

研究所

证券分析师：代鹏举

S0350512040001

021-68591581

daipj@ghzq.com.cn

联系人：葛家南

010-88576686-813

gejn@ghzq.com.cn

促销减压效果初显，旗下品牌喜忧参半

——上汽集团上半年产销量点评

事件：上汽集团发布 2015 年 6 月产销快报

上汽集团公告称：上汽集团 6 月份产量为 425,683 辆，同比-4.98%；而同期销量为 445,243 辆，同比+5.51%。上半年累计产量 2,968,996 辆，同比+3.26%；同期销量 2,860,906 辆，同比+0.00%。从几大主要自品牌来看，上海大众 6 月产量 133,797，同比-9.22%，上半年累计产量 991,088 辆，同比+6.31%；6 月销量 135,006 辆，同比+0.37%，半年累计销量 942,848 辆，同比+0.25%。上汽通用 6 月产量 130,182 辆，同比-9.30%，半年累计 812,447 辆，同比-2.37%；6 月销量 139,457 辆，同比+1.83%，半年累计销量 801,789 辆，同比-4.81%。上汽通用五菱 6 月销量 140,016 辆，同比+4.65%，半年累计 1,027,085 辆，同比 11.73%；6 月销量 148,006 辆，同比+19.64%，半年累计 986,092 辆，同比+10.68%。

图 1、上汽集团 2015 年 6 月产销数据

单位	产量					销量				
	本月数	去年同期	本年累计	去年累计	累计同比增减 (%)	本月数	去年同期	本年累计	去年累计	累计同比增减 (%)
上海大众汽车有限公司	133,797	145,199	991,088	932,272	6.31%	135,006	134,508	942,848	940,478	0.25%
上汽通用汽车有限公司	130,182	140,017	812,447	832,156	-2.37%	139,457	136,956	801,789	842,277	-4.81%
上汽集团乘用车分公司	11,348	19,644	74,253	105,420	-29.56%	12,002	17,185	68,198	102,340	-33.36%
上汽通用五菱汽车股份有限公司	140,016	133,791	1,027,085	919,278	11.73%	148,006	123,712	986,092	890,950	10.68%
上海汽车商用车有限公司	3,238	1,706	15,971	7,633	109.24%	3,207	1,710	15,681	7,585	106.74%
上海申沃客车有限公司	244	827	730	2,123	-65.61%	323	827	729	2,124	-65.68%
上汽依维柯红岩商用车有限公司	630	1,221	6,623	17,205	-61.51%	880	1,612	4,792	15,280	-68.64%
南京依维柯汽车有限公司	6,228	5,565	40,799	59,177	-31.06%	6,362	5,456	40,777	59,980	-32.02%
合计	425,683	447,970	2,968,996	2,875,264	3.26%	445,243	421,966	2,860,906	2,861,014	0.00%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

评论：行业增速放缓，行业格局变化为公司销售趋缓主因

根据全国乘用车市场信息联席会公布的数据，2015 年上半年，广义乘用车累计生产 1032.54 万辆，同比增长 6.5%，累计销售 988.85 万辆，同比增长 8.4%。而去年同期产量增长 15.8%，销量增长 15.2%，产销增幅大幅收窄。而从今年以来的月度销量数据来看，单月同比增幅从一月至六月分别为：13.5%、24.8%、11.6%、8.6%、4.8%、-3.2%。我们认为：宏观经济的下行压力是汽车行业增幅放缓的主要原因，而投资市场的剧烈震荡则在—

一定程度上成为了汽车行业增幅放缓的催化剂。

而行业内部的格局变化也极为明显，欧系美系的领跑地位正受到日系和自主品牌的强烈挑战。日系品牌成功抓住中国消费者年轻化需求，借助小型车升级换代和 SUV 在半年之内已将市场份额从 12% 提升至 20%。自主品牌同样依靠 SUV 和产品升级在上半年完成了 358 万辆的销量，同比增长 24%，市场占有率达到 37.6%，同比提升 5.2 个百分点。而德系品牌由于产品线相对单一，集中于销量下降的轿车领域，致使小量下滑，美系品牌也由于类似的原因销量持平。

上汽集团的产销数据符合行业趋势。德系上海大众上半年同比微增 0.25%，美系上汽通用同比下滑 4.81%，自主品牌上汽通用五菱上半年增长 10.68%。其中，上汽通用通过 5 月推出的降价促销政策已将下滑幅度收窄，而上汽通用五菱 6 月单月增速超过了 20%。考虑到上汽集团的产品结构，我们认为上汽集团在短期内整体将保持平缓增速。

但作为国内的生产商龙头，上汽集团的规划极为稳健全面。在技术方面，上汽集团在硅谷设立了风投公司和创新中心，开展新能源、新材料、智能互联等前瞻科技研发；在产品方面，未来 3 年上汽集团自主品牌将推出 13 款新车，其中包含 4 款新能源车型。除此以外，作为上海国资改革的龙头企业，上海汽车工业有限公司已于今年 2 月与上海国际集团签署协议，将持有的 3.03% 上汽集团股权无偿划转至上海国际集团。上海国际集团是上海国资委旗下的两大国资流动平台之一，股权划转意味着上汽的国企改革迈出第一步。目前控股股东持有上汽集团约 75% 的股权，具备通过资本运作实施国企改革的基础，优化公司内部管理结构，提升经营效率和盈利能力。预测公司 2015、2016、2017 年 EPS 分别为 2.70 元、3.33 元、4.34 元，对应 PE 分别为 9.3 倍、7.6 倍、5.8 倍，给予公司“增持”评级。

风险提示：宏观经济持续下行、公司新车型推出不达预期、国企改革不达预期、投资市场巨幅震荡造成消费推迟

图 1、盈利预测

证券代码:	600104.sh				股票价格:	25.23	投资评级:	增持	日期:	2015-07-09
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E	
盈利能力					每股指标					
ROE	15.1%	14.7%	16.3%	18.8%	摊薄 EPS	2.54	2.70	3.33	4.34	
毛利率	12.8%	17.3%	18.6%	20.2%	BVPS (最新股本)	14.30	14.94	15.74	16.77	
期间费率	10.0%	10.2%	10.6%	10.7%	估值					
销售净利率	4.4%	4.5%	5.2%	6.1%	P/E	9.9	9.3	7.6	5.8	
成长能力					P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	
收入增长率	11.3%	4.3%	8.1%	10.1%	P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	
利润增长率	12.8%	6.6%	23.3%	30.2%						
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
总资产周转率	1.52	1.49	1.48	1.49	营业收入	630001	657118	710252	781703	
应收账款周转率	11.54	11.92	12.32	12.76	营业成本	549236	543538	578092	623577	
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	3757	3919	4236	4662	
偿债能力					销售费用	40074	44799	50421	56493	
资产负债率	55.4%	54.0%	53.0%	51.6%	管理费用	19309	20120	21737	23918	
流动比	1.19	1.23	1.27	1.33	财务费用	(165)	(1502)	(1393)	(1200)	
速动比	0.99	1.04	1.09	1.15	其他费用/(-收入)	23454	(3257)	(3584)	(3740)	
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	40334	42988	53576	70512	
现金及现金等价物	87949	124014	145933	173121	营业外净收支	2355	2500	2500	2500	
应收款项	54570	55119	57630	61286	利润总额	42689	45488	56076	73012	
存货净额	38766	38640	41102	44342	所得税费用	4438	4729	5830	7590	
其他流动资产	55758	54185	55854	59084	净利润	38251	40759	50247	65421	
流动资产合计	237043	255985	284545	321861	少数股东损益	10277	10951	13500	17578	
固定资产	31709	34179	37296	41468	归属于母公司净利润	27973	29808	36746	47844	
在建工程	10703	10903	11203	11303	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
无形资产及其他	6478	6478	6830	7182	经营活动现金流	23284	66626	77745	96892	
长期股权投资	63390	68390	73390	78390	净利润	38251	40759	50247	65421	
资产总计	414871	441483	478813	525752	少数股东权益	10277	10951	13500	17578	
短期借款	5505	5505	5505	5505	折旧摊销	4756	5178	5531	6011	
应付款项	71601	71369	75916	81901	公允价值变动	18	7	7	11	
预收帐款	27431	28612	30925	34036	营运资金变动	(30018)	(7430)	(21743)	(28124)	
其他流动负债	95394	103025	111267	120169	投资活动现金流	(5293)	(7670)	(8417)	(9272)	
流动负债合计	199932	208512	223613	241611	资本支出	(4281)	(2670)	(3417)	(4272)	
长期借款及应付债券	4750	4750	4750	4750	长期投资	(6847)	(5000)	(5000)	(5000)	
其他长期负债	25190	25190	25190	25190	其他	5835	0	0	0	
长期负债合计	29940	29940	29940	29940	筹资活动现金流	18074	(22711)	(27998)	(36453)	
负债合计	229872	238452	253553	271551	债务融资	(1261)	0	0	0	
股本	11026	11026	11026	11026	权益融资	313	0	0	0	
股东权益	184999	203031	225259	254201	其它	19021	(22711)	(27998)	(36453)	
负债和股东权益总计	414871	441483	478813	525752	现金净增加额	36065	36244	41330	51167	

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。