本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

2013 年 8 月 30 日

业绩分析

上汽集团 (600104.SS)

买入

证券研究报告

业绩符合预期：对自主品牌的投入上升；强力买入

与预测不一致的方面

上汽集团公布 2013 年上半年收入为人民币 1,347 亿元，同比增长 21.5%，较高华预测高 10.8%。公司净利润人民币 53 亿元，同比增长 1.8%，符合高华预测的人民币 55 亿元。要点：1) 毛利率/营业利润率同比下滑，主要是由于本业绩期计入了上海通用零部件销售的收入（去年同期未计入）造成公司整体收入水平较高；2) 公司显著提高了自主品牌（荣威/名爵）的营销与研发支出以提升品牌形象并改善产品线；3) 来自上海大众/上海通用的投资收益稳健增长（2013 年上半年销量分别同比增长 16%/23%），主要受到了其持续强劲产品线的推动，这基本抵消了自主品牌营销/研发支出的上升。

投资影响

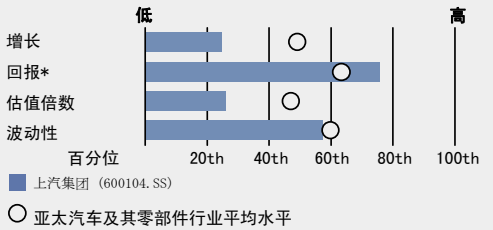
为了反映上汽集团对自主品牌投资/支出的上升，我们将 2013-14 年每股盈利预测下调 2%-3%，并微调 2015 年每股盈利预测。鉴于对每股盈利预测的调整，我们将基于市净率-净资产回报率的 12 个月目标价格下调至人民币 20.59 元（原为人民币 20.91 元）。我们最新的目标价格隐含 55%的上行空间，我们维持强力买入该股。主要风险：上海大众/上海通用的盈利能力下降；对自主品牌的投入上升。

2013 年上半年业绩回顾

(人民币：百万元)	2013年 2季	2013年2季 高华预测	差异%	2012年 2季	差异%	2013年 1季	差异%
销售收入	134,758	121,571	10.8%	110,890	21.5%	144,667	-6.9%
毛利	13,459	13,032	3.3%	15,940	-15.6%	15,209	-11.5%
息前税前利润	2,161	3,608	-40.1%	6,210	-65.2%	4,083	-47.1%
税前利润	8,654	8,743	-1.0%	10,004	-13.5%	11,092	-22.0%
净利润	**5,268**	**5,532**	**-4.8%**	**5,176**	**1.8%**	**6,198**	-15.0%
每股盈利 (Rmb)	**0.48**	**0.50**	**-4.8%**	**0.47**	**1.8%**	**0.56**	-15.0%
(%)							
销售毛利率	10.0%	10.7%	-0.7%	14.4%	-4.4%	10.5%	-0.5%
息前税前利润率	1.6%	3.0%	-1.4%	5.6%	-4.0%	2.8%	-1.2%
税前利润率	6.4%	7.2%	-0.8%	9.0%	-2.6%	7.7%	-1.2%
净利润率	3.9%	4.6%	-0.6%	4.7%	-0.8%	4.3%	-0.4%

资料来源：公司数据、高华证券研究

投资摘要



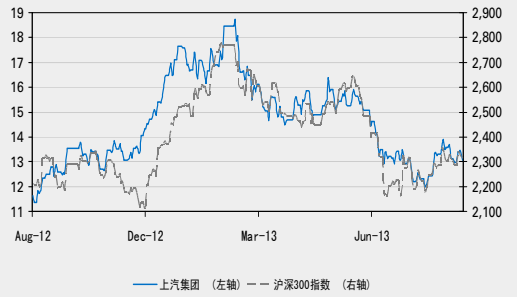
* 回报 – 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据	当前
股价(Rmb)	13.06
12个月目标价格(Rmb)	20.59
市值(Rmb mn / US$ mn)	111,223.4 / 18,172.3
外资持股比例(%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利(Rmb) 新	**1.88**	**1.96**	**2.03**	**2.13**
每股盈利调整幅度(%)	0.0	(2.9)	(2.1)	0.4
每股盈利增长(%)	2.6	4.2	3.3	5.4
每股摊薄盈利(Rmb) 新	**1.88**	**1.96**	**2.03**	**2.13**
市盈率(X)	7.5	6.7	6.4	6.1
市净率(X)	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(X)	4.8	9.7	9.7	9.8
股息收益率(%)	4.2	4.5	4.7	4.9
净资产回报率(%)	18.5	16.6	15.4	14.6
CROCI(%)	46.0	34.2	23.8	20.4

股价走势图



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(17.0)	(22.4)	12.4
相对于沪深300指数	(5.5)	(10.4)	7.4

