度销量及 YoY： （单位：万辆）



资料来源：公司公告，群益证券

图表五： 上汽自主品牌月度销量及 YoY： （单位：万辆）



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return：ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	139636	365724	434804	468451	519965
经营成本	121580	295434	352189	385606	426658
营业税金及附加	1465	8434	11054	10400	11595
销售费用	9789	21929	22851	24266	26934
管理费用	4750	15236	19116	20846	23138
财务费用	579	456	43	796	884
资产减值损失	1426	1956	994	1000	1000
投资收益	8344	10770	13452	16384	18184
营业利润	8431	33362	41697	41957	47973
营业外收入	303	619	685	700	700
营业外支出	137	818	355	255	280
利润总额	8597	33164	42028	42402	48393
所得税	489	4631	7039	6912	7937
少数股东损益	1516	12143	14768	14303	16304
归属于母公司所有者的净利润	6592	16390	20222	21188	24153

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	30500	70767	72159	86552	102036
应收帐款	20495	41334	52120	50035	47533
存货	8314	23870	29257	26331	28438
流动资产合计	74492	175947	191233	193145	202803
长期投资净额	25425	26355	31253	30628	32160
固定资产合计	14651	34403	36692	40361	41168
在建工程	3479	5613	8830	9713	8741
无形资产	2946	7216	8192	8028	8189
资产总计	138158	285045	318603	322669	329096
流动负债合计	79757	148932	162513	154387	146668
长期负债合计	11637	22599	23004	23694	24405
负债合计	91394	171532	185517	176241	170954
少数股东权益	4302	26598	30754	33829	36536
股东权益合计	46764	113513	133116	146428	158142
负债和股东权益总计	138158	285045	318633	322669	329096

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	21572	29353	20209	23241	24635
投资活动产生的现金流量净额	-12285	-8477	-5002	10504	7878
筹资活动产生的现金流量净额	-4154	7669	-16126	-19351	-17029
现金及现金等价物净增加额	5134	28546	-918	14394	15484

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。