大众、通用多款新车型上市带来量利齐升

上汽集团（600104.SH）

推荐 维持评级

投资要点：

1、事件

10 月 10 日别克首款紧凑型 SUV 昂科拉上市之后，预计 12 月新桑塔纳国内上市。2013 上海大众、上海通用还将有斯柯达 YETI、凯迪拉克 XTS、斯柯达 Rapid 等多款新车型上市。

2、我们的分析与判断

（1）上海通用盈利低谷已过，4 季度进入盈利上升期

12 年是上海通用的调整之年。上半年销量结构下移导致利润同比下降。7 月迈瑞宝降价后，月销量超过 8000 辆，规模效应显著。11 月昂科拉当月订单超 5000 辆，预计月销量将爬坡至 6000-8000 辆，为上海通用带来 7%左右的月销量 。3 季度开始上海通用盈利已出现环比改善，预计 4 季度进入上升通道。

（2）13 年 YETI、Rapid 上市，为上海大众带来销量增量，途观、帕萨特继续热销

13 年上海大众主力产品途观、NMS 销量继续保持高增长，且斯柯达 YETI、Rapid 上市带来增量，而新桑塔纳上市也将带来销量增长。预计全年销量达到 140 万辆，同比增长 9%。

（3）13 年昂科拉、凯迪拉克 xts 带来增量，双君改款，上海通用步入新的增长期

13 年上海通用昂科拉、凯迪拉克 XTS 带来全年增量，迈瑞宝销量保持稳定带来销量同比增长，双君改款也有利于销量上升。13 年上海通用将迎来全新的发展之年，预计全年销量达到 145 万辆，同比增长 12%。

3、投资建议

考虑到上海大众、上海通用新车型上市带来的产品结构完善和市场竞争力增强，以及盈利水平上移，我们上调 12/13 年 EPS 预测至 2/2.2 元，给予 13 年 8 倍 PE，维持 “推荐”评级。另外，上汽集团销量增长也为华域汽车零部件市场需求带来推动作用，我们也继续维持对华域汽车的“推荐”评级。

4、风险提示

公司汽销量低于预期风险，价格继续下降风险。

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

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2012.11.06
A 股收盘价(元)	13.5
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	2114
市净率	1.31
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

一、上海通用盈利低谷已过，4 季度进入上升期

（一）迈瑞宝上量和昂科拉上市推动上海通用盈利环比改善

上半年销量结构下移导致上海通用利润同比下降。上半年上海通用销量 67.1 万辆，同比增长 9.7%。其中，A 级、A0 级销量占比由去年同期的 23.6%、47.5%提升到 24.5%、52.1%。车型结构下移导致上海通用毛利率、净利率均同比下降，营业收入下降 1%-2%，利润总额下滑 10%。

上海通用经营压力大，公司在进行市场份额和利润之间的权衡。迈瑞宝上市之初由于定价偏高，与同级车相比缺乏竞争力，导致月均销量低于 2000 辆，远低于预期。7 月份迈瑞宝官方降价后，市场定位更加准确，降价效果显著，8、9 月份月销量分别达到 6443、8280 辆，已超过上市之初定的目标销量 6000 辆。8 月底迈锐宝 1.6T 上市进一步丰富消费者的车型选择。处于 14 至 18 万的迈锐宝开辟了新的中端中高级车的蓝海市场，树立中端中高级车“品价比”之王。

昂科拉 10 月 10 日上市，10 月实现批发销量 800 辆，上市三周订单超过 5000 辆，预计将在 11 月初交付。**在经过新车 2-3 个月的爬坡之后，预计月均销量会达到 6000-8000 辆，为通用新增 7%左右的月销量。**