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为8/30/2013收盘价）

所属投资名单

亚太买入名单

亚太强力买入名单

行业评级： 中性

杨一朋（分析师） 执业证书编号: S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

丁妤倩（研究助理）
+86(10)6627-3327 yuqian.ding@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

上汽集团： 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	**478,432.6**	**562,751.0**	**609,781.2**	**672,245.8**
主营业务成本	(402,037.7)	(502,335.2)	(544,091.8)	(599,975.4)
销售、一般及管理费用	(45,742.8)	(47,833.8)	(52,746.1)	(58,821.5)
研发费用	--	--	--	--
其它营业收入/（支出）	1,922.6	3,092.5	3,655.8	4,030.3
EBITDA	**32,574.7**	**15,674.4**	**16,599.2**	**17,479.2**
折旧和摊销	(6,501.2)	(4,420.1)	(5,005.2)	(5,622.5)
EBIT	**26,073.4**	**11,254.3**	**11,593.9**	**11,856.7**
利息收入	943.5	619.9	610.6	637.9
财务费用	(761.7)	(1,140.4)	(1,273.1)	(1,450.4)
联营公司	2.8	0.0	0.0	0.0
其它	13,898.3	27,252.2	28,427.9	30,308.7
税前利润	**40,156.4**	**37,986.0**	**39,359.4**	**41,352.9**
所得税	(6,628.1)	(5,890.0)	(6,103.0)	(6,412.1)
少数股东损益	(12,776.5)	(10,476.9)	(10,927.5)	(11,402.4)
优先股股息前净利润	**20,751.8**	**21,619.1**	**22,329.0**	**23,538.4**
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0
非经常性项目前净利润	**20,751.8**	**21,619.1**	**22,329.0**	**23,538.4**
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	**20,751.8**	**21,619.1**	**22,329.0**	**23,538.4**
每股基本盈利（非经常性项目前）(Rmb)	1.88	1.96	2.03	2.13
每股基本盈利（非经常性项目后）(Rmb)	1.88	1.96	2.03	2.13
每股摊薄盈利（非经常性项目后）(Rmb)	1.88	1.96	2.03	2.13
每股股息(Rmb)	0.60	0.59	0.61	0.64
股息支付率(%)	31.9	30.0	30.0	30.0
自由现金流收益率(%)	(4.4)	(1.1)	(1.0)	(1.7)

资产负债表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
现金及等价物	60,846.4	59,936.9	62,611.3	64,385.2
应收账款	50,260.3	53,962.4	58,472.2	64,461.9
存货	24,950.8	31,175.4	33,766.8	37,235.0
其它流动资产	53,097.1	40,431.8	40,431.8	40,431.8
流动资产	**189,154.7**	**185,506.4**	**195,282.1**	**206,513.9**
固定资产净额	32,825.9	38,876.6	45,041.4	51,651.2
无形资产净额	5,611.7	4,812.5	4,013.4	3,214.3
长期投资	69,263.9	85,396.6	102,746.1	121,600.9
其它长期资产	20,346.9	21,099.3	21,099.3	21,099.3
资产合计	**317,203.0**	**335,691.4**	**368,182.2**	**404,079.6**
应付账款	72,805.2	68,813.0	74,533.1	82,188.4
短期贷款	37,607.2	34,607.2	34,607.2	34,607.2
其它流动负债	45,939.2	45,809.6	46,022.6	46,385.4
流动负债	**156,351.7**	**149,229.9**	**155,162.9**	**163,181.0**
长期贷款	946.8	946.8	946.8	946.8
其它长期负债	14,898.2	14,898.2	14,898.2	14,898.2
长期负债	15,845.0	15,845.0	15,845.0	15,845.0
负债合计	**172,196.6**	**165,074.8**	**171,007.9**	**179,026.0**
优先股	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
普通股权益	**122,337.4**	**137,470.7**	**153,101.0**	**169,577.9**
少数股东权益	22,669.0	33,145.9	44,073.3	55,475.7
负债及股东权益合计	**317,203.0**	**335,691.4**	**368,182.2**	**404,079.6**
每股净资产(Rmb)	**11.10**	**12.47**	**13.89**	**15.38**

增长率和利润率(%)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入增长率	10.5	17.6	8.4	10.2
EBITDA增长率	(12.4)	(51.9)	5.9	5.3
EBIT增长率	(11.9)	(56.8)	3.0	2.3
净利润增长率	2.6	4.2	3.3	5.4
每股盈利增长	2.6	4.2	3.3	5.4
毛利率	16.0	10.7	10.8	10.8
EBITDA利润率	6.8	2.8	2.7	2.6
EBIT利润率	5.4	2.0	1.9	1.8

