

上汽集团 (600104)

3Q12净利润同比环比均有增长

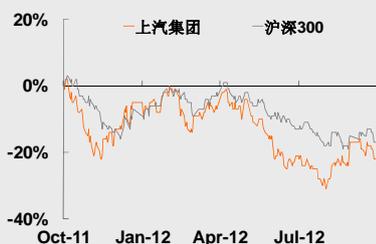
强烈推荐 (维持)

现价: 12.66 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)总公司/60.50%
实际控制人/持股	上海市国资委/77.33%
总股本(百万股)	11,026
流通 A 股(百万股)	9,170
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1395.84
流通 A 股市值(亿元)	1160.96
每股净资产(元)	10.39
资产负债率(%)	56.6

行情走势图



相关研究报告

- 《十月受益于日系份额下降将更显著》(2012.10.12)
- 《总销量增长稳定,各品牌表现分化》(2012.9.7)
- 《内部分化、全年利润增长概率大》(2012.8.30)

证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 wangdean002@pingan.com.cn
余兵	投资咨询资格编号 S1060511010004 021-38636729 yubing006@pingan.com.cn

投资要点

公司公告三季报:前三季度实现收入同比增 8.3%为 3532 亿,实现归属于母公司所有者的净利润同比增 3.8%为 161.3 亿,每股收益为 1.46 元,每股净资产 10.39 元。3Q12 公司实现收入同比增 4.9%为 1176 亿,实现净利润同比增 1.4%为 53.5 亿,每股收益为 0.48 元。

平安观点:

■ 2012 年 9 月 1 日起上海通用权益净利润体现于投资收益中

公司自 2012 年 9 月 1 日起不再合并上海通用的会计报表;公司利润表的营业利润结构产生变化,合并利润表的毛利率、营业利润、净利润比去年同期减少,但营业收入和归属于母公司的净利润不受影响。

至此,上海通用、上海大众收入体现在合并报表中,而权益净利润体现于投资收益中。

■ 销量表现优于行业

2012 前三季上汽集团销量增幅比汽车业高出 7.5 个百分点,比乘用车行业高出 4 个百分点,上汽集团作为国内汽车业龙头继续保持着超越行业的销量表现。

2012 前三季上汽集团实现销量同比增 10.9%为 330.5 万辆,3Q12 实现销量同比增 10%为 107.3 万辆。其中上海通用、上海大众 3Q12、2012 前三季度销量同比均超过 10%。

■ 3Q12 净利润同比环比均略增,但增幅低于收入增幅

前三季度公司收入增 8.3%,略低于销量增幅,净利率同比减少 0.2 个百分点为 4.6%;3Q12 公司收入同比环比增幅均为 5%左右,但由于净利率同比环比均略减少,因此净利润仅同比小幅增长,环比增 3.3%。我们认为 3Q12 是行业利润率低谷,上汽集团在 2012 年第三季度能有这样的利润表现是难能可贵的。

■ 上海通用、上海大众明显受益于日系份额下降

9 月 11 日起日系份额下降,德、美系品牌明显受益,9 月上海大众终端销量较批发销量高出约 1 万台,估计上汽集团及其子公司在流通环节库存显著减少,因此估计公司 10 月批发数可能有更大增长。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	138,875	364,983	433,095	471,762	518,939
YoY(%)	31.8	162.8	18.7	8.5	10.0
净利润(百万元)	6,592	16,390	20,222	21,484	24,018
YoY(%)	904.6	148.6	23.4	6.2	11.8
毛利率(%)	12.7	19.1	18.8	15.0	15.0
净利率(%)	4.7	4.5	4.7	4.6	4.6
ROE(%)	15.5	18.9	19.8	17.8	17.0
EPS(摊薄/元)	0.60	1.49	1.83	1.95	2.18
P/E(倍)	21.2	8.5	6.9	6.5	5.8
P/B(倍)	3.3	1.6	1.4	1.2	1.0

9月日系乘用车销量同比下降40.8%，而德/美系乘用车销量同比为13.8%/15.1%；9月日系轿车销量同比下降8.5%，而德/美系轿车同比为2.8%/1.9%，即日系乘用车降幅较轿车降幅高出32个百分点，因此日系SUV下降幅度更大，德、美系SUV份额提高，不仅有助改善销量，更有助改善盈利能力（SUV利润率相对较高）。

■ 盈利预测与投资建议

2013年展望：上海通用利润率下滑趋势有望于3Q12见底；新车陆续上市，上海通用利润率有望于4Q12开始逐步攀升，2013年上海通用将有君威君越凯越改款上市。

2013年大众销量的增量主要来自A级（桑塔纳NF、新朗逸、新POLO、斯柯达两款新车），日系SUV份额萎缩后，若途观产能足够，其单月销量有较大向上空间，因此上海大众的高利润率还将维持。

长期看，大众仍是未来3-5年竞争力最强合资品牌，因此上汽集团的表现将持续优于乘用车行业。

维持对上汽集团2012年、2013年EPS预测为1.95元/2.18元，估值处于历史低位，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

1) 自主乘用车经营风险加大；2) 上海通用利润率回升晚于预期。

图表 1 上汽集团 2012 年 9 月销量简况 单位：辆

	3Q12	3Q 同比	前三季	前三季同比
上海集团(合计)	1072741	10.0%	3305338	10.9%
上海大众	312521	10.5%	949212	10.4%
上海通用	349003	10.7%	1020533	10.0%
上汽乘用车	45186	12.7%	135221	12.2%
上汽通用五菱	329394	7.9%	1080182	13.3%
上海申沃	798	-7.6%	2320	2.3%
上汽依维柯红岩	3267	-16.2%	12330	-53.7%
南京依维柯	30384	12.8%	100610	12.1%
上汽商用车	2188		4930	

