

2013年03月29日

韩伟琪

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 18.00

## 上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

2013年以稳为主, DSG召回事件预计为短期影响

### 结论与建议:

撇开上海通用不再并表的影响, 上汽集团2013年运营情况依旧稳步增长, 大众和通用持续贡献稳定的收益, 自主品牌和五菱微车增长表现也十分理想。13年公司整体战略呈现稳定的概念, 12年新产能释放后, 预计13年销量能站上500万辆。

### 公司基本资讯

产业别	交运设备		
A股价(2013/3/28)	15.23		
上证综指(2013/3/28)	2236.30		
股价12个月高/低	18.7/11.35		
总发行股数(百万)	11025.57		
A股数(百万)	9170.32		
A市值(亿元)	1679.19		
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)		
每股净值(元)	11.10		
股价/账面净值	1.37		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-9.6	-7.7	9.9

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-10-30	12.66	买入

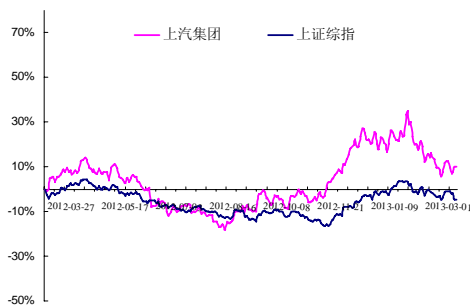
### 产品组合

整车业务	77.7%
零部件业务	16.9%
劳务及其他	2.6%

### 机构投资者占流通A股比例

基金	7.6%
一般法人	78.3%

### 股价相对大盘走势



■ 预计公司2013、14年EPS分别为2.238元和2.553元, YoY分别增长18.89%和14.07%。目前13年P/E为7倍, 主业稳定且股息率较高(为3.94%), 维持买入投资建议, 目标价为18元(2013年8x)。

■ **2012年业绩平稳, 分红优厚:** 上汽集团2012年实现营业收入4809.80亿元, YoY+10.62%; 投资收益确认154亿元, YoY+14.7%; 净利润207.52亿元, YoY+2.62%, EPS为1.882元。其中Q4净利润实现46.2亿元, QoQ-13.6%, 为年末费用支出较多。公司拟每10股派现金红利6元, 按28日收盘价计算, 股息率为3.94%。

■ **并表范围再变, 毛利率YoY下降:** 由于通用中国回购上海通用1%股权, 故自12年9月起上海通用不再合并报表, 与上海大众一样, 以上海通用销售公司的形式统计销售收入。受此影响, 上汽12年毛利率为16.59%, YoY下降2.4个百分点。而Q4投资收益确认环比下降则是因上海大众年末刻意控制销量导致的净利下滑所致。

■ **资产减值计提超出预期:** 全年集团计提资产减值损失23亿元, YoY+131%, 为期内存货跌价损失和坏账计提损失增加较多, 同时还有持有的通用股票(NYSE:GM)以及针对通用印度的委托贷款的计提。全年公司三项经营费用支出456.3亿元, YoY+8.6%, 主要为销售费用的增长, 同时上海通用后4月不再并表也减缓了费用支出增速。

■ **DSG预计为短期影响:** 关于此次DSG的大范围召回, 单台车召回成本在7000~9000元左右, 即总额不超过11.7亿元, 考虑大众和上汽股权为50:50, 以及所得税等因素, 我们预计此次召回对上汽集团2013年净利润影响不超过3.5亿元, 约合EPS0.03元。同时, 德国大众及变速箱厂家也会共同承担此次成本支出, 故实际的利润影响可能进一步被淡化。而我们认为国内汽车市场强者恒强的局面依旧, 上海大众也给予13年145万辆的销售目标, 略好于我们140万的预期。

■ **预计13年上汽稳字当头:** 集团13年新车以改型、改款车为主, 包括途观、朗逸、昊锐、新凯越、新君越、新君威、科鲁兹、荣威550、350、MG5等, 同时还有12年后期推出欣锐、迈锐宝等车型也会在13年放量, 我们预计集团13年销量将站上500万辆, YoY+11%。

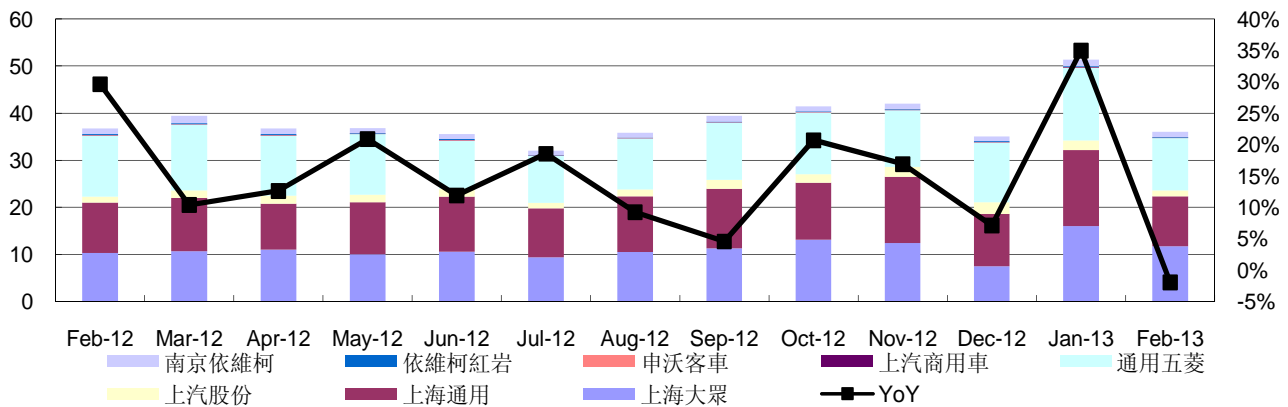
■ **盈利预期:** 预计公司2013、14年营收将分别达到5353.19亿元和5997.76亿元, YoY别增长11.30%和12.04%; 实现净利润分别为246.72亿元和281.44亿元, YoY分别增长18.89%和14.07%; EPS分别为2.238元和2.553元。目前13年P/E为7倍, 主业稳定且股息率较高, 维持买入投资建议, 目标价为18元(2013年8x)。

..... 续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	16390	20222	20752	24672	28144
同比增减	%	148.63%	23.38%	2.62%	18.89%	14.07%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.773	2.188	1.882	2.238	2.553
同比增减	%	76.23%	23.38%	-13.98%	18.89%	14.07%
A 股市盈率(P/E)	X	8.59	6.96	8.09	6.81	5.97
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.300	0.600	0.500	0.550
股息率(Yield)	%	1.31%	1.97%	3.94%	3.28%	3.61%

图表一：上海汽车月度销量及 YoY

(单位：万辆)



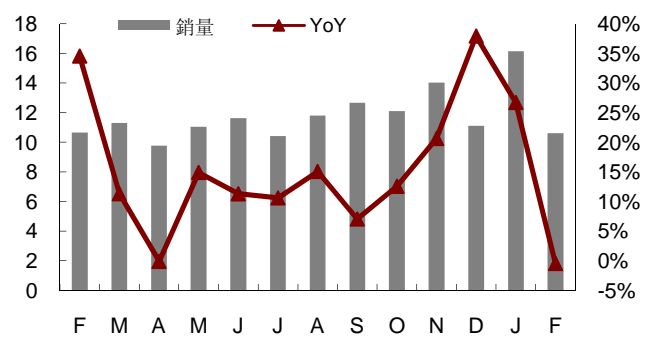
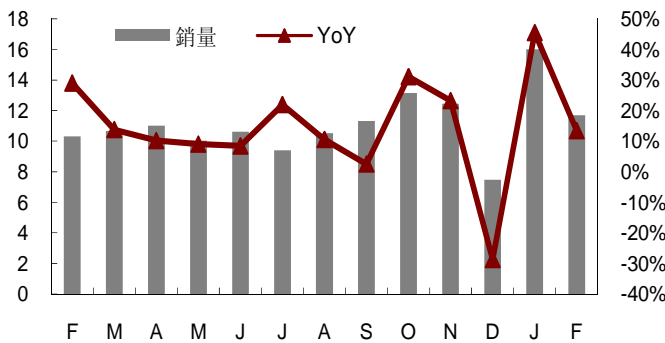
资料来源：公司公告，群益证券

