

事项点评

2013 年 7 月 4 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）

上海大众 6 月销量增幅高达 25%

事项

公司公告 6 月产销情况：上汽集团 6 月销量同比增 14.4% 为 40.7 万辆，上半年销量同比增 15.3% 为 257.4 万辆。上海大众、上海通用 6 月销量同比增幅分别为 25.2%、9.5%；上海大众、上海通用上半年销量同比增幅分别为 23.2%、16.2%。

平安观点：

■ 继续看好德美韩系乘用车年内表现

1-5 月汽车行业累计收入/利润总额增幅 15%/20%，增幅明显好于 1Q13；此外数月来乘用车零售增幅高于批发增幅，合资乘用车库存偏低，都显示乘用车行业基本面向好，尤其是合资品牌乘用车：日系在逐渐复苏，非日系则保持较高的增幅。

我们认为乘用车行业景气度总体依然在上行通道，并尤其看好德系、美系、韩系乘用车的量、利表现。

目前上汽集团估值在历史低位（PB 约 1 倍），股价继续下行空间有限，目前价位具备较大投资价值。

■ 上海大众：上半年完成全年销量目标的 52%，6 月新途观及朗行上市

上海大众 2013 年销量目标 150 万辆，上半年完成销量 78.4 万辆，尤其是 6 月销量高达 13 万辆，同比增幅为 25%，预计大幅好于乘用车行业 6 月销量增幅。

6 月 7 日新途观上市：自 2010 年上市以来，途观累计销量突破 45 万辆。此次全新途观及途观蓝驱版在深圳上市（售价为 19.98—31.58 万元），新途观分别搭载 1.8TSI 和 2.0TSI 发动机，配以六速手自一体变速箱及六速手动变速箱。包括 7 种车型颜色。途观蓝驱版则是在 1.4TSI 发动机的基础上，配备了启停节能系统，有效减少能耗。全新途观在外观型感、内饰触感、操控动感、舒适乐感、配置智感、安全感六大方面进行了提升和突破。途观上市 3 年来始终供不应求，始终存在产能吃紧现象，估计依靠内部调整途观的产能有望提升约 10%，我们估计 2013 年途观销量新增 2 万台达到 20 万台。

6 月底上海大众朗逸两厢版朗行上市：5 年前朗逸问世，至今朗逸累计销量已过 110 万辆，月均销量高达 3 万台以上，在朗逸品牌如此强劲销量的支持下，两厢版朗行的月销量值得期待。此次朗行共推出 9 款车型，售价为 11.59 万至 16.39 万元，延续了朗逸的动力配置，我们估计朗行月销量应在万台以上。

随着年初上市的全新桑塔纳销量逐月爬坡，及 4 月斯柯达昕锐的逐步上量，以及 6 月新途观、朗行的上市，上海大众下半年的销量表现值得乐观期待。

■ **上海通用：上半年“双君一宝”销量同比增幅 48%，中高档车型表现较好**

6 月份上海通用销量达 12.7 万辆。上半年上海通用销量达 78 万辆，同比增长 16.2%。上半年别克/雪佛兰/凯迪拉克销量同比增幅分别为 16.9%/14.6%/34.5%。上半年由别克君威、君越和雪佛兰迈锐宝组成的“双君一宝”销量达 13.6 万辆，同比增长 48.2%。

别克：“双君”6 月销量同比增幅超过 20%。随着全系车型陆续到店，全新君越在中高级车主流细分市场将继续发力进一步巩固别克“双君”在细分市场高端的领先地位。全新凯越 6 月销售 22483 辆，1-6 月累计售出近 15 万辆；紧凑型 SUV 昂科拉上半年销量达 2.56 万辆。

雪佛兰：中高档轿车迈锐宝 6 月销量 8207 辆，SUV 科帕奇 6 月销售达到 3158 辆，其中 7 座车型占比超过 80%，迈锐宝+科帕奇这两款雪佛兰中高档车型在雪佛兰总体销量中占比接近 20%。

凯迪拉克：中高级豪华轿车凯迪拉克 XTS6 月销量 1665 辆，自 2 月底上市以来累计销售近 7100 辆。凯迪拉克全新一代 SRX6 月销量 2359 辆，同比增长 19.3%，创 2012 年以来单月最佳销量表现。上半年凯迪拉克 SRX 累计销量达 11,827 辆，继续保持中级豪华 SUV 细分市场的领先地位。

■ **盈利预测与投资建议**

公司利润来源为上海大众、上海通用。对上海大众，我们乐观预期其下半年销量增幅，认为随着新桑塔纳销量逐月走高；及在斯柯达紧凑型 SUV 车型 Yeti、斯柯达紧凑型轿车 Rapid、朗逸两厢版朗行等新车带动下，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，未来趋势向上确定。我们认为上海通用在去年四季度新 SUV 昂科拉及今年君威君越及凯越改款车的推动下，总体盈利能力高于 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 6 月销量简况 单位：辆

	6 月	单月同比增幅	1-6 月销量	累计同比增幅
上汽集团总计	406855	14.4%	2573537	15.3%
上海大众	133045	25.2%	784289	23.2%
上海通用	127258	9.5%	780496	16.2%
上汽乘用车	20131	16.4%	105186	16.8%
上汽通用五菱	111683	9.3%	800165	6.6%
上海商用车	965	46.9%	5076	85.1%
上海申沃客车	452	-6.8%	1971	29.5%
上汽依维柯红岩	2306	43.6%	14636	61.5%
南京依维柯	11015	2.5%	81718	16.4%

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	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%	
ROE	19.8%	17.0%	16.1%	15.4%	
ROIC	31.6%	25.4%	22.8%	22.1%	
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	7.04	6.86	6.04	5.48	
P/B	1.39	1.16	0.98	0.84	
EV/EBITDA	1.04	1.12	1.07	0.97	

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