

公司事项点评

2013年3月8日

证券研究报告

平安汽车

强烈推荐 (维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
电话 021-38638428
邮箱 wangdean002@pingan.com.cn

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

研究报告回顾

点评报告《1月销售创历史新高》2013-2-8

点评报告《岁末年初预期渐明》2013-1-7

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)

前两月累计销量同比 17%

事项: 上汽集团公告其2月产销数据，2月上汽集团销量同比下降2%为36万辆，其中上海大众、上海通用销量分别同比13.4%、-0.5%为11.7万辆、10.6万辆。2013年前两月上汽集团累计产量、销量分别同比增17.3%、16.8%，其中上海大众销量累计同比增30%、上海通用销量累计同比增14.3%。

平安观点:

乘用车依然处于景气上升期，作为国内乘用车龙头的上汽集团表现继续优于行业，我们维持对其合理动态PE有望达10倍的判断。

根据乘联会数据，2月份狭义乘用车终端销量同比基本持平，由于今年2月有春节，因此工作日同比减少。乘用车1-2月批发销量同比增20%。

2月份日系车企市场销量同比环比均大幅下降，非日系乘用车销售势头良好。1月底合资乘用车及自主乘用车渠道库存系数分别为1.08、1.09，为合理偏低水平。

■ 上海大众1-2月累计销量增30%，表现继续超越行业

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。

全新桑塔纳仍处于爬坡期，据乘联会终端数据2月销量为5961台，据了解较多4S店现车数量不足，上海车展前同平台的斯柯达Rapid将上市两款全新入门级A级车将在2013年下半年成为上海大众新增长点。此外2013年上海大众还将推出斯柯达SUV及两厢版朗逸。

■ 上海通用新车型销售势头良好

上海通用汽车2013年前两月累计销量达到267546辆，同比增长14.3%；截至2013年2月底，在实现600万销量后仅仅不到9个月的时间里，上海通用汽车累计销量又突破700万大关，再度刷新国内乘用车销售增长纪录。

别克品牌在2月初迎来2013年首款上市车型**新凯越**，2月底新凯越已开始陆续到店交付消费者。2月双君销量同比增2.2%；英朗XT与GT销量同比20%；别克GL8销量同比增11.1%为5072辆，继续领跑大型豪华MPV市场；昂科拉2月销售5437辆。

2月雪佛兰的两款中高级车型迈锐宝和科帕奇均实现了销量同比增长。迈锐宝2月销量6939辆，同比增长108%。2013款迈锐宝2月下旬上市，全系配置升级，并全新推出一款1.6T AT舒适版车型。科帕奇2月销售2462辆，同比增长17%

豪华品牌凯迪拉克2月迎来重磅车型全新豪华轿车XTS的上市，作为上海通用汽车未来5年豪华车战略的首款重量级新品，凯迪拉克XTS搭配的发动机2.0T和3.6L均为“全球十佳”动力总成。首批新车预计三月上旬陆续交付消费者。凯迪拉克运动型豪华SUV全新SRX在全面升级上市后2月销量达2086辆，实现同比37%环比45.5%，它将携手全新XTS共同推动凯迪拉克品牌在2013年实现新的增长。

■ 估值偏低，维持“强烈推荐”及22元目标价

维持上汽集团2012年、2013、2014年EPS盈利预测为1.93元、2.19元、2.60元，并预测1Q13EPS同比增15.3%为0.59元。维持对上汽集团的“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

1) 自主品牌乘用车可能库存偏高有待消化; 2) 部分车型产能偏紧, 供求不平衡。

图表 1 上汽集团 2013 年 2 月销量情况

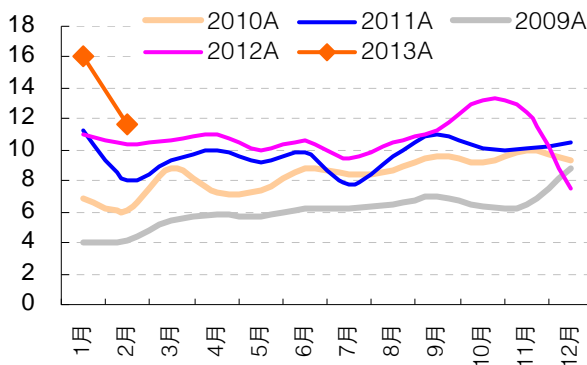
单位: 辆

	2月	2月同比	1-2月累计	累计同比
上海集团(合计)	360132	-2.0%	873493	16.8%
上海大众	117046	13.4%	277064	29.9%
上海通用	106120	-0.5%	267546	14.3%
上海乘用车	12802	1.6%	33809	43.2%
上汽通用五菱	111060	-15.1%	264966	5.3%
上海申沃	261	30.5%	394	16.6%
上汽依维柯红岩	1611	-2.4%	3411	55.0%
南京依维柯	10613	-11.6%	24731	12.3%
上汽商用车公司	619	157.9%	1572	165.1%

