

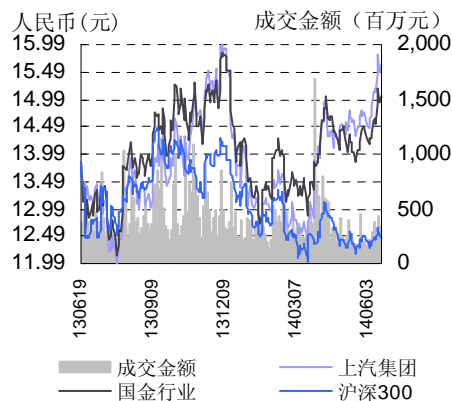
市价(人民币): 15.23元

从 DDM 模型和历史估值波动看上汽股价

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)	172,439.86
年内股价最高最低(元)	15.99/11.99
沪深 300 指数	2126.91
上证指数	2023.73



相关报告

- 《业绩增速加快,估值仍有修复空间》, 2014.4.29
- 《业绩超预期,蓝筹价值典范》, 2014.3.28
- 《业绩超预期,估值仍有提升空间》, 2013.10.31

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

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjzq.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)	8.10	6.77	6.31	5.80	5.36
行业优化市盈率(倍)	6.21	10.14	10.02	10.02	10.02
净利润增长率(%)	2.62%	19.68%	7.32%	8.86%	8.18%
净资产收益率(%)	14.06%	14.44%	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

投资逻辑

- **维持高分红具有可靠保障, DDM 模型适用于上汽:** 汽车行业未来成长空间仍然较大, 至少 5-10 年内有望维持正增长。上汽业绩主要源于上海大众和上海通用, 稳健增长更具保障。上汽历史上分红比例一直很高(06 年以来平均在 27%左右), 且上交所政策和公司内部章程对分红比例均有严格规定。综合判断, 上汽未来维持 30%以上的分红比例具有可靠保障, 且不排除达到 50%左右的分红比例, DDM 绝对估值模型适用于上汽。
- **从 DDM 模型估值结果来看, 13-18 元是上汽合理价格:** 我们按照不同分红比例和不同利润增长率(乐观、中性、悲观)进行了合理假设, 对上汽 DDM 模型进行计算, 并得出相应的敏感性分析结果。基于详尽的数据分析结果, 且综合考虑较大概率的情形之后, 我们认为, 上汽绝对估值的最低值应为 13 元, 合理估值应为 18 元左右。
- **从相对估值角度判断, 上汽当前估值也具有足够安全边际:** 从 PB 角度来看, 上汽 08 年曾破净, 累计破净时间为 28 天, 平均 PB 约 0.93 倍。但我们认为, 08 年上汽 PB 破净仅为极端情况, 即宏观经济和公司基本面均出现严重恶化, 我们认为, 0.9 倍 PB 基本可以看作公司估值底部。从 PE 角度来看, 上汽 PE 近年来显著下降, 5 倍为其底部极端值。与国际同行对比来看, 上汽 PE 明显偏低, PB 属于合理范围(国际汽车巨头 14 年平均 PE 约 10 倍, PB 约 1.3 倍)。
- **个股期权推出在即, 有望成公司未来估值提升的契机:** 我国个股期权即将推出, 上汽有望成为首批标的。个股期权的推出对相应正股交易活跃度 and 价格上涨都有显著作用, 这也将成为上汽估值提升的一大契机。

投资建议

- 无论从绝对估值还是相对估值角度, 上汽当前股价都具有足够安全边际, 且向上空间远大于向下空间, 未来个股期权的推出也有望成为公司估值提升的有力催化剂。我们认为公司已具有突出的长期投资价值, 是 A 股中难得的真正可以长期持有的价值投资标的, 上调公司评级至“买入”, 建议可继续积极买入!

