

上汽集团 (600104.SH)

轿车行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

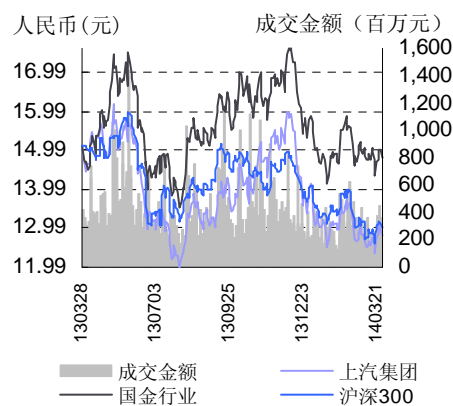
市价(人民币): 13.88元

业绩超预期, 蓝筹价值典范

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	9,242.42
总市值(百万元)	1,412.38
年内股价最高最低(元)	16.19/11.99
沪深 300 指数	2151.97
上证指数	2041.71



相关报告

1. 《业绩超预期, 估值仍有提升空间》, 2013.10.31
2. 《业绩增长平稳, 估值仍有修复空间》, 2013.8.29
3. 《业绩平稳估值低, 行业中流砥柱》, 2013.3.29

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.880	2.250	2.414	2.628	2.843
每股净资产(元)	13.38	15.58	17.59	19.80	22.17
每股经营性现金流(元)	1.78	1.87	2.19	2.03	2.13
市盈率(倍)	7.38	6.17	5.75	5.28	4.88
行业优化市盈率(倍)	6.21	10.14	9.69	9.69	9.69
净利润增长率(%)	2.62%	19.68%	7.29%	8.86%	8.18%
净资产收益率(%)	12.75%	13.42%	13.73%	13.28%	12.82%
总股本(百万股)	11,025.57	11,025.57	11,025.57	11,025.57	11,025.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 13 年实现营收 5658.1 亿元, 同比增长 18.3%; 实现归属母公司净利润 248.0 亿元, 同比增长 19.5%, 扣非后净利润增长 10.3%。摊薄后 EPS 为 2.25 元, 业绩超出市场预期。

经营分析

- **业绩超预期, 非经常性损益大幅增加是主因:** 公司 13 年归母净利润增长 19.5%, 业绩增长较快主要是非经常性损益增加较大所致。非经常性损益一方面主要来自于公司出售通用汽车约 1% 的股份确认的投资收益约 8 亿元, 另一方面则是计入当期损益的政府补助达 14 亿元(其中约 5 亿元来自土地补偿款)。扣除这两部分收益后, 公司实际净利润约 226 亿元, 同比增长约 13.7%, 与公司约 14% 的销量增速基本一致。
- **大众轿车和 SUV 增长均较为强劲:** 2013 年, 上海大众销量达 152.5 万辆, 增长 19%, 其中轿车增速达 20%, SUV 增速为 18%, 均略低于狭义乘用车行业整体增速的 23% (可能是 13 年底有部分销量平移至 14 年初), 增量主要来自朗逸、桑塔纳和途观以及新车型昕锐和朗行。其中, 朗逸销量仍然突出, 增速高达 52%, 目前月均销量约 3.5 万辆, 仍然领跑目前 A 级轿车市场; 桑塔纳 13 年同比增长 20%, 目前月均销量约 3.2 万辆; SUV 途观累计增速为 15%, 目前月均销量约 2 万辆。去年的新车型昕锐和朗行 13 年分别净增约 6 万辆和 3.6 万辆, 月销分别约 7000 和 1 万辆; 另一款新车型 SUV 野帝目前月销约 2000 辆。
- **通用总体增长较为稳健, 销量结构则继续改善:** 上海通用 13 年总销量为 157.5 万辆, 增速为 13%, 轿车增速较为平稳 (+8%), 增量主要来自于 SUV (+235%)。分车型来看, 凯迪拉克受益于 XTS 的推出增长强劲, 增速达 187%, 英朗增速为 18%, 君越、君威和科鲁兹销量均较平稳。SUV 昂科拉和科帕奇今年销量表现均较为强劲, 累计总销量约 10 万辆。而且, 通用销量结构也仍在改善。13 年 B 级车和 SUV 占比为 25.5%, 相比前三季度又提升 0.3 个百分点。

