



买入 **32% ↑**
目标价格: 人民币15.42
原目标价格: 人民币17.37

600104.CH

价格: 人民币11.71

目标价格基础: 8倍12年市盈率

板块评级: 中立

上汽集团

上半年净利润同比增长5.1%

2012年上半年,上汽集团实现营业收入2,356亿元,同比增长10.1%,实现归属于母公司净利润107.8亿元,同比增长5.1%,每股收益0.98元;2季度实现净利润51.8亿元,同比增长3.1%,环比1季度下滑7.7%,折合每股收益0.47元,公司业绩基本符合预期。上半年,国内汽车市场整体增速放缓、竞争加剧,公司整体销量表现好于行业,市场份额进一步提升。我们认为,下半年公司销量和收入仍将延续增长态势,但上海大众、上海通用和通用五菱进入产能释放期,可能带来折旧等费用增加。我们认为公司当前估值偏低,维持买入评级,目标价下调至15.42元人民币。

支撑评级的要点

- 上半年,公司总销量同比增长11.4%至223万台。其中,上海通用、上海大众和通用五菱增速分别为9.7%、10.4%和15.9%。公司市场份额较去年年底提升1.4个百分点至22.4%。
- 上半年,公司营业收入同比增长10.1%,小幅低于销量增速。毛利率为17.7%,同比下滑1.5个百分点。2季度单季度毛利率为17.1%,环比1季度下滑较大。
- 上半年,公司期间费用率同比提升0.2个百分点,管理费用率较同期提升0.1个百分点,销售费用率和财务费用率也有小幅提升。
- 上半年公司实现投资收益76亿元,同比增长8%,受益于上海大众销量和盈利快速增长,公司按权益法确认的长期股权投资收益同比增长27.9%至73.3亿元。

评级面临的主要风险

- 产能释放,导致折旧压力加大;
- 国内汽车市场低迷或城市限购政策蔓延。

估值

- 我们维持公司2012-2013年每股收益1.93元和2.08元,公司当前股价对应2012年6倍市盈率,我们认为公司估值偏低,维持对公司的买入评级,将公司目标价由17.37元下调至15.42元,相当于2012年8倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	365,724	434,804	456,544	488,502	522,697
变动(%)	162	19	5	7	7
净利润(人民币 百万)	16,390	20,222	21,258	22,970	25,388
全面摊薄每股收益(人民币)	1.487	1.834	1.928	2.083	2.303
变动(%)	148.6	23.4	5.7	8.1	10.5
市场预期每股收益(人民币)			2.025	2.312	2.599
全面摊薄市盈率(倍)	7.9	6.4	6.1	5.6	5.1
每股现金流量(人民币)	2.66	1.83	3.30	3.83	4.26
价格/每股现金流量(倍)	4.4	6.4	3.5	3.1	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	3.4	3.0	2.3	1.6
每股股息(人民币)	0.200	0.300	0.328	0.354	0.391
股息率(%)	1.7	2.6	2.8	3.0	3.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17)	(9)	(25)	(25)
相对新华富时A50指数	(13)	(3)	(11)	(8)

发行股数(百万)	11,026
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	129,109
3个月日均交易额(人民币 百万)	294
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	74

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

王玉莹

(8621) 2032 8523
yusheng.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520
eric.hu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

*宋佳佳为本报告重要贡献者

上半年业绩符合预期

上汽集团上半年实现营业总收入 2,356 亿元，比上年同期（追溯调整后）增长 10.1%；实现归属母公司净利润 107.8 亿元，比上年同期（追溯调整后）增长 5.1%，合每股收益 0.98 元，符合预期。2 季度单季度实现营业收入 1,116 亿元，同比增长 6.4%，环比 1 季度下滑 10%，实现归属于母公司净利润 51.8 亿元，同比增长 3.1%，环比 1 季度下滑 7.7%，折合每股收益 0.47 元。

销量：上半年，上汽集团实现总销量 223.3 万台，同比增长 11.4%，销量增速显著高于行业平均水平。其中上海通用和上海大众分别增长 9.7% 和 10.4%，通用五菱在微客市场整体疲弱的情况下逆势增长，上半年销量同比上升 15.9%，自主品牌轿车销量同比增长 12.2%。商用车方面，上半年南京依维柯销量同比增长 11.8%，而依维柯红岩受重卡行业低迷影响，销量大幅下滑 60.1%。上半年，公司市场份额较去年年底提升 1.4 个百分点至 22.4%。

毛利率及期间费用：上半年公司毛利率为 17.7%，同比下滑 1.5 个百分点。2 季度单季度毛利率为 17.1%，环比 1 季度下滑明显。费用方面，上半年公司期间费用率同比提升 0.2 个百分点，主要是由于管理费用率同比略微上升 0.1 个百分点，销售费用率和财务费用率分别较去年同期有所增加，但增幅较小。

