

销量与业绩同步增长，上海通用新车换代盈利改善

核心观点：

1. 事件

前三季度，公司实现营业收入 4685.47 亿元，同比增长 11.72%；实现归属于上市公司股东的净利润 204.09 亿元，同比增长 13.4%；扣非后归属母公司所有者净利润 198.05 亿元，同比增长 18.84%。EPS1.85 元。公司业绩增长稳健，符合预期。

2. 我们的分析与判断

(一) 市场份额继续提高，业绩稳健增长

前三季度公司实现整车销售 418.74 万辆，同比增长 10.75%，销量增速高于汽车行业增速 3.7 个百分点，市场份额提升至 24.63%，进一步强化行业龙头地位。公司收入增速略高于销量增速，毛利率同比略有提高。

前三季度公司投资收益 220 亿元，是归母净利润的 1.08 倍。其中，来自于合营与联营企业的投资收益 206 亿元，同比增长 11.7%，主要来自于上海大众和上海通用利润增长。

3 季度归母净利润 68.36 亿元，同比增长 4.67%，环比增长 1.97%。同比增速略低的原因主要是去年同期有出售上海通用股票的非经常性损益，剔除该因素影响，3 季度归母净利润增长仍然在 13% 左右，业绩增长非常稳健。

(二) 生产线调整上海大众季度销量增速有所放缓，盈利基本平稳

前三季度上海大众销量 134.8 万辆，同比增长 15.89%。A 级车桑塔纳前三季度累计销量为 25.6 万辆，同比增长 47%。Lavida 前三季度累计销量突破 37 万辆。帕萨特依然位居 B 级车榜首，但由于生产线的调整，今年前三季度销量同比略降 2.7% 至 17.50 万辆。途观销量 18.85 万辆，同比增长 25%。斯柯达销量 20.2 万辆，同比增长 19.5%。

从今年 2 季度开始，上海大众就开始对生产线进行改造，包括生产 POLO、帕萨特、朗逸、新桑塔纳在内的四条主力生产线，都将在下半年进行生产线改造。因此对产能和销量产生影响。上海大众今年销量目标是 170 万辆，我们预计该销量目标是可以完成的。在上海大众未来两年的产品计划中，将陆续推出包括 NMC 轿跑、C 级车、B 级 SUV、新帕萨特、新朗逸、新途观、新途安在内的多款新车。我们预计今年上海大众盈利增速基本平稳。随着 2015 年新车上市，上海大众车型将继续向中高端倾斜。

上汽集团 (600104)

推荐 维持

分析师

王绪丽

☎：(8621) 20252643

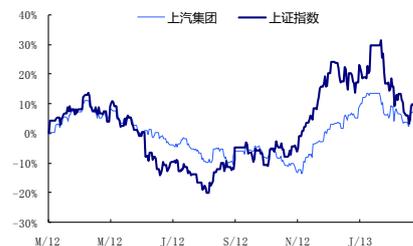
✉：wangxuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090003

市场数据 时间 2014.10.30

| | |
|--------------|---------|
| A 股收盘价(元) | 17.69 |
| A 股一年内最高价(元) | 18.87 |
| A 股一年内最低价(元) | 11.39 |
| 上证指数 | 2391.08 |
| 市净率 | 1.36 |
| 总股本(亿股) | 110 |
| 实际流通 A 股(万股) | 92.42 |

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

公司深度：《估值安全，稳健型首选》2012.7.2

(三) 上海通用发力中型 SUV 市场，中高端车型占比上升提升盈利能力

前三季度上海通用销量 126.4 万辆，同比增长 8.92%。9 月，上海通用销售新车 16.4 万辆，同比增长 19.6%，创下上海通用今年单月新车同比销量增幅新高。10 月份中型 SUV 昂科威上市，上海通用在 SUV 市场布局不断丰富。雪佛兰品牌中的迈瑞宝继续发力，A 级车科鲁兹继续热销。凯迪拉克 XTS 已逐渐成为二线豪华车市场销量前三车型，2016 年凯迪拉克品牌将至少会有三款全新车型进入中国市场。

随着上海通用 D2/E2 等新平台车型在接下来两年内的陆续投放，上海通用旗下三大品牌产品力较之前会有显著提升。上海通用三大品牌将迎来产品换代期，新车上市有助于推动销量提升和销量结构上移从而带来盈利改善。我们预计前三季度上海通用收入与销量同步增长，预计净利率继续回升。

(四) 布局转型创新，在互联网汽车、新能源汽车和后市场领域不断探索新模式

7 月上汽集团与阿里巴巴签署互联网汽车战略合作协议，双方将积极开展在互联网汽车和相关应用服务领域的合作，共同打造面向未来的互联网汽车及其生态圈。携手阿里巴巴共同开发互联网汽车，预计到 2016 年推出。11 月份上汽将在上海城市范围内建设电动车分时租赁的配套设施。同时，上汽集团在互联网汽车领域的布局计划将继续推进，后续将有更新动作推出。公司新任管理层一直在布局上汽未来向后市场、汽车互联等新业务的转型。

3. 投资建议

预计公司 14/15/16 年 EPS 分别为 2.45/2.65/2.88 元，对应 PE 分别为 7.2/6.7/6.1 倍。公司市场龙头地位不断巩固，业绩增长稳健，股息收益率较高，PE、PB 估值具有优势，受益于沪港通和国企改革，且新业务的开拓为公司发展带来新的空间，维持“推荐”评级。

风险提示：销量低于预期风险；新车型上市推迟和销量不达预期风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王绪丽，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

| | |
|--------------------------|--|
| 中国银河证券股份有限公司 研究部 | 机构请致电： |
| 北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 | 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn |
| 上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 | 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn |
| 深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 | 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn |
| 北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 | 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn |

公司网址：www.chinastock.com.cn