

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)

十月受益于日系份额下降将更显著

事项

公司公告9月产销情况:9月上汽集团销量同比4.6%为39.4万辆,1-9月累计同比10.9%为330.5万辆,第三季度销量同比增10%为107.3万辆。

平安观点:

■ 9月上汽集团销量增幅超出行业6.4个百分点

9月汽车业销量同比-1.8%,1-9月汽车业累计销量同比3.4%;9月乘用车销量同比-0.3%,1-9月乘用车累计销量同比增6.9%。影响9月汽车产销增长的原因有三点:1)受钓鱼岛局势的影响,日系车产销出现大幅下降,这也是本月汽车产销表现欠佳的最主要原因;2)上年9月汽车产销整体水平较高;3)本月商用车表现低迷。

9月上汽集团销量增幅比汽车行业销量增幅高出6.4个百分点,比乘用车行业销量增幅高出4.9个百分点。1-9月上汽集团销量增幅比汽车行业高出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。

■ 9月非日系乘用车品牌销量增幅较高,非日系SUV增幅尤其显著

9月日系乘用车销量同比下降40.8%,而德系、美系、韩系和法系乘用车销量依次同比增长13.8%、15.1%、9.4%和9.2%。

9月日系轿车销量同比下降8.5%,而德系、美系、韩系和法系轿车依次同比增长2.8%、1.9%、0.3%和0.4%。

我们预计日系SUV下降幅度很大:日系乘用车降幅较轿车降幅高出32个百分点。

从9月各系乘用车和轿车销量同比情况看,受益的非日系的乘用车销量同比明显高于轿车销量同比,由此可以预期德系、美系、韩系、法系的非轿车类产品销量增幅较高,预计其中SUV产品销量增幅更显著。

■ 去年同期上海大众销量基数较高;预计途观终端销量增幅高

9月上海大众销量增幅2.5%,其中SUV途观销量增幅略高,我们估计途观单月产能受限导致批发数比我们预期的低,预计9月途观终端销量较高。

上海大众去年9月基数较高,新帕萨特、途观、朗逸、polo等均有较高销量,这也是今年9月上海大众总体销量增幅较低的原因之一。

我们从部分经销商处了解到,9月11日起日系份额下降,受益最大的是德系品牌,估计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。

■ 9月上海通用销量同比增7%；昂科拉上市具里程碑意义

今年上海通用销量增量主要由雪佛兰贡献：9月上海通用别克、雪佛兰销量同比依次为-1.1%、24.5%；1-9月别克、雪佛兰销量同比依次为5%、21%。

9月上海通用双君一宝及别克GL8合计销量同比基本持平，1-9月上海通用B级轿车及MPV销量同比减少。

值得一提的是，公司月销一直低迷的科帕奇SUV9月创出3946台的月销新高，估计是受益于日系SUV急剧萎缩所致，此外，9月雪佛兰迈锐宝销量再创新高达8280台。

10月10日别克首款全新国产SUV昂科拉上市，其立足于通用全球最新四驱紧凑型SUV平台，此番国内上市的昂科拉共推出4款车型，价格区间14.99万元—19.69万元，10月10日起在全国别克500多家4S店接受预定。昂科拉首次全系引入的Ecotec系列最新1.4T涡轮增压发动机，匹配全进口6速手动变速箱及新一代6速手自一体变速箱，输出103kW/4900-6000rpm与200Nm/1850-4900rpm的强劲动力。

自2008年上海通用推出“全球平台、欧美技术”产品战略开始，别克品牌立足通用汽车全球资源，在国内相继推出了“双君”、“双英”、GL8，引领着相关细分市场。但其在SUV领域一直鲜有作为，昂科拉ENCORE的上市对于上海通用而言具有里程碑式意义，至此别克在国内已拥有11个系列、48款车型，完成了乘用车产品线的全面布局。