- **自主乘用车增速低于行业整体，今年增速可能仍较平稳：**2013 年上汽自主乘用车同比增长 14%，低于狭义乘用车行业增速的 23%。其中，轿车增速为 13%，SUV 增速为 35%。分车型来看，荣威 350 同比增速达 56%，月均销量接近 1 万辆。荣威其他轿车车型销量均有所下滑，MG 系列均较平稳。荣威 W5 月销基本稳定在 1000 台左右。我们认为，今年轿车预计仍然平稳，SUV 后续销量仍将有一定提升，自主乘用车今年总体增速可能仍较平稳。
- **通用五菱微车份额进一步提升：**通用五菱 13 年总销量约 160 万辆，增长 10%。乘用车增速为 8%，其中轿车下滑 9%，交叉型（微客）增长 9%；商用车（微货）增速较快，达 29%。13 年微车整体销量约 150 万辆，市场份额达 53.3%，相比 12 年提升 5 个百分点，相比 13 年前三季度提升 0.4 个百分点，行业龙头地位进一步稳固（可比口径）。
- **积极布局新能源汽车、汽车电子等新兴领域：**2013 年，公司在新能源汽车领域取得新突破，公司目前已拥有 E50 纯电动和荣威 550 插电式混合动力两款量产车型，基于荣威 750 平台开发的燃料电池车型预计明年可小规模投放市场。此外，上汽还将每年投入 3 亿元用于前瞻性研究，主要集中于节能与新能源动力系统、整车集成与轻量化、汽车电子及互联网三大领域。（<http://auto.sina.com.cn/news/2014-03-27/11311282696.shtml>）
- **大众、通用未来两年产品密集投放，仍有望保持平稳增长：**展望未来，斯柯达次新车型 SUV 野帝今年仍将贡献较多增量，Polo 也有望于今年进行换代，加上大众品牌如日中天的强大竞争力，预计上海大众今年仍可保持较快增长。上海通用方面，凯迪拉克 ATS 已于 13 年 11 月以进口方式在国内上市，预计今年将实现国产，而且今年年底通用将推出紧凑型 SUV，双君也有望于 15 年换代，预计 15 年开始通用将重新进入快速增长轨道。因此，在大众、通用未来加快推出新车型的推动下，加上自主乘用车增长平稳，通用五菱龙头地位继续稳固，上汽未来两年仍有望保持平稳增长。
- **现金分红比例高，凸显蓝筹公司价值典范：**此外，公司 13 年每 10 股派送现金红利 12 元（含税），最近三年以现金方式累计分红总金额超过 231 亿元。这一现金分红比例和分红金额在上市公司中是相当高的，表明公司具有极强的盈利能力和非常良好的现金流，这正是蓝筹公司的体现。我们认为，投资于上汽这类蓝筹公司能够获得良好的投资回报。

盈利预测

- 我们小幅上调公司盈利预测，预计 14-16 年实现归属母公司净利润分别为 266、290 和 313 亿元，同比增长 7.3%、8.9%和 8.2%；对应 EPS 分别为 2.41、2.63 和 2.84 元。

投资建议

- 我们认为，上汽是蓝筹价值典范，公司极高的现金分红比例也凸显了公司具有良好的投资回报能力，公司具备明显的中长期投资价值。当前上汽估值对应 14 年不足 6 倍 PE，明显低估。作为业绩增长稳健的汽车行业龙头且估值明显偏低，我们认为公司估值有望向上修复，维持公司“增持”评级，建议积极买入！