图表二：上海大众月度销量及 YoY

(单位：万辆)

图表三：上海通用月度销量及 YoY

(单位：万辆)



资料来源：公司公告，群益证券

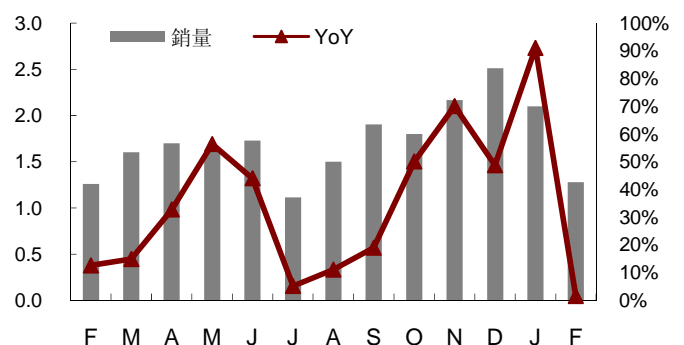
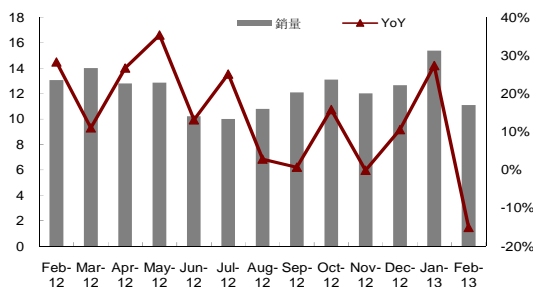
资料来源：公司公告，群益证券

图表四：上汽通用五菱月度销量及 YoY

(单位：万辆)

图表五：上汽自主品牌月度销量及 YoY

(单位：万辆)



资料来源：公司公告，群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	365724	434804	480980	535319	599776
经营成本	295434	352189	401188	444262	496711
营业税金及附加	8434	11054	7975	8940	10016
销售费用	21929	22851	27208	30290	33688
管理费用	15236	19116	18535	20610	23091
财务费用	456	43	-115	-54	120
资产减值损失	1956	994	2297	1650	1500
投资收益	10770	13452	15429	17271	19165
营业利润	33362	41697	39340	46911	53835
营业外收入	619	685	1097	1200	1300
营业外支出	818	355	280	300	330
利润总额	33164	42028	40156	47811	54805
所得税	4631	7039	6628	7889	9043
少数股东损益	12143	14768	12776	15250	17619
归属于母公司所有者的净利润	16390	20222	20752	24672	28144

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	70767	72159	60846	55314	52228
应收帐款	41334	52120	40371	42389	43237
存货	23870	29257	24951	26947	29103
流动资产合计	175947	191233	189155	192938	198726
长期投资净额	26355	31253	45483	47757	50145
固定资产合计	34403	36692	24792	25288	25794
在建工程	5613	8830	8034	7230	6507
无形资产	7216	8192	5527	5637	5750
资产总计	285045	318603	317203	323638	331155
流动负债合计	148932	162513	156352	148534	141107
长期负债合计	22599	23004	15845	16320	16810
负债合计	171532	185517	172197	167031	162020
少数股东权益	26598	30754	22669	24483	26441
股东权益合计	113513	133116	145006	156607	169135
负债和股东权益总计	285045	318633	317203	323638	331155

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	29353	20209	19592	21159	22429
投资活动产生的现金流量净额	-8477	-5002	-17023	-14470	-14759
筹资活动产生的现金流量净额	7669	-16126	-15277	-12222	-10755
现金及现金等价物净增加额	28546	-918	-12709	-5532	-3086

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。