

2014年06月18日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 18.00

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2014/6/17)	15.47
上证综指(2014/6/17)	2066.70
股价 12 个月高/低	15.99/11.99
总发行股数(百万)	11025.57
A 股数(百万)	9242.42
A 市值(亿元)	1705.66
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	1.18
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	8.2 20.1 14.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-04-30	14.50	买入

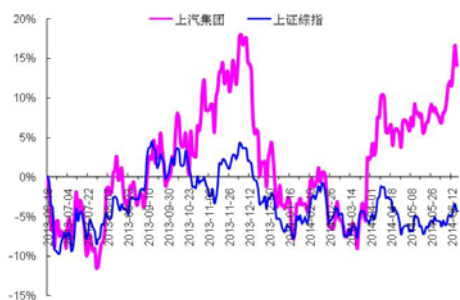
产品组合

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



上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

大众、通用 14 年迎来更新潮

结论与建议:

上汽集团前 5 月累计销量达到 243.90 万辆, YoY+13.04%, 大众、通用合资品牌新车按部就班推出, 销量增长理想, 自主品牌亦不乏看点, 预计 14 年集团销量将达到 572 万辆, YoY+12%。同时集团现金分红股息率高, 兼有上海国企改革概念, 是优良的长期投资标的。

预计公司 2014、15 年 EPS 分别为 2.651 元和 3.060 元, YoY 分别增长 17.84%和 15.41%。目前 14、15 年 P/E 为 5.8 倍和 5.1 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 18 元。

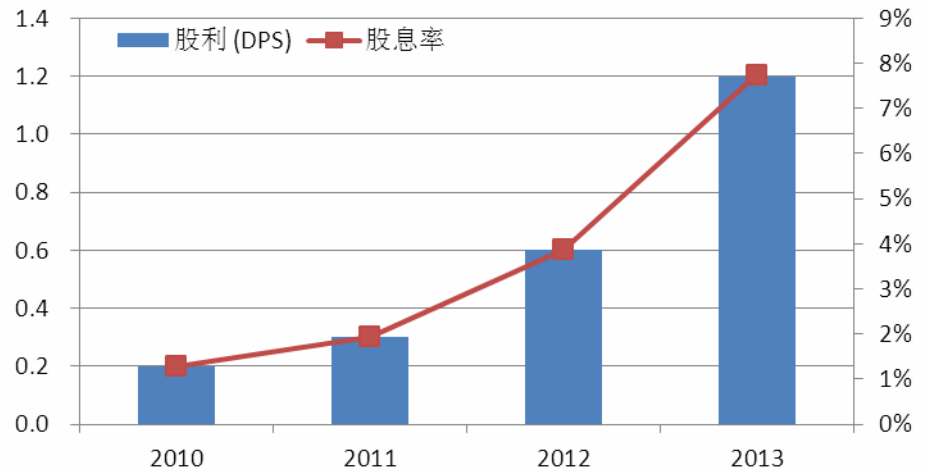
- **14 年前 5 月销量增长 13%:** 达到 243.9 万辆, 其中上海大众实现 80.6 万辆销售, YoY+23.76%, 上海通用实现 70.5 万辆, YoY+7.97%, 上汽通用五菱 YoY+11.4%至 76.7 万辆, 自主品牌销售 8.5 万辆, YoY-0.46%。整体上看上汽集团仍以乘用车见长, 销售体量巨大, 而增长稳定。
- **上海大众: 14 年将有重量级换代:** 上海大众 14 年推出了全新斯柯达明锐, 同时 polo 也于最近进行了大改款, 愈发接近高尔夫; 而 14 年下半年, 中级车王者帕萨特将迎来换代, 携 8 速 DSG、蓝驱、全新外观登场; 同时基于 MQB 平台的新一代途安 MPV 将上市, 轴距加长更宜家用。新车方面, 将有一款 A+级轿车上市, 介于朗逸与帕萨特之间, 预计主要定价区间落在 15~20 万之间, 填补上海大众目前的产品空当。
- **上海通用: 雪佛兰集中更新, 凯迪拉克奋起:** 上海通用雪佛兰推出全新小型 SUV 创酷 (Trax), 与别克昂柯拉同级别, 深化年轻市场的开拓; 新一代科鲁兹计划于 7 月上市, 是以往畅销车型的延续; 改款的则有爱唯欧和迈锐宝, 在车辆配置上都有了明显的升级。同时通用凯迪拉克推出 2014 款 XTS, 配以促销和实惠的定价, 前 5 月实现了 122%的 YoY 增长, 预计 14 年通用豪车利润将有明显的增长。
- **自主品牌看点颇多:** 上汽荣威推出新一代荣威 550, 其中最大的亮点来自荣威 550 插电式混动汽车, 消费者在获得中央及上海市补贴后, 以 19 万左右的裸车价格够得, 并附带一张价值 7.4 万左右且有价无市的沪牌。MG 方面将有一款新 SUV CS 上市, 预计售价在 12 万元起, 从价格方面看还是有一定竞争力的。
- **现金股息率仍在 8%:** 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), 以最新收盘价计算的股息率 (税前) 接近 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 6399.65 亿元和 7169.10 亿元, YoY 别增长 13.11%和 12.02%; 实现净利润分别为 292.28 亿元和 337.33 亿元, YoY 分别增长 17.84%和 15.41%; EPS 分别为 2.651 元和 3.060 元。目前 14、15 年 P/E 为 5.8 倍和 5.1 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 18 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	29228	33733
同比增减	%	23.38%	2.62%	19.53%	17.84%	15.41%
每股盈余(EPS)	RMB元	1.834	1.882	2.250	2.651	3.060
同比增减	%	3.43%	2.62%	19.53%	17.84%	15.41%
A股市盈率(P/E)	X	8.43	8.22	6.88	5.84	5.06
股利(DPS)	RMB元	0.300	0.600	1.200	1.200	1.200
股息率(Yield)	%	1.94%	3.88%	7.76%	7.76%	7.76%

