

2012-8-30

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** **维持**
上汽集团 (600104)
业绩平稳，前景平稳

分析师：刘元瑞

☎ (8621)68751767

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

联系人：谢利

☎ (8621)68755308

✉ xieli@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

报告要点

■ 事件描述

- 上汽集团发布 2012 年中报，报告期内公司实现营业收入 2356 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%；实现 EPS 为 0.98 元，扣除非经常性损益之后 EPS 为 0.95 元。其中，2 季度公司实现营业收入 1116 亿元，同比增长 6.4%；实现归属于母公司所有者净利润 51.8 亿元，同比上升 3.1%。

■ 事件评论

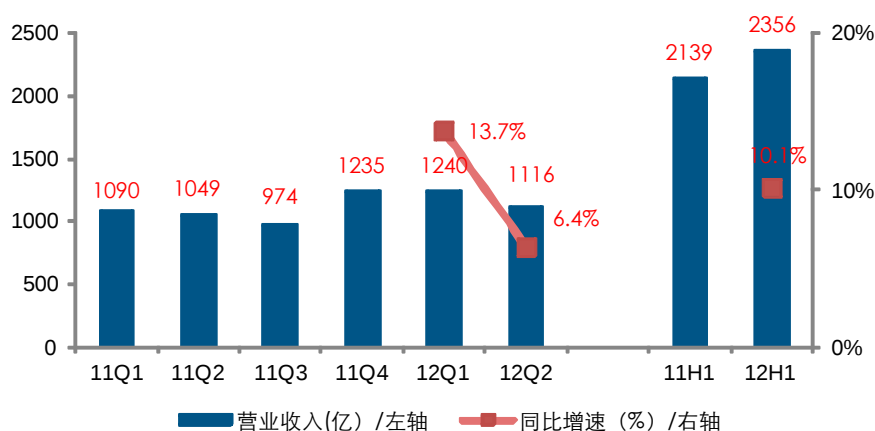
- 整车业务强势，公司营收稳健增长。**整车销量超于行业的表现是公司营收稳健增长的主要原因。2012H1 实现销量 223.3 万辆同比增长 11.4%，超越行业 2.6% 的增速 8.8 个百分点。行业属性、产品优势及品牌优势驱动公司整车业务超越整车行业表现。
- 产品结构下移，毛利率下滑。**一方面，产品销量结构的下移造成了毛利率的下滑。通用的中级车的弱势（双君的老化、迈瑞宝的不达预期）造成了通用销量结构的下移；上汽乘用车增量主要来自于 ZP 平台的小车 MG3，从而也造成了自主业务的销量结构的下滑；上汽通用五菱的产品结构虽然在上移（得益于宝骏及五菱荣光的成功），但是其整体在集团产品谱系中是处于低端的位置，从而整体上拉低了集团的产品结构。另一方面，产品结构有较好提升的上海大众（得益于新帕萨特、途冠的成功），并不并表。
- 板块盈利有差异，但总体稳定。**2012H1 归属母公司净利润 107.8 亿，同比增长 5.1%，Q2 单季度盈利 51.8 亿，同比增长 3.1%。整车板块盈利稳定，零部件板块成为盈利增速低于营收增速的主因：主要企业华域汽车盈利增长 4.1%，上柴股份净利下降 1.5%，联电盈利下滑 23.9%。
- 资产优质，前景平稳。**1) 结构性机会保障公司业务平稳发展。消费者结构变化（年轻化）、消费者理念变化（安全性、性能要求提升）、升级换购等重大的需求结构变化会催生了乘用车市场结构性的机会，而目前看上汽集团的产品相对契合这些需求变化。2) 公司资产组合优质，促使公司优于行业整体表现；全产业链发展，汽车金融、贸易服务板块有望快速成长为公司发展的重要增量部分
- 预计公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 1.94 元、2.15 元、2.39 元，综合考虑给予“谨慎推荐”评级。**

