



买入

21% ↑

目标价格: 人民币 17.50

原目标价格: 人民币 18.00

600104.CH

价格: 人民币 14.42

目标价格基础: 8倍14年市盈率

板块评级: 中立

上汽集团

3季度盈利增速回升

上汽集团前3季度营业总收入同比增长19.4%，高于总销量增速14.8%；归属母公司净利润同比增长11.6%至180亿元，对应每股收益1.63元；扣非后归属净利润同比小幅增长6.1%。分季度来看，公司收入增速比较稳定，其中3季度收入同比增长19.6%，与上半年增速（19.3%）基本相当；但盈利同比表现季度间波动较大，3季度盈利增速高达22.2%，显著高于1季度（10.5%）和2季度1.8%的微增长。环比来看，3季度收入较2季度小幅增长3.7%，通用、大众等合联营公司贡献投资收益小幅下降3.1%，但由于合并层面营业利润及金融资产等其他收益的大幅增加，故3季度盈利环比2季度提升24.0%，超越过往的季节性表现。我们预计公司2013-15年每股收益分别为2.03元、2.18元和2.40元。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 前3季度，公司累计实现总销量379万台，同比增长14.8%，与行业增速基本一致；其中大众、通用、五菱分别增长22.6%、13.7%、8.2%；第3季度，总销量同比增长13.7%，其中大众和通用增速分别为21.4%和8.9%，大众增长保持强劲，通用增速较前2季度明显放缓。环比来看，3季度整体销量小幅下降1.5%，其中大众微增1.1%、通用持平、五菱和自主品牌分别小幅下滑2.8%和5.2%。
- 由于自去年9月起上海通用不再纳入合并范围，而转入投资收益核算，故除去营业收入、归属净利润外，其余如期间费用（率）、投资收益、毛利率等指标都与上年同期不可比。但环比口径一致，故季度间具有可比性。
- 从合并层面看，3季度综合毛利率较2季度小幅提升1.3个百分点至11.1%；期间费用率小幅抬升0.7个百分点，但资产减值损失大幅降低，故综合来看，营业利润较2季度18亿元大幅增加至31亿元。
- 投资收益方面，3季度共计实现投资收益66亿元，环比2季度小幅增长4.3%，主要增量来自金融资产等其他收益（较2季度净增约4.5亿元）；通用、大众等合联营企业贡献收益60亿元，环比小幅下降3.1%。

评级面临的主要风险

- 行业景气度回落；价格竞争加剧；产能扩张加速而新车型投放进度不及预期。

估值

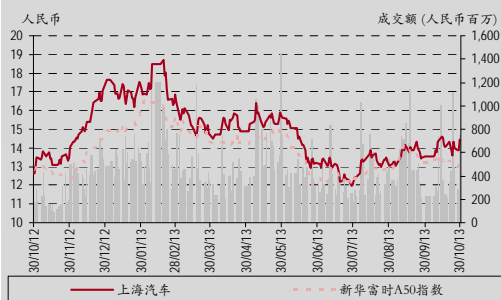
- 我们小幅调整公司今年每股收益预测至2.03元，维持2014-15年2.18元和2.40元的盈利预测不变。目前股价对应2014年市盈率不到7倍，估值处于低位；维持买入评级，目标价17.50元，相当于2014年8倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	434,804	480,980	553,127	597,377	657,114
变动(%)	19	11	15	8	10
净利润(人民币 百万)	20,222	20,752	22,389	23,986	26,477
全面摊薄每股收益(人民币)	1.834	1.882	2.031	2.175	2.401
变动(%)	23.4	2.6	7.9	7.1	10.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.106	2.336	2.414
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.01	2.18	2.40
调整幅度(%)	-	-	1.0	-	-
核心每股收益(人民币)	1.839	1.894	2.042	2.184	2.410
变动(%)	23.9	3.0	7.8	7.0	10.3
全面摊薄市盈率(倍)	7.9	7.7	7.1	6.6	6.0
核心市盈率(倍)	7.8	7.6	7.1	6.6	6.0
每股现金流量(人民币)	1.83	1.78	1.49	1.42	1.83
价格/每股现金流量(倍)	7.9	8.1	9.7	10.1	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	5.6	10.5	9.0	7.5
每股股息(人民币)	0.300	0.600	0.609	0.653	0.653
股息率(%)	2.1	4.2	4.2	4.5	4.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18)	7	20	14
相对新华富时A50指数	(7)	6	10	9

发行股数(百万)	11,026
流通股(%)	23
流通股市值(人民币 百万)	158,989
3个月日均交易额(人民币 百万)	449
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	77

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年10月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

