

2014年04月30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(2014/4/29)	14.50
上证综指(2014/4/29)	2020.34
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)	1598.71
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)
每股净值(元)	13.08
股价/账面净值	1.11
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.7 11.7 2.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-03-28	12.81	买入

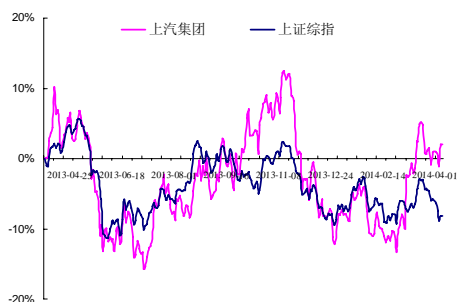
产品组合

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	5.1%
一般法人	78.3%

股价相对大盘走势



上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

一季度持续稳定增长，具长期投资价值

结论与建议：

上汽集团 Q1 继续保持稳定的特色，净利润 YoY+12.6%，销量 YoY+14.2%。大众通用贡献之投资收益也十分稳定。集团 14 年推出新车仍以大众和通用品牌为主，不过荣威 550 插电版新能源车也为公司赚足了眼球。预计 14 年销量 565 万辆，YoY+11%。

预计公司 2014、15 年 EPS 分别为 2.615 元和 3.019 元，YoY 分别增长 16.22%和 15.46%。目前 14 年 P/E 为 5.6 倍，主业稳定、估值低且股息率高达 8.28%，维持买入投资建议，目标价为 16.5 元。

■ **14 年一季度净利增 12.6%，投资收益增长较缓：**上汽集团 2014 年一季度实现营业收入 1684.11 亿元，YoY+15.95%，净利润 69.80 亿元，YoY+12.61%，EPS 为 0.633 元，继续保持平稳的增势。主营收入中，除了自主品牌和通用五菱增长理想外，利息收入 YoY+50%至 8.3 亿元，增长快速，上汽汽车金融业务处在快速成长的通道中。投资收益确认 70.5 亿元，YoY+0.55%，低于预期。

■ **毛利率稳中有升，销售费用增长较快：**Q1 综合毛利率为 11.95%，YoY 提高 0.6 个百分点。期内销售费用 92.25 亿元，YoY+30.4%，预计为荣威 550 等新车上市广告宣传费用增长较快；管理费用增长 8.3%至 48.1 亿元，较为平稳。

■ **预计 14 年销售 565 万辆：**YoY+11%，14 年 Q1 上汽集团累计销量达到 152.33 万辆，YoY+14.21%，其中大众增长 25.3%，通用增长 7.7%，通用五菱增长 15%。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，全新科鲁兹等新车，未来随着大众和通用产能放开，产销量有望再上一层楼。

■ **现金股息率仍在 8%以上：**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 8%。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。

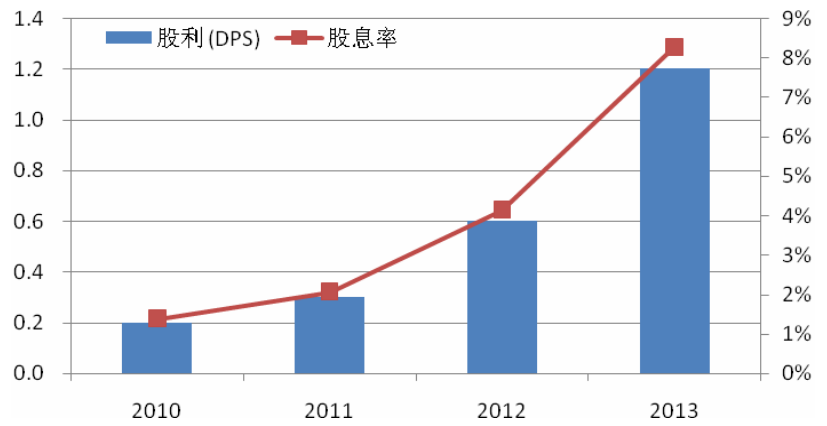
■ **盈利预期：**预计公司 2014、15 年营收将分别达到 6421.29 亿元和 7193.01 亿元，YoY 别增长 13.49%和 12.02%；实现净利润分别为 288.27 亿元和 332.84 亿元，YoY 分别增长 16.22%和 15.46%；EPS 分别为 2.615 元和 3.019 元。目前 14 年 P/E 为 5.6 倍，主业稳定、估值低且股息率高达 8.28%，维持买入投资建议，目标价为 16.5 元。

..... 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	28827	33284
同比增减	%	23.38%	2.62%	19.53%	16.22%	15.46%
每股盈余(EPS)	RMB元	1.834	1.882	2.250	2.615	3.019
同比增减	%	3.43%	2.62%	19.53%	16.22%	15.46%
A 股市盈率(P/E)	X	7.91	7.70	6.45	5.55	4.80
股利(DPS)	RMB元	0.300	0.600	1.200	0.900	1.000
股息率(Yield)	%	2.07%	4.14%	8.28%	6.21%	6.90%

