



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

胡文洲, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004
(8621) 2032 8520
eric.hu@bocichina.com

王玉笙

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041
(8621) 2032 8523
yusheng.wang@bocichina.com

楼佳

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060001
(8621) 2032 8525
jia.lou@bocichina.com

上汽集团一季报点评

上汽集团(600104.CH/人民币 14.88, 买入)1季度实现营业总收入1,240亿元, 同比增长 17.2%, 与总销量增速 17.0%基本相符; 归属母公司净利润同比增长 10.5%至 62 亿元, 对应每股收益 0.56 元, 业绩略好于市场预期。

图表 1.上海汽车 2013 年 1 季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比 (%)	2012 年 4 季度	2013 年 1 季度	环比 (%)
营业总收入	123,967	145,244	17.2	127,798	145,244	13.7
营业成本	101,286	128,812	27.2	107,519	128,812	19.8
营业税金及附加	2,714	828	(69.5)	922	828	(10.2)
主营业务利润	19,967	15,604	(21.9)	19,357	15,604	(19.4)
销售费用	6,447	7,076	9.8	8,759	7,076	(19.2)
管理费用	5,550	4,446	(19.9)	3,987	4,446	11.5
财务费用	127	162	27.0	(618)	162	(126.1)
资产减值损失	78	75	(4.3)	1,876	75	(96.0)
公允价值变动净收益	7	0	(99.2)	5	0	98.9
营业利润	7,772	3,847	(50.5)	5,358	3,847	(28.2)
投资收益	3,677	7,014	90.8	3,605	7,014	94.6
汇兑净收益	4	1	(59.2)	2	1	(37.1)
营业外收入	105	257	144.1	351	257	(26.6)
营业外支出	20	27	35.6	254	27	(89.2)
利润总额	11,538	11,092	(3.9)	9,062	11,092	22.4
所得税	1,921	1,971	2.6	1,566	1,971	25.9
少数股东损益	4,009	2,922	(27.1)	2,875	2,922	1.7
净利润	5,608	6,198	10.5	4,621	6,198	34.1
每股收益(元)	0.51	0.56		0.42	0.56	
重要比率(%)						
毛利率	18.3	11.3	(7.0)	15.9	11.3	(4.6)
净利率	4.5	4.3	(0.3)	3.6	4.3	0.7
销售费率	5.2	4.9	(0.3)	6.9	4.9	(2.0)
管理费	4.5	3.1	(1.4)	3.1	3.1	(0.1)
财务费率	0.1	0.1	0.0	(0.5)	0.1	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究

销量

公司 1 季度实现总销量 133.6 万台, 同比增长 17.0%, 增速高于行业总体 13% 的增长水平。其中上海大众同比强劲增长 27.8%, 增长拉动主要来自新朗逸、新桑塔纳、途观、途安、帕萨特 NMS 等新老车型; 上海通用同比增长 15.6%, 与行业增速基本一致, 其中迈锐宝、新君威等销量表现较好。1 季度通用五菱稳健增长 7.5%。商用车方面, 1 季度在重卡整体市场负增长的情况下, 依维柯红岩逆势同比大幅增长 61.1%; 南维客轻型商用车销量同比增长 15.7%。

图表 2.上汽集团各分部销量列示

(台)	11年1季 度月均	11年2季 度月均	11年3季 度月均	11年4季 度月均	12年1季 度月均	12年2季 度月均	12年3季 度月均	12年4季 度月均	13年1季 度月均	13年1季 度同比 (%)	13年1季 度环比 (%)
上海大众	95,594	96,690	94,247	102,078	106,629	105,601	104,174	110,265	136,310	27.8	23.6
上海通用	104,550	99,474	105,091	101,398	115,707	108,136	116,334	124,042	133,803	15.6	7.9
荣威 MG	15,091	11,707	13,322	13,881	13,212	16,800	15,062	21,599	17,140	29.7	(20.6)
通用五菱	120,455	95,472	101,783	115,996	130,584	119,679	109,798	126,002	140,399	7.5	11.4
申沃客车	121	347	288	295	201	306	266	310	264	31.3	(14.8)
依维柯红岩	4,082	3,487	1,300	1,631	1,452	1,569	1,089	1,559	2,339	61.1	50.0
南京依维柯	11,951	8,988	8,978	8,026	12,348	11,061	10,128	10,468	14,283	15.7	36.4
上汽商用车	-	-	-	-	366	548	729	713	796	117.4	11.6
合计	351,843	316,165	325,008	343,306	380,498	363,701	357,580	394,958	445,334	17.0	12.8

资料来源：公司数据，中银国际研究

毛利率

由于自去年9月起上海通用不再纳入合并范围，而转入投资收益核算，故导致今年1季度利润表内部主要科目统计口径同比发生重大变化，除去营业收入、归属母公司净利润外，其余项目及指标如期间费用（率）、投资收益、毛利率等都与去年同期不可比。

1季度公司综合毛利率仅为11.3%，与去年同期18.3%相差较大，主要是由于毛利率较高的上海通用不再并表的原因。我们认为如今合并范围内的企业包括上汽自主品牌以及服务贸易板块的诸多公司毛利率都相对偏低。

投资收益

1季度实现投资收益总额70亿元，同比大幅增长90.8%，其中对合联营企业的收益达66亿元，主要由通用和大众两家合资公司贡献。我们估计1季度上海大众盈利增长在20%以上，上海通用由于产品结构的改善和促销费用的降低，利润率亦有恢复，盈利同比也实现较好增长。

盈利预测及估值

整体而言，我们认为2013年上汽集团的经营环境和状况有望好于2012年。我们预计今年公司能够实现490万台的销售目标，同比增长9%左右；其中预计上海通用销量153万台，同比增长约10%，上海大众销量145万台，同比增长13%左右。此外，我们认为今年两大合资公司新工厂投产带来的折旧压力较去年减轻。2012年，通用东岳三期（24万）和大众仪征（30万）的新增产能分别是在2、3季度释放。而目前来看，大众宁波新工厂和通用北盛三期分别要到今年11月份和明年上半年才能投产。折旧压力的减轻有助于公司保持利润率的相对平稳。

我们预计公司2013-14年每股收益分别为2.05元和2.20元。当前公司股价对应2013年市盈率7.3倍，估值处于低位。我们维持**买入**评级。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371