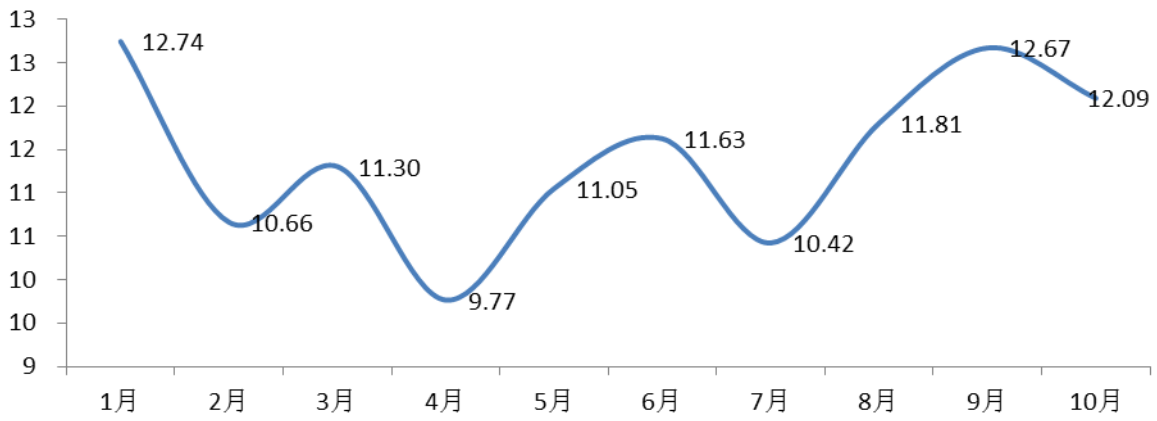
1-10 月，上海通用 114 万辆，同比增长 10.3%。2012 年公司发展强调稳中求进，全年 130 万辆的销量目标实现没有问题。3 季度上海通用利润下滑约 10%，我们预计在迈瑞宝和昂科拉的带动下，4 季度上海通用盈利环比改善，预计全年净利润相比上半年降幅收窄。

图表 1：1-9 月上海通用分车型销量及增速

	销量（辆）	增速
雪佛兰爱唯欧	42779	163.0%
雪佛兰新赛欧	210802	55.5%
别克英朗 GT	94678	30.4%
别克英朗 XT	33716	17.4%
凯越	214445	12.0%
雪佛兰科鲁兹	173667	7.1%
别克新君威	60018	2.9%
别克 GL8	47940	-12.4%
凯迪拉克赛威	4432	-18.7%
别克新君越	62728	-23.7%
雪佛兰景程	14526	-45.2%
别克林荫大道	425	-73.7%
雪佛兰科帕奇	9259	
雪佛兰迈锐宝	28986	

资料来源：CAAM、中国银河证券研究部

图表 2：上海通用月度销量走势（万辆）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）途观、帕萨特热销带动上海大众利润高增长

产品结构移推动上海大众利润高增长。上半年上汽集团来自联营与合营企业的投资收益 70 亿元，同比增长 22%。其中来自整车板块的投资收益 51.7 亿元，主要是上海大众利润高增长。上半年帕萨特、途观热销带动上海大众产品结构上移，上海大众 B 级车、SUV 销量占比由去年同期的 15.7%、10.8%提升至 21.4%、15%。上半年上海大众净利率水平超过上海通用，收入同比增长 23%，利润增速接近 40%。

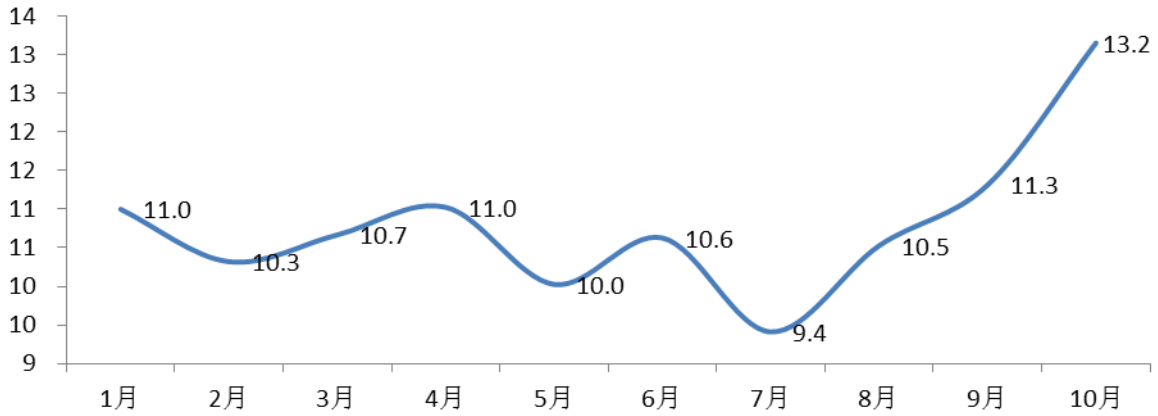
我们推测全年上海大众贡献投资收益约 90 亿元，增速约 20%。产品结构上移将进一步推动上海大众盈利能力提升，成为 12 年上汽集团业绩增长的主要推动力。

