

2013年10月31日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 19.00

上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

Q3 单季净利增速加快，现金股息率达 5%

结论与建议：

上汽集团前三季度净利 YoY+11.6%，其中 Q3 净利 YoY+22%。从销量和营收的变动情况判断 Q3 公司主营车型 ASP 有所上升，带动了毛利率的提高，而大众和通用两大品牌表现依旧稳定。维持全年 500 万辆的预期。

预计公司 2013、14 年 EPS 分别为 2.161 元和 2.439 元，YoY 分别增长 14.83% 和 12.85%。目前 14 年 P/E 为 6 倍，主业稳定、估值低且股息率较高，维持买入投资建议，目标价为 19 元。

公司基本资讯

产业别	交运设备		
A 股价(2013/10/30)	14.42		
上证综指(2013/10/30)	2160.46		
股价 12 个月高/低	18.7/11.99		
总发行股数(百万)	11025.57		
A 股数(百万)	9170.32		
A 市值(亿元)	1589.89		
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)		
每股净值(元)	12.04		
股价/账面净值	1.20		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	4.6	16.2	14.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-08-30	14.88	买入

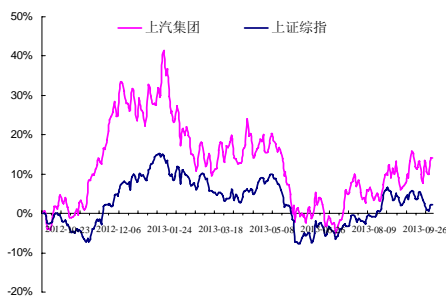
产品组合

整车业务	77.7%
零部件业务	16.9%
劳务及其他	2.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.2%
一般法人	78.3%

股价相对大盘走势



■ **Q3 单季净利润增长提速：**上汽 13 年前三季度实现营收 4216.53 亿元，YoY+19.39%，实现净利润 179.97 亿元，YoY+11.57%，其中 Q3 单季营收和净利润分别为 1407.3 亿元和 114.7 亿元，YoY 分别增长 19.6% 和 22.2%，QoQ 则分别增长 4% 和 24%，主要为单季毛利率和投资收益的环比增长。前三季公司投资收益确认 205 亿元，其中 Q3 确认 68.9 亿元。

■ **Q3 毛利率环比提高：**前三季公司综合毛利率为 11.59%，YoY 下降 5.3 个百分点，为上海通用不再并表所致，Q3 单季为 12.38%，QoQ 提高 1.3 个百分点，从销量和收入的变动情况来看，估计为 ASP 的提高。期内公司三项费用合计支出 374 亿元，YoY+11.6%，其中销售费用 YoY+24%，为成立通用销售公司后并表变化的影响以及销量增长带动。

■ **销量保持平稳较快增势：**13 年前三季，公司累计销售 379.3 万辆，YoY+14.75%，其中上海大众、通用分别贡献 129.5 万辆和 128.28 万辆，YoY 分别增长 22.6% 和 13.7%，仍为中坚；通用五菱销售 116.7 万辆，YoY+8.2%；自主品牌继续表现不错，累计实现 15.6 万辆销售，YoY+15.5%。其中 Q3 单季实现销量 121.9 万辆，YoY+13.7%，QoQ-1.5%。

■ **维持 13 年 500 万辆预期：**目前通用和大众车型结构完善，帕萨特、途观、迈锐宝 13 年改款之后销量稳定，后续还有新赛欧、新明锐、新晶锐、新科鲁兹、凯迪拉克新 CTS、ATS 以及别克新 SUV、VW 新 A+ 级轿车推出，新产能也逐步建设完成并投入使用，预计产销量仍将持续释放。预计 13 年销量达到 500 万辆，YoY+12%。

■ **预计现金分红将逐步增加：**上汽集团近两年来整体经营情况进入了平稳发展的节奏，考虑行业布局和产能投放目前已基本稳定，巨大的资本性开支有所减少，集团有意识地通过现金分红回馈股东。10~12 年，集团现金红利分别达到了每股 0.2、0.3 和 0.6 元（含税），最新的股息率接近 5%。我们认为随着公司盈利平稳增长，未来现金分红将继续增加