资料来源：公司公告

图表 2 上汽集团季度利润简况 单位：百万元

项目	2012 前三季	累计同比	1Q12	2Q12	3Q12	同比	环比
收入	353182	8.3%	123967	111595	117621	4.9%	5.4%
资产减值损失	420	44.1%	78	88	255	56.1%	189.8%
投资收益	11824	14.5%	3677	3919	4228	28.3%	7.9%
营业外净收入	721	157.5%	85	161	473	140.1%	193.8%
少数股东损益	9902	-13.2%	4009	3281	2611	-27.8%	-20.4%
净利润-投资收益	4306	-17.30%	1931	1257	1118	-43.4%	-11.1%
净利润	16131	3.8%	5608	5176	5347	1.4%	3.3%
每股收益（元）	1.46	3.8%	0.51	0.47	0.48		
项目	2012 前三季	累计同比增 加百分点	1Q12	2Q12	3Q12	同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	16.9%	-2.4	18.4%	17.2%	15.2%	-4.3	-2.0

销售费用率	5.2%	-0.1	5.2%	5.1%	5.4%	-0.5	0.3
管理费用率	4.1%	-0.3	4.5%	4.2%	3.7%	-1.0	-0.5
财务费用率	0.1%	0.1	0.1%	0.2%	0.2%	0.1	0.0
三项费用率	9.5%	-0.4	9.8%	9.4%	9.2%	-1.4	-0.2
投资收益/净利润	73.3%	6.8	65.6%	75.7%	79.1%	16.6	3.4
所得税率	16.3%	-0.8	16.7%	15.5%	16.7%	2.7	1.2
净利率	4.6%	-0.2	4.5%	4.6%	4.6%	-0.2	-0.1

资料来源：公司公告

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
流动资产	175947	191233	230305	258913	
现金	70767	72159	100156	117842	
应收账款	10610	11970	13262	14507	
其他应收款	1311	1313	1516	1636	
预付账款	13487	12748	15792	16908	
存货	23870	29257	33034	36450	
其他流动资产	55901	63787	66544	71571	
非流动资产	109098	127400	127713	130678	
长期投资	26355	31253	29639	30179	
固定资产	34403	36692	43989	45846	
无形资产	7216	8192	9325	10047	
其他非流动资产	41124	51263	44760	44606	
资产总计	285045	318633	358018	389591	
流动负债	148932	162513	180897	187984	
短期借款	7751	5859	6490	6280	
应付账款	63654	73210	84443	92516	
其他流动负债	77528	83443	89965	89188	
非流动负债	22599	23004	22084	21606	
长期借款	3141	1863	1505	839	
其他非流动负债	19459	21141	20580	20767	
负债合计	171532	185517	202982	209590	
少数股东权益	26598	30754	34545	38784	
股本	9242	11026	11026	11026	
资本公积	46815	42172	42172	42172	
留存收益	30862	49025	67201	87911	
归属母公司股东权益	86914	102362	120491	141217	
负债和股东权益	285045	318633	358018	389591	

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	29228	16822	
净利润	28532	34990	25276	28256	
折旧摊销	7762	7648	8281	10106	
财务费用	456	43	708	727	
投资损失	-10770	-13452	-15446	-17145	
营运资金变动	5128	-12331	6022	-3934	
其他经营现金流	-1754	3312	4387	-1188	
投资活动现金流	-8477	-5002	2881	5652	
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	13412	14942	
筹资活动现金流	7669	-16126	-4112	-4787	
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	-4383	-3912	
现金净增加额	28504	-1032	27998	17686	

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
营业收入	364983	433095	471762	518939	
营业成本	295211	351870	400998	441098	
营业税金及附加	8434	11054	10520	11572	
营业费用	21929	22851	25003	27244	
管理费用	15236	19116	19814	21692	
财务费用	456	43	708	727	
资产减值损失	1956	994	330	350	
公允价值变动收益	297	-326	0	0	
投资净收益	10770	13452	15446	17145	
营业利润	33362	41697	29835	33401	
营业外收入	619	685	600	700	
营业外支出	818	355	110	180	
利润总额	33164	42028	30325	33921	
所得税	4631	7039	5049	5665	
净利润	28532	34990	25276	28256	
少数股东损益	12143	14768	3791	4238	
归属母公司净利润	16390	20222	21484	24017	
EBITDA	41580	49388	38824	44234	
EPS (元)	1.77	1.83	1.95	2.18	

主要财务比率					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	162.8%	18.7%	8.9%	10.0%	
营业利润	295.7%	25.0%	-28.4%	12.0%	
归属于母公司净利润	148.6%	23.4%	6.2%	11.8%	
获利能力					
毛利率	19.1%	18.8%	15.0%	15.0%	
净利率	4.5%	4.7%	4.6%	4.6%	
ROE	18.9%	19.8%	17.8%	17.0%	
ROIC	29.7%	31.6%	19.8%	19.2%	
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2%	58.2%	56.7%	53.8%	
净负债比率(%)	9.5%	7.2%	6.7%	6.1%	
流动比率	1.18	1.18	1.27	1.38	
速动比率	1.01	0.99	1.08	1.17	
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.4	1.4	1.4	
应收账款周转率	48.9	37.5	36.3	36.3	
应付账款周转率	6.7	5.1	5.1	5.0	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.83	1.95	2.18	
每股经营现金流(最新摊薄)	2.66	1.83	2.65	1.53	
每股净资产(最新摊薄)	7.88	9.28	10.93	12.81	
估值比率					
P/E	8.5	6.9	6.5	5.8	
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0	
EV/EBITDA	1.4	1.2	1.5	1.3	

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。客户并不能仅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) 8244 9257