风险

- 汽车行业增速超预期下降; 宏观经济出现严重恶化; 公司未来分红比例大幅低于预期。

内容目录

从 DDM 模型看上汽股价：合理区间为 13-18 元	4
维持高分红具有可靠保障，DDM 模型适用于上汽.....	4
DDM 模型说明及核心假设	7
上汽 DDM 模型估值结果：大概率看 13-18 元是合理价格.....	8
PE/PB 估值水平：当前估值具有足够安全边际.....	11
历史 PB 水平：曾短暂破净，但 0.9 倍 PB 可认为是绝对底部.....	11
历史 PE 水平：近年来逐渐下降，5 倍为底部极端值.....	12
与国际同行对比：上汽当前估值已明显偏低	13
上汽未来估值提升的一大契机：推出个股期权	14
投资建议：布局长远、积极买入.....	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1: 2007 年以来国内汽车销量及增速 (万辆)	4
图表 2: 中国与德美日韩每千人汽车保有量对比 (2010 年, 中国为 2013 年)	5
图表 3: 上汽集团业绩构成 (2013)	5
图表 4: 上海大众近年销量及增速 (万辆)	6
图表 5: 上海通用近年销量及增速 (万辆)	6
图表 6: 2009 年以来上海大众和上海通用在国内乘用车中的份额.....	6
图表 7: 2006 年以来上汽集团每股现金股利及股利支付率	6
图表 8: 上汽 DDM 绝对估值计算模型示例	8
图表 9: 乐观增长假设下 30% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	8
图表 10: 乐观增长假设下 40% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	9
图表 11: 乐观增长假设下 50% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	9
图表 12: 中性增长假设下 30% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	9
图表 13: 中性增长假设下 40% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	10
图表 14: 中性增长假设下 50% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	10
图表 15: 悲观增长假设下 30% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	10
图表 16: 悲观增长假设下 40% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	11
图表 17: 悲观增长假设下 50% 分红比例上汽绝对估值敏感性分析	11
图表 18: 2008 年以来上汽 PB 走势	12
图表 19: 2008 年以来上汽 PE 最大值、最小值及中位数变化.....	12
图表 20: 2012 年以来上汽 PE 走势	13
图表 21: 国际汽车巨头估值对比 (2014 年 6 月 18 日)	13

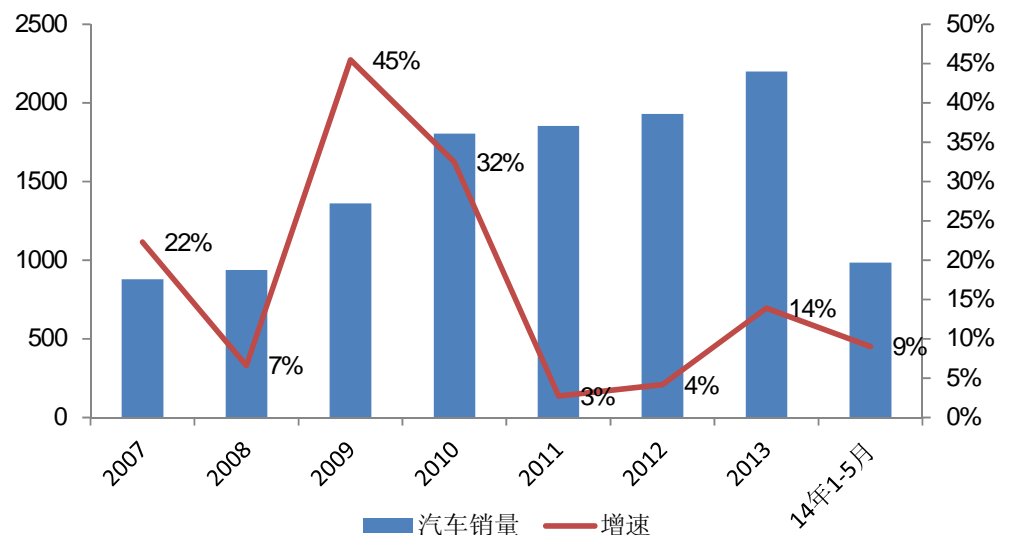
引：作为汽车行业的龙头公司、“大白马”之一，我们相信市场对上汽集团的基本面情况已有足够了解，我们也一直将公司作为低估值蓝筹标的进行推荐。由于上汽市值早已高达千亿以上，一直以来都有观点认为上汽股价“缺乏弹性”、“仅适合做波段”。但我们发现，这种观点可能已不再适合于看待上汽的长期价值，尤其在今年上汽宣布了其远超预期的50%现金分红之后。我们研究发现，上汽的高分红是可持续的，纵使从股利贴现角度（由于上汽并未合并旗下大众、通用报表，自由现金流贴现并不适用于上汽）上汽也已具备可观的投资价值，投资上汽仅依靠现金分红也将有不错的投资收益。由此，本文将撇开上汽基本面，仅从DDM估值、相对估值等角度来分析上汽股价，另外我们认为即将推出的个股期权也将有利于上汽估值提升，供您参考。

