

汽车

2015年11月06日

上汽集团 (600104)

——定增点评：转型升级，信心十足

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2015年11月06日

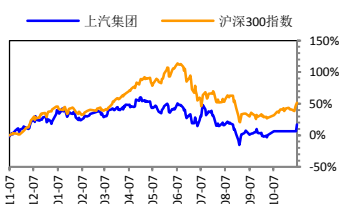
收盘价(元)	19.55
一年内最高/最低(元)	29.18/14
市净率	1.3
息率(分红/股价)	6.65
流通A股市值(百万元)	215550
上证指数/深证成指	3590.03 / 12273.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015年09月30日

每股净资产(元)	15.04
资产负债率%	56.37
总股本/流通A股(百万)	11026/11026
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《汽车：巨人扬帆，互联网汽车启航！——上汽阿里设立互联网汽车基金点评》
2015/03/13

《上汽集团(600104)跟踪报告：关注上汽集团国企改革推进》 2014/11/18

证券分析师

陈建翔 A0230512060001
chenjx@swsresearch.com

联系人

宋亭亭
(8621)23297818×7722
songtt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事项：上汽集团发布定增预案，公司拟以不低于15.56元/股非公开发行不超过9.64亿股，募集资金总额不超过150亿元，拟分别用于投资新能源汽车、智能化大规模定制、前瞻技术与车联网及汽车服务与汽车金融项目。其中公司控股股东上汽总公司拟认购不超过30亿元；公司员工持股计划拟认购不超过11.6745亿元。

- 本次方案三大亮点：一是员工持股计划大额认购不超过11.67亿元，解决了核心员工中期激励问题。二是控股股东的持股比例预计将从74.3%降至70%，引入机构投资者，进一步优化股权结构，激发企业活力。三是募投方向均为新能源、后市场等战略新兴方向，体现了上汽转型驱动的决心。
- 此次募资彰显了公司创新驱动、转型升级的愿景。拟募投项目均为新能源汽车、后市场和智能汽车等新兴领域。其中，新能源汽车相关项目总投资约75.18亿元，拟募资约72亿元。智能化大规模定制项目总投资30亿元，拟募资20亿元；前瞻技术与车联网项目总投资约23.12亿元，拟募资19亿元。汽车服务与汽车金融项目总投资约56.5亿元，拟募资39亿元。公司希望从主要依赖制造业的传统企业，转向为消费者提供全方位汽车产品和服务的综合供应商。上汽有望立足自己强大的资源优势，加强产业链两端的延伸，前端包括新能源汽车和智能汽车等技术储备和产品开发，后端包括线上(车享网等)+线下(1万家网点)+互联网金融(汽车贷款、保险、理财、融资等)后服务市场，公司积极布局“汽车生活”生态圈，构建全产业链的竞争优势。此次增发项目除了汽车金融外均为中长期盈利项目，会考虑合理资本化方式体现募集资金的效果。在新能源领域，公司技术储备在国内属于第一梯队，今年新能源汽车销量预计为1.3万台，明后年950插电、SUV插电和新版550插电将陆续推出。预计明年销量有望实现3万台。公司计划到2020年投放30款新能源车型，并实现60万台的年销量。在智能汽车等前瞻技术领域，公司携手阿里打造互联网汽车生态圈，首款互联网汽车预计将于2016年8月发布。智能驾驶车型将在使用感受上大幅领先传统汽车，是品牌差异化的重要手段，公司布局较早，智能汽车产品有望带来革命性的提升，并取得成功。
- 高股息率为股价提供安全边际。公司2014年每股分红1.3元，对应当前17.77的价格股息率为7.3%。公司承诺未来的分红率将维持稳定。考虑到公司的主业具有稳定性，其分红也将稳定向上。
- 核心员工巨量持股计划彰显信心。此次合计不超过2321名高管和关键骨干员工认购11.67亿元，绝大部分员工按照定格50万元进行认购，最终价格采用竞价方式，三年锁定方式，足以体现内部员工对于公司中期发展的信心。
- 考虑到公司股息率达7%以上，且员工持股和集团超40亿元参与此次增发，我们预计公司未来的基本面平稳向上，维持2015-2017年的EPS分别为2.66元、2.93元、3.15元，此次公司发出积极转型的信号，我们认为新领域的突破将带来估值弹性。维持“买入”评级，目标价明年8倍PE，对应23.44元。

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	626,712	469,841	631,891	654,007	686,708
同比增长率(%)	11.25	0.28	0.83	3.50	5.00
净利润(百万元)	27,973	21,262	29,289	32,326	34,756
同比增长率(%)	12.78	4.18	4.70	10.37	7.52
每股收益(元/股)	2.54	1.93	2.66	2.93	3.15
毛利率(%)	12.4	10.8	12.5	13.1	13.4
ROE(%)	17.7	12.8	18.4	18.0	16.7
市盈率	8		7	7	6

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
请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	478,433	563,346	626,712	631,891	654,007	686,708
营业收入同比增长率 (yoy)	10.47%	17.75%	11.25%	0.30%	3.50%	5.00%
减: 营业成本	400,564	490,988	549,236	552,652	568,136	594,689
毛利率 (%)	16.28%	12.84%	12.36%	12.50%	13.10%	13.40%
减: 营业税金及附加	7,975	3,439	3,757	3,728	3,859	4,052
主营业务利润	69,894	68,918	73,719	75,511	82,013	87,967
主营业务利润率 (%)	14.61%	12.23%	11.76%	11.90%	12.50%	12.80%
减: 销售费用	27,208	34,731	40,074	36,066	37,148	38,709
减: 管理费用	18,535	18,345	19,309	20,853	21,229	21,653
减: 财务费用	-115	-255	-165	-178	-199	-181
经营性利润	24,266	16,097	14,501	18,769	23,835	27,786
经营性利润同比增长率 (yoy)	-13.83%	-33.66%	-9.92%	11.20%	27.00%	16.60%
经营性利润率 (%)	5.07%	2.86%	2.31%	3.00%	3.60%	4.10%
减: 资产减值损失	2,297	3,114	4,400	3,270	3,595	3,755
加: 投资收益及其他	15,429	25,456	27,835	27,852	27,852	27,852
营业利润	39,340	40,179	40,334	43,351	48,092	51,883
加: 营业外净收入	817	1,314	2,355	2,355	2,355	2,355
利润总额	40,156	41,493	42,689	45,706	50,447	54,238
减: 所得税	6,628	5,909	4,438	5,028	5,549	5,966
净利润	33,528	35,584	38,251	40,679	44,898	48,272
少数股东损益	12,776	10,780	10,277	11,390	12,571	13,516
归属于母公司所有者的净利润	20,752	24,804	27,973	29,289	32,326	34,756
净利润同比增长率 (yoy)	2.62%	19.53%	12.78%	4.70%	10.40%	7.50%
全面摊薄总股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
每股收益 (元)	1.88	2.25	2.54	2.66	2.93	3.15
归属母公司所有者净利润率 (%)	4.34%	4.40%	4.46%	4.60%	4.90%	5.10%
ROE	16.96%	18.01%	17.74%	18.40%	18.00%	16.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。