

## 上汽集团 (600104)

## 市占率提升, 业绩增长略逊

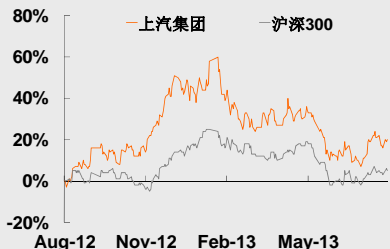
## 推荐 (下调)

现价: 13.27 元

## 主要数据

行业	平安汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)总公司/74.3%
实际控制人/持股	上海市国有资产监督管理委员会/77.33%
总股本(百万股)	11,026
流通 A 股(百万股)	9,170
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1463.09
流通 A 股市值(亿元)	1216.90
每股净资产(元)	11.44
资产负债率(%)	54.1

## 行情走势图



## 相关研究报告

事项点评《上海通用销量结构上移》(8.7)

## 证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006  
电话 021-38638428  
邮箱 wangdean002@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004  
电话 021-38636729  
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

## 事项:

公司披露中报, 1H13 实现收入同比增 19.3% 为 2809 亿, 实现净利润同比增长 6.3% 为 114.7 亿, 每股收益 1.04 元, 每股净资产 11.4 元。

## 平安观点:

公司 2013 年上半年业绩低于我们此前预期。我们判断原因为主要合资企业缺乏重量级新品上市, 导致盈利能力有所下滑所致。

公司自 2012 年 9 月 1 日起不再合并上海通用的会计报表, 但上海通用之收入通过上汽通用汽车销售有限公司的形式纳入并表范围。即: 自 2012 年 9 月 1 起上海通用、上海大众收入均通过销售公司的形式体现在合并报表收入中, 权益净利润则均体现于上汽合并报表之投资收益中。

## ■ 销量及收入任务完成过半, 上汽集团全国市占率升至 23.2%

1H13 上汽集团整车销售完成年度目标的 52.5%; 营业总收入 2,809 亿元, 完成年度目标的 57.3%。

1H13 上汽集团销量同比增 15.3% 为 257.4 万辆, 增速高出全国平均水平 4.3 个百分点, 国内市场占有率比去年底提高 0.6 个百分点, 达到 23.2%。

上半年上海大众销量同比增长 23.2% 为 78.4 万辆, 完成全年销量目标的 52%; 上海通用上半年销量同比增长 16.2% 为 78 万辆, 其中别克/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%, 显示上海通用中高档轿车销量表现较好。

## ■ 上海通用单车均价下滑幅度较大

公司公告有披露主要联合营企业收入, 1H13 上海大众收入同比增 18.4% 为 1048 亿, 收入增幅低于销量增幅 4.8 个百分点, 主要是上半年大众新车型主要是经济型产品, 导致销量增量多由经济型产品贡献所致。1H13 上海大众收入相当于 2012 年其全年收入额的 61%。

1H13 上海通用收入为 713.5 亿元, 相当于 2012 年全年的 49%。

我们根据公司披露的上海通用、上海大众的销量及收入数据测算 1H13 上海大众/上海通用单车均价为 13.4 万元/9.1 万元, 2012 年上海大众/上海通用 2012 年单车均价分别为 13.4/10.4 万元, 显示上海大众均价较为稳定, 而通用单价下降幅度较大, 1H13 单车均价比 2012 全年低 1.3 万元。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	364,983	433,095	478,433	553,127	619,502
YoY(%)	162.8	18.7	10.5	15.6	12.0
净利润(百万元)	16,390	20,222	20,752	23,431	25,908
YoY(%)	148.6	23.4	2.6	12.9	10.6
毛利率(%)	19.1	18.8	16.3	11.3	11.4
净利率(%)	4.5	4.7	4.3	4.2	4.2
ROE(%)	18.9	19.8	17.0	16.8	16.0
EPS(摊薄/元)	1.49	1.83	1.88	2.13	2.35
P/E(倍)	8.9	7.2	7.1	6.2	5.6
P/B(倍)	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9

## ■ 母公司上半年亏损额扩大, 显示自主乘用车业务继续低迷

上半年上汽集团扣非净利润同比增长 1%, 母公司净利润扣除其投资收益后亏损额为 12.5 亿元, 较去年同期亏损扩大 5.8 亿元。

## ■ 2Q13 销售费用率上升较多

2Q13 公司收入环比下降 6.6% (同期销量环比下降 7.4%), 毛利率环比略降; 2Q13 投资收益环比下降 5.8% (同期上海大众+上海通用销量环比下降 6.9%); 2Q13 销售费用率上升较多达到 5.6%。

## ■ 盈利预测与投资建议

我们略下调了上汽集团 2013 年业绩为每股 2.13 元 (原预测值为 2.14), 维持 2014 年业绩预测为每股收益 2.35 元。考虑到公司上半年经营情况低于预期, 未来重量级新车推出还有待时日, 我们下调公司评级为“推荐”。

## ■ 风险提示

1) 上海通用盈利能力继续下降; 2) 自主乘用车业务持续低迷。

图表 1 上汽集团主要联合营企业上半年收入情况 单位: 亿元

公司名称	2012 年	1H13	1H13 与 2012 年收入额之比
上海大众	1716	1047	61.1%
上海通用	1451	713	49.2%
联合汽车电子	91	54	59.3%
南京依维柯汽车	91	49	54.3%
上汽依维柯商用车投资	52	42	81.3%
上海大众动力总成	66	42	63.7%
上汽通用金融	30	26	85.3%
泛亚汽车技术中心	22	11	52.6%
大众汽车变速器(上海)	14	8	55.4%
上海申沃客车	15	6	38.2%

