

## 汽车

2014年10月31日

# 上汽集团 (600104)

——三季度业绩表现平稳，预计15年增速显著提升

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入

维持

**市场数据:** 2014年10月30日

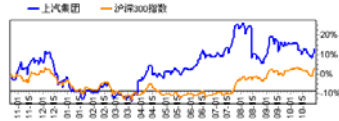
收盘价(元)	17.69
一年内最高/最低(元)	18.87/12.22
上证指数/深证成指	2391/8091
市净率	1.4
息率(分红/股价)	6.78
流通A股市值(百万元)	163498

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据:** 2014年09月30日

每股净资产(元)	13.14
资产负债率%	55.76
总股本/流通A股(百万)	11026/9242
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《上汽集团(600104)中报点评：二季度业绩超预期，维持买入评级》  
2014/08/14

《上汽集团(600104):业绩表现扎实，新车导入确保增长无忧》  
2014/04/29

### 证券分析师

常璐 A0230513070007  
changlu@swsresearch.com

### 联系人

郭腾飞  
(8621)23297818x7722  
gotf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	563,346	18	24,804	20	2.25	12.8	18.0	8	5
14Q1-3	468,547	12	20,409	13	1.85	11.5	14.1		
2014E	609,613	8	28,529	15	2.59	12.7	17.1	6.8	3
2015E	672,914	10	32,245	13	2.92	12.5	16.5	6.1	3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点:

- **三季度业绩符合预期，增速小幅下移。**14年三季度公司实现销售收入1503亿元，同比增长7.4%，环比下滑0.3%，实现归属母公司净利润68.36亿元，相比去年同期增长4.7%，环比下滑3.7%，对应每股收益0.62元；14年前三季度公司实现销售收入4685亿元，同比增长11.72%，实现归属母公司净利润204亿元，相比去年同期增长13.4%，对应每股收益1.85元，符合市场预期。
- **业绩增速的下行主要由于上海大众增速回落、去年三季度通用股票处置以及自主品牌表现低于预期三方面因素影响。**三季度上海大众销量40.8万辆，同比增长7.6%，增速显著回落，同时由于增量结构的变化（新桑塔纳/昕锐），预计上海大众单季度的利润贡献将显著走低。同时我们从行业层面及上海大众实销情况来判断，上海大众终端情况好于表现，所以我们判断上海大众在淡季下主动控库，谨慎计提费用是其业绩增速回落的主要原因。未来轻装上阵，后续全新明锐、POLO及A+级轿车陆续上市，预计15年大众销量及利润增速将显著提升。同时去年通用股票的处置收益对基数构成一定影响，自主品牌三季度产销规模收缩，费用支出上升也是三季度业绩增速回落的原因之一。
- **三季度上海通用销量增速提升，产品结构上移推动业绩增速走高。**三季度上海通用销量同比增长11%，同时增量主要来自于创酷、科鲁兹及昂克拉，整体产品结构有所上移，我们判断三季度上海通用利润贡献在提升，增速好于销量。当前创酷销量维持稳定，别克紧凑型SUV昂科威上市，15年通用新英朗、新迈锐宝及全新凯迪拉克C级车都有望成为明星车型，拉动上海通用销量业绩实现爆发。
- **预计14年为换届调整年，15年实现爆发。**14年从集团到子公司层面都实行了换届，我们预计上汽14年整体的销量及业绩表现维持平稳，我们判断15年为上汽“双陈”时代元年，上海大众轻装上阵、上海通用业绩爆发，预计上汽销量及业绩增速将显著提升。同时车享网、A车站、互联网汽车的布局 and 拓展也显现出新上汽能够顺应市场变化，积极转向现代服务业的决心，利于盈利结构的转型优化和估值的提升。

- **维持14-15年盈利预测，维持买入评级。**预计14年上汽业绩整体表现趋于稳定，15年业绩增速将显著提升，看好上汽未来的多元转型，维持对于公司2014-2015年的EPS为2.59元和2.92元的盈利预测，股价对应当前的PE分别为6.8和6.1倍，维持买入评级。

**表1：公司分季度财务数据（单位：百万元）**

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	YoY	QoQ
<b>总销量</b>	<b>1,322,875</b>	<b>1,237,707</b>	<b>1,219,362</b>	<b>1,328,529</b>	<b>1,523,259</b>	<b>1,330,275</b>	<b>1,326,402</b>	<b>8.8%</b>	<b>-0.3%</b>
上海大众	408,930	375,359	379,335	361,384	512,364	428,114	408,054	7.6%	-4.7%
上海通用	401,408	379,088	380,231	414,440	432,375	409,902	421,976	11.0%	2.9%
上汽乘用车	38,295	53,765	50,993	72,905	51,430	50,910	30,538	-40.1%	-40.0%
通用五菱	421,198	378,967	368,321	432,064	482,805	401,104	439,052	19.2%	9.5%
上海汇众	2,387	2,689	2,499	3,725	3,319	3,880	5,961	138.5%	53.6%
上海申沃	792	1,179	659	1,153	516	1,555	787	19.4%	-49.4%
上汽依维柯红岩	7,017	7,447	5,073	8,299	7,838	7,442	4,269	-15.8%	-42.6%
南京依维柯	42,848	39,213	32,251	34,559	32,612	27,368	15,765	-51.1%	-42.4%
销售收入	144,667	134,758	139,953	143,968	167,561	150,701	150,286	7.4%	-0.3%
毛利率	11.1%	10.6%	12.0%	17.6%	11.7%	11.5%	11.1%	-0.8%	-0.4%
销售费用率	4.9%	5.6%	5.9%	8.2%	5.5%	5.8%	5.3%	-0.6%	-0.6%
管理费用率	3.1%	3.3%	3.8%	2.8%	2.9%	3.6%	3.8%	0.0%	0.2%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	-0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
减值费用	75	275	31	2,734	47	369	82	168.7%	-77.7%
投资收益	7,014	6,609	6,891	4,942	7,053	7,798	7,208	4.6%	-7.6%
营业利润	10,862	8,419	9,987	10,911	12,029	10,027	10,147	1.6%	1.2%
销售净利率	6.3%	5.6%	6.4%	6.9%	6.1%	6.1%	6.2%	-0.3%	0.1%
归属母公司股东的净利润	6,198	5,268	6,531	6,806	6,980	6,593	6,836	4.7%	3.7%
扣非后归属母公司净利润	5,724	4,863	6,078	6,115	6,905	6,387	6,513	7.2%	2.0%
最新股本摊薄EPS	0.56	0.48	0.59	0.62	0.63	0.60	0.62	4.7%	3.7%

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为

本公司的商标、服务标记及标记。