楼佳

(8621) 2032 8525

jia.lou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060001

图表 1. 上海汽车 2013 年中期业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 前 3 季度	2013 年 前 3 季度	前 3 季度 同比(%)	2012 年 第 3 季度	2013 年 第 3 季度	第 3 季度 同比(%)	2013 年 第 2 季度	第 3 季度 环比(%)
营业总收入	353,182	421,653	19.4	117,621	140,726	19.6	135,683	3.7
营业成本	293,669	372,792	26.9	99,838	123,309	23.5	120,671	2.2
营业税金及附加	7,054	2,336	(66.9)	1,846	696	(62.3)	812	(14.3)
主营业务利润	52,459	46,525	(11.3)	15,937	16,721	4.9	14,200	17.8
销售费用	18,450	22,868	23.9	6,303	8,259	31.0	7,533	9.6
管理费用	14,548	14,257	(2.0)	4,351	5,305	21.9	4,506	17.7
财务费用	503	270	(46.4)	178	33	(81.7)	76	(57.0)
资产减值损失	420	380	(9.6)	255	31	(88.0)	275	(88.8)
公允价值变动净收益	2	1	(41.1)	(1)	1	(265.9)	(0)	(925.5)
营业利润	18,541	8,751	(52.8)	4,848	3,094	(36.2)	1,810	70.9
投资收益	11,824	20,514	73.5	4,228	6,891	63.0	6,609	4.3
汇兑净收益	9	3	(61.5)	2	2	(35.2)	0	318.5
营业外收入	747	789	5.6	444	272	(38.8)	259	5.0
营业外支出	26	99	273.6	(29)	48	(263.9)	24	104.0
利润总额	31,094	29,958	(3.7)	9,553	10,211	6.9	8,655	18.0
所得税	5,062	4,265	(15.7)	1,595	1,239	(22.3)	1,055	17.5
少数股东损益	9,902	7,696	(22.3)	2,611	2,441	(6.5)	2,332	4.7
净利润	16,131	17,997	11.6	5,347	6,531	22.2	5,268	24.0
每股收益 (元)	1.46	1.63		0.48	0.59		0.48	
重要比率 (%)			变动百分点			变动百分点		变动百分点
毛利率	16.9	11.6	(5.3)	15.1	12.4	(2.7)	11.1	1.3
净利率	4.6	4.3	(0.3)	4.5	4.6	0.1	3.9	0.8
销售费率	5.2	5.4	0.2	5.4	5.9	0.5	5.6	0.3
管理费率	4.1	3.4	(0.7)	3.7	3.8	0.1	3.3	0.4
财务费率	0.1	0.1	(0.1)	0.2	0.0	(0.1)	0.1	(0.0)

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2. 上汽集团各分部销量

(台)	2013 年 1-9 月	累计同比 (%)	12 年 1 季度月均	12 年 2 季度月均	12 年 3 季度月均	12 年 4 季度月均	13 年 1 季度月均	13 年 2 季度月均	13 年 3 季度月均	3 季度 同比 (%)	3 季度 环比 (%)
上海大众	1,163,624	22.6	106,629	105,601	104,174	110,265	136,310	125,120	126,445	21.4	1.1
上海通用	1,160,727	13.7	115,707	108,136	116,334	124,042	133,803	126,363	126,744	8.9	0.3
荣威 MG	156,179	15.5	13,212	16,800	15,062	21,599	17,140	17,922	16,998	12.9	(5.2)
通用五菱	1,168,486	8.2	130,584	119,679	109,798	126,002	140,399	126,322	122,774	11.8	(2.8)
申沃客车	2,630	13.4	201	306	266	310	264	393	220	(17.4)	(44.1)
依维柯红岩	19,709	59.8	1,452	1,569	1,089	1,559	2,339	2,540	1,691	55.3	(33.4)
南京依维柯	113,969	13.3	12,348	11,061	10,128	10,468	14,283	12,957	10,750	6.1	(17.0)
上汽商用车	7,575	53.7	366	548	729	713	796	896	833	14.2	(7.1)
合计	3,792,899	14.8	380,498	363,701	357,580	394,958	445,334	412,512	406,454	13.7	(1.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	434,804	480,980	553,127	597,377	657,114
销售成本	(363,244)	(409,163)	(493,942)	(533,457)	(586,803)
经营费用	(35,523)	(41,304)	(43,511)	(46,482)	(51,123)
息税折旧前利润	28,274	23,784	9,127	10,155	11,171
折旧及摊销	(7,763)	(6,729)	(6,547)	(7,282)	(8,017)
经营利润(息税前利润)	36,037	30,512	15,674	17,438	19,188
净利息收入/(费用)	(29)	126	(162)	21	243
其他收益/(损失)	13,783	16,246	28,350	29,800	32,715
税前利润	42,028	40,156	37,314	39,976	44,129
所得税	(7,039)	(6,628)	(5,597)	(5,996)	(6,619)
少数股东权益	(14,768)	(12,776)	(9,329)	(9,994)	(11,032)
净利润	20,222	20,752	22,389	23,986	26,477
核心净利润	20,277	20,887	22,516	24,083	26,575
每股收益(人民币)	1.834	1.882	2.031	2.175	2.401
核心每股收益(人民币)	1.839	1.894	2.042	2.184	2.410
每股股息(人民币)	0.300	0.600	0.609	0.653	0.653
收入增长(%)	19	11	15	8	10
息税前利润增长(%)	23	(16)	(62)	11	10
息税折旧前利润增长(%)	17	(15)	(49)	11	10
每股收益增长(%)	23	3	8	7	10
核心每股收益增长(%)	24	3	8	7	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	42,028	40,156	37,314	39,976	44,129
折旧与摊销	7,763	6,729	6,547	7,282	8,017
净利息费用	29	(126)	162	(21)	(243)
运营资本变动	(6,844)	3,421	5,717	(3,116)	999
税金	(7,039)	(6,628)	(5,597)	(5,996)	(6,619)
其他经营现金流	(15,728)	(23,961)	(27,735)	(22,414)	(26,085)
经营活动产生的现金流	20,209	19,591	16,409	15,711	20,198
购买固定资产净值	(16,165)	(16,009)	(9,208)	(9,208)	(9,208)
投资减少/增加	(14,907)	(19,325)	16,500	17,490	19,239
其他投资现金流	26,071	18,310	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,002)	(17,023)	7,293	8,283	10,032
净增权益	404	688	0	0	0
净增债务	(2,851)	(1,632)	(1,699)	(1,550)	(4,000)
支付股息	(1,848)	(3,308)	(6,615)	(6,717)	(7,196)
其他融资现金流	(9,520)	(9,628)	(60)	21	243
融资活动产生的现金流	(13,816)	(13,880)	(8,375)	(8,246)	(10,953)
现金变动	1,391	(11,312)	15,326	15,748	19,277
期初现金	70,767	72,159	60,846	76,173	91,920
公司自由现金流	15,207	2,568	23,701	23,994	30,230
权益自由现金流	12,328	1,062	21,840	22,464	26,473

