



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 — 经营稳健, 价值首选

最新情况

- **上汽集团(600104.CH/人民币 15.91, 买入)**4月总销量 42.6万台, 同比增长16%, 环比下降7.9%。同比来看, 除自主品牌下滑9.2%之外, 其余分部均实现较好增长, 其中大众和通用两大合资品牌分别增长14.2%和32.1%, 五菱小幅增长5.9%。今年截至4月, 公司累计总销量同比增长16.8%, 其中上海大众和上海通用累计增速分别达24.3%和19.3%, 继续超越行业整体水平。
- 目前公司旗下主要乘用车企业(大众、通用、自主品牌)平均库存水平在1.2-1.5个月, 处于正常偏低水平。
- 公司1季度营业总收入同比增长17.2%, 归属母公司净利润同比增长10.5%。我们预计今年公司总收入有望同比增长15%以上, 但考虑到产品结构、自主品牌亏损等因素, 预计盈利增速或将低于收入增幅。
- 公司年初预计今年全国汽车总销量2,080万台, 同比增长7.2%, 其中乘用车1,500万台, 增长8.8%; 商用车580万台, 小幅增长3.2%。从1季度情况看, 乘用车市场表现好于公司预期。另外, 1季度增速偏高有去年基数较低的影响, 预计2季度增速应该会呈现合理的回落。
- **上海通用:** 去年通用呈现“量增利减”, 主要由于产品结构下滑和促销力度较大等缘故。今年上海通用计划销售155万台, 同比增长11%左右; 预计盈利有望实现正增长。
- **上海大众:** 2012年在途观、帕萨特等高盈利车型的推动下, 整个大众系盈利突破200亿, 同比增速超过25%。今年1-4月大众延续较为强劲增长; 车型结构略有下滑, 主要由于今年推出新品大多集中在A级车领域。目前看DSG曝光事件对销量的影响非常有限。今年大众计划销售145万台, 同比增长13%左右。
- **自主品牌:** 从制造销售层面看(剔除研发), 去年自主品牌亏损约3亿元; 但算上研发, 共亏损约15亿元。今年自主品牌销量目标为22万台, 同比增长10%左右; 制造层面希望能够扭亏为盈, 但若考虑研发费用, 亏损额可能会扩大。估计今年研发投入可能会在20-30亿元, 高于2011年和2012年的15-20亿元。

- **产能及扩建:** 按设计产能 (2班, 250天) 计算, 目前上海大众、上海通用总产能分别为 105万台和 102万台, 产能利用率均达到 120%以上; 这一产能偏紧的状况估计要延续到今年底至明年初。大众宁波工厂 (24万) 计划今年 11月份投产, 通用北盛 3期 (24万) 预计明年 1季度建成投产。此外, 大众新疆工厂 (5万) 和通用武汉工厂 (30万) 计划 2015年相继投产。
- **新车投放:** 2013年, 上海大众推出的全新车型包括斯柯达昕锐 (A级车)、Yeti (SUV) 和大众朗行 (朗逸两厢版)。通用方面, 今年除凯迪拉克 XTS 全新车型外, 新品以改款车为主, 包括别克凯越、“双君”的中期改款。

维持买入评级

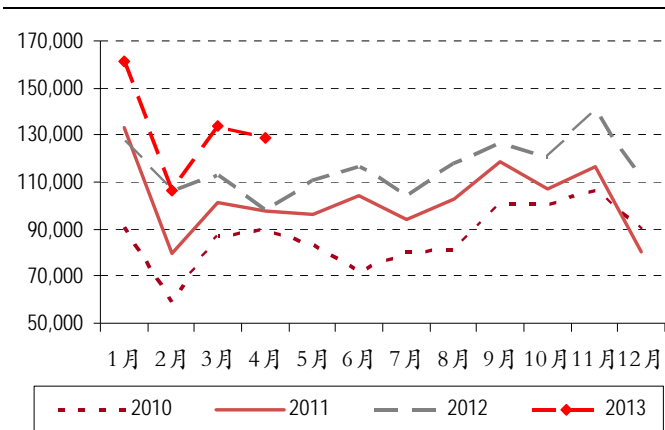
- 整体而言, 我们认为今年上汽集团的经营环境和状况有望好于去年。一方面行业需求回暖, 价格竞争压力较去年有所缓解; 另一方面, 公司自身产能释放带来的折旧压力今年显著减轻。我们维持公司 2013-14年每股收益预测 2.05元和 2.20元, 当前股价对应 2013年预计市盈率不到 8倍, 维持**买入**评级。