图表 3：1-9 月上海大众分车型销量及增速

	销量（辆）	增速
NMS	152541	155.7%
途观	138577	37.6%
途安	29012	37.3%
明锐	103100	8.7%
桑塔纳	161565	3.7%
晶锐	34548	-5.3%
昊锐	31753	-14.2%
波罗	99887	-15.3%
朗逸	137812	-21.9%
帕萨特领驭	20790	-65.1%
新朗逸	26505	
CROSS POLO	13122	

资料来源：CAAM、中国银河证券研究部

图表 4：上海大众月度销量走势（万辆）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、13 年多款新车型上市带来量利齐升

（一）12 年底新桑塔纳上市，13 年 Rapid、YETI 上市，为上海大众带来销量增量，途观、帕萨特继续热销

2013 年，上海大众旗下大众品牌和斯柯达品牌的总产销量计划为 145 万辆左右，其中大众品牌为 115 万辆，斯柯达品牌为 30 万辆。

图表 5：2013 年上海大众、斯柯达车型产量计划

资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究部

8 月 19 日全新朗逸正式上市，新老朗逸目前不会垂直切换，计划在一年内，新老朗逸还会在市场上并存。

预计 12 月新桑塔纳在国内上市之后，现有的桑塔纳以及桑塔纳志俊都将逐步停产，不会出现几代同堂销售的局面。预计售价将在 8 万-10 万元区间，与老款基本持平。上海大众对全新一代桑塔纳的定位是“A 级主流”，目标是包括北京、上海等一线城市在内的所有市场。主要的竞争对手是合资品牌的入门型家用轿车，包括别克凯越、现代伊兰特等车型，月销量目标超过 1.5 万辆。

斯柯达品牌明年将有 Rapid、YETI 上市，斯柯达品牌明年也将受益于其车型完善所带来

的销量提升。Rapid 车型将于明年在上海大众仪征工厂投产，其定位将位于晶锐与明锐之间。此外未来在国内上市的斯柯达 Rapid 车型，将会首先搭载 1.4L 和 1.6L 引擎。预计售价在 9-13 万。斯柯达 Yeti 的国内申报工作已接近完毕，将率先以进口车身份投放国内。该车将在明年国内投产，按之前信息，国产版会对轴距进行一定幅度的加长。虽然和大众途观同属于大众 PQ35 平台制造，但 YETI 在车身尺寸和轴距方面却要比之标准版的 TIGUAN 还要小上一点。在市场方面，斯柯达 YETI 主要瞄准了 30 岁左右的年轻消费群体，预计售价 30 万左右。

图表 6：2013 年上海大众新车型产销量计划

车型	上市日期	2013 年销量计划
新朗逸	2012.8	新老款同堂，新朗逸年目标销量 27.5 万辆，老款朗逸的 3 万辆。
桑塔纳 NF	2012.12	老款退市，目标月销量 1.5 万辆。
Rapid	2012.3	定位于晶锐与明锐之间的紧凑型轿车，2013 年的产销量计划为 4.5 万辆。
新朗逸两厢	2013.5	产销量计划为 8 万辆左右
YETI	2013.9	紧凑级 SUV，2013 年的产销量计划分别为 4.5 万辆和 1 万辆。

资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究部

（二）13 年昂科拉、凯迪拉克 xts 带来增量，双君改款，上海通用步入新的增长期

经过多年发展，上海通用拥有三个品牌、25 个系列产品，不过，这些仍不足以应对越来越细分的中国市场。根据规划，上海通用产品系列将从 25 个增加到 40 个，包括新能源车，实现从 5 万到 40 万所有价位的无缝隙覆盖。**在做好这些的基础上，上海通用还将进军两个新的细分市场，SUV 和豪华车。**

10 月初，昂科拉的上市正式掀开上海通用进军 SUV 市场的号角。继首款紧凑级 SUV 车型昂科拉 Encore 上市后，别克的中型 SUV 规划也浮出水面。目前别克计划引入一款中型 SUV 车型，此 SUV 车型或基于雪佛兰科帕奇平台打造，望搭载 2.0T 引擎和 2.4L 缸内直喷引擎。到 2015 年，别克品牌将拥有大型、中型、小型 SUV，覆盖整条产品线。