资料来源: 公司公告

图表 2 上汽集团季度经营情况 单位: 亿元

项目	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	同比	环比
收入	123967	111595	117621	127798	145244	135683	21.6%	-6.6%
资产减值损失	78	88	255	1876	75	275	213.5%	267.4%
投资收益	3677	3919	4228	3605	7014	6609	68.6%	-5.8%
营业外净收入	85	161	474	97	230	236	46.1%	2.4%
净利润	5607.52	5176	5347	4621	6198	5268	1.8%	-15.0%
EPS (元)	0.51	0.47	0.48	0.42	0.56	0.48	1.8%	-15.0%
并表业务净利润	1931	1257	1118	1016	-816	-1341		
指标							同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	18.4%	17.2%	15.2%	16.1%	11.4%	11.2%	-6.0	-0.2
销售费用率	5.2%	5.1%	5.4%	6.9%	4.9%	5.6%	0.4	0.7
管理费用率	4.5%	4.2%	3.7%	3.1%	3.1%	3.3%	-0.8	0.3
财务费用率	0.1%	0.2%	0.2%	-0.5%	0.1%	0.1%	-0.1	-0.1
三项费用率	9.8%	9.4%	9.2%	9.5%	8.0%	8.9%	-0.5	0.9
投资收益/净利润	65.6%	75.7%	79.1%	78.0%	113.2%	125.5%	49.7	12.3
所得税率	16.7%	15.5%	16.7%	17.3%	17.8%	12.2%	-3.3	-5.6
净利率	4.5%	4.6%	4.5%	3.6%	4.3%	3.9%	-0.8	-0.4

资料来源: 公司公告、平安证券综合研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	191233	189155	253299	304127	<b>营业收入</b>	433095	478433	553127	619502
现金	72159	60846	105619	144216	营业成本	351870	400564	490623	549188
应收账款	11970	15428	16984	19340	营业税金及附加	11054	7975	3208	3593
其他应收款	1313	3903	3543	4327	营业费用	22851	27208	28486	31966
预付账款	12748	19978	22238	25725	管理费用	19116	18535	17700	19700
存货	29257	24951	33949	36734	财务费用	43	-115	387	434
其他流动资产	63787	64049	70967	73784	资产减值损失	994	2297	700	800
<b>非流动资产</b>	127400	128048	112866	103739	公允价值变动收益	-326	7	0	0
长期投资	31253	45483	40685	42278	投资净收益	13452	15429	27500	29975
固定资产	36692	24792	22230	15534	<b>营业利润</b>	41697	39340	39522	43795
无形资产	8192	5527	3249	522	营业外收入	685	1097	1000	1000
其他非流动资产	51263	52246	46702	45405	营业外支出	355	280	100	100
<b>资产总计</b>	318633	317203	366165	407866	<b>利润总额</b>	42028	40156	40422	44695
<b>流动负债</b>	162513	156352	176721	185655	所得税	7039	6628	6265	6928
短期借款	5859	5799	5819	5812	<b>净利润</b>	34990	33528	34157	37767
应付账款	73210	47810	73066	76375	少数股东损益	14768	12776	10725	11859
其他流动负债	83443	102743	97836	103468	<b>归属母公司净利润</b>	20222	20752	23431	25908
<b>非流动负债</b>	23004	15845	16889	15198	EBITDA	49388	45837	46084	50660
长期借款	1863	947	-90	-1087	EPS (元)	1.83	1.88	2.13	2.35
其他非流动负债	21141	14898	16979	16285					
<b>负债合计</b>	185517	172197	193610	200853	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	30754	22669	33394	45253	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012 A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	11026	11026	11026	11026	<b>成长能力</b>				
资本公积	42172	44866	44866	44866	营业收入(%)	18.7	10.5	15.6	12.0
留存收益	49025	66283	83099	105700	营业利润(%)	25.0	-5.7	0.5	10.8
归属母公司股东权益	102362	122337	139161	161759	归属于母公司净利润(%)	23.4	2.6	12.9	10.6
<b>负债和股东权益</b>	318633	317203	366165	407866	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	18.8	16.3	11.3	11.4
					净利率(%)	4.7	4.3	4.2	4.2
					ROE(%)	19.8	17.0	16.8	16.0
					ROIC(%)	31.6	25.4	23.3	22.4
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	58.2	54.3	52.9	49.2
					净负债比率(%)	7.2	11.0	8.1	7.7
					流动比率	1.2	1.2	1.4	1.6
					速动比率	1.0	1.0	1.2	1.4
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.6
					应收账款周转率	37.5	33.9	33.2	33.1
					应付账款周转率	5.1	6.6	8.1	7.3
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.83	1.88	2.13	2.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	1.78	1.11	1.06
					每股净资产(最新摊薄)	9.28	11.10	12.62	14.67
					<b>估值比率</b>				
					P/E	7.2	7.1	6.2	5.6
					P/B	1.4	1.2	1.1	0.9
					EV/EBITDA	1.1	1.2	1.2	1.1

## 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。客户并不能仅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) 8244 9257