投资收益：上半年公司实现投资收益 76 亿元，同比增长 8%，其中按权益法确认的长期股权投资收益为 73.3 亿元，同比增长 27.9%。我们认为，公司上半年投资收益大幅增长主要是受益于上海大众销量和盈利的快速增长。

图表 1. 上汽集团 2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 上半年	2012 年 上半年	同比增长 (%)	2012 年 2 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
主营收入	213,897	235,561	10.1	111,595	6.4	(10.0)
主营成本	172,770	193,830	12.2	92,545	7.3	(8.6)
营业税金及附加	5,622	5,208	(7.4)	2,494	(7.0)	(8.1)
主营业务利润	35,506	36,523	2.9	16,556	3.6	(17.1)
销售费用	10,937	12,146	11.1	5,700	29.1	(11.6)
管理费用	9,023	10,196	13.0	4,646	6.6	(16.3)
财务费用	222	325	46.1	198	449.6	55.5
资产减值损失	129	166	28.8	88	5.5	12.2
公允价值变动净收益	(157)	3	(101.9)	(4)	(98.6)	(155.5)
营业利润	15,037	13,693	(8.9)	5,921	(13.2)	(23.8)
投资收益	7,034	7,596	8.0	3,919	3.1	6.6
汇兑净收益	8	6	(17.7)	3	(24.4)	(21.7)
营业外收入	321	302	(5.9)	197	22.1	86.6
营业外支出	238	56	(76.5)	36	(80.7)	76.6
利润总额	22,163	21,541	(2.8)	10,004	(5.7)	(13.3)
所得税	4,108	3,467	(15.6)	1,546	(25.3)	(19.5)
少数股东损益	7,792	7,290	(6.4)	3,281	(6.7)	(18.2)
净利润	10,263	10,784	5.1	5,176	3.1	(7.7)
每股收益(元)	0.93	0.98		0.47		

资料来源：公司数据及中银国际研究

注：同比数据已追溯调整

估值

整体而言，上半年，国内汽车市场整体增速放缓、竞争加剧，公司整体销量表现好于行业，市场份额进一步提升，盈利保持平稳增长态势。我们预计，公司 2012 年能够实现 430 万台的总销量目标，同比增长 7.5%，预计上海通用和大众销量增速均在 10% 左右。我们维持公司 2012-2013 年每股收益 1.93 元和 2.08 元，公司当前股价对应 2012 年 6 倍市盈率，我们认为公司估值偏低，维持对公司的买入评级，将公司目标价由 17.37 元下调至 15.42 元，相当于 2012 年 8 倍市盈率。

图表 2. 上汽集团上半年销量情况

(台)	2011 年 上半年	2012 年 上半年	同比增长 (%)	2012 年 2 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
上海大众	576,851	636,691	10.4	316,803	9.2	(1.0)
上海通用	612,072	671,530	9.7	324,409	8.7	(6.5)
上汽乘用车公司	80,257	90,035	12.2	50,400	44.1	27.2
通用五菱	647,781	750,788	15.9	359,037	25.4	(8.4)
申沃客车	1,403	1,522	8.5	919	(11.7)	52.4
依维柯红岩	22,707	9,063	(60.1)	4,708	(55.0)	8.1
南京依维柯	62,815	70,226	11.8	33,183	23.1	(10.4)
上海汽车商用车公司	-	2,742	-	1,644	-	-
合计	2,003,886	2,232,597	11.4	1,091,103	15.1	(4.4)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 上汽集团 7 月销量情况

(台)	2012 年 7 月	同比增长 (%)	环比增长 (%)	2012 年 1-7 月	累计同比 (%)
上海大众	94,101	21.9	(11.5)	730,792	11.7
上海通用	104,243	10.6	(10.3)	775,773	9.8
上汽乘用车公司	11,130	5.2	(35.7)	101,165	11.4
通用五菱	100,188	25.2	(1.9)	850,976	16.9
申沃客车	255	9.4	(47.4)	1,777	8.6
依维柯红岩	1,008	(18.7)	(37.2)	10,071	(57.9)
南京依维柯	9,016	30.1	(16.1)	79,242	13.6
上海汽车商用车公司	627	-	-	3,369	-
合计	320,568	18.5	(9.8)	2,553,165	12.3