从DDM模型看上汽股价：合理区间为13-18元

维持高分红具有可靠保障，DDM模型适用于上汽

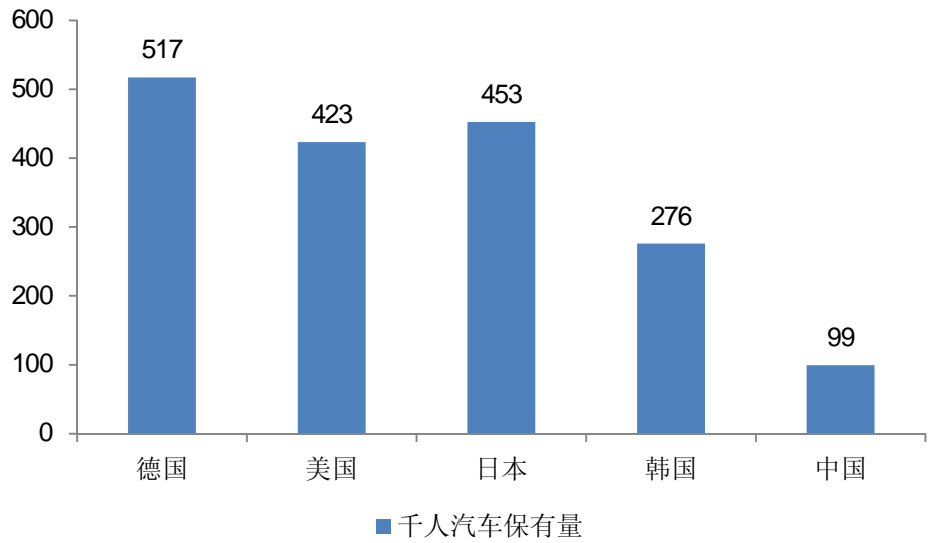
- **汽车行业空间仍然较大，未来有望维持正增长：**虽然今年以来汽车行业整体景气面临下降，行业整体增速可能有所下滑。但从历史数据来看，02年以来我国汽车销量还从未出现过负增长情况。不仅如此，当前我国汽车千人保有量与世界发达国家相比仍有很大差距，未来行业成长空间仍然较大。综合判断，汽车行业未来增速可能逐渐趋缓，但5-10年内仍有望至少保持正增长。
 - 从汽车行业历年销量增速情况来看，虽增速波动较大，但总体呈持续增长趋势，即使在宏观经济最差的08年，汽车行业也未出现负增长情况。由此来看，未来汽车行业仍有望维持正增长。
 - 2013年，我国每千人汽车保有量仅约100辆，与发达国家如德国、美国、日本等每千人约400-500辆的水平相比仍有巨大差距，纵使与韩国每千人276辆的水平相比也差距较大，尚不足其1/2。由此来看，我国每千人汽车保有量水平仍然偏低，未来我国汽车行业也仍有充足成长空间。

图表1：2007年以来国内汽车销量及增速（万辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

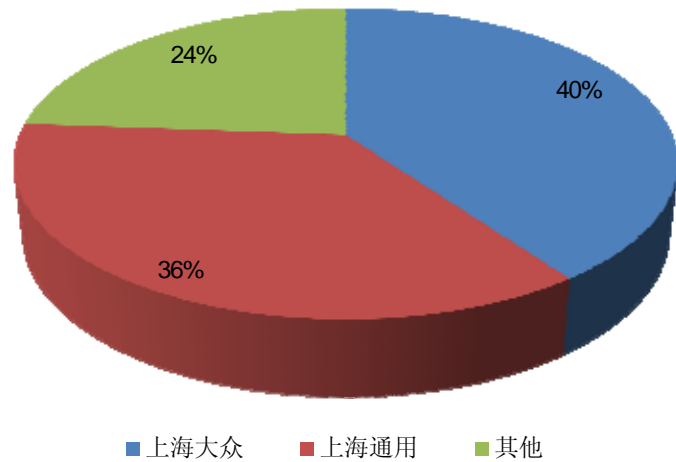
图表2: 中国与德美日韩每千人汽车保有量对比 (2010年, 中国为2013年)



来源: Wind、世界银行、国金证券研究所 (备注: 中国汽车千人保有量=民用汽车保有量/总人口*1000)

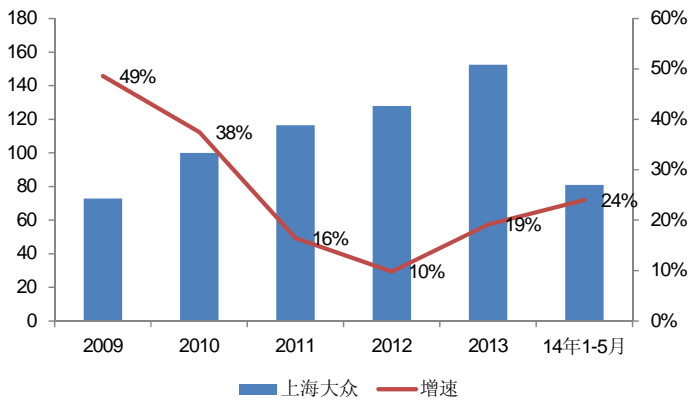
- **业绩主要源于上海大众和上海通用, 稳健增长更具保障:** 上汽业绩主要依赖于上海大众和上海通用这两大合资公司, 合计利润占比达约 76%。目前, 上海大众和上海通用在国内乘用车市场中均占据领导地位, 市场份额始终处于领先水平且有逐渐上升趋势, 品牌影响力与日俱增。我们认为, 凭借大众和通用品牌在国内市场的影响力, 上汽未来保持稳健增长具有可靠保障。

图表3: 上汽集团业绩构成 (2013)

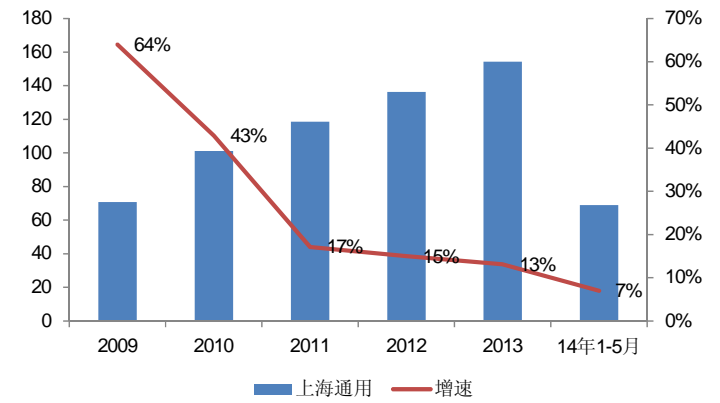


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4: 上海大众近年销量及增速 (万辆)

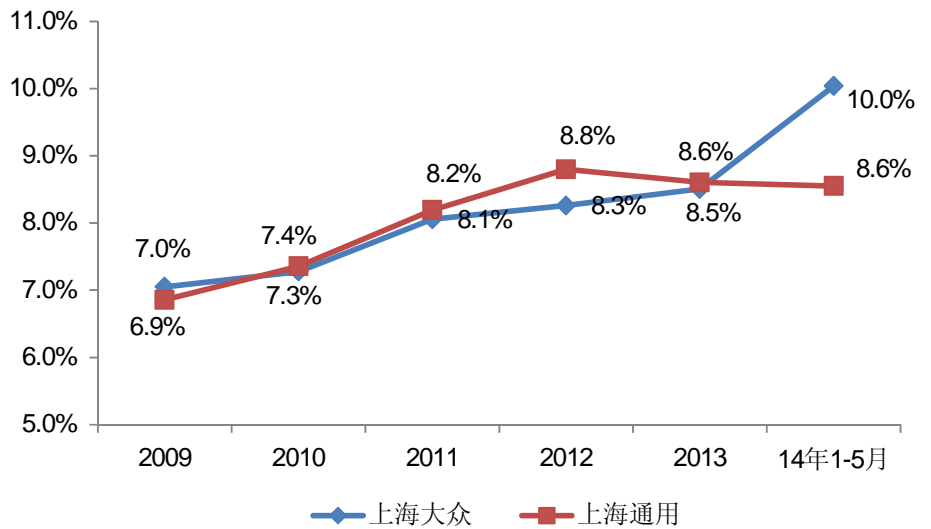


图表5: 上海通用近年销量及增速 (万辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

图表6: 2009年以来上海大众和上海通用在国内乘用车中的份额



来源: CAAM、国金证券研究所

- **上汽历史上分红比例一直处于较高水平:** 上汽集团历年分红比较均较高, 以 2006 年以来的历史数据来看, 平均分红比例在 27% 左右, 近三年来平均分红比例达 34%。值得说明的是, 在遭遇金融危机的 08 年, 公司业绩大幅下降, 但仍有 26% 的分红比例。我们认为, 作为业绩增长稳健的蓝筹公司, 上汽集团具有良好的分红传统, 未来也有望继续保持较高的分红比例。