而在豪华车领域，凯迪拉克将是上海通用未来五年的重中之重。未来每年会有一款凯迪拉克新车型投放中国市场，第一款是全新一代凯迪拉克 XTS，随后，在豪华车 LUX2、3、4、5 领域，凯迪拉克都会推出相应车型。

图表 7：2012 年 11 月-2013 年上海通用新车型上市计划

车型	上市日期	车型信息
别克 Encore	2012.11	配 1.4T+6MT/6AT；15-20 万
改款凯越	2012.11	外观轻改；换装 1.5L 发动机
凯迪拉克 XTS	2013.1	2.0T、3.6L 发动机，SLS 赛威停产
改款君威	2013	外观、内饰大改、配置升级，售价维持在 18-29 万元
改款君越	2013 年上半年	外观/内饰大改；预售 23-33 万元

资料来源：网上车市，中国银河证券研究部

改款凯越和改款景程即将在 11 月底正式上市。改款凯越车型最大的变化在于动力上使用

了符合国五排放标准的心 1.5L 发动机，同时匹配的变速箱也从 4AT 升级为 6 速手自一体变速器。全新设计的雪佛兰新景程在外形、内饰和配置方面都做了大幅的改变，还搭载了同级领先的动力系统，配备了通用汽车第二代 6 速手自一体变速箱。

君威和君越也将在明年迎来中期改款。别克君威 GS 改款车预计将在 2013 年上市。改款君威 GS 总的来说变化不会很大，动力配置将与现款车型保持一致。别克君越中期改款车预计于 11 月广州国际车展上发布，2013 年上半年正式向国内市场投放。整车最大的变化集中在了外观方面，售价也会与现款车型保持一致。

新一代凯迪拉克 XTS 将在 2013 年初上市，而目前国产的旗舰车型 SLS 赛威将会停产，停止销售以避免两款车型在市场定位上的重叠。XTS 是目前凯迪拉克旗下的旗舰产品，国产车型将提供 2.0T 发动机和 3.6L 发动机两种选择。未来，该车入市后将与宝马 5 系 Li、奥迪 A6L 等车型直接竞争。

三、上调 12/13 年 EPS 预测至 2/2.2 元，继续推荐

我们认为，12 年上海大众是增长的主力，而上海通用是调整之年，且 4 季度上海通用盈利进入上升通道，我们上调 12 年 EPS 至 2 元。

13 年上海大众主力产品途观、NMS 销量继续保持高增长，且斯柯达 YETI、Rapid 上市带来增量，而新桑塔纳上市也将带来销量增长。13 年上海通用昂科拉、凯迪拉克 XTS 带来全年增量，迈瑞宝销量保持稳定带来销量同比增长，同时双君改款也有利于销量上升。经过了 12 年的调整，13 年上海通用将迎来全新的发展之年。我们预计 13 年上汽集团净利润同比增长约 10%，EPS2.2 元。

考虑到上海大众、上海通用新车型上市带来的产品结构完善和市场竞争力增强，以及盈利水平上移，我们给予 13 年 8 倍 PE，维持 “推荐”评级。

另外，上汽集团销量增长也为华域汽车零部件市场需求带来推动作用，同时新车型新产品配套也有利于提升华域汽车的盈利能力，我们也继续维持对华域汽车的“推荐”评级。

风险提示：公司汽车销量低于预期风险，价格继续下降风险。

图表 8：2012-2013 年上汽集团销量（万辆）预测

公司名称	2011	2012E	2013E
上海大众	117	128	140
增速	33%	9%	9%
上海通用	123	130	145
增速	-83%	6%	12%
上汽集团乘用车分公司	16	18	20
增速	871%	10%	14%
上汽通用五菱	130	139	145
增速	-100%	7%	4%
上汽商用车	0	0.7	0.8

增速			14%
上海申沃客车	0	0.3	0.4
增速			26%
上汽依维柯红岩商用车	3	1.6	2
增速	368%	-47%	3%
南京依维柯汽车	11	13.0	14
增速	3992%	19%	6%
合计	400	430	470
增速	12%	8%	9%

资料来源：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，汽车行业证券分析师。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