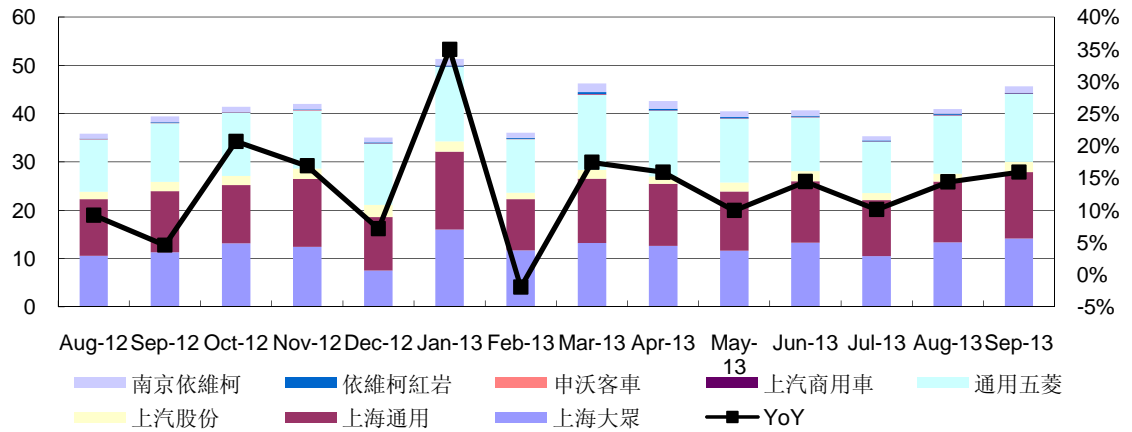
■ **盈利预期：**预计公司 2013、14 年营收将分别达到 5480.03 亿元和 6131.64 亿元，YoY 别增长 13.93% 和 11.89%；实现净利润分别为 238.29 亿元和 268.93 亿元，YoY 分别增长 14.83% 和 12.85%；EPS 分别为 2.161 元和 2.439 元。目前 14 年 P/E 为 6 倍，主业稳定、估值低且股息率较高，维持买入投资建议，目标价为 19 元。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	16390	20222	20752	23829	26893
同比增减	%	148.63%	23.38%	2.62%	14.83%	12.85%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.773	1.834	1.882	2.161	2.439
同比增减	%	76.23%	3.43%	2.62%	14.83%	12.85%
A 股市盈率(P/E)	X	7.77	7.86	7.66	6.67	5.91
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.300	0.600	0.680	0.748
股息率(Yield)	%	1.45%	2.08%	4.16%	4.72%	5.19%

图表一：上海汽车月度销量及 YoY

(单位：万辆)



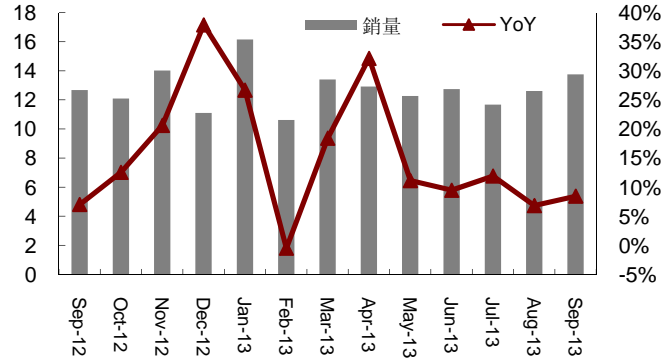
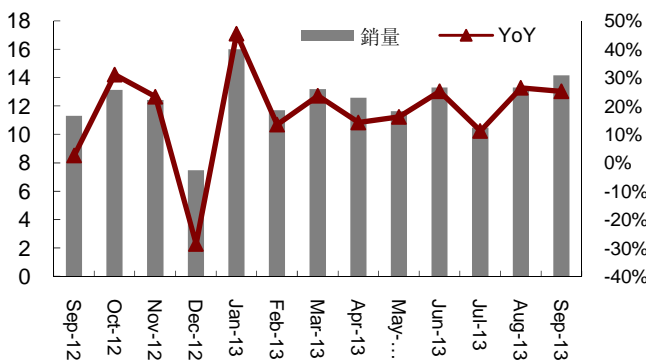
资料来源：公司公告，群益证券