图表一：上汽现金分红及股息率

单位：元/股，%



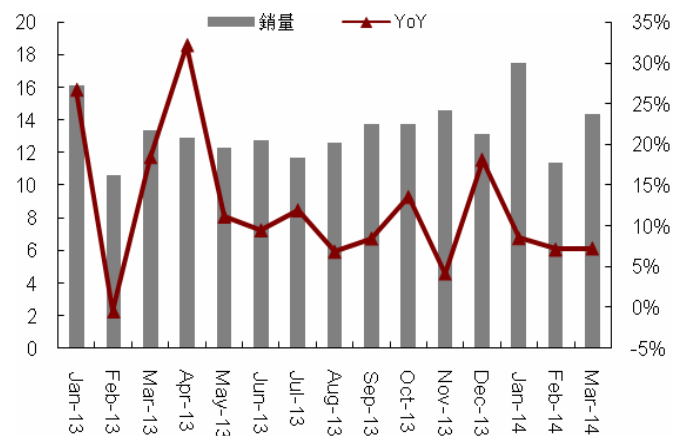
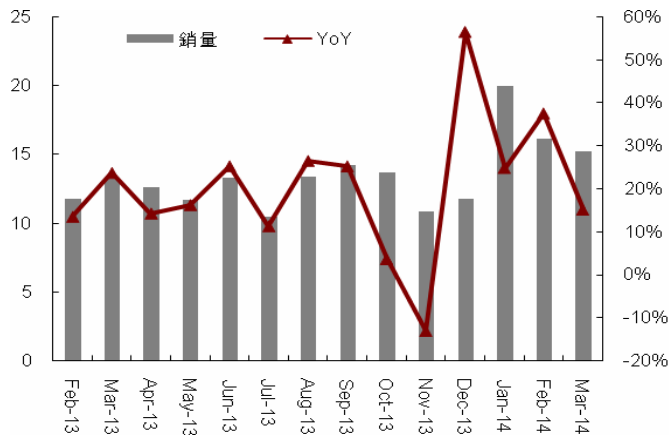
资料来源：公司公告，群益证券（收盘价为 2014/04/29）

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

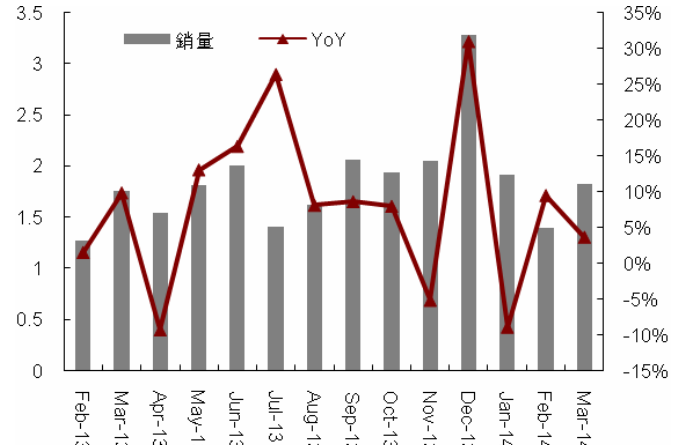
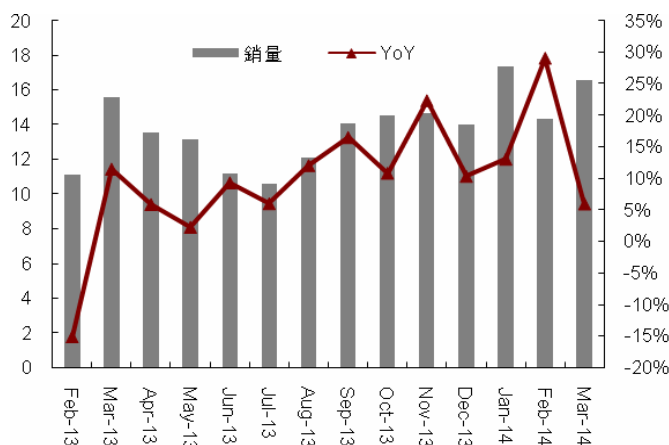
资料来源：公司公告，群益证券

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	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	3724	4172
销售费用	22851	27208	34731	37823	42299
管理费用	19116	18535	18345	20805	23233
财务费用	43	-115	-255	642	719
资产减值损失	994	2297	3114	2400	2300
投资收益	13452	15429	25456	28602	32387
营业利润	41697	39340	40179	48933	56639
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	50033	57769
所得税	7039	6628	5909	8255	9532
少数股东损益	14768	12776	10780	12951	14954
归属于母公司所有者的净利润	20222	20752	24804	28827	33284

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 and 意见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。