比率	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
CROCI(%)	46.0	34.2	23.8	20.4
净资产回报率(%)	18.5	16.6	15.4	14.6
总资产回报率(%)	6.5	6.6	6.3	6.1
平均运用资本回报率(%)	30.5	24.2	21.4	19.5
存货周转天数	24.6	20.4	21.8	21.6
应收账款周转天数	39.7	33.8	33.7	33.4
应付账款周转天数	76.6	51.5	48.1	47.7
净负债/股东权益(%)	(15.4)	(14.3)	(13.7)	(12.8)
EBIT利息保障倍数(X)	NM	21.6	17.5	14.6

现金流量表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
优先股股息前净利润	20,751.8	21,619.1	22,329.0	23,538.4
折旧及摊销	6,501.2	4,420.1	5,005.2	5,622.5
少数股东权益	12,776.5	10,476.9	10,927.5	11,402.4
运营资本增减	(27,727.8)	(13,918.9)	(1,381.1)	(1,802.7)
其它	(4,180.1)	(14,959.2)	(28,334.9)	(30,715.7)
经营活动产生的现金流	**8,121.6**	**7,638.0**	**8,545.6**	**8,045.0**
资本开支	(16,008.5)	(9,566.8)	(10,366.3)	(11,428.2)
收购	0.0	(99.0)	0.0	0.0
剥离	723.8	0.0	0.0	0.0
其它	(1,738.6)	10,733.6	10,980.8	11,855.8
投资活动产生的现金流	**(17,023.3)**	**1,067.8**	**614.5**	**427.6**
支付股息的现金（普通股和优先股）	(3,307.7)	(6,615.3)	(6,485.7)	(6,698.7)
借款增减	(6,744.6)	(3,000.0)	0.0	0.0
普通股发行（回购）	687.8	0.0	0.0	0.0
其它	6,954.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流	**(2,410.4)**	**(9,615.3)**	**(6,485.7)**	**(6,698.7)**
总现金流	**(11,312.1)**	**(909.5)**	**2,674.4**	**1,773.9**

估值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
基本市盈率(X)	7.5	6.7	6.4	6.1
市净率(X)	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(X)	4.8	9.7	9.7	9.8
企业价值/总投资现金(X)	1.1	0.9	0.8	0.7
股息收益率(%)	4.2	4.5	4.7	4.9

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的分析师

杨一朋
yipeng.yang@ghsl.cn

丁妤倩
yuqian.ding@ghsl.cn

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表1：我们对上汽集团 2013-15 年盈利预测的调整

	2013预测			2014预测			2015预测		
(人民币：百万元)	新	旧	差异	新	旧	差异	新	旧	差异
销售收入	562,751	532,477	6%	609,781	566,719	8%	672,246	612,160	10%
毛利	60,416	61,254	-1%	65,689	66,417	-1%	72,270	71,086	2%
息前税前利润	11,254	14,527	-23%	11,594	15,315	-24%	11,857	15,191	-22%
税前利润	37,986	36,291	5%	39,359	37,274	6%	41,353	38,320	8%
净利润	**21,619**	**22,266**	**-3%**	**22,329**	**22,800**	**-2%**	**23,538**	**23,445**	**0%**
每股盈利 (Rmb)	**1.96**	**2.02**	**-3%**	**2.03**	**2.07**	**-2%**	**2.13**	**2.13**	**0%**

资料来源：高华证券研究

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

信息披露附录

分析师申明

我们，杨一朋、 丁妤倩，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。 **回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。 **估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。 **波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

杨一朋：中国交通运输行业、中国公用事业行业、中国汽车行业、亚太航运行业。

亚太航运行业：中国远洋(A)、中国远洋(H)、中集集团(A)、中集集团(H)、中海集运(A)、中海集运(H)、中海发展(A)、中海发展(H)、Evergreen Marine、Hanjin Shipping、Neptune Orient Lines、东方海外、太平洋航运、STX Pan Ocean - KRW、STX Pan Ocean - SGD、中外运航运、裕民航运、万海航运、阳明海运。

中国公用事业行业：京能清洁能源、中电控股、中国传动、龙源电力、中电国际、华润电力、长江电力、大唐国际(H)、大唐国际(A)、东方电气(A)、东方电气(H)、粤海投资、哈尔滨电气、香港中华煤气、华电国际(A)、华电国际(H)、华能国际(A)、华能国际(ADR)、华能国际(H)、华能新能源、电能实业、上海电气、金风科技、金风科技 (H)。

中国汽车行业：江淮汽车、比亚迪、宝信、华晨汽车、和谐汽车、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、兴达国际、正通汽车、中升集团。

中国交通运输行业：中航飞机、中航电子、中航科工、大秦铁路、广深铁路(A)、广深铁路(H)、哈飞股份、洪都航空、航空动力。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： 上汽集团 (Rmb13.06)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及／或估值对研究对象的投资前景的看法。 **具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及／或估值。 **中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及／或估值持平。 **谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及／或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。 **暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 **暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。 **没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。 **不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。 **无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2013 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。