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	365,724	434,804	456,544	488,502	522,697
销售成本	(303,868)	(363,244)	(385,780)	(410,830)	(438,020)
经营费用	(30,957)	(35,523)	(34,150)	(35,737)	(38,074)
息税折旧前利润	30,899	36,037	36,614	41,935	46,603
折旧及摊销	(7,867)	(7,763)	(9,678)	(11,892)	(13,673)
经营利润(息税前利润)	23,033	28,274	26,936	30,043	32,930
净利息收入/(费用)	(440)	(29)	(713)	(838)	(486)
其他收益/(损失)	10,571	13,783	15,870	17,217	18,918
税前利润	33,164	42,028	42,093	46,422	51,362
所得税	(4,631)	(7,039)	(6,523)	(7,204)	(7,998)
少数股东权益	(12,143)	(14,768)	(14,311)	(16,248)	(17,977)
净利润	16,390	20,222	21,258	22,970	25,388
核心净利润	16,362	20,277	21,320	23,001	25,419
每股收益(人民币)	1.487	1.834	1.928	2.083	2.303
核心每股收益(人民币)	1.484	1.839	1.934	2.086	2.305
每股股息(人民币)	0.200	0.300	0.328	0.354	0.391
收入增长(%)	162	19	5	7	7
息税前利润增长(%)	3,416	23	(5)	12	10
息税折旧前利润增长(%)	1,031	17	2	15	11
每股收益增长(%)	149	23	5	8	11
核心每股收益增长(%)	148	24	5	8	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	33,164	42,028	42,093	46,422	51,362
折旧与摊销	7,867	7,763	9,678	11,892	13,673
净利息费用	440	29	713	838	486
运营资本变动	12,433	(6,844)	7,045	2,689	2,966
税金	(4,631)	(7,039)	(6,523)	(7,204)	(7,998)
其他经营现金流	(19,919)	(15,728)	(16,571)	(12,367)	(13,574)
经营活动产生的现金流	29,353	20,209	36,435	42,269	46,916
购买固定资产净值	(10,366)	(16,165)	(15,391)	(15,560)	(15,859)
投资减少/增加	(46,704)	(15,631)	9,282	10,210	11,231
其他投资现金流	48,593	26,795	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,477)	(5,002)	(6,109)	(5,350)	(4,628)
净增权益	10,052	404	0	0	0
净增债务	4,752	(2,851)	(12,978)	0	0
支付股息	(328)	(1,848)	(3,308)	(3,614)	(3,905)
其他融资现金流	3,358	687	(1,087)	(838)	(486)
融资活动产生的现金流	17,835	(3,609)	(17,373)	(4,452)	(4,391)
现金变动	38,711	11,599	12,953	32,468	37,897
期初现金	32,056	60,560	72,159	85,112	117,579
公司自由现金流	20,876	15,207	30,326	36,919	42,288
权益自由现金流	25,188	12,328	16,634	36,082	41,802

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	70,767	72,159	85,112	117,579	155,476
应收帐款	11,922	13,283	14,457	15,469	16,552
库存	23,870	29,257	32,816	35,027	37,427
其他流动资产	69,388	76,535	68,043	68,043	68,043
流动资产总计	175,947	191,233	200,429	236,119	277,499
固定资产	40,016	45,521	43,621	40,718	37,332
无形资产	39,426	44,141	51,712	58,284	63,856
其他长期资产	29,656	37,738	37,738	37,738	37,738
长期资产总计	109,098	127,400	133,072	136,740	138,926
总资产	285,045	318,633	333,501	372,859	416,425
应付帐款	93,277	103,799	104,244	107,999	112,105
短期债务	32,890	32,978	20,000	20,000	20,000
其他流动负债	22,765	25,735	21,247	21,247	21,247
流动负债总计	148,932	162,513	145,491	149,246	153,352
长期借款	3,141	1,863	1,863	1,863	1,863
其他长期负债	19,459	21,141	20,767	20,767	20,767
股本	9,242	11,026	11,026	11,026	11,026
储备	77,672	91,337	109,288	128,644	150,126
股东权益	86,914	102,362	120,313	139,669	161,152
少数股东权益	26,598	30,754	45,065	61,313	79,290
总负债及权益	285,045	318,633	333,501	372,859	416,425
每股帐面价值(人民币)	9.40	9.28	10.91	12.67	14.62
每股有形资产(人民币)	5.14	5.28	6.22	7.38	8.82
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.76)	(3.38)	(5.74)	(8.68)	(12.12)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.4	8.3	8.0	8.6	8.9
息税前利润率(%)	6.3	6.5	5.9	6.1	6.3
税前利润率(%)	9.1	9.7	9.2	9.5	9.8
净利率(%)	4.5	4.7	4.7	4.7	4.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	52.3	982.4	37.8	35.9	67.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.2	1.3	1.6
估值					
市盈率(倍)	7.9	6.4	6.1	5.6	5.1
核心业务市盈率(倍)	7.9	6.4	6.1	5.6	5.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.4	8.4	8.0	7.4	6.7
市净率(倍)	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	4.4	6.4	3.5	3.1	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	3.4	3.0	2.3	1.6
周转率					
存货周转天数	19.3	26.7	29.4	25.3	25.3
应收帐款周转天数	8.2	10.6	11.1	11.2	11.2
应付帐款周转天数	64.0	82.7	83.2	79.3	76.8
回报率					
股息支付率(%)	11.3	16.4	17.0	17.0	17.0
净资产收益率(%)	25.3	21.4	19.1	17.7	16.9
资产收益率(%)	9.4	7.8	7.0	7.2	7.0
已运用资本收益率(%)	19.4	17.8	15.2	14.7	13.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371