■ 盈利预测与投资建议

九月销量增幅看似不高，但终端结构优化应较为明显。主要是受益于日系乘用车，尤其是日系SUV的急剧下降，我们判断10月日系乘用车降幅比9月降幅更大，我们乐观预期上海通用、上海大众10月销量增幅。未来日系乘用车销量降幅可能不会像今年九、十月一样大，但总体处于下滑通道。

此前我们判断，上海通用利润率下滑趋势有望于3Q12见底；我们认为随着新车陆续上市，上海通用利润率有望于4Q12开始逐步攀升。

我们判断目前上海大众、上海通用流通环节库存已低于1.5月，10月其库存当量将进一步降低。

我们维持对上汽集团盈利预测为：预计2012年、2013年EPS分别为1.95元、2.18元，维持“强烈推荐”。

■ 风险提示

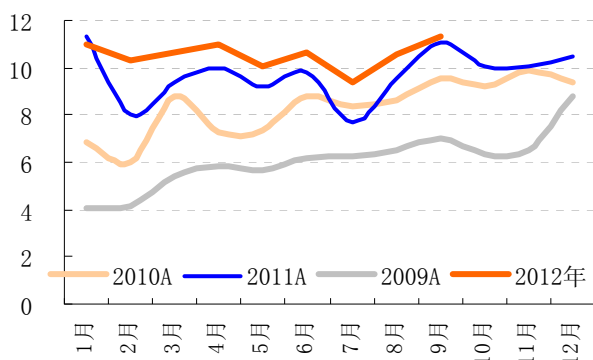
1) 自主乘用车增幅不持续；2) 上海通用利润率下降。

图表 1 上汽集团 2012 年 9 月销量简况

	单位：辆					
	9月	9月同比	3Q12	3Q 同比	前三季度	前三季度同比
上海集团(合计)	393986	4.6%	1072741	10.0%	3305338	10.9%
上海大众	113138	2.5%	312521	10.5%	949212	10.4%
上海通用	126709	7.0%	349003	10.7%	1020533	10.0%
上汽乘用车	19049	19.0%	45186	12.7%	135221	12.2%
上汽通用五菱	121088	0.7%	329394	7.9%	1080182	13.3%
上海申沃	268	19.6%	798	-7.6%	2320	2.3%
上汽依维柯红岩	1154	2.3%	3267	-16.2%	12330	-53.7%
南京依维柯	11750	12.0%	30384	12.8%	100610	12.1%
上汽商用车	830		2188		4930	

