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）

上海通用 4 月销量大幅增长

事项

公司公告 4 月产销情况：上汽集团 4 月销量同比增 15.9%为 42.6 万辆，1-4 月累计同比增 16.8%为 176 万辆。上海大众、上海通用 4 月销量同比增幅分别为 14.2%、32.1%；上海大众、上海通用 1-4 月累计销量同比增幅为 24.3%、19.3%。

平安观点：

■ 乘用车行业龙头估值偏低，增长稳健

乘联会近期预测 4 月乘用车企批发销量环比 3 月下降 5%(其中的 A00 级环比负增长较大，B 级和 C 级环比 3 月增长)，并认为 4 月批发销量将同比增长 15%；从乘联会统计的 4 月零售数据看，初步估计 4 月乘用车零售销量同比增 20%，显示终端消费强劲。

此外，近期中国汽车流通协会公布的汽车经销商库存系数看，3 月汽车经销商库存环比下降，其中进口车、自主车库存系数较高，分别为 2.39、2.31，而合资品牌库存系数为 1.4,处于合理区域。

乘用车龙头股估值偏低，具备配置价值：我们仍看好非日系合资品牌 2013 年的量、价表现。从 1Q13 汽车业总体收入、利润情况看，汽车业盈利在逐步好转,1Q13 汽车全行业收入/利润增幅为 12.4%/9.9%，比 1Q12 增幅高出 4.9/5.7 个百分点，我们认为盈利向上趋势将在二、三季度持续。

■ 估计上海大众 4 月零售量增幅偏低，新车有序推出

据公司产销公告，4 月上海大众销量同比增幅为 14.2%，我们判断增幅接近当月乘用车行业总体销量增幅。

但据乘联会数据，上海大众 4 月零售销量增幅约 5%为 11.6 万辆，其中 B 级轿车帕萨特、昊锐零售销量相当于去年同期的 87%、77%；SUV 车型途观零售销量同比增 9%为 15310 辆；A 级轿车朗逸零售销量同比增 47%为 29357 台。零售量增幅不高的原因可能是受 DSG 召回事件的短期影响。

年初上市的全新桑塔纳销量逐月爬坡,3 月销量已突破 1.3 万台;4 月 18 日斯柯达 RAPID 上市，6-7 月估计朗逸两厢版朗行上市，朗行主要的配置将与朗逸相同，价格比朗逸略低，动力方面，该车将匹配 1.6L 和 1.4T 发动机。

由于新车陆续推出，上海大众下半年销量同比增幅将高于上半年。

■ 上海通用 4 月销量大幅增长

4 月上海通用销量同比增 32.1%，其中别克/雪弗兰/凯迪拉克 4 月销量同比增幅分别为 23.9%/39.5%/99%。

年初以来别克改款车型较多，3 月份刚上市的 2013 款别克 GL84 月共售出 6244 辆，继续巩固其在大型 MPV 高端市场的领导地位。

别克高档旗舰轿车全新君越 3.0L 已于 4 月底陆续到店交付消费者；别克“双英”4 月售出 18,413 辆，同比增幅为 53.7%。昂科拉 4 月销量为 2696 辆；

雪佛兰品牌中高档车比例升至 20%:雪佛兰中高档旗舰迈锐宝进入 2013 年以来，销量持续走强，4 月批发销售达到 8786 辆，创上市以来单月销售新高；值得一提的是迈锐宝 4 月零售销量破万。

豪华品牌凯迪拉克 4 月份销售 4077 辆，同比增长 99.1%。在凯迪拉克 XTS 和全新 SRX 的带动下，4 月份凯迪拉克销量再创历史新高，其中，全新 SRX 当月销售 2195 辆，同比增长 41.2%，进一步巩固了其在中级豪华 SUV 市场的领先地位。凯迪拉克全新豪华轿车 XTS4 月销量 1802 辆。

■ 盈利预测与投资建议

在公司 2012 年年报中公司表示力争 2013 年实现整车销售 490 万辆(即同比增 9.1%),预计营业收入 4900 亿元（即同比增 1.9%），营业成本 4270 亿元。我们认为目标较谨慎，全年超额完成目标可能性大。

2012 年底新桑塔纳上市，销量逐月走高；此外在斯柯达紧凑型 SUV 车型 Yeti、斯柯达紧凑型轿车 Rapid、两厢版新朗逸等新车带动下，2013 年上海大众 A 级新车将贡献较多增量，上海大众 2013 年仍是量、利齐升的一年。2014 年起上海大众还有中高档 SUV 及 C 级轿车投产，未来趋势向上。

2012 年上海通用利润率下降，2013 年上海通用别克新 SUV 昂科拉、君威君越及凯越的改款车将改善公司总体利润率；雪弗兰品牌高端比例上升，预计 2013 年公司盈利能力高于 2012 年。2014 年双君换代值得期待。

我们认为上汽集团 2013 年净利润增幅高于 2012 年，总体处于景气度上升通道。维持公司业绩预测为 2013 年、2014 年 EPS2.14 元/2.35 元，目前估值偏低，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

1）全球车企竞相在华扩产，未来公司面临的市场竞争更为激烈；

2）自主品牌乘用车经营压力较大。

图表 1　上汽集团 2013 年 4 月销量简况　　**单位：辆**

2013 年	4 月销量	当月同比	1–4 月销量	累计同比
上海集团(合计)	426026	15.9%	1762027	16.8%
上海大众	125868	14.2%	534798	24.3%
上海通用	129024	32.1%	530432	19.3%
上海乘用车	15430	-9.2%	66851	18.0%
上汽通用五菱	135698	5.9%	556896	7.1%
上海申沃	266	29.8%	1058	30.9%
上汽依维柯红岩	3011	79.5%	10028	66.2%
南京依维柯	15846	29.7%	58694	19.1%
上汽商用车公司	883	118.0%	3270	117.6%

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	189155	254974	304968
现金	72159	60846	113251	152617
应收账款	11970	15428	16097	18167
其他应收款	1313	3903	3358	4065
预付账款	12748	19978	21054	24149
存货	29257	24951	32141	34483
其他流动资产	63787	64049	69072	71487
非流动资产	127400	128048	112866	103739
长期投资	31253	45483	40685	42278
固定资产	36692	24792	22230	15534
无形资产	8192	5527	3249	522
其他非流动资产	51263	52246	46702	45405
资产总计	318633	317203	367840	408708
流动负债	162513	156352	171298	178988
短期借款	5859	5799	5819	5812
应付账款	73210	47810	69176	71695
其他流动负债	83443	102743	96304	101481
非流动负债	23004	15845	16889	15198
长期借款	1863	947	-90	-1087
其他非流动负债	21141	14898	16979	16285
负债合计	185517	172197	188187	194186
少数股东权益	30754	22669	33753	45971
股本	11026	11026	11026	11026
资本公积	42172	44866	44866	44866
留存收益	49025	66283	89838	112492
归属母公司股东权益	102362	122337	145899	168551
负债和股东权益	318633	317203	367840	408708

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	19591	12918	11822
净利润	34990	33528	34639	38179
折旧摊销	7648	6613	6174	6432
财务费用	43	-115	577	640
投资损失	-13452	-15429	-28050	-30855
营运资金变动	-12331	-464	-898	-2308
其他经营现金流	3312	-4542	476	-266
投资活动现金流	-5002	-17023	39600	32990
资本支出	16165	16009	-865	-3747
长期投资	1069	-5111	-7125	2375
其他投资现金流	12233	-6126	31611	31618
筹资活动现金流	-16126	-15277	-114	-5445
短期借款	-1891	-60	20	-7
长期借款	-1277	-917	-1037	-997
普通股增加	1783	0	0	0
资本公积增加	-4642	2694	0	0
其他筹资现金流	-10098	-16994	903	-4441
现金净增加额	-1032	-12729	52404	39367

利润表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	433095	478433	524268	581937
营业成本	351870	400564	464501	515538
营业税金及附加	11054	7975	2988	3317
营业费用	22851	27208	25689	28340
管理费用	19116	18535	16147	17982
财务费用	43	-115	577	640
资产减值损失	994	2297	950	900
公允价值变动收益	-326	7	0	0
投资净收益	13452	15429	28050	30855
营业利润	41697	39340	41465	46075
营业外收入	685	1097	1030	700
营业外支出	355	280	330	300
利润总额	42028	40156	42165	46475
所得税	7039	6628	7526	8296
净利润	34990	33528	34639	38179
少数股东损益	14768	12776	11084	12217
归属母公司净利润	20222	20752	23554	25962
EBITDA	49388	45837	48216	53146
EPS（元）	1.83	1.88	2.14	2.35

主要财务比率

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	18.7%	10.5%	9.6%	11.0%
营业利润	25.0%	-5.7%	5.4%	11.1%
归属于母公司净利润	23.4%	2.6%	13.5%	10.2%
获利能力				
毛利率	18.8%	16.3%	11.4%	11.4%
净利率	4.5%	4.	4.	4.
ROE	19.8%	17.0%	16.1%	15.4%
ROIC	31.6%	25.4%	22.8%	22.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.2%	54.3%	51.2%	47.5%
净负债比率(%)	7.2%	11.0%	8.4%	7.9%
流动比率	1.18	1.21	1.49	1.70
速动比率	0.99	1.04	1.29	1.50
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	37.5	33.9	32.3	33.0
应付账款周转率	5.1	6.6	7.9	7.3
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.88	2.14	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	1.78	1.17	1.07
每股净资产(最新摊薄)	9.28	11.10	13.23	15.29
估值比率				
P/E	8.5	8.3	7.3	6.6
P/B	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	1.6	1.8	1.7	1.5

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±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±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：

此报告旨为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 PING AN | 专业25年 专业 让生活更简单

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