

保守财务政策下实现稳健增长，预计 4季度继续环比增长

核心观点：

1. 事件

1-9月公司实现营业收入3532亿元，同比增长8.3%；营业利润304亿元，同比下降5.7%；归属母公司所有者净利润161亿元，同比增长3.8%；EPS1.46元。公司业绩增长符合预期。

2. 我们的分析与判断

（一）上海通用预提销售费用的情况下，3季度业绩实现环比稳定增长

上海通用执行保守的财务政策，在预提销售费用的情况下，公司3季度归母净利润仍然实现同比、环比稳定增长。3季度公司汽车销量107万辆，同比增长10%，环比下降1.7%。销量增长带动3季度营业收入同比、环比增长4.9%、6%，归母净利润同比、环比增长3.8%、3.3%。

（二）上海大众贡献主要利润增量

前三季度来自联营与合营企业的投资收益111亿元，同比增长22%，占归母净利润的69%，投资收益增长主要来自上海大众。途观、NMS热销推动上海大众销量结构和盈利能力提升。前三季度上海大众销量同比增长10.4%至94.9万辆，预计全年销量达到127万辆，贡献投资收益超过90亿元，增速超过20%。

（三）预计4季度上海通用盈利能力回升，利润环比增长

3季度上海通用加大促销力度，迈瑞宝降价效果显著，9月创新高达到8280辆。预计4季度迈瑞宝销量能够继续保持在8000辆的水平，我们认为降价带来的规模效应有利于上海通用盈利能力回升。在4季度销量环比增长和毛利率回升的带动下，预计4季度上海通用净利润将实现环比增长。

（四）13年上海大众继续稳定增长，上海通用新车型上市改善盈利能力

12年底桑塔纳NF上市，13年换代朗逸、斯柯达YETI上市，新车上市带来增量，而途观、NMS的稳定增长将保证上海大众盈利能力和利润水平稳定增长。

上汽集团（600104）

推荐 维持

分析师

杨华超

☎：(8621) 2025 2681

✉：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

王绪丽

☎：(8621) 20252643

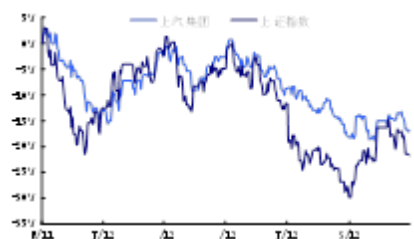
✉：wangxuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090003

市场数据 时间 2011.10.30

A股收盘价(元)	12.66
A股一年内最高价(元)	16.68
A股一年内最低价(元)	11.17
上证指数	2,062.35
市净率	1.28
总股本(万股)	1,102,556.66
实际流通A股(万股)	917,032.36
限售的流通A股(万股)	185,524.30

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

10月别克首款全新国产 SUV Encore 上市，开辟了紧凑型 SUV 的新蓝海，13 年带来增量的同时，将提升通用产品结构。另外，13 年上市的车型还有国产凯迪拉克 xts、改款凯越，预计 13 年上海通用产品结构和盈利能力同比改善。

我们预计 13 年公司归母净利润增速继续保持在 5% 以上。

3. 投资建议

我们小幅上调盈利预测，预计公司 12/13/14 年 EPS 分别为 1.97/2.08/2.2 元，对应目前股价 PE 分别为 6.4/6.1/5.8 倍。在汽车行业整体盈利增速放缓的背景下，欧美系车市场份额结构性上升。大众、通用后续新车型上市保证了公司的可持续稳定增长。基于公司稳健的增长能力和较高的估值安全边际，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
货币资金	72159	101814	125732	150423	营业收入	43,480,395	47,219,709	50,525,088	53,859,744
应收票据	40149	43883	46955	50054	营业成本	35,187,030	39,391,880	42,105,981	44,927,081
应收账款	11970	13084	14000	14923	营业税金及附加	1,105,430	566,637	606,301	657,089
预付款项	12748	14367	15357	16386	销售费用	2,285,079	2,549,864	2,778,880	2,940,742
其他应收款	1313	1435	1535	1636	管理费用	1,911,570	2,077,667	2,223,104	2,369,829
存货	29257	32973	35244	37606	财务费用	4,278	52,480	55,104	57,859
长期股权投资	31253	46050	62401	80289	资产减值损失	99,358	58,068	73,166	95,932
固定资产净额	36692	1352	1662	1666	投资收益	1,345,197	1,573,880	1,712,381	1,849,372
在建工程	8830	755	305	124	营业利润	4,169,749	4,097,273	4,394,935	4,660,584
无形资产净值	8192	49	48	47	营业外净收入	33,067	73,067	5,898	6,854
递延所得税资产	8232	8232	8232	8232	税前利润	4,202,816	4,170,340	4,400,833	4,667,438
资产总计	292816	295297	342558	392366	所得税	703,853	671,425	708,534	756,125
短期借款	5859	5859	5859	5859	净利润	3,498,963	3,498,915	3,692,299	3,911,313
应付票据	5024	5024	5024	5024	归属母公司净利润	2,022,187	2,172,747	2,292,834	2,427,068
应付账款	73210	82508	88193	94102	少数股东损益	1,476,776	1,326,168	1,399,465	1,484,245
预收款项	17683	19929	21302	22729	基本每股收益	1.83	1.97	2.08	2.20
应付职工薪酬	5055	5697	6090	6498	摊薄每股收益	1.83	1.97	2.08	2.20
应交税费	2826	2688	2850	3016	财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	17597	19831	21198	22618	成长性				
一年内到期非流动负债	5690	6413	6855	7314	营业收入增长率	38.7%	9.3%	7.0%	6.6%
长期借款	1863	1863	1863	1863	EBIT 增长率	43.9%	-10.0%	6.7%	4.9%
长期应付款	35	39	42	45	净利润增长率	47.3%	7.1%	6.0%	5.8%
专项应付款	2496	2813	3007	3208	盈利能力				
负债合计	162927	180810	191079	201748	毛利率	19.1%	16.6%	16.6%	16.6%
所有者权益合计	133116	169131	206123	245262	净利率	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	EBITDA/营业收入	6.9%	5.8%	5.7%	5.6%
净利润	34990	34889	36992	39139	ROE	19.8%	17.3%	15.5%	14.1%
折旧与摊销	6	519	373	293	ROIC	16.4%	11.9%	10.6%	9.5%
经营活动现金流	20209	26477	24042	24818	估值指标				
投资活动现金流	1180	-31	-16	-8	PE	6.9	6.4	6.1	5.8
融资活动现金流	-16126	3209	-109	-119	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3
净现金流	5264	29656	23918	24691	P/B	1.4	1.1	0.9	0.8
期初现金余额	61262	72159	101814	125732	EV/EBITDA	1.8	0.5	(1.0)	(2.3)
期末现金余额	72159	101814	125732	150423					

数据来源：公司公告 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，王绪丽。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。本报告清晰准确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