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	433,095	478,433	563,346	641,200	717,473	790,426	货币资金	72,159	60,846	89,098	135,930	181,676	229,924
增长率		10.5%	17.7%	13.8%	11.9%	10.2%	应收款项	53,432	44,274	50,977	58,411	65,359	72,005
主营业务成本	-351,870	-400,564	-490,988	-555,918	-620,724	-682,404	存货	29,257	24,951	30,915	30,461	34,012	37,392
%销售收入	81.2%	83.7%	87.2%	86.7%	86.5%	86.3%	其他流动资产	36,385	59,083	61,049	57,814	62,054	66,138
毛利	81,225	77,869	72,357	85,282	96,749	108,022	流动资产	191,233	189,155	232,038	282,616	343,101	405,459
%销售收入	18.8%	16.3%	12.8%	13.3%	13.5%	13.7%	%总资产	61.0%	60.9%	63.6%	68.8%	73.4%	77.0%
营业税金及附加	-11,054	-7,975	-3,439	-4,488	-5,022	-6,323	长期投资	49,636	70,502	74,910	74,910	74,910	74,910
%销售收入	2.6%	1.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	固定资产	45,521	32,826	38,131	34,843	30,703	27,133
营业费用	-22,851	-27,208	-34,731	-38,472	-43,766	-48,611	%总资产	14.5%	10.6%	10.4%	8.5%	6.6%	5.2%
%销售收入	5.3%	5.7%	6.2%	6.0%	6.1%	6.2%	无形资产	10,263	7,117	6,632	5,073	4,575	4,127
管理费用	-19,116	-18,535	-18,345	-21,801	-25,112	-28,455	非流动资产	122,409	121,452	132,870	128,426	124,388	120,971
%销售收入	4.4%	3.9%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	%总资产	39.0%	39.1%	36.4%	31.2%	26.6%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	28,204	24,151	15,843	20,521	22,850	24,632	资产总计	313,642	310,606	364,909	411,042	467,489	526,430
%销售收入	6.5%	5.0%	2.8%	3.2%	3.2%	3.1%	短期借款	11,550	17,941	11,230	6,000	6,200	6,500
财务费用	-57	104	250	288	519	692	应付款项	113,515	95,548	121,163	129,351	144,585	159,103
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	14,859	11,055	11,175	19,689	22,202	24,651
资产减值损失	-994	-2,297	-3,114	-3,200	-4,200	-4,800	流动负债	139,923	124,543	143,568	155,040	172,988	190,254
公允价值变动收益	-326	7	-3	0	0	0	长期贷款	1,863	947	2,430	2,430	2,430	2,431
投资收益	13,452	15,429	25,456	26,658	29,467	32,636	其他长期负债	21,141	14,898	23,139	23,834	24,934	26,034
%税前利润	33.1%	40.4%	64.0%	58.9%	59.6%	60.7%	负债	162,927	140,388	169,137	181,305	200,352	218,719
营业利润	40,280	37,395	38,432	44,267	48,636	53,160	普通股股东权益	119,961	147,549	171,797	193,904	218,260	244,484
营业利润率	9.3%	7.8%	6.8%	6.9%	6.8%	6.7%	少数股东权益	30,754	22,669	23,975	35,833	48,877	63,226
营业外收支	331	817	1,314	1,000	800	600	负债股东权益合计	313,642	310,606	364,909	411,042	467,489	526,430
税前利润	40,611	38,211	39,746	45,267	49,436	53,760	比率分析						
利润率	9.4%	8.0%	7.1%	7.1%	6.9%	6.8%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-7,039	-6,628	-5,909	-6,790	-7,415	-8,064	每股指标						
所得税率	17.3%	17.3%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.830	1.880	2.250	2.414	2.628	2.843
净利润	33,572	31,583	33,837	38,477	42,020	45,696	每股净资产	10.880	13.382	15.582	17.587	19.796	22.174
少数股东损益	14,768	12,776	10,780	11,858	13,044	14,349	每股经营现金净流	1.833	1.777	1.869	2.190	2.029	2.132
归属于母公司的净利润	18,805	18,807	23,057	26,619	28,976	31,347	每股股利	0.300	0.600	0.000	0.700	0.800	0.900
净利率	4.3%	3.9%	4.1%	4.2%	4.0%	4.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.68%	12.75%	13.42%	13.73%	13.28%	12.82%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.00%	6.05%	6.32%	6.48%	6.20%	5.95%
净利润	34,990	33,528	35,584	38,477	42,020	45,696	投入资本收益率	13.64%	10.50%	6.30%	7.18%	6.92%	6.51%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	8,641	8,910	8,064	7,950	8,948	9,528	主营业务收入增长率	38.60%	10.47%	17.75%	13.82%	11.90%	10.17%
非经营收益	-13,484	-18,333	-27,709	-27,595	-30,499	-33,468	EBIT增长率	41.79%	-14.37%	-34.40%	29.53%	11.35%	7.80%
营运资金变动	-12,331	-464	4,687	5,312	1,906	1,754	净利润增长率	23.38%	2.62%	19.68%	7.29%	8.86%	8.18%
经营活动现金净流	17,816	23,640	20,625	24,145	22,375	23,510	总资产增长率	39.88%	-0.97%	17.48%	12.64%	13.73%	12.61%
资本开支	-14,946	-15,285	-15,244	1,001	590	-210	资产管理能力						
投资	902	-14,081	12,814	0	0	0	应收账款周转天数	6.5	10.5	11.2	12.0	12.0	12.0
其他	9,028	12,343	25,140	26,658	29,467	32,636	存货周转天数	24.6	24.7	20.8	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-5,016	-17,023	22,710	27,659	30,057	32,426	应付账款周转天数	65.6	55.1	40.5	40.0	40.0	40.0
股权募资	404	688	595	0	0	0	固定资产周转天数	30.9	18.9	17.8	13.7	10.1	7.4
债权募资	-2,851	-1,632	-2,432	-4,571	1,200	1,301	偿债能力						
其他	-13,793	-14,353	-13,995	-400	-7,886	-8,989	净负债/股东权益	-35.65%	-24.68%	-36.58%	-53.84%	-63.35%	-70.58%
筹资活动现金净流	-16,240	-15,297	-15,832	-4,971	-6,686	-7,688	EBIT利息保障倍数	496.8	-232.0	-63.3	-71.2	-44.0	-35.6
现金净流量	-3,440	-8,680	27,503	46,833	45,745	48,249	资产负债率	51.95%	45.20%	46.35%	44.11%	42.86%	41.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	6	16	43
增持	1	1	1	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.25	1.20	1.13	1.13

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-29	增持	13.90	N/A
2 2012-05-01	增持	14.97	N/A
3 2012-08-29	增持	11.83	N/A
4 2012-10-31	增持	13.00	N/A

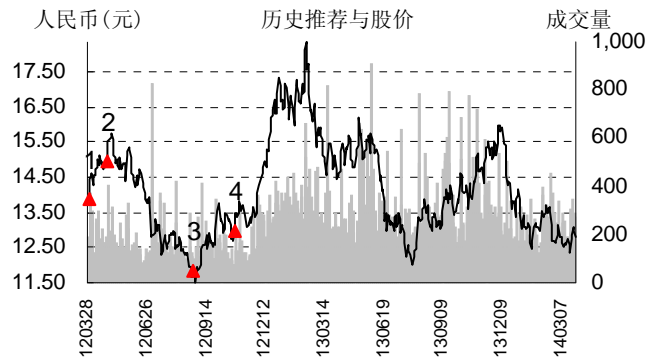
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD