

上汽集团：经营稳健，后期增长可期

上汽集团
(600104.SH)

投资要点：

- 上汽集团前三季度实现营收 4685.47 亿元，同比增长 11.72%，归属净利润 204.09 亿元，同比增长 13.40%，实现扣非后归属净利润 198.05 亿元，同比增长 18.84%。前三季度每股收益 1.85 元。上汽集团成本控制合理，销售增速放缓，但仍高于行业水平。营业收入增速和净利润增速都略低于上半年，净利润增速高于去年同期。行业内比较，虽不及长安集团的加速上升，但在整个乘用车领域中是基础扎实，业绩稳健上升的企业，抗风险能力较大。
- 上汽集团乘用车领域上海大众和上海通用销量增长稳定，上海大众汽车前三季度实现销量 1348532 辆，同比增长 15.89%，上海通用同比增长略低，为 8.92%。两者仍为净利润稳定增长来源，合资自主品牌上汽通用五菱由于抓住 MPV 增长的机遇下半年新车型的热销，仍然稳居自主品牌销量第一的宝座。随着后续大众及通用新车型的上市，市场的进一步开拓，合资品牌及合资自主品牌在乘用车市场的领先地位不会改变。
- 自主乘用车品牌需要规模效应来突破盈利瓶颈，上汽自主乘用车定位中高端，受到合资品牌的挤压传统营销手段难以进行突破，上汽抓住新能源、物联网、汽车金融等新兴工具和国家鼓励公务车自主品牌采购、新能源汽车的政策利好，积极为自主品牌寻求新的客户群体也已实现量产荣威 750 混合动力、荣威 550 插电强混和荣威 E50 纯电动三款轿车，技术覆盖混合动力、插电以及纯电动三个技术方向。MGGT 新车型发布面向年轻群体。上汽在后期将继续扩大现有的 inkaNet3.0 平台并进行互联网汽车研发，同时上汽重视对研发的投入，建立起全国最大最强的研发中心，自主品牌目前虽然在艰难探索中，今年继续拖公司后腿，但明年仍具扭亏希望。
- 上汽商用车领域上汽依维柯红岩和南京依维柯受到卡车市场拖累，形成负增长，但上汽自主品牌商用车上汽大通实现 78.83% 的同比增长，并在中高端商用车领域占有一席之地，呈快速发展趋势，上汽集团靠自主品牌倒逼合资品牌的战略在商用车领域已初见成效。
- 后期上汽集团新厂区的建设、产能的大幅度提升、新车型的陆续推出，并借国家黄标车淘汰及明年国四柴油机的升级，可拉动产销量的快速增长，预计 2015 年净利润可实现 21% 的增长。预计 2014 年、2015 年、2016 年 EPS 分别为 2.60 元、3.12 元、2.65 元，对应 PE 为 6.78 倍、5.65 倍、6.65 倍，估值偏低。继续给予“买入”评级。

分析师：曹鹤

执业证书编号：S0050510120002

Tel：010-59355901

Email：caoh@chinans.com.cn

联系人：李虹

Tel：010-59355727

Email：lihong@chinans.com.cn

联系人：吴帆

Tel：010-59355546

Email：wufan@chinans.com.cn

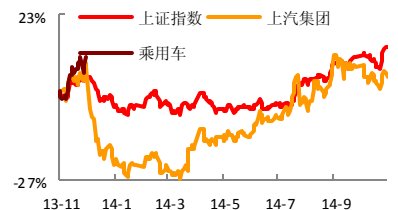
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：维持
目标价格：20

市场数据

市价(元) 17.57
上市的流通 A 股(亿股) 92.42
总股本(亿股) 110.26
52 周股价最高最低(元) 18.87-12.22
上证指数/深证成指 2430.68/
8206.79
2013 年股息率 3.78%

52 周相对市场改变



相关研究

| 公司财务数据及预测 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 565807.01 | 633986.76 | 751527.90 | 837577.84 |
| 增长率(%) | 18.26 | 12.05 | 18.54 | 11.45 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 24803.63 | 28524.17 | 34514.25 | 38655.96 |
| 增长率(%) | 19.53 | 15.0% | 21% | 12% |
| EPS(元) | 2.25 | 2.60 | 3.12 | 2.65 |
| P/E(倍) | 7.80 | 6.78 | 5.65 | 6.65 |

数据来源：民族证券

正文目录

| | |
|----------------|---|
| 一、公司经营情况 | 3 |
| 1. 营收情况: | 3 |
| 2. 产销情况: | 3 |
| 二、财务分析 | 5 |
| 1、成长能力分析 | 5 |
| 2、盈利能力分析 | 5 |
| 3、营运能力分析 | 6 |
| 三、估值 | 6 |

图表目录

| | |
|--------------------------|---|
| 图 1: 上汽集团乘用车前三季度销量 | 3 |
| 图 2: 上海大众各车型销量 | 3 |
| 图 3: 上汽集团商用车前三季度销量 | 3 |
| 表 1: 上汽集团成长能力分析 | 5 |
| 表 2: 上汽集团行业内成长能力分析 | 5 |
| 表 3: 上汽集团盈利能力分析 | 6 |
| 表 4: 上汽集团行业内盈利能力分析 | 6 |
| 表 5: 上汽集团营运能力分析 | 6 |
| 表 6: 上汽集团行业内营运能力分析 | 6 |

一、公司经营情况

1. 营收情况:

上汽集团前三季度实现营收 4685.47 亿元，同比增长 11.72%，归属净利润 204.09 亿元，同比增长 13.40%，实现扣非后归属净利润 198.05 亿元，同比增长 18.84%。前三季度每股收益 1.85 元。净利润增速低于上半年但高于去年同期增速，三季度增速放缓但整体经营稳健。

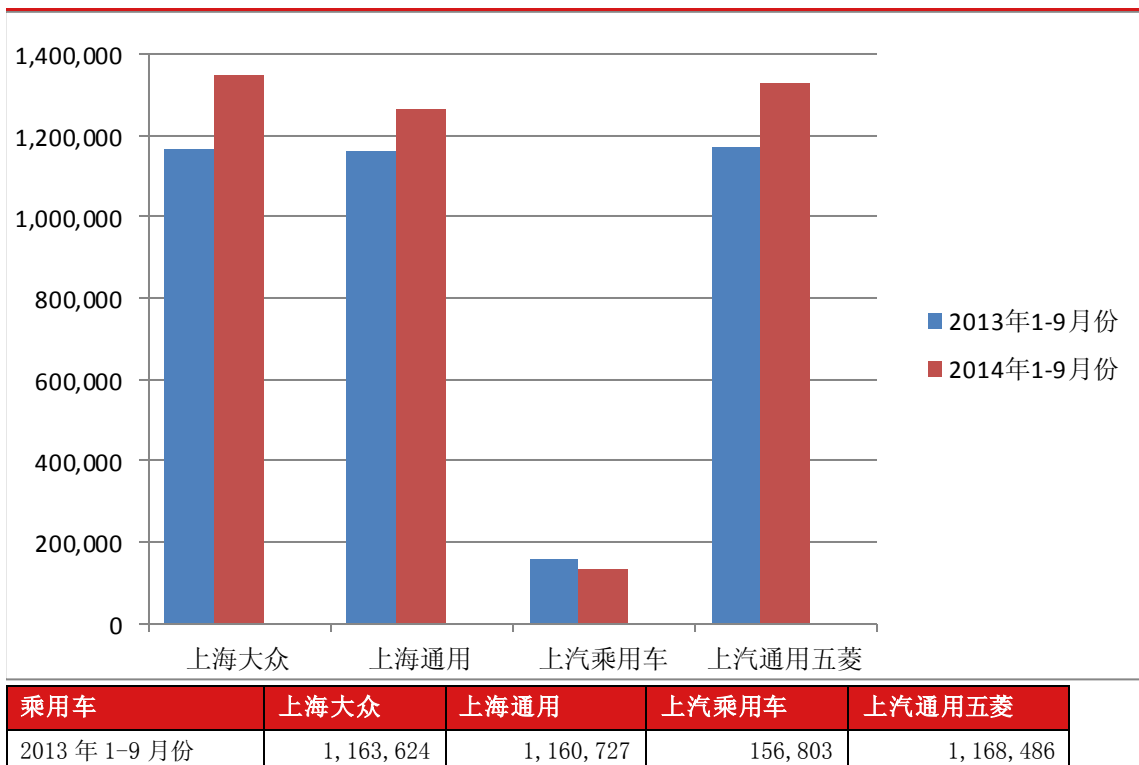
2. 产销情况:

上汽集团前三季度累计共实现销量 3780846 辆，仍稳居销量第一宝座。同比增长 10.75%，增速比去年同期的 14.75% 减缓，但高于汽车整体销售增长水平 3.71%。乘用车领域上海大众和上海通用销量仍然稳居前三。上海大众汽车前三季度实现销量 1348532 辆，同比增长 15.89%，其中大众品牌前三季度累计销售 1146371 辆，同比增长 15.3%，斯柯达品牌前三季度累计销量 202161 辆，同比增长 19.5%。桑塔纳和朗逸仍然是主力销量车型。上海通用同比增长略低，为 8.92%。其中别克品牌前三季度销量为 670999 辆，同比增长 10.7%，雪佛兰品牌前三季度销量同比增长 505316 辆，同比增长 6.9%，凯迪拉克前三季度同比劲增 62.6% 至 52425 辆。

自主品牌中上汽乘用车降幅明显，同比下降 15.26%，难以实现全年 26 万辆的目标，难以突破盈亏平衡点。上汽通用五菱销量位居自主品牌第一位，同时增幅明显，实现了 13.82% 的同比增长，巩固其地位。宝骏品牌销量同比增长 17.9% 至 81569 辆。特别是宝骏 730MPV 市场表现强劲，上市后第二个月销量达到 21016 辆。五菱品牌国内销量同比增长 13.7% 至 1236511 辆。

商用车领域上汽依维柯红岩和南京依维柯受到卡车市场拖累，形成负增长，上汽自主品牌商用车上汽大通实现 78.83% 的同比增长，呈快速发展趋势。

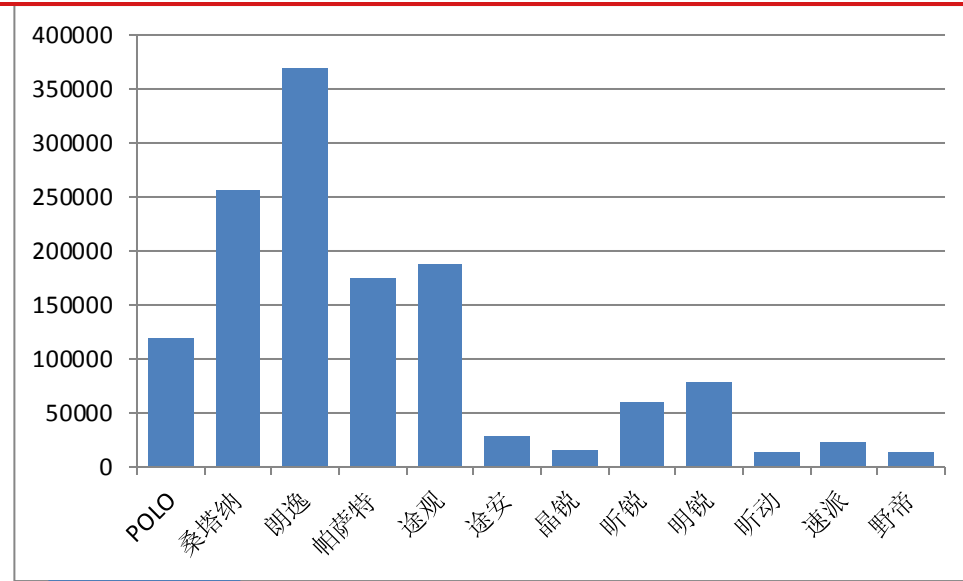
图 1：上汽集团乘用车前三季度销量：



| | | | | |
|-----------------|-----------|-----------|---------|-----------|
| 2014年1-9月份 | 1,348,532 | 1,264,253 | 132,878 | 1,330,002 |
| 累计同比增长 | 15.89% | 8.92% | -15.26% | 13.82% |
| 2013年前三季度累计同比增长 | 22.59% | 13.74% | 15.50% | 8.17% |

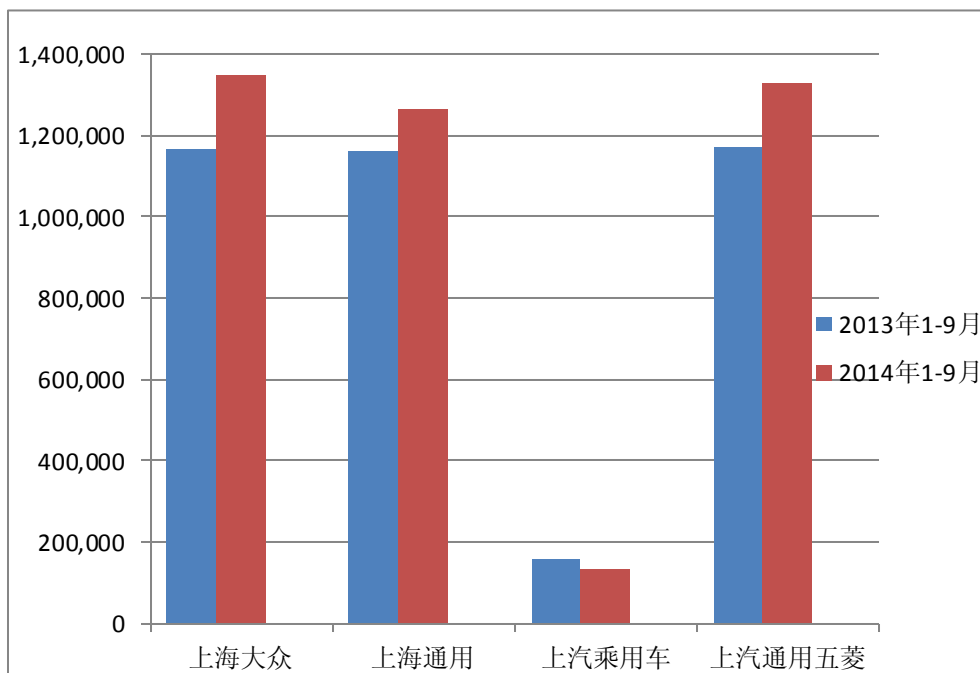
资料来源: wind 民族证券

图 2: 上海大众各车型销量:



资料来源: wind 民族证券

图 3: 上汽集团商用车前三季度销量:



| 上汽集团商用车 | 上汽商用车 | 上海申沃 | 上汽 IVECO 红岩 | NAVECO |
|---------------|--------|--------|-------------|---------|
| 2013 年 1-9 月份 | 7,575 | 2,630 | 19,709 | 101,292 |
| 2014 年 1-9 月份 | 13,546 | 2,911 | 19,549 | 75,745 |
| 累计同比增长 | 78.83% | 10.68% | -0.81% | -25.22% |

资料来源: wind 民族证券

二、财务分析

1、成长能力分析

上汽集团三季度营业收入增速和净利润增速都略低于上半年,净利润增速高于去年同期。上汽集团成本控制合理,销售增长稳步提升。行业内比较,上汽集团增速高于行业增速,虽不及长安集团的加速上升,但在整个乘用车领域中是基础扎实,业绩稳健上升的企业,抗风险能力相对较大。

在产品方面,上汽集团产品覆盖中乘用车,客车,卡车领域,以中高端产品为主。2014 年前三季度销售继续发挥了合资品牌的优势作用,为公司净利润增长提供保障。合资自主品牌上汽通用五菱仍然不负众望,销量继续大幅提升。自主品牌仍然拖累公司业绩,在自主品牌投资上的加大及自主品牌规模效应未能表现都使自主品牌扭亏仍然困难重重。但值得期待的是,自主品牌商用车已经在中高端市场占领一席之地,销量累计同比增长 78.3%,自主品牌乘用车从新能源、互联网汽车、汽车金融领域寻求突破,同时管理层注重技术研发的投资及研发队伍建设,已经逐步形成自己的技术核心优势,扭转局面仍然可期。

表 1: 上汽集团成长能力分析

| 1-9 月份 | 营业收入同比增长率 (%) | 营业利润同比增长率 (%) | 净利润同比增长率 | 基本每股收益同比增长率 (%) |
|--------|---------------|---------------|----------|-----------------|
| 2012 | 8.08 | -5.64 | 3.84 | 3.83 |
| 2013 | 19.40 | -3.72 | 11.57 | 11.55 |
| 2014 | 11.72 | 5.73 | 13.40 | 13.42 |

资料来源: wind 民族证券

表 2: 上汽集团行业内成长能力比较

| 2014 年 1-9 月 | 营业收入同比增长率 (%) | 营业利润同比增长率 (%) | 净利润同比增长率 | 基本每股收益同比增长率 (%) |
|--------------|---------------|---------------|----------|-----------------|
| 行业均值 | -48.91 | 3.14 | -40.17 | 10.59 |
| 上汽集团 | 11.72 | 5.73 | 13.40 | 13.42 |
| 长安汽车 | 28.32 | 162.03 | 155.23 | 154.35 |
| 江淮汽车 | -1.21 | -67.06 | -43.62 | -43.10 |
| 广汽集团 | 25.84 | -4.50 | 1.33 | 0 |

资料来源: wind 民族证券

2、盈利能力分析

上汽集团今年三季度销售毛利率和净利率较去年略有回升,在行业内偏低。这与上汽集团自主品牌车型规模效应未显现,分摊较大有关。净资产收益率与每股收益都稳步上升,在行业中也处于较高水平。

表 3: 上汽集团盈利能力分析

| 1-9 月 | 销售毛利率 | 销售净利率 | 总资产净利率 | 净资产收益率 | 每股收益 |
|--------|-------|-------|--------|--------|------|
| 2012 年 | 16.41 | 7.42 | 11.17 | 14.25 | 1.46 |
| 2013 年 | 11.23 | 6.13 | 10.34 | 13.07 | 1.63 |
| 2014 年 | 11.46 | 6.08 | 10.07 | 14.02 | 1.85 |

资料来源: wind 民族证券

表 4: 行业内盈利能力比较

| 2014 年 1-9 月 | 销售毛利率 | 销售净利率 | 净资产收益率 | 每股收益 |
|--------------|-------|-------|--------|-------|
| 行业均值 | 19.16 | 6.44 | 9.14 | 0.47 |
| 上汽集团 | 11.46 | 6.08 | 10.07 | 14.02 |
| 长安汽车 | 18.15 | 14.80 | 34.46 | 1.17 |
| 江淮汽车 | 14.76 | 1.69 | 8.14 | 0.33 |
| 广汽集团 | 13.53 | 13.98 | 8.96 | 0.35 |

资料来源: wind 民族证券

3、营运能力分析

上汽集团营运能力逐年相对稳定, 存货周转率较去年同期略微降低, 与企业今年库存上升有关, 在行业内比较, 上汽集团营运能力处于较高水平。

表 5: 上汽集团营运能力比较

| 1-9 月 | 存货周转率 | 应收账款周转率 | 流动资产周转率 | 总资产周转率 |
|-------|-------|---------|---------|--------|
| 2012 | 10.14 | 24.14 | 1.87 | 1.14 |
| 2013 | 14.45 | 22.80 | 2.21 | 1.27 |
| 2014 | 12.23 | 22.28 | 2.05 | 1.25 |

资料来源: wind 民族证券

表 6: 行业内营运能力比较

| 简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 |
|------|---------|-------|
| 平均值 | 5.36 | 5.17 |
| 上汽集团 | 22.28 | 12.23 |
| 长安汽车 | 71.74 | 5.32 |
| 江淮汽车 | 27.9 | 16.28 |
| 广汽集团 | 17.09 | 6.11 |

资料来源: wind 民族证券

三、估值

上汽集团乘用车领域上海大众和上海通用销量增长稳定, 仍为净利润稳定增长来源, 合资自主品牌上汽通用五菱由于抓住 MPV 增长的机遇下半年新车型的热销, 仍然稳居自主品牌销量第一的宝座。随着后续大众及通用新车型的上市, 市场的进一步开拓, 合资品牌及合资自主品牌在乘用车市场的领先地位不会改变。

自主乘用车品牌需要规模效应来突破盈利瓶颈，上汽自主乘用车定位中高端，受到合资品牌的挤压传统营销手段难以进行突破，上汽抓住新能源、物联网、汽车金融等新兴工具和国家鼓励公务车自主品牌采购，鼓励新能源汽车的政策利好，积极为自主品牌寻求新的客户群体，在新一轮的新能源车浪潮中，上汽目前亦实现量产荣威 750 混合动力、荣威 550 插电强混和荣威 E50 纯电动三款轿车，技术覆盖混合动力、插电以及纯电动三个技术方向。而在“领先半步”的车联网领域，上汽在后期将继续投入 2 亿—3 亿元来扩大现有的 inkaNet3.0 平台。MG 车型定位时尚年轻群体，MG GT 新车型性价比高，上市会有受众群体。同时上汽重视对研发的投入，建立起全国最大最强的研发中心，自主品牌目前虽然在艰难探索中，但明年仍具扭亏希望。

上汽商用车领域上汽依维柯红岩和南京依维柯受到卡车市场拖累，形成负增长，但上汽自主品牌商用车上汽大通实现 78.83% 的同比增长，并在中高端商用车领域占有一席之地，呈快速发展趋势，上汽集团靠自主品牌倒逼合资品牌的战略在商用车领域已初见成效。

后期上汽集团新厂区的建设、产能的大幅度提升、新车型的陆续推出，并借国家黄标车淘汰及明年国四柴油机的升级，可拉动产销量的快速增长，预计 2015 年净利润可实现 21% 的增长。

预计 2014 年、2015 年、2016 年 EPS 分别为 2.60 元、3.12 元、2.65 元，对应 PE 为 6.78 倍、5.65 倍、6.65 倍，估值偏低。继续给予“买入”评级。

分析师简介

曹鹤，曹鹤:首席汽车行业分析师。中国汽车工业协会财经金融工作委员会副主任，中华全国工商联汽车经销商商会汽车金融委员会（筹）副主任。1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月，中国人民大学外经所企业管理专业毕业，获经济学硕士学位，论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作，先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月，中国人民大学工商管理学院投资专业毕业，获经济学博士学位，论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司，供职于研究发展中心、研究所。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章 30 余篇，20 余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

联系人简介

李虹，李虹，汽车工程本科，南京大学工商管理硕士，汽车工程师。在汽车行业工作九年，从事汽车研发、项目管理、产品研究等工作，具备丰富的行业经验。

吴帆，材料科学与工程本科，机械工程硕士学位，现于民族证券研究所从事行业与公司研究。拥有多年研究开发经历，成果发表于国际权威期刊。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 类别 | 级别 | |
|--------|----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动 |
| | 看淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上 |
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
| | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间 |
| | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上 |

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)