

2014年03月28日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 16.50

公司基本资讯

产业别	汽车		
A 股价(2014/3/27)	12.81		
上证综指(2014/3/27)	2046.59		
股价 12 个月高/低	16.39/11.99		
总发行股数(百万)	11025.57		
A 股数(百万)	9242.42		
A 市值(亿元)	1412.38		
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)		
每股净值(元)	12.49		
股价/账面净值	1.03		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.3	-8.4	-14.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-10-31	14.42	买入

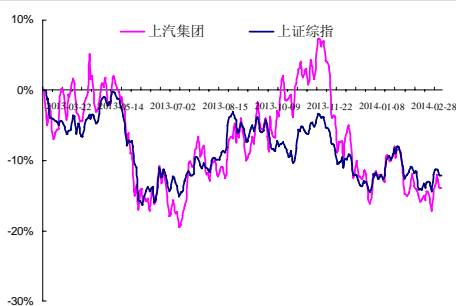
产品组合

整车业务	76.79%
零部件业务	19.15%
劳务及其他	2.44%

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



上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

现金分红再创新高，股息率 9.4%

结论与建议：

上汽集团 13 年净利润增长 19.5%，每股派现高达 1.2 元，现金股息率接近 10%，超出我们的预期。基本面方面，大众和通用强势且稳定，自主品牌增势也有改善的趋势，预计 14 年销量达 577 万辆，配合高的股息率，投资价值彰显。

预计公司 2014、15 年 EPS 分别为 2.680 元和 3.088 元，YoY 分别增长 19.13%和 15.21%；目前 14 年 P/E 为 5 倍，主业稳定、估值低且股息率高，维持买入投资建议，目标价为 16.5 元（14 年 6x）

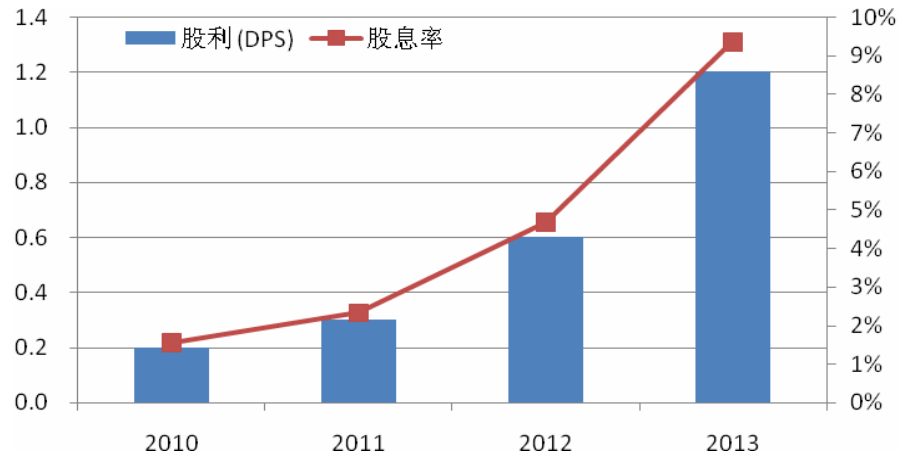
- **13 年净利增 19.5%，10 派 12 超预期：**上汽集团 2013 年实现营业收入 5658.07 亿元，YoY+17.64%，净利润 248.04 亿元，YoY+19.53%，EPS 为 2.250 元。其中 Q4 净利润实现 68.06 亿元，QoQ+4.2%，YoY+47.28%，除主营业务增长较快外，所得税及少数股东权益增长较少。公司拟每 10 股派现金红利 12 元，按 27 日收盘价计算，股息率高达 9.4%，好于预期。
- **Q3 毛利率环比提高：**前三季公司综合毛利率为 11.59%，YoY 下降 5.3 个百分点，为上海通用不再并表所致，Q3 单季为 12.38%，QoQ 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。
- **毛利率因并表范围再变而下降：**全年综合毛利率为 13.1%，YoY 下降 3.5 个百分点，主要为通用中国回购了 1%上海通用股权，导致并表范围变化，原本毛利率较高的上海通用不再并表营收。全年公司三项经营费用支出 528.2 亿元，YoY+15.8%，主要为销售费用的增长；因变速器双离合项目整体搬迁等事宜，期内集团资产减值损失计提 31.1 亿元，YoY+35.6%，为固定资产及无形资产减值损失；业外收入 20.6 亿元，YoY+87.6%，为土地拆迁补偿、非流动资产处置收益；业外支出 7.4 亿元，YoY+165%，为动拆迁支出。
- **预计 14 年销售 577 万辆：**YoY+13%，2013 年集团完成销售 510.6 万辆，YoY+13.7%，除了大众通用的持续稳定增长外，上汽自主品牌 13 年也实现了 15%的增长。14 年 1、2 月完成 102.2 万辆，YoY+17%，依旧强于行业平均水平。14 年日系车的复苏或许会给集团两大合资品牌造成一定的压力，但德系和美系的客户群体相对稳定，增长将不是问题。加之集团 14 年计划推出 3 款 SUV（通用两款，MG1 款），一款大众 A+级轿车，全新科鲁兹等。
- **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。11~13 年，集团现金红利分别达到了每股 0.3、0.6 元和 1.2 元（含税），最新的股息率超过 9%。我们认为随着公司盈利平稳增长，未来现金分红将继续维持在高位。
- **盈利预期：**预计公司 2014、15 年营收将分别达到 6421.29 亿元和 7193.01 亿元，YoY 别增长 13.49%和 12.02%；实现净利润分别为 295.48 亿元和 340.44 亿元，YoY 分别增长 19.13%和 15.21%；EPS 分别为 2.680 元和 3.088 元。目前 14 年 P/E 为 5 倍，主业稳定、估值低且股息率高，维持买入投资建议，目标价为 16.5 元（14 年 6x）

