

证券研究报告

汽车

强烈推荐(维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号

S1060511010006

021-38638428

wangdean002@pingan.com.cn

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号

S1060511010004

021-38636729

Yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

上汽集团 (600104)

总销量增长稳定，各品牌表现分化

事项：

公司公告8月产销情况：8月销量同比9.2%为35.8万辆，1-8月累计同比11.9%为291.1万辆；8月产量同比11.2%为37.4万辆，1-8月累计同比14.4%为290.0万辆。

平安观点：

我们认为大众仍旧是目前乃至未来3-5年品牌、技术等综合实力最强的主流合资品牌，相关合资企业的表现将强于竞争对手，上汽集团的表现将持续优于乘用车行业。3Q12主机厂向渠道输血力度加大，短期上汽集团面临并表业务利润率下滑，但4Q12有望企稳回升。随着乘用车价格在去库存后回归稳定，上汽集团仍是汽车股里的优质投资标的。

我们认为乘用车行业正处于去库存阶段，库存高点正在逐步过去，价格的稳定有待豪华车/进口车去库存结束。据中进汽贸统计，7月份进口车总体市场优惠达7.4万元，这也是2012年以来进口车平均优惠的最高幅度。

■ 上海大众前7月B级轿车+SUV销量同比45%，利润率进一步提升

8月上海大众、上海通用销量分别为10.5万辆、11.8万辆，销量同比分别为10.5%、15%；1-8月上海大众销量同比11.6%为83.6万辆，1-8月上海通用销量同比10.5%为89.4万辆。

据中汽协数据，上海大众1-7月B级轿车+SUV销量同比增幅高达45%，远高于同期上海大众销量增幅（1-7月上海大众销量同比增长11.7%）；据上汽集团中报，1H12上海大众收入增长23%，而同期销量增幅为10.4%，显示车型销量结构上移促单车销售均价提升，我们预计上海大众盈利能力进一步提升，估计其1H12净利润同比增幅达40%。

■ 上海通用别克与雪佛兰表现不一，8月迈锐宝成功“以价换量”

1-8月上海通用销量同比增长10.5%，各品牌表现不一，其中雪佛兰、别克、凯迪拉克累计销量同比增幅依次为20.3%、5.9%、-33.5%，显示上海通用2012年销量增长主要由中低档品牌贡献，中高档车表现不佳

双君车型在国内属中高级车典型代表，但受到车型老化、豪华车价格挤压等影响而增长乏力；雪佛兰的迈锐宝上市以后销量未达预期，以致“以价换量”，8月迈锐宝销量环比大增3倍达6443辆。

我们预计上海通用年底有望扭转销量结构下移趋势：4Q12本土化生产的新一代凯迪拉克XTS将上市，未来每年都会有一款凯迪拉克车型投放中国市场，以尽快弥补上海通用豪华车短板。此外，预计2013年初上海通用将推出SUV车型。为应对未来市场更趋细分，上海通用的产品系列也将从25个增加到40个。

■ 预计上汽自主乘用车难以完成 20 万辆的年销量目标

8 月上汽乘用车销量同比 11.1% 为 1.5 万辆, 1-8 月累计同比 11.3% 为 11.6 万辆, 虽然 8 月销量环比增长 35%, 但我们预计上汽乘用车完成 20 万辆年度销量目标较困难。自主轿车企业增长困难将是目前乃至未来较长一段时间普遍存在的现象。

■ 上汽通用五菱: 基数原因, 预计自 8 月起月度销量同比增幅降低

8 月上汽通用五菱销量同比 2.9% 为 10.8 万辆, 1-8 月销量同比增 15.2% 为 95.9 万辆。2011 年 8 月宝骏上市并在随后的几个月快速上量, 预计 2012 年接下来的几个月销量同比增幅将较前八月收窄。

■ 盈利预测与投资建议

我们估计上汽集团 2012 年销量增幅 8%—10%, 增幅高于汽车行业。各子公司表现分化, 上汽通用五菱、上海大众表现较佳, 而上海通用、上汽乘用车公司利润率下滑趋势有待见底回升。

我们对上汽集团盈利预测为 2012 年、2013 年 EPS 分别为 1.95 元、2.18 元, 对应目前股价动态 PE 为 6 倍, PB1.2 倍, 估值处于历史低位, 维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

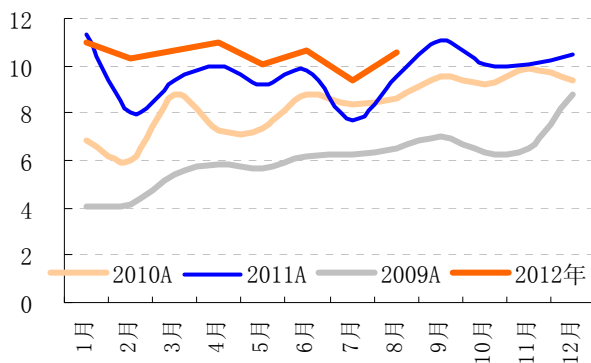
1) 自主乘用车业务销量不达预期; 2) 并表业务毛利率继续下降。

图表 1 上汽集团 2012 年 8 月销量简况 单位: 辆

	8 月销量	8 月同比	1-8 月销量	1-8 月累计同比
上汽集团(合计)	358187	9.2%	2911352	11.9%
上海大众	105282	10.5%	836074	11.6%
上海通用	118051	15.0%	893824	10.5%
上海汽车乘用车	15007	11.1%	116172	11.3%
上汽通用五菱	108118	2.9%	959094	15.2%
上海申沃客车	275	-32.4%	2052	0.4%
上汽依维柯红岩商用车	1105	-27.8%	11176	-56.1%
南京依维柯汽车	9618	1.1%	88860	12.1%
上汽商用车	731		4100	

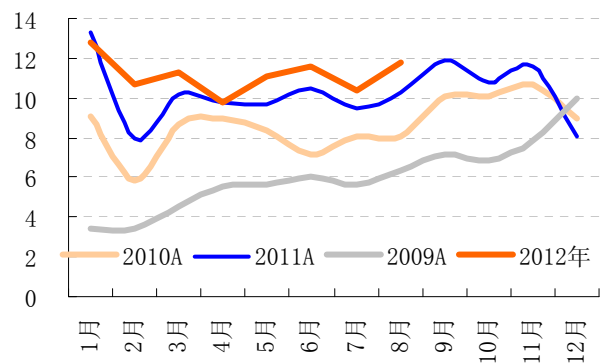
资料来源: 公司公告

图表 2 上海大众月度销量 单位: 万辆



资料来源: 公司公告

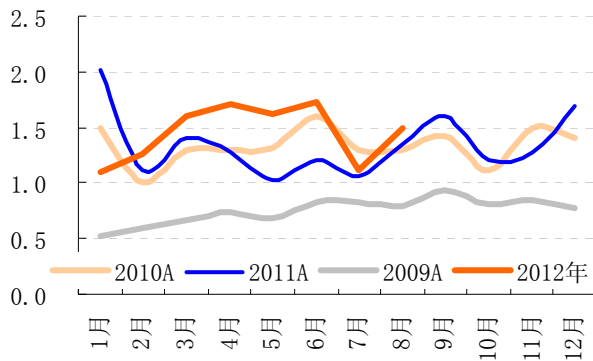
图表 3 上海通用月度销量 单位: 万辆



资料来源: 公司公告

图表 4 上汽乘用车月度销量

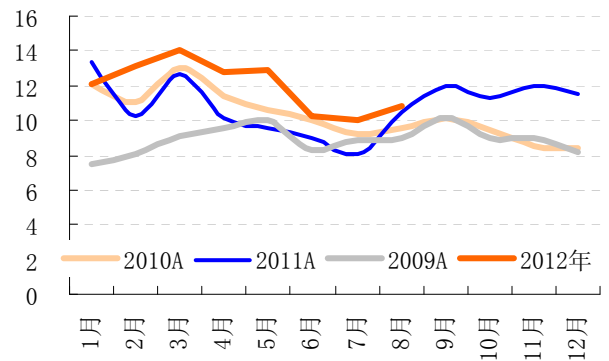
单位: 万辆



资料来源: 公司公告

图表 5 上汽通用五菱月度销量

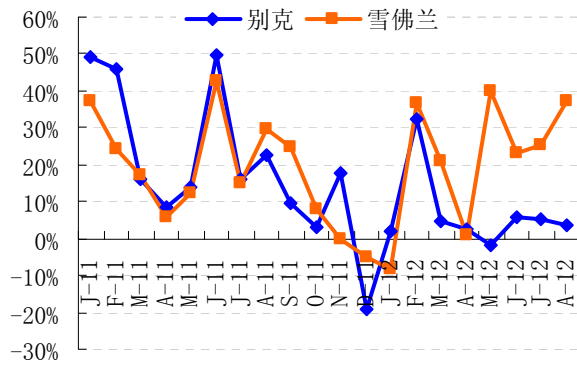
单位: 万辆



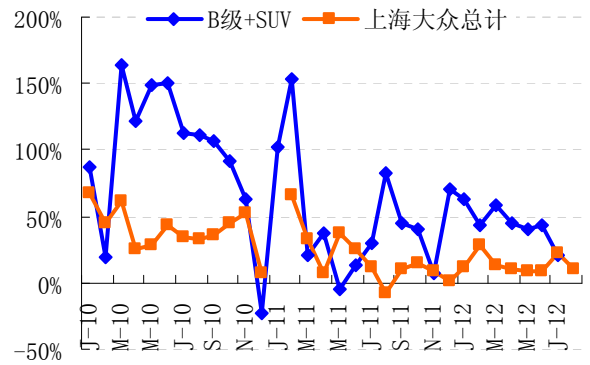
资料来源: 公司公告

图表 6 上海通用别克及雪佛兰月度销量同比增幅

图表 7 上海大众 B 级车+SUV 销量同比增幅较高

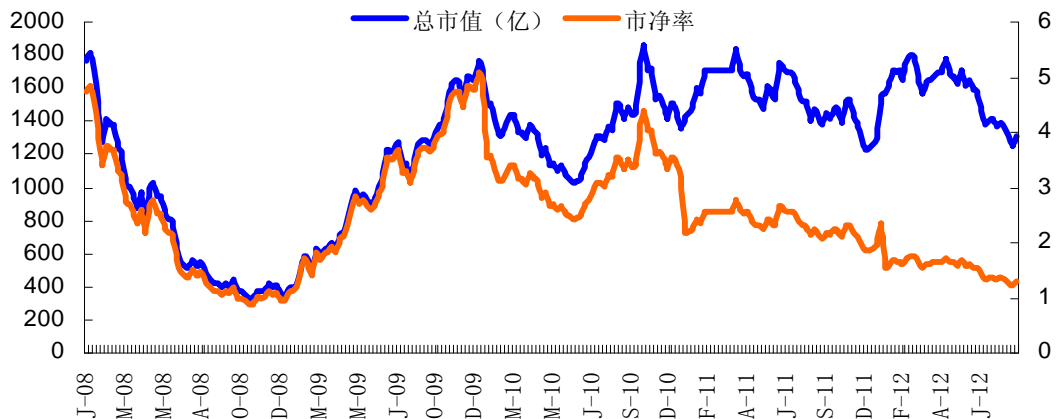


资料来源: 公司公告



资料来源: 公司公告

图表 8 上汽集团 2008 年初以来总市值及市净率变化



资料来源: wind

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
流动资产	175947	191233	238074	277984	
现金	70767	72159	109447	138658	
应收账款	10610	11970	13262	14507	
其他应收款	1311	1313	1516	1636	
预付账款	13487	12748	15300	16355	
存货	23870	29257	32005	35258	
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	365787	408662	
流动负债	148932	162513	178089	184755	
短期借款	7751	5859	6490	6280	
应付账款	63654	73210	81810	89490	
其他流动负债	77528	83443	89790	88985	
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	200174	206361	
少数股东权益	26598	30754	45095	61087	
股本	9242	11026	11026	11026	
资本公积	46815	42172	42172	42172	
留存收益	30862	49025	67228	87908	
归属母公司股东权益	86914	102362	120518	141214	
负债和股东权益	285045	318633	365787	408662	

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	38519	28295	
净利润	28532	34990	35852	39980	
折旧摊销	7762	7648	8281	10106	
财务费用	456	43	708	675	
投资损失	-10770	-13452	-15446	-17145	
营运资金变动	5128	-12331	4785	-4127	
其他经营现金流	-1754	3312	4339	-1194	
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	-4736	
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	-3861	
现金净增加额	28504	-1032	37289	29211	

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	388496	426671	
营业税金及附加	8434	11054	10520	11572	
营业费用	21929	22851	24437	26985	
管理费用	15236	19116	20474	22470	
财务费用	456	43	708	675	
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	42242	47360	
营业外收入	619	685	600	700	
营业外支出	818	355	110	180	
利润总额	33164	42028	42732	47880	
所得税	4631	7039	6880	7900	
净利润	28532	34990	35852	39980	
少数股东损益	12143	14768	14341	15992	
归属母公司净利润	16390	20222	21511	23987	
EBITDA	41580	49388	51231	58141	
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%	1.3%	12.1%	
归属于母公司净利润	148.6%	23.4%	6.4%	11.5%	
获利能力					
毛利率	19.1%	18.8%	17.7%	17.8%	
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%	28.0%	27.0%	
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2%	58.2%	54.7%	50.5%	
净负债比率(%)	9.5%	7.2%	6.8%	6.2%	
流动比率	1.18	1.18	1.34	1.50	
速动比率	1.01	0.99	1.15	1.31	
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.4	1.4	1.3	
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	5.0	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	3.49	2.57	
每股净资产(最新摊薄)	7.88	9.28	10.93	12.81	
估值比率					
P/E	8.0	6.5	6.1	5.5	
P/B	1.5	1.3	1.1	0.9	
EV/EBITDA	1.2	1.0	1.0	0.9	

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。客户并不能尽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)82449257