图表二：上海大众月度销量及 YoY

(单位：万辆)

图表三：上海通用月度销量及 YoY

(单位：万辆)



资料来源：公司公告，群益证券

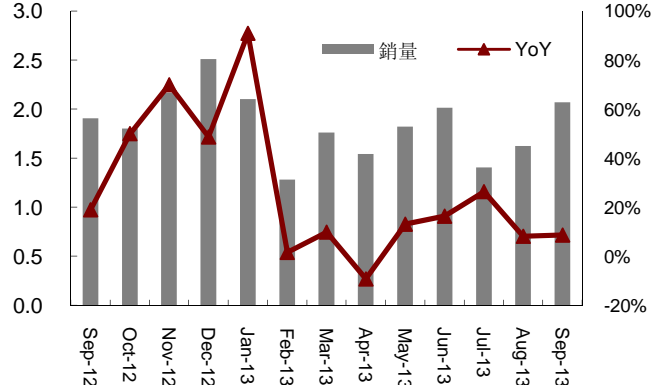
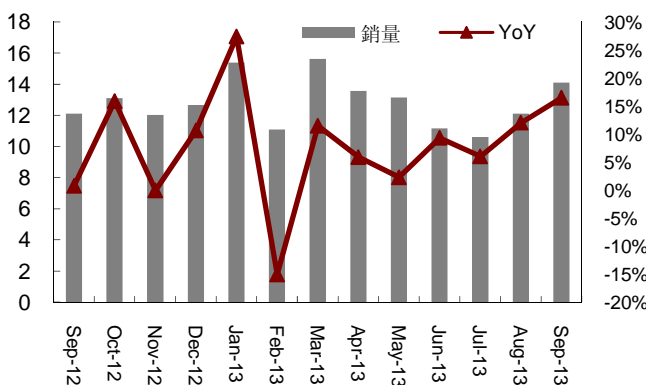
资料来源：公司公告，群益证券

图表四：上汽通用五菱月度销量及 YoY

(单位：万辆)

图表五：上汽自主品牌月度销量及 YoY

(单位：万辆)



资料来源：公司公告，群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	365724	434804	480980	548003	613164
经营成本	295434	352189	401188	482510	539017
营业税金及附加	8434	11054	7975	3014	3679
销售费用	21929	22851	27208	30172	32648
管理费用	15236	19116	18535	18358	20234
财务费用	456	43	-115	329	920
资产减值损失	1956	994	2297	2000	1800
投资收益	10770	13452	15429	27413	29245
营业利润	33362	41697	39340	39035	44131
营业外收入	619	685	1097	1200	1300
营业外支出	818	355	280	300	330
利润总额	33164	42028	40156	39935	45101
所得税	4631	7039	6628	5990	6765
少数股东损益	12143	14768	12776	10116	11443
归属于母公司所有者的净利润	16390	20222	20752	23829	26893

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	70767	72159	60846	74745	87257
应收帐款	41334	52120	40371	46830	47766
存货	23870	29257	24951	25699	27755
流动资产合计	175947	191233	189155	198612	204571
长期投资净额	26355	31253	45483	55489	58264
固定资产合计	34403	36692	24792	25288	25794
在建工程	5613	8830	8034	7793	7014
无形资产	7216	8192	5527	5897	6015
资产总计	285045	318603	317203	329438	337420
流动负债合计	148932	162513	156352	171987	163388
长期负债合计	22599	23004	15845	19014	19584
负债合计	171532	185517	172197	167031	162020
少数股东权益	26598	30754	22669	25843	27910
股东权益合计	113513	133116	145006	162407	175400
负债和股东权益总计	285045	318633	317203	329438	337420

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	29353	20209	19592	18612	20473
投资活动产生的现金流量净额	-8477	-5002	-17023	13619	8171
筹资活动产生的现金流量净额	7669	-16126	-15277	-18333	-16133
现金及现金等价物净增加额	28546	-918	-12709	13898	12512

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。