整车业务强势，公司营收稳健增长

2012H1 公司实现营业收入 2356 亿元，同比增长 10.1%；Q2 单季营收 1116 亿元，同比增长 6.4%。

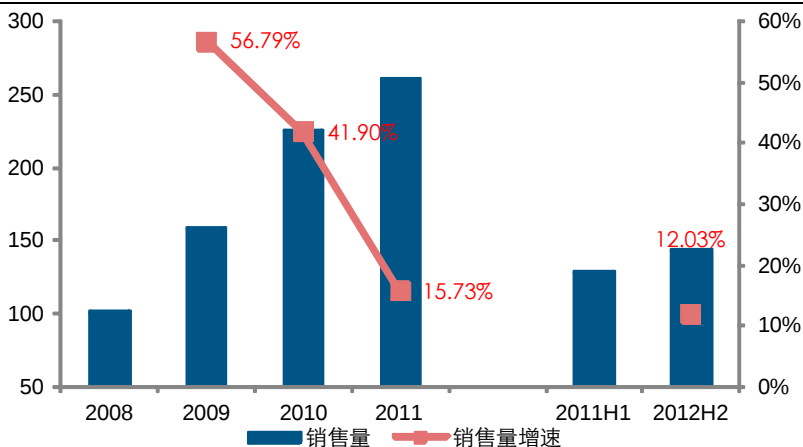
整车销量超于行业的表现是公司营收稳健增长的主要原因。2012H1 实现销量 223.3 万辆同比增长 11.4%，超越行业 2.6% 的增速 8.8 个百分点；而营收增长略低于整车销量增长的原因，一方面是主营微车和低端市场的上汽通用五菱增长迅速达 15.9%，拉低了整车平均售价；另一方面是零部件是板块的营收表现弱于整车业务，主要并表公司 2012H1 华域营收仅增长 8.7%，上柴大幅下滑 41.8%。

图 1：2012H1 营收稳健增长



资料来源：Wind，长江证券研究部（业绩重述后数据）

图 2：2012H1 上汽集团销量增长稳定



资料来源：CAAM，长江证券研究部

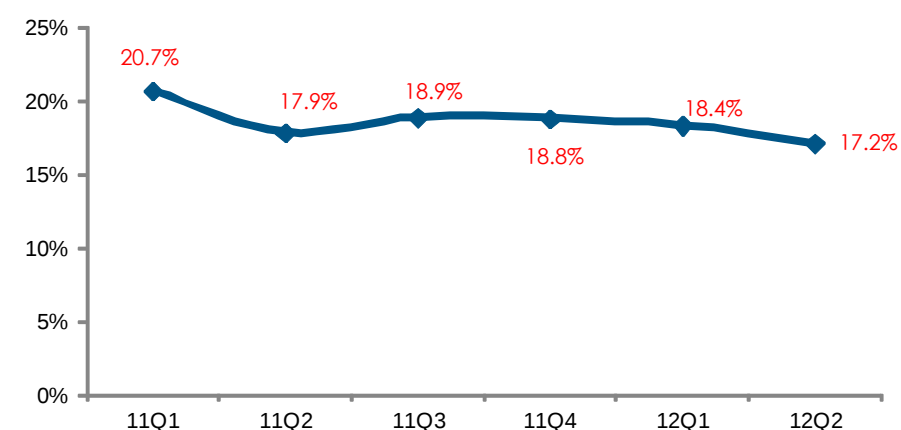
行业属性、产品优势及品牌优势驱动公司整车业务超越整车行业表现。一是，2012H1 乘用车业务相对平稳增长 6.7%，而集团整车业务主要侧重在乘用车板块。二是，集团下属整车公司精品车型众多，符合消费升级趋势：大众新帕萨特、途观；通用英朗；五

菱的宝骏、五菱荣光等。三是，合资公司品牌优势明显，在汽车普及、消费升级的趋势下，更能够发挥其赢取客户拉动销量的作用。

产品结构下移，毛利率下滑

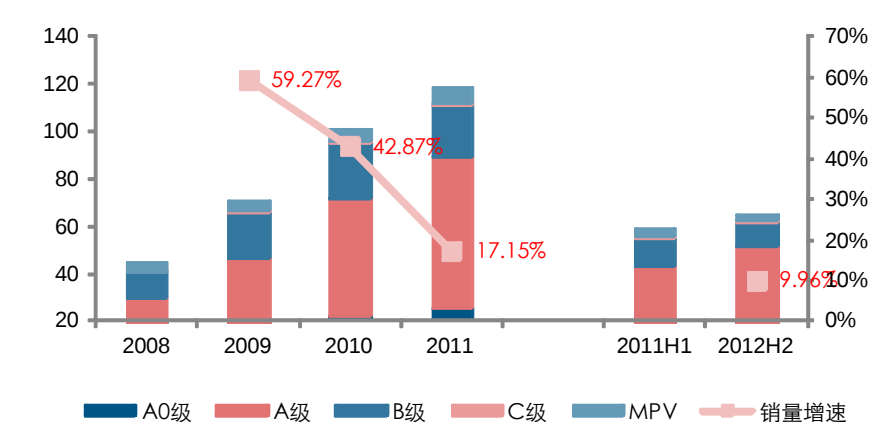
2012H1 公司综合毛利率 17.8%，同比下滑 1.5 个百分点，Q2 综合毛利率 17.2%，同比下滑 0.7 个百分点。一方面，产品销量结构的下移造成了毛利率的下滑。通用的中级车的弱势（双君的老化、迈瑞宝的不达预期）造成了通用销量结构的下移；上汽乘用车增量主要来自于 ZP 平台的小车 MG3，从而也造成了自主业务的销量结构的下滑；上汽通用五菱的产品结构虽然在上移（得益于宝骏及五菱荣光的成功），但是其整体在集团产品谱系中是处于低端的位置，从而整体上拉低了集团的产品结构。另一方面，产品结构有较好提升的上海大众（得益于新帕萨特、途冠的成功），并不并表。

图 3：综合毛利率有一定下滑



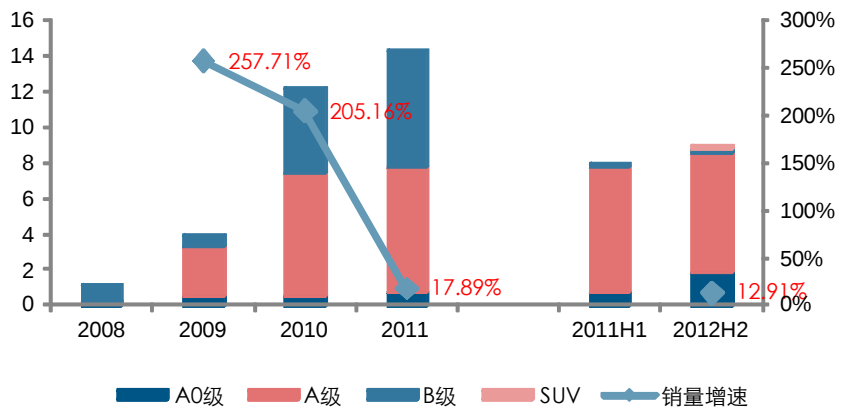
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 4：2012H1 上海通用 A 级车占比明显提升



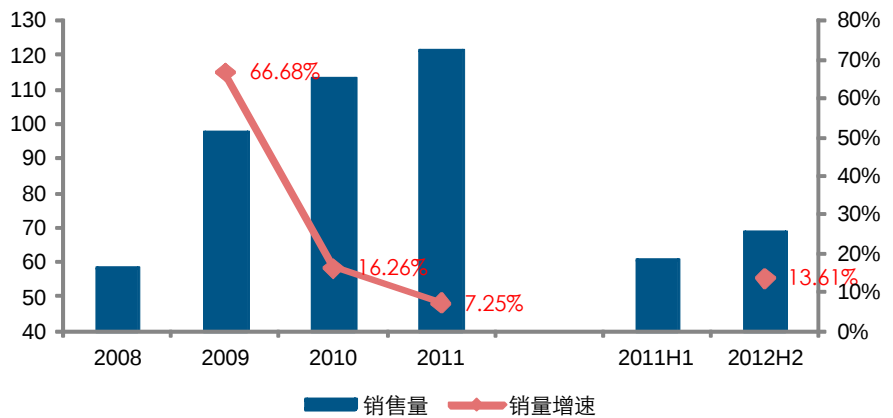
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 5：2012H1 上汽乘用车增长主要来源于 MG3



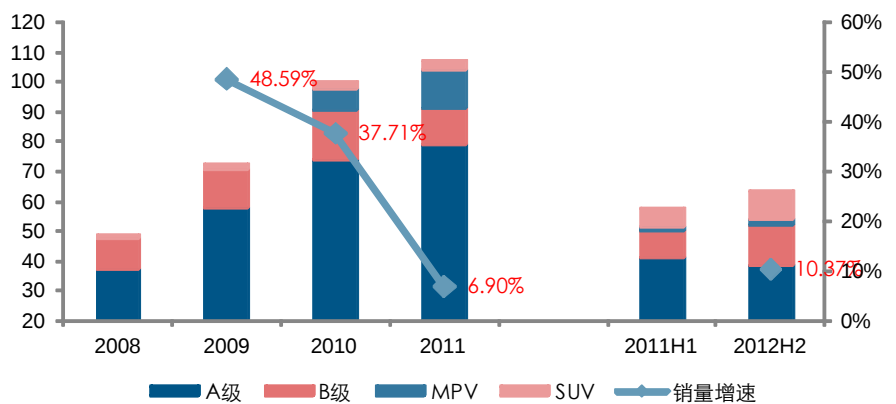
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 6：2012H1 上汽通用五菱增长快速



