

## 公司事项点评

2013 年 6 月 7 日

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)

### 5 月大众、通用中高档车销量表现较佳

#### 事项

公司公告 5 月产销情况：上汽集团 5 月销量同比增 10% 为 40.5 万辆，1-5 月累计同比增 15.4% 为 216.7 万辆。上海大众、上海通用 5 月销量同比增幅分别为 16.1%、11.1%；上海大众、上海通用 1-5 月累计销量同比增幅为 22.8%、17.6%。

#### 平安观点：

##### ■ 我们看好德美系乘用车二、三季度表现

据乘联会统计，狭义乘用车零售增幅持续强于批发：4 月狭义乘用车零售同比增 20% 高于批发销量同比增幅。乘联会估计 5 月狭义乘用车零售量同比增 16%，可能继续高于当月批发销量 2 个百分点。

据乘联会数据，5 月狭义乘用车中德系销量相当于 12 年 5 月的 114%，韩系销量相当于 12 年 5 月的 112%，表现优于其他国别车系。

合资品牌库存合理，进口及自主车库存偏高：按照流通协会最新公布的库存系数，4 月底合资品牌库存系数 1.45，处合理范围，但进口车及自主品牌库存依然较高，且从变化趋势看，自主品牌库存系数比 3 月更高。车辆进口自 12 年 9 月起开始下滑，至今进口汽车行业仍处于调整期，部分车型库存较高。

我们坚持看好二三季度合资品牌，尤其是美系、德系、韩系车的表现：认为其价格体系稳定、库存合理、部分新车型仍在陆续推出或爬坡。

##### ■ 上海大众 5 月零售量增幅高于批发

据乘联会统计 5 月上海大众销车 118953 辆，相当于去年同期的 119%，绝对销量与增幅高于公司批发销量及增幅。其中 B 级轿车帕萨特销 2.2 万辆，为去年同期的 189% (去年同期基数较低)；昊锐销售 3960 辆，为去年同期的 127%；SUV 车型途观售 1.3 万台，低于去年同期量；A 级轿车朗逸售 2.9 万台，为去年同期的 149%。

新车陆续推出，乐观预期后续月度销量同比增幅；随着新桑上量，4 月 18 日斯柯达 RAPID 上市，年中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），上海大众随后的月度增同比增幅将维持在较高位。

##### ■ 上海通用 5 月别克、凯迪拉克品牌表现较好

5 月上海通用销量同比增 11.1%，当月别克/凯迪拉克销量同比增幅分别为 22.7%/74.3%。

别克双君 5 月销量同比增 14.4% 为 1.2 万台；别克“双英”5 月销量同比增 37% 为 1.6 万台；MPV 车型别克 GL8 销量同比增 20.4% 达 5912 辆，表现持续优于 MPV 行业增幅（据乘联会数据 5 月 MPV 行业同比持平）；别克紧凑型 SUV 昂科拉 5 月销量环比增 21.3% 为 3271 辆。

雪佛兰品牌中高档车比例稳定在 20%:雪佛兰中高档旗舰迈锐宝进入 2013 年以来,销量持续走强,5 月售 7983 台,雪佛兰紧凑型 7 座 SUV 科帕奇 5 月售 3213 台。进入 2013 年以来,雪佛兰品牌旗下中高档车型销量表现稳健,雪佛兰品牌的销量结构进一步优化。

豪华品牌凯迪拉克 5 月份售 3843 辆,同比增长 74.3%。在凯迪拉克 XTS 和全新 SRX 的带动下 1-5 月凯迪拉克品牌累计销量超过 1.5 万辆,同比增长 27.3%。

### ■ 上汽乘用车 5 月同比增 13%、通用五菱销量微增长

5 月上汽乘用车销量同比增 13%为 18204,据乘联会数据 5 月荣威 350 同比增长 45%为 8362 台;5 月上汽通用五菱销量同比增 2.3%,据乘联会数据当月通用五菱合资自主轿车品牌宝骏 630 销量同比增 10%。

### ■ 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。2015 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;雪佛兰品牌高端比例上升,预计 2013 年公司盈利能力高于 2012 年。2015 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