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB百万元	20222	20752	24804	29548	34044
同比增减	%	23.38%	2.62%	19.53%	19.13%	15.21%
每股盈余(EPS)	RMB元	1.834	1.882	2.250	2.680	3.088
同比增减	%	3.43%	2.62%	19.53%	19.13%	15.21%
A股市盈率(P/E)	X	6.98	6.81	5.69	4.78	4.15
股利(DPS)	RMB元	0.300	0.600	1.200	0.900	1.000
股息率(Yield)	%	2.34%	4.68%	9.37%	7.03%	7.81%

图表一： 上汽现金分红及股息率

单位：元/股，%



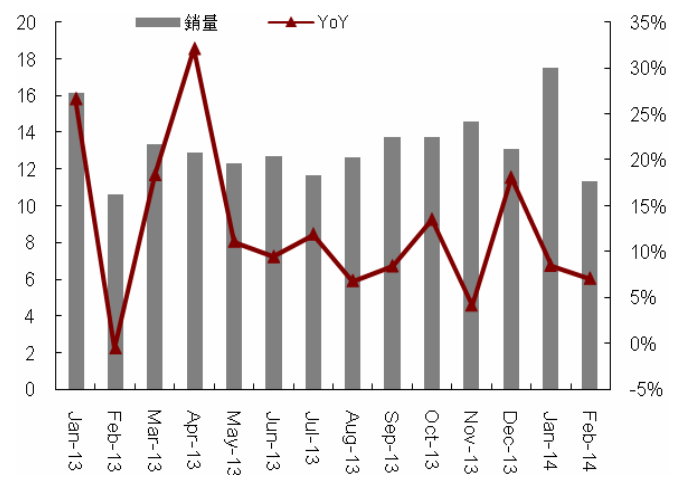
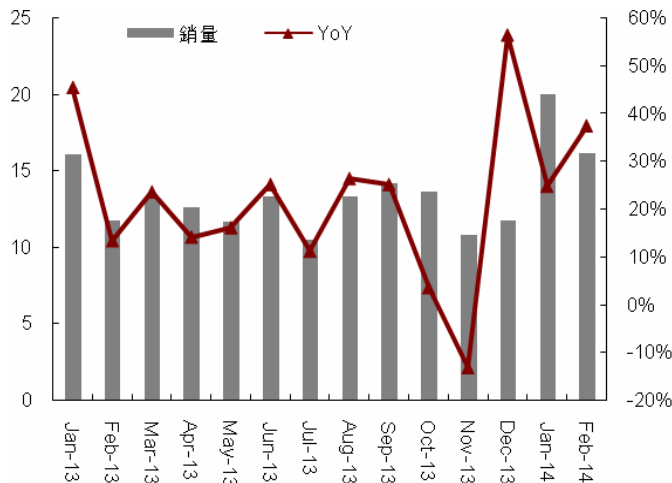
资料来源：公司公告，群益证券（收盘价为 2014/03/27）