图表 1.上海汽车 2013年 4月销量

(台)	2013年 4月	同比(%)	环比(%)	累计销量	累计同比(%)
上海大众	125,868	14.2	(4.5)	534,798	24.3
上海通用	129,024	32.1	(3.6)	530,432	19.3
荣威 MG	15,430	(9.2)	(12.4)	66,851	18.0
通用五菱	135,698	5.9	(13.1)	556,896	7.1
申沃客车	266	29.8	(33.2)	1,058	30.9
依维柯红岩	3,011	79.5	(16.5)	10,028	66.2
南京依维柯	15,846	29.7	(12.5)	58,694	19.1
上汽商用车	883	118.0	8.3	3,270	117.6
合计	426,026	15.9	(7.9)	1,762,027	16.8

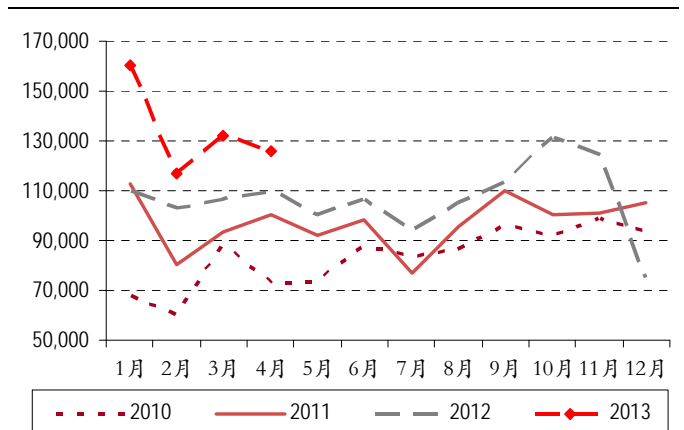
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2.上海通用销量走势



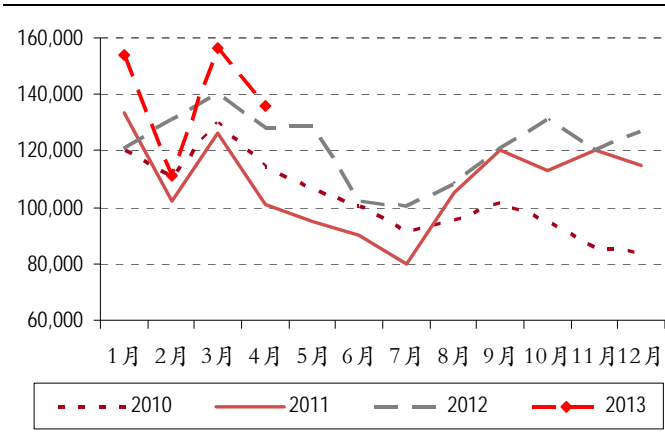
资料来源: 《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 3.上海大众销量走势



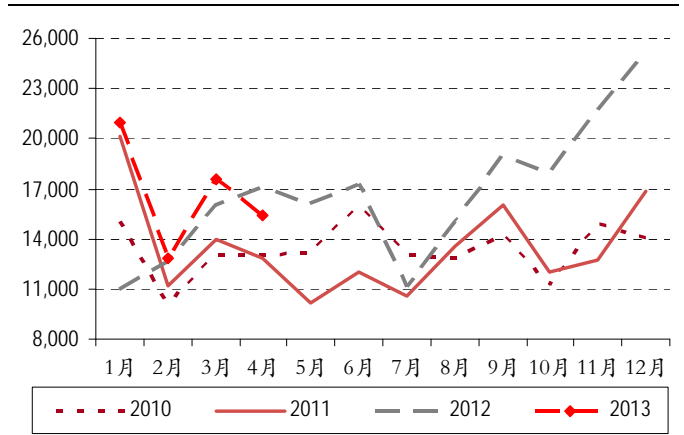
资料来源: 《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 4.上海通用五菱销量走势



资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

图表 5.自主品牌荣威 MG 销量走势



资料来源:《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

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