资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 7：2012H1 上海大众销量结构上升明显

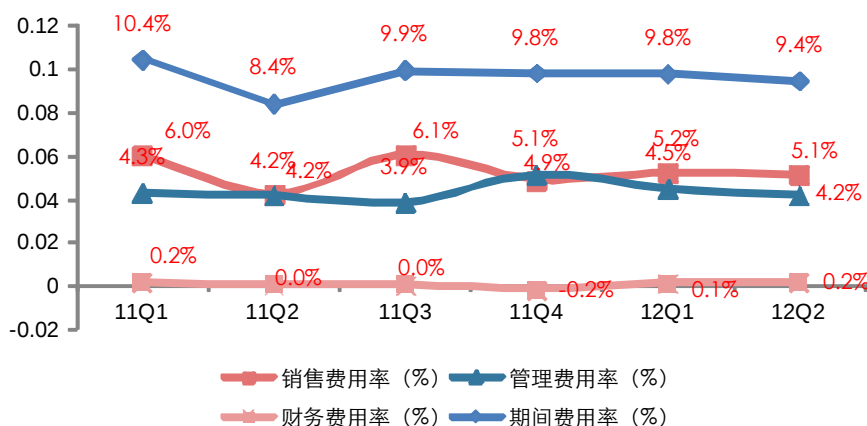


资料来源：CAAM，长江证券研究部

管控稳当，期间费用仍较稳定

2012H1 公司三项费用率为 9.6%，同比上升 0.2 个百分点，2012Q2 期间费用率为 9.4%，同比上升 1 个百分点，环比下降 0.4 个百分点。总体来看，公司费用率仍然较为稳定，绝对值来看也是出于一个比较合理的水平。

图 8：上半年期间费用率相对稳定

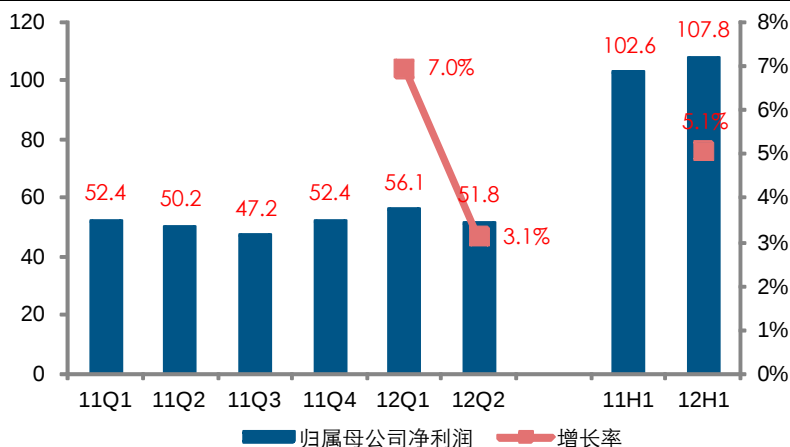


资料来源：长江证券研究部

板块盈利有差异，但总体稳定

2012H1 归属母公司净利润 107.8 亿，同比增长 5.1%，Q2 单季度盈利 51.8 亿，同比增长 3.1%。整车板块盈利稳定：上汽通用由于双君的老化，预计盈利能力有所下滑，商用车板块由于行业低迷，预计盈利有较大幅度的下滑；本部有所减亏，但是新增销量主要为小型车，改善幅度低于销量增速；但是得益于上海大众、上汽通用五菱的产品结构的上移，其盈利能力有所提升；因而总体看整车板块的盈利增速平稳，并不成为盈利增长低于营收增长的成因。**零部件板块成为盈利增速低于营收增速的主因**：主要企业华域汽车盈利增长 4.1%，上柴股份净利下降 1.5%，联电盈利下滑 23.9%。

图 9：归属母公司净利总体稳定



资料来源：公司资料，长江证券研究部

资产优质，前景平稳

结构性机会保障公司业务平稳发展。乘用车板块虽然限制因素长期存在，但是仍然存在结构性机会。交通、能源、环境加之政策限购，虽然将长期压制乘用车销量的增长；但是不可否认，消费者结构变化（年轻化）、消费者理念变化（安全性、性能要求提升）、升级换购等重大的需求结构变化会催生了乘用车市场结构性的机会，而目前看上汽集团的产品相对契合这些需求变化。

公司资产组合优质，促使公司优于行业整体表现。集团目前业务基本覆盖汽车产业链的各个领域，除了商用车之外，拥有每个子领域的优质资产。这样的资产组合，既能够充分分散行业风险，又能够获取超越行业的相对收益。同时公司构建全产业链的努力已经初见雏形，今后汽车金融、贸易服务板块有望快速成长为公司发展的重要增量部分。

盈利预测

预计公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 1.94 元、2.15 元、2.39 元，PE 为 7.66 倍、6.91 倍、6.23 倍。鉴于公司虽然资产优质，业务发展平稳，但限购蔓延预期长期存在，促使乘用车板块必须接受低估值定价，综合考虑给予“谨慎推荐”评级。

风险提示

- 1、宏观经济继续恶化导致行业二次探底；
- 2、限购政策大规模蔓延。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。