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	72,159	60,846	76,173	91,920	111,197
应收帐款	13,283	19,331	25,286	30,183	33,202
库存	29,257	24,951	31,184	36,313	43,284
其他流动资产	76,535	84,026	86,029	86,029	86,029
流动资产总计	191,233	189,155	218,672	244,446	273,713
固定资产	45,521	32,826	34,493	35,615	36,151
无形资产	44,141	41,905	42,858	43,662	44,316
其他长期资产	37,738	53,318	53,318	53,318	53,318
长期资产总计	127,400	128,048	130,669	132,595	133,785
总资产	318,633	317,203	349,342	377,040	407,497
应付帐款	103,799	82,159	94,138	96,123	100,267
短期债务	32,978	49,749	48,050	46,500	42,500
其他流动负债	25,735	24,443	21,099	21,099	21,099
流动负债总计	162,513	156,352	163,287	163,722	163,865
长期借款	1,863	947	947	947	947
其他长期负债	21,141	14,898	15,000	15,000	15,000
股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
储备	91,337	111,312	127,085	144,354	163,636
股东权益	102,362	122,337	138,111	155,380	174,661
少数股东权益	30,754	22,669	31,998	41,992	53,024
总负债及权益	318,633	317,203	349,342	377,040	407,497
每股帐面价值(人民币)	9.28	11.10	12.53	14.09	15.84
每股有形资产(人民币)	5.28	7.30	8.64	10.13	11.82
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.38)	(0.92)	(2.46)	(4.03)	(6.14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.3	6.3	2.8	2.9	2.9
息税前利润率(%)	6.5	4.9	1.7	1.7	1.7
税前利润率(%)	9.7	8.3	6.7	6.7	6.7
净利率(%)	4.7	4.3	4.0	4.0	4.0
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	982.4	n.a.	56.2	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	7.9	7.7	7.1	6.6	6.0
核心业务市盈率(倍)	7.8	7.6	7.1	6.6	6.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.5	9.2	8.6	8.0	7.3
市净率(倍)	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	7.9	8.1	9.7	10.1	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	5.6	10.5	9.0	7.5
周转率					
存货周转天数	26.7	24.2	20.7	23.1	24.8
应收帐款周转天数	10.6	12.4	14.7	16.9	17.6
应付帐款周转天数	82.7	70.6	58.2	58.1	54.5
回报率					
股息支付率(%)	16.4	31.9	30.0	30.0	27.2
净资产收益率(%)	21.4	18.5	17.2	16.3	16.0
资产收益率(%)	7.8	6.2	2.3	2.4	2.4
已运用资本收益率(%)	17.8	13.1	4.4	4.4	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371