资料来源: 公司公告

图表 2 上海大众月度销量

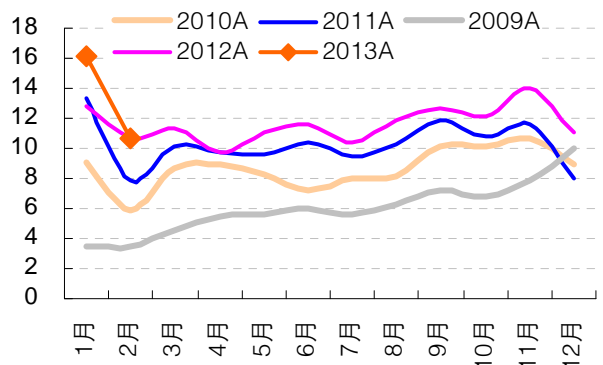
单位: 万辆



资料来源: 公司公告

图表 3 上海通用月度销量

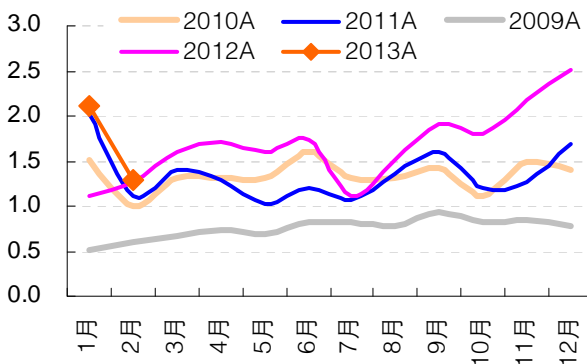
单位: 万辆



资料来源: 公司公告

图表 4 上汽乘用车月度销量

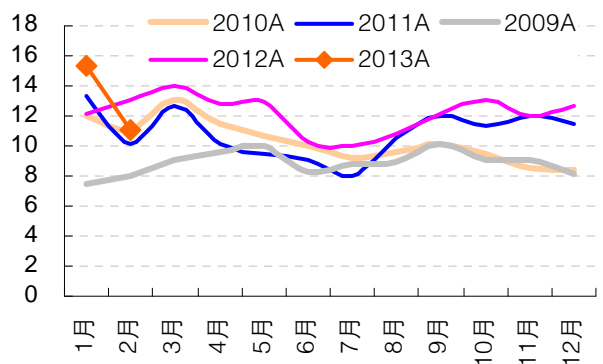
单位: 万辆



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				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产	191233	226547	254938	298863
现金	72159	99818	117630	148689
应收账款	11970	12835	14039	15753
其他应收款	1313	1467	1583	1784
预付账款	12748	15283	16362	18411
存货	29257	31969	35275	39291
其他流动资产	63787	65176	70051	74935
非流动资产	127400	127713	130678	131116
长期投资	31253	29639	30179	29999
固定资产	36692	43989	45846	46021
无形资产	8192	9325	10047	10908
其他非流动资产	51263	44760	44606	44188
资产总计	318633	354260	385616	429979
流动负债	162513	177344	184096	198598
短期借款	5859	6490	6280	6350
应付账款	73210	81719	89532	99961
其他流动负债	83443	89135	88284	92287
非流动负债	23004	22084	21606	20981
长期借款	1863	1505	839	276
其他非流动负债	21141	20580	20767	20704
负债合计	185517	199428	205702	219579
少数股东权益	30754	34515	38771	43878
股本	11026	11026	11026	11026
资本公积	42172	42172	42172	42172
留存收益	49025	67028	87838	113222
归属母公司股东权益	102362	120318	141143	166522
负债和股东权益	318633	354260	385616	429979

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流	20209	28867	16406	27373
净利润	34990	25072	28374	33799
折旧摊销	7648	8281	10106	11685
财务费用	43	685	804	1048
投资损失	-13452	-15446	-17763	-20427
营运资金变动	-12331	5955	-3920	1101
其他经营现金流	3312	4321	-1195	166
投资活动现金流	-5002	2881	6269	8577
资本支出	16165	10966	9146	9752
长期投资	1069	-435	145	-48
其他投资现金流	12233	13412	15560	18281
筹资活动现金流	-16126	-4089	-4864	-4890
短期借款	-1891	630	-210	70
长期借款	-1277	-359	-665	(563)
普通股增加	1783	0	0	0
资本公积增加	-4642	0	0	0
其他筹资现金流	-10098	-4360	-3989	-4397
现金净增加额	-1032	27660	17811	31060

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	433095	456544	502199	562462
营业成本	351870	388063	426869	475959
营业税金及附加	11054	10181	11199	12543
营业费用	22851	24197	26365	29529
管理费用	19116	19175	20992	23511
财务费用	43	685	804	1048
资产减值损失	994	330	350	400
公允价值变动收益	-326	0	0	0
投资净收益	13452	15446	17763	20427
营业利润	41697	29360	33382	39900
营业外收入	685	800	800	800
营业外支出	355	80	100	100
利润总额	42028	30080	34082	40600
所得税	7039	5008	5709	6800
净利润	34990	25072	28374	33799
少数股东损益	14768	3761	4256	5107
归属母公司净利润	20222	21311	24117	28692
EBITDA	49388	38326	44292	52633
EPS (元)	1.83	1.93	2.19	2.60

主要财务比率				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	18.7%	5.4%	10.0%	12.0%
营业利润	25.0%	-29.6%	13.7%	19.5%
归属于母公司净利润	23.4%	5.4%	13.2%	19.0%
获利能力				
毛利率(%)	18.8%	15.0%	15.0%	15.4%
净利率(%)	4.7%	4.7%	4.8%	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	8.6	8.2	7.2	6.1
P/B	1.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	1.9	2.5	2.1	1.8

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。客户并不能仅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) 8244 9257