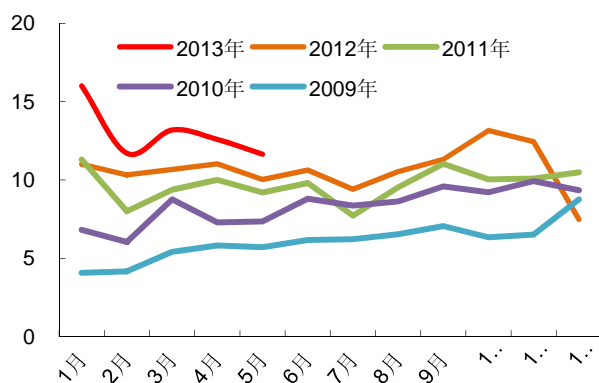
- 1) 全球车企竞相在华扩产,未来公司面临的市场竞争更为激烈;
- 2) 自主品牌乘用车经营压力较大。

图表 1 上汽集团 2013 年 5 月销量简况

	5 月	5 月同比	5 月环比	12 年 5 月环比	1-5 月	1-5 月同比
总计	404655	10.0%	-5.0%	0.1%	2166682	15.4%
上海大众	116446	16.1%	-7.5%	-9.1%	651244	22.8%
上海通用	122806	11.1%	-4.8%	13.2%	653238	17.6%
上海乘用车	18204	13.1%	18.0%	-5.3%	85055	16.9%
通用五菱	131586	2.3%	-3.0%	0.4%	688482	6.1%
上海申沃	461	101.3%	73.3%	11.7%	1519	46.5%
上汽依维柯红岩	2302	61.5%	-23.5%	-15.0%	12330	65.3%
南京依维柯	12009	17.6%	-24.2%	-16.4%	70703	18.9%
上汽商用车	841	44.5%	-4.8%	43.7%	4111	97.2%

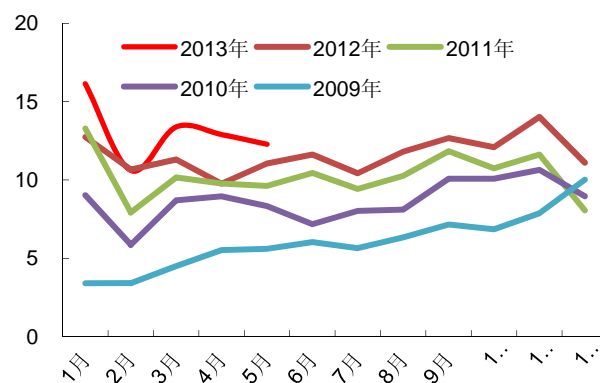
资料来源:公司公告

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

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
<b>流动资产</b>	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	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	318633	317203	367840	408708	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	23004	15845	16889	15198	
长期借款	1863	947	-90	-1087	
其他非流动负债	21141	14898	16979	16285	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东权益</b>	318633	317203	367840	408708	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
<b>经营活动现金流</b>	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	
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	-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	
<b>现金净增加额</b>	-1032	-12729	52404	39367	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
<b>营业收入</b>	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	
<b>营业利润</b>	41697	39340	41465	46075	
营业外收入	685	1097	1030	700	
营业外支出	355	280	330	300	
<b>利润总额</b>	42028	40156	42165	46475	
所得税	7039	6628	7526	8296	
<b>净利润</b>	34990	33528	34639	38179	
少数股东损益	14768	12776	11084	12217	
<b>归属母公司净利润</b>	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	
<b>成长能力</b>					
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%	
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.8%	16.3%	11.4%	11.4%	
净利率	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%	
ROE	19.8%	17.0%	16.1%	15.4%	
ROIC	31.6%	25.4%	22.8%	22.1%	
<b>偿债能力</b>					
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	
<b>营运能力</b>					
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	
<b>每股指标(元)</b>					
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	
<b>估值比率</b>					
P/E	8.3	8.1	7.1	6.5	
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0	
EV/EBITDA	1.6	1.7	1.6	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  $\pm 10\%$ 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。



## 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