图表一：上汽现金分红及股息率

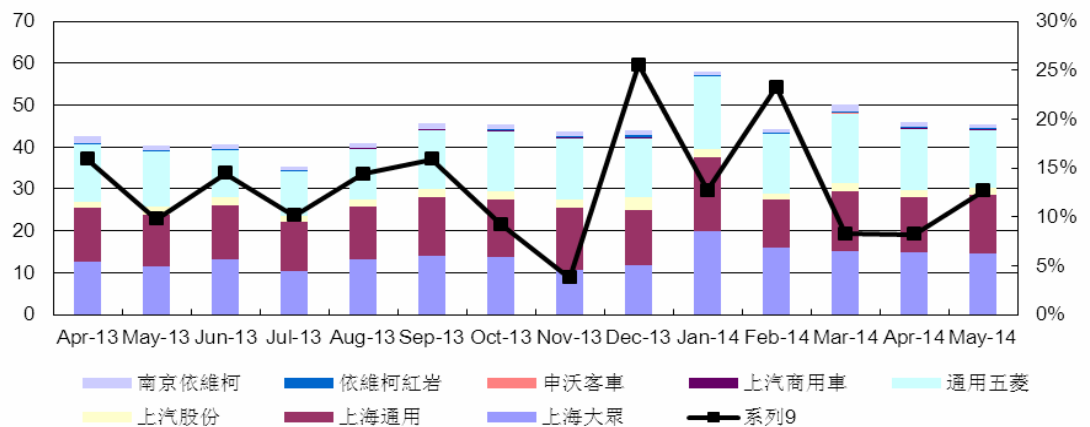
单位：元/股，%



资料来源：公司公告，群益证券（收盘价为 2014/04/29）

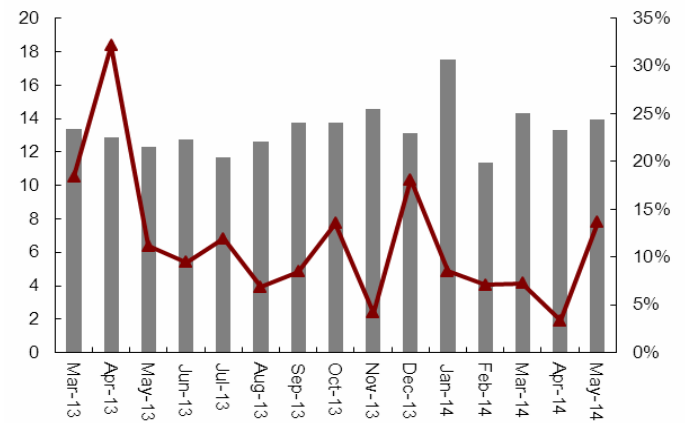
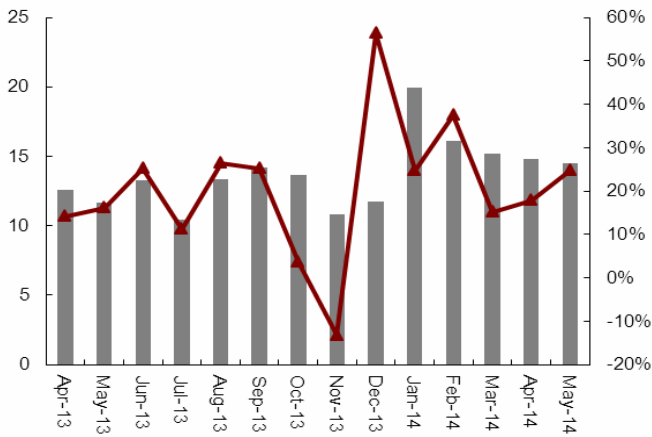
图表二：上汽集团月销量及 YoY

单位：万辆



资料来源：公司公告，群益证券整理

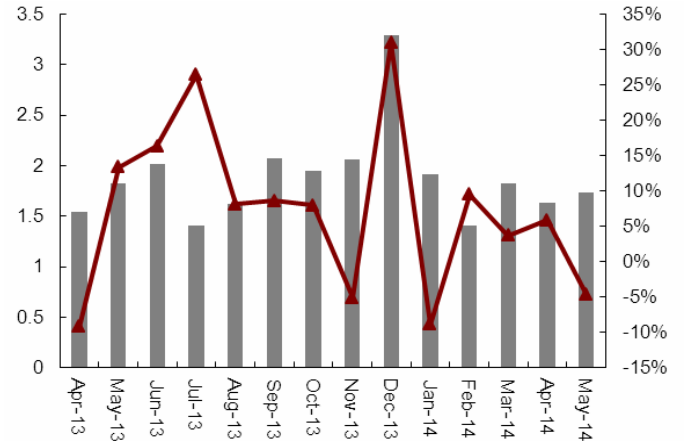
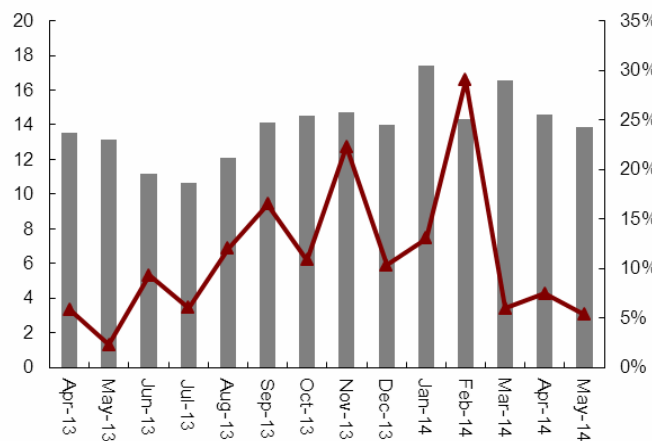
图表三：上海大众月度销量及 YoY: (单位: 万辆) 图表四：上海通用月度销量及 YoY: (单位: 万辆)



资料来源：公司公告，群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

图表五：上汽通用五菱月度销量及 YoY: (单位: 万辆) 图表六：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	639965	716910
经营成本	352189	401188	491712	554474	620193
营业税金及附加	11054	7975	3439	3712	4158
销售费用	22851	27208	34731	37698	42161
管理费用	19116	18535	18345	20735	23156
财务费用	43	-115	-255	640	717
资产减值损失	994	2297	3114	2400	2300
投资收益	13452	15429	25456	29324	33195
营业利润	41697	39340	40179	49631	57420
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	50731	58550
所得税	7039	6628	5909	8371	9661
少数股东损益	14768	12776	10780	13132	15156
归属于母公司所有者的净利润	20222	20752	24804	29228	33733

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。