

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)

1月销售创历史新高

事项:

公司公告1月产销情况:1月上汽集团产销量分别为48万辆(同比40.3%)、51万辆(同比35%)。其中上海大众、上海通用、上汽乘用车、上汽通用五菱产量同比依次为21%、69%、191%、23%;上海大众、上海通用、上汽乘用车、上汽通用五菱销量同比依次为45%、27%、91%、27%。

平安观点:

岁末年初我们对上汽集团及其主要子公司2013年的新增产能、产销规划、新车推出等方面有了更清晰的判断,总体看上海大众、上海通用2013年景气度趋势向上;在上海大众有较多新车推出,上海通用销量结构改善的助推下,上汽集团估值向上趋势未结束,我们认为上汽集团值得给予10倍动态PE。

■ 1月销量创历史新高,市占率提高

2013年1月上汽集团销量51.3万辆,其中上海大众、上海通用销量均突破16万,创历史新高。上汽集团销量环比增46.5%,其中上海大众、上海通用销量环比增114%、45%,上汽乘用车销量环比降16%;上汽通用五菱销量环比21.4%。

2013年1月上汽集团销量市占率25.2%,比2012年全年提高近2个百分点。

■ 上海大众新桑逐步爬坡、途观帕萨特依然热销

2013年上海大众A级新车较多,多款新车同平台并模块化采购,单车利润将显著高于上一代产品;B级车及SUV地位稳固,还将贡献一定增量。

2012年底新桑塔纳上市,主攻私人消费市场,估计2013年1月销量约7000辆,其仍处产能爬坡期,尚未稳至预期的月销量及市场占有率,普桑已停产但1月估计仍有六千余台销量;桑塔纳VISTA将产值2013年中,待新桑及斯柯达RAPID产能释放后其产量将专门针对出租车市场。

与新桑同平台的斯柯达Rapid预计2013年上海车展前后上市,相比全新桑塔纳,斯柯达Rapid更强调年轻、活力及性价比,两车型受众定位预计重叠部分较小。

帕萨特1月批发量为2.8万辆(我们估计零售约2.5万辆),日系三大品牌中级车市占率全面下滑,帕萨特+迈腾成为中级车中销量及市占率遥遥领先的两大品牌。随着帕萨特产能逐渐充裕,预计目前老款帕萨特-领取排产仅供满足低端公务用车需求并预计在2013年内停产;预计未来上海大众还将投产一款定位于朗逸和帕萨特之间的高端的家轿,以弥补其轿车产品在15-18万区间的缺位。

1月途观批发量 2.18 万辆（估计零售约 1.6 万辆），SUV 市占率约 9%，依然保持旺销势头，我们判断途观具有每月产出 2 万台的潜能。我们不认为途观会受到新竞品的威胁，一是 SUV 尚处于供不应求阶段，尚未满足的需求较多；二是途观终端售价及销量的稳定将有利于该品牌长期市场表现。但我们认为竞品出现可能影响到此前途观经销商的加价幅度。

2013 年上半年上海大众还将上市斯柯达紧凑型 SUV 车型 Yeti 及两厢版新朗逸；2014 年后上海大众还将国产中高档 SUV 及 C 级轿车。总体而言，上海大众产品谱系上下均有延伸，并在各个细分领域树立标杆产品，大众品牌国内市占率在未来三五年处上升态势。

2013 年公司产能估计不到 140 万辆，全年产能利用率仍高于 100%；2012 年上海大众南京工厂产能从 10 万提升至 24 万；仪征工厂设计产能 30 万辆，2012 年年中投产；宁波工厂投产要到 2013 年底，产能贡献实际在 2014 年。

■ 上海通用 2013 年首月仍居乘用车企业销量第一

继 2012 年蝉联国内乘用车销量冠军后，上海通用 2013 年 1 月销量继续居乘用车企业首位。

1 月别克/雪佛兰销量分别同比增 21.7%/37.4%。上市不久的别克昂科拉 1 月销量 7881 辆，环比增 97.5%；雪佛兰中高端车型迈锐宝/科帕奇 1 月销量为 7880/4414 辆，表现较佳。

2 月 1 日全新别克凯越发布，此外 2013 年上海通用还有君威君越及凯越的改款车。2014 年起双君换代值得期待。

估计 2013 年公司产能不到 130 万辆，全年产能利用率仍高于 100%；2012 年上海通用东岳三期 24 万辆能投产，2013 年下半年北盛三期设计产能 24 万投产，武汉基地 30 万产能在 2014 年贡献产能。