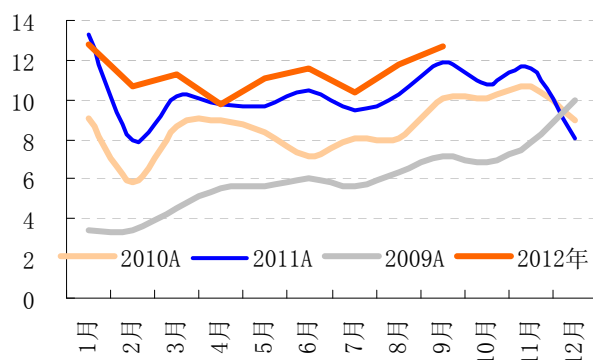
资料来源：公司公告

图表 2 上海大众月度销量 单位：万辆



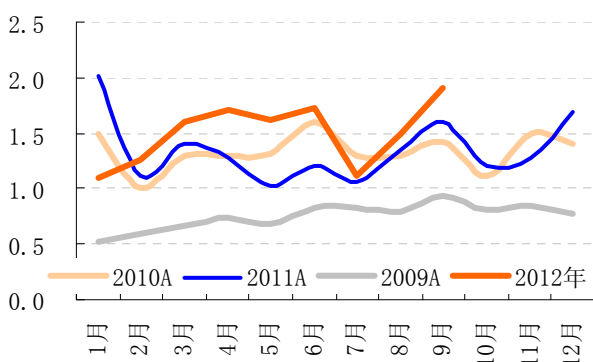
资料来源：公司公告

图表 3 上海通用月度销量 单位：万辆



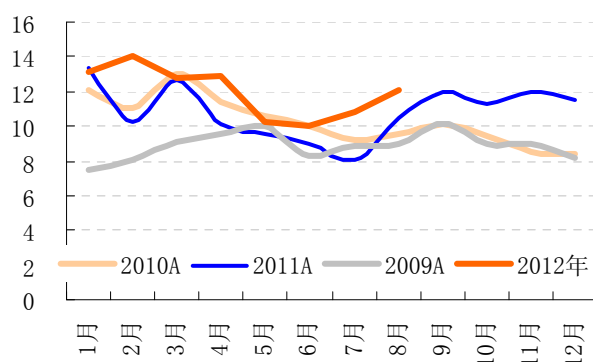
资料来源：公司公告

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

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	175947	191233	238074	277984	营业收入	364983	433095	471762	518939
现金	70767	72159	109447	138658	营业成本	295211	351870	388496	426671
应收账款	10610	11970	13262	14507	营业税金及附加	8434	11054	10520	11572
其他应收款	1311	1313	1516	1636	营业费用	21929	22851	24437	26985
预付账款	13487	12748	15300	16355	管理费用	15236	19116	20474	22470
存货	23870	29257	32005	35258	财务费用	456	43	708	675
其他流动资产	55901	63787	66544	71571	资产减值损失	1956	994	330	350
非流动资产	109098	127400	127713	130678	公允价值变动收益	297	-326	0	0
长期投资	26355	31253	29639	30179	投资净收益	10770	13452	15446	17145
固定资产	34403	36692	43989	45846	营业利润	33362	41697	42242	47360
无形资产	7216	8192	9325	10047	营业外收入	619	685	600	700
其他非流动资产	41124	51263	44760	44606	营业外支出	818	355	110	180
资产总计	285045	318633	365787	408662	利润总额	33164	42028	42732	47880
流动负债	148932	162513	178089	184755	所得税	4631	7039	6880	7900
短期借款	7751	5859	6490	6280	净利润	28532	34990	35852	39980
应付账款	63654	73210	81810	89490	少数股东损益	12143	14768	14341	15992
其他流动负债	77528	83443	89790	88985	归属母公司净利润	16390	20222	21511	23987
非流动负债	22599	23004	22084	21606	EBITDA	41580	49388	51231	58141
长期借款	3141	1863	1505	839	EPS (元)	1.77	1.83	1.95	2.18
其他非流动负债	19459	21141	20580	20767					
负债合计	171532	185517	200174	206361	主要财务比率				
少数股东权益	26598	30754	45095	61087	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
股本	9242	11026	11026	11026	成长能力				
资本公积	46815	42172	42172	42172	营业收入	162.8%	18.7%	5.4%	8.0%
留存收益	30862	49025	67228	87908	营业利润	295.7%	25.0%	7.1%	11.2%
归属母公司股东权益	86914	102362	120518	141214	归属于母公司净利润	148.6%	23.4%	7.0%	11.0%
负债和股东权益	285045	318633	365787	408662	获利能力				
					毛利率	19.1%	18.8%	19.1%	19.3%
					净利率	4.5%	4.7%	4.7%	4.9%
					ROE	18.9%	19.8%	17.4%	16.6%
					ROIC	29.7%	31.6%	28.4%	27.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.2%	58.2%	53.4%	48.8%
					净负债比率(%)	9.5%	7.2%	7.0%	6.4%
					流动比率	1.18	1.18	1.37	1.56
					速动比率	1.01	0.99	1.19	1.37
					营运能力				
					总资产周转率	1.7	1.4	1.3	1.3
					应收账款周转率	48.9	37.5	35.7	36.0
					应付账款周转率	6.7	5.1	4.9	4.9
					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	8.9	7.2	6.8	6.1
					P/B	1.7	1.4	1.2	1.0
					EV/EBITDA	1.6	1.3	1.3	1.1

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