图表二： 上海大众月度销量及 YoY： （单位：万辆）

（单位：万辆）

图表三： 上海通用月度销量及 YoY： （单位：万辆）

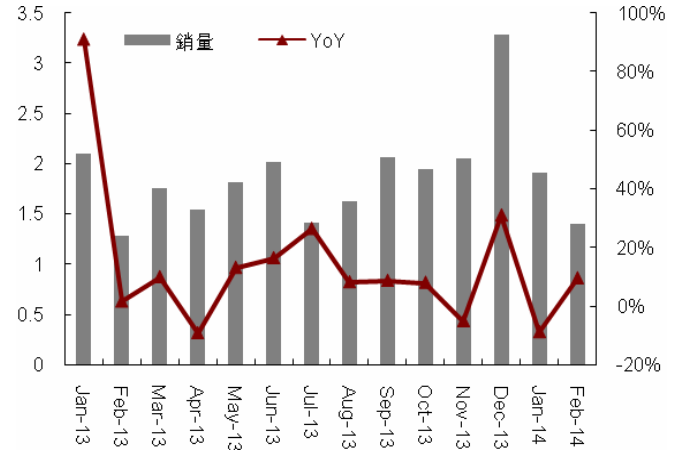
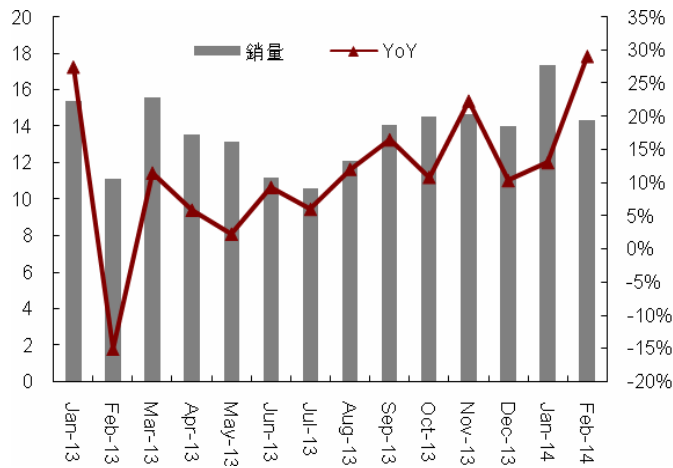
（单位：万辆）



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	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	434804	480980	565807	642129	719301
经营成本	352189	401188	491712	556403	622324
营业税金及附加	11054	7975	3439	3981	4460
销售费用	22851	27208	34731	39943	44314
管理费用	19116	18535	18345	20869	23233
财务费用	43	-115	-255	-128	72
资产减值损失	994	2297	3114	2400	2300
投资收益	13452	15429	25456	29964	33399
营业利润	41697	39340	40179	48626	55997
营业外收入	685	1097	2058	1450	1500
营业外支出	355	280	744	350	370
利润总额	42028	40156	41493	49726	57127
所得税	7039	6628	5909	7210	8283
少数股东损益	14768	12776	10780	12967	14800
归属于母公司所有者的净利润	20222	20752	24804	29548	34044

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	72159	60846	89098	84342	108482
应收帐款	52120	40371	48483	54786	59169
存货	29257	24951	30915	34006	34176
流动资产合计	191233	189155	232184	239150	251108
长期投资净额	31253	45483	56543	59370	62339
固定资产合计	36692	24792	27516	28066	28627
在建工程	8830	8034	10615	9553	8598
无形资产	8192	5527	5626	5738	5853
资产总计	318603	317203	373641	380222	388029
流动负债合计	162513	156352	186340	177023	168172
长期负债合计	23004	15845	25569	26336	27126
负债合计	185517	172197	211909	205551	199385
少数股东权益	30754	22669	23975	25893	27964
股东权益合计	133116	145006	161732	174671	188644
负债和股东权益总计	318633	317203	373641	380222	388029

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	20209	19592	20603	22663	24929
投资活动产生的现金流量净额	-5002	-17023	22710	-13619	11355
筹资活动产生的现金流量净额	-16126	-15277	-15682	-13800	-12144
现金及现金等价物净增加额	-918	-12709	27630	-4756	24140

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口, 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。