我们估计上海通用利润率已经在昂科拉上量及别克复苏驱动下环比回升，雪佛兰品牌中的中高端车型销量占比亦提高，我们估计上海通用 2013 年全年利润率不低于将维持与 4Q12 相当的利润率水平。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计 2013 年乘用车销量同比为 9.7%（比 2012 年同比增幅度高 2 个百分点）。我们预计 2013 年德系乘用车份额升 2 个百分点至 20.3%，销量同比约 20%。

目前乘用车目前量、价、库存（2012 年底合资品牌汽车经销商库存系数为 0.9）均趋势向好，乘用车股估值向上趋势未变。

2012 年二三季度价格震荡对车企利润深度侵蚀，我们判断 2013 年乘用车价格体系稳定，加上主流车企目标谨慎合理，车企利润向上弹性较大。

2013 年上海大众 A 级新车将贡献较多增量；途观及帕萨特产能还有提升空间，上海大众 2013 年仍是量、利齐升的一年。2012 年上海通用利润率下降，我们判断其利润率 3Q12 见底，4Q12 起回升，2013 年上海通用盈利能力将高于 2012 年，2014 年双君换代后盈利能力还有望继续提升。

我们略调整了上汽集团 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 预测为 1.93 元、2.19 元、2.6 元，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

1) 上汽乘用车公司库存可能偏高，有待消化；2) 部分车型产能偏紧，供求不平衡。

图表 1 上汽集团 2013 年 1 月销量情况

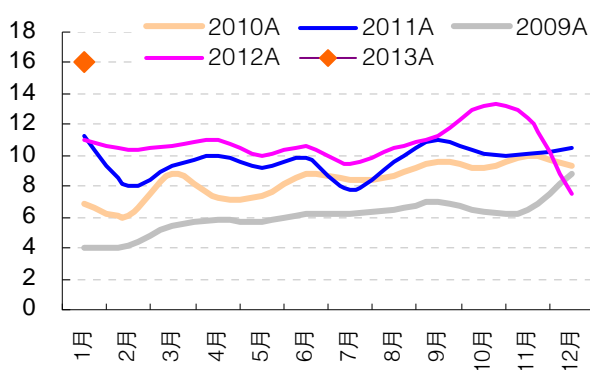
单位：辆

2013 年	销量	环比	同比
上海集团(合计)	513361	46.5%	35.0%
上海大众	160018	113.7%	45.5%
上海通用	161426	45.4%	26.7%
上海乘用车	21007	-16.3%	91.0%
上汽通用五菱	153906	21.4%	27.4%
上海申沃	133	-50.6%	-3.6%
上汽依维柯红岩	1800	-4.2%	227.3%
南京依维柯	14118	45.7%	41.0%
上汽商用车公司	953	17.5%	170.0%

资料来源：公司公告

图表 2 上海大众月度销量

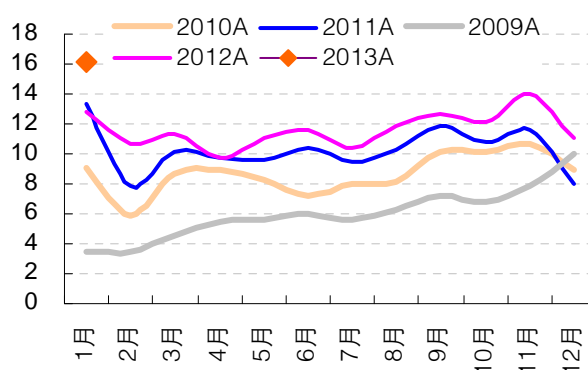
单位：万辆



资料来源：公司公告

图表 3 上海通用月度销量

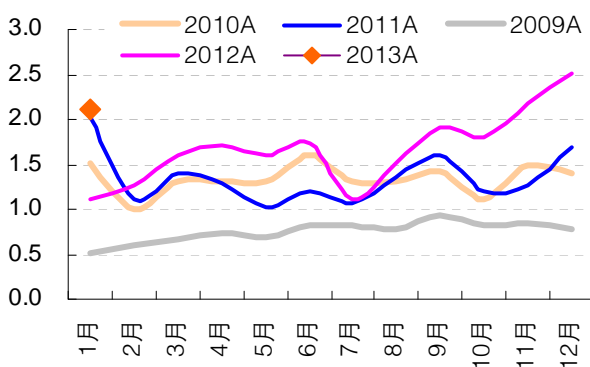
单位：万辆



资料来源：公司公告

图表 4 上汽乘用车月度销量

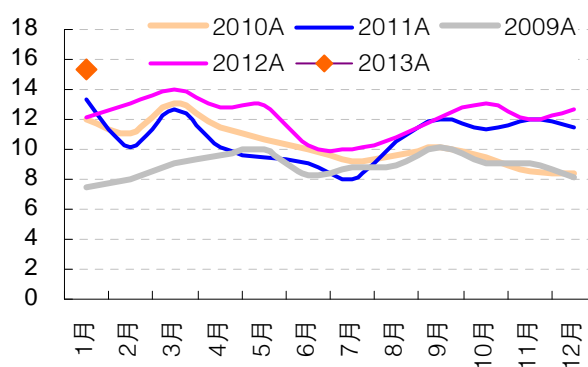
单位：万辆



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	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	191233	226547	254938	298863	营业收入	433095	456544	502199	562462
现金	72159	99818	117630	148689	营业成本	351870	388063	426869	475959
应收账款	11970	12835	14039	15753	营业税金及附加	11054	10181	11199	12543
其他应收款	1313	1467	1583	1784	营业费用	22851	24197	26365	29529
预付账款	12748	15283	16362	18411	管理费用	19116	19175	20992	23511
存货	29257	31969	35275	39291	财务费用	43	685	804	1048
其他流动资产	63787	65176	70051	74935	资产减值损失	994	330	350	400
非流动资产	127400	127713	130678	131116	公允价值变动收益	-326	0	0	0
长期投资	31253	29639	30179	29999	投资净收益	13452	15446	17763	20427
固定资产	36692	43989	45846	46021	营业利润	41697	29360	33382	39900
无形资产	8192	9325	10047	10908	营业外收入	685	800	800	800
其他非流动资产	51263	44760	44606	44188	营业外支出	355	80	100	100
资产总计	318633	354260	385616	429979	利润总额	42028	30080	34082	40600
流动负债	162513	177344	184096	198598	所得税	7039	5008	5709	6800
短期借款	5859	6490	6280	6350	净利润	34990	25072	28374	33799
应付账款	73210	81719	89532	99961	少数股东损益	14768	3761	4256	5107
其他流动负债	83443	89135	88284	92287	归属母公司净利润	20222	21311	24117	28692
非流动负债	23004	22084	21606	20981	EBITDA	49388	38326	44292	52633
长期借款	1863	1505	839	276	EPS (元)	1.83	1.93	2.19	2.60
其他非流动负债	21141	20580	20767	20704					
负债合计	185517	199428	205702	219579	主要财务比率				
少数股东权益	30754	34515	38771	43878	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	11026	11026	11026	11026	成长能力				
资本公积	42172	42172	42172	42172	营业收入	18.7%	5.4%	10.0%	12.0%
留存收益	49025	67028	87838	113222	营业利润	25.0%	-29.6%	13.7%	19.5%
归属母公司股东权益	102362	120318	141143	166522	归属于母公司净利润	23.4%	5.4%	13.2%	19.0%
负债和股东权益	318633	354260	385616	429979	获利能力				
					毛利率	18.8%	15.0%	15.0%	15.4%
					净利率	4.7%	4.7%	4.9%	5.1%
					ROE	19.8%	17.7%	17.1%	17.2%
					ROIC	31.6%	19.5%	19.2%	19.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.2%	56.3%	53.3%	51.1%
					净负债比率(%)	7.2%	6.8%	6.2%	5.6%
					流动比率	1.18	1.28	1.38	1.50
					速动比率	0.99	1.09	1.18	1.30
					营运能力				
					总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
					应收账款周转率	37.5	35.7	36.3	36.7
					应付账款周转率	5.1	5.0	5.0	5.0
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.83	1.93	2.19	2.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	2.62	1.49	2.48
					每股净资产(最新摊薄)	9.28	10.91	12.80	15.10
					估值比率				
					P/E	9.4	8.9	7.9	6.6
					P/B	1.9	1.6	1.3	1.1
					EV/EBITDA	2.2	2.9	2.5	2.1

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 2013 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