



公司最新消息

上汽集团 (600104.SS)

买入

证券研究报告

子公司华域汽车盈利贡献上升，上调盈利预测和目标价格；买入

最新事件

我们将华域汽车（600741.SS，中性）的2013-2016年每股盈利预测上调2%/19%/22%/24%以反映延锋伟世通50%股权收购的盈利增厚。鉴于上汽集团持有华域汽车60%的股权，我们因此将上汽集团的2013-2016年每股盈利预测上调1%/4%/5%/5%至人民币2.08/2.21/2.33/2.39元，以反映华域汽车盈利贡献的上升。

潜在影响

我们对上汽集团的基本看法不变：

- 1) 自2010年以来上汽集团一直占据着中国乘用车市场的最大份额（20%以上）；
- 2) 当前，公司分别与大众汽车和通用汽车合资的上海大众和上海通用凭借产品定位和盈利能力在同行业所有合资企业中占据有利地位；以及
- 3) 我们预计上汽集团将继续实现稳健的回报；其2014年预期净资产回报率为16.6%，在我们研究范围内位于第二个四分位。

估值

我们将基于市净率-净资产回报率的12个月目标价格上调至人民币18.00元（原为17.17元）以反映盈利预测的上调。新的目标价格隐含38%的上行空间。我们基于公司稳健的盈利和具吸引力的估值维持对该股的买入评级。该股当前股价对应5.9倍/0.9倍的2014年预期市盈率/市净率，而我们覆盖范围内的A股均值（不含一汽轿车）为8.4倍/1.7倍。

主要风险

销量/利润率低于预期；价格下滑幅度高于预期；部分一/二线城市潜在的限购措施。

所属投资名单

亚太买入名单

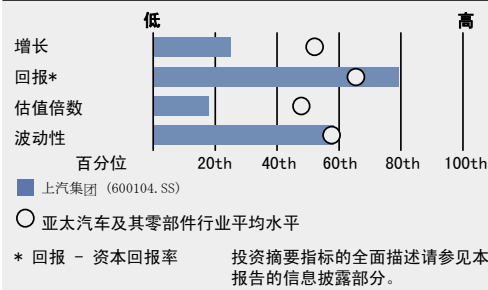
行业评级：中性

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

丁好倩 (研究助理)
+86(10)6627-3327 duqian.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。

投资摘要

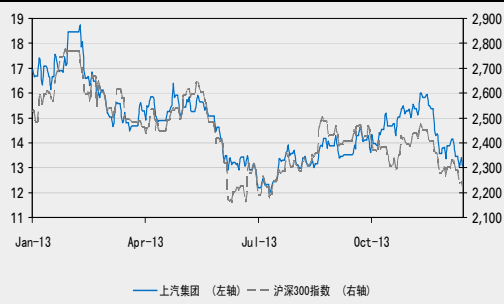


主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	13.06
12个月目标价格 (Rmb)	18.00
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	111,223.4 / 18,380.4
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb) 新	1.88	2.08	2.21	2.33
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	0.9	4.4	4.8
每股盈利增长 (%)	2.6	10.6	6.2	5.2
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	1.88	2.08	2.21	2.33
市盈率 (X)	7.5	6.3	5.9	5.6
市净率 (X)	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (X)	4.8	8.8	8.6	8.4
股息收益率 (%)	4.2	4.8	5.1	5.3
净资产回报率 (%)	18.5	17.6	16.6	15.6
CROCI (%)	40.2	31.3	25.8	23.9

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(6.0)	(0.8)	(22.9)
相对于沪深300指数	3.7	(3.5)	(12.3)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为1/09/2014收盘价)

图表1: 我们将上汽集团的 2013-2016 年每股盈利预测上调 1%/4%/5%/5%以反映华域汽车的盈利贡献上升 (上汽集团持有华域汽车 60%的股权)

(Rmb mn)	2013E			2014E			2015E			2016E		
	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.
Revenue	564,705	561,398	1%	616,103	610,866	1%	679,563	673,586	1%	737,503	731,022	1%
Gross profit (excl. D&A)	63,752	63,324	1%	69,815	68,986	1%	77,028	75,916	1%	82,315	81,065	2%
EBIT	12,173	12,027	1%	12,550	12,177	3%	13,074	12,495	5%	11,810	11,152	6%
Pretax profit	39,646	39,204	1%	41,155	40,503	2%	43,221	42,382	2%	44,601	43,668	2%
Reported net profit	22,951	22,742	1%	24,384	23,365	4%	25,656	24,479	5%	26,324	25,047	5%
Reported EPS (Rmb)	2.08	2.06	1%	2.21	2.12	4%	2.33	2.22	5%	2.39	2.27	5%

资料来源: 高华证券研究

我们，杨一朋、丁好倩，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、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。