图表7: 2006年以来上汽集团每股现金股利及股利支付率

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	0.36	0.71	0.1	1.01	1.61	1.83	1.88	2.25
每股现金红利	0.16	0.21	0.026	0.05	0.2	0.3	0.6	1.20
分红率	44%	30%	26%	5%	12%	16%	32%	53%
平均分红比例	27%							

来源: 公司公告、国金证券研究所

- **上交所政策和公司章程均有严格规定，公司未来有望维持 30%以上的分红比例：**近年，上交所出台的政策对上市公司分红比例给出了明确规定，对于分红比例低于 30%的公司，需要在年报中详细披露原因；对于满足分红比例不低于 50%及其他要求的上市公司，将享受再融资、并购重组等“绿色通道”待遇。另据了解，上汽集团公司章程也规定 30%是其最低现金分红比例。由此可见，上汽未来保持最低 30%的现金分红比例具有可靠保障，常年达到 50%左右的高分红也并非没有可能。
- **上交所明确规定上市公司分红比例需达到 30%以上：**在 2013 年 1 月上海证交所出台的《上海证券交易所上市公司现金分红指引》中指出，“上市公司年度报告期内盈利且累计未分配利润为正，未进行现金分红或拟分配的现金红利总额与当年归属于上市公司股东净利润之比低于 30%的，公司应当在审议通过年度报告的董事会公告中详细披露对于未进行现金分红或现金分红水平较低原因的说明”。此外，“上市公司当年分配的现金红利总额与年度归属于上市公司股东的净利润之比不低于 50%...可以享受再融资、并购重组等‘绿色通道’待遇”。

DDM 模型说明及核心假设

- **DDM 模型介绍：**DDM 模型也称为股息贴现模型，它是股票绝对估值的一种方法。它是以适当的贴现率将股票未来预计将派发的股息折算为现值，以评估股票的价值。其基本公式为：

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1+ke)^i}$$

DDM 绝对估值模型的核心是未来现金股利的预计值和贴现率。其中，贴现率的计算公式如下：

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

■ 关键指标说明：

- V: 标的公司股票内在价值；
- Dt: 第 t 期的现金分红；
- Ke: 标的公司的股权收益率或资本成本（此处即指上汽集团股权收益率）；
- β : 也称为贝塔系数，是一种风险指数，用来衡量单个股票或股票基金相对于整个股市的价格波动情况，我们以 2007 年以来上汽集团的收益率和上证指数的收益率进行回归，得到 β 系数为 1.19，取近似值为 1.2；
- Rm: 市场收益率，是指市场组合按权重计算的收益率，我们以当前市场预期收益率来衡量，预计值介于 6%-9%；
- Rf: 无风险收益率，此处我们选取十年期国债到期收益率，约为 4.2%。

■ 核心假设如下：

- **贴现率：**最终计算得到上汽的股权收益率 Ke 大致在 6.5%-10.0%之间，中枢位置为 8.0%。
- **分红比例：**根据上文分析，公司业绩增长稳健，历史平均现金分红比例约为 30%，且上交所明确要求上市公司分红比例不得低于 30%、鼓

励达到 50%。综合判断，我们预计上汽未来现金分红比例至少为 30%，最高可能达到 50%，为使结果尽量贴近现实，这里选取 30%、40%、50%三个比例分别进行测算。

- **利润增长率：**分三种情形——乐观、中性和悲观。三种假设下，均考虑公司未来增速逐渐下降并趋于稳定，至 2020 年后则维持永续增长率，但三种假设下的利润增速有所不同。

图表8：上汽 DDM 绝对估值计算模型示例

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2020以后
增速	15%	12%	10%	9%	8%	7%	6%	
EPS	2.59	2.90	3.19	3.47	3.75	4.02	4.26	
股利支付率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
每股股利	0.78	0.87	0.96	1.04	1.13	1.20	1.28	
贴现因子	1.00	1.08	1.17	1.26	1.36	1.47	1.59	
现值	0.78	0.81	0.82	0.83	0.83	0.82	0.80	16.58
绝对估值	22.26							

来源：国金证券研究所

备注：股利支付率为 30%，贴现率为 8%，贴现因子 = $(1 + \text{贴现率})^t$ ，永续增长率为 3%

上汽 DDM 模型估值结果：大概率看 13-18 元是合理价格

- **乐观增长假设绝对估值结果：**2014-2020 年净利润（EPS）增长率分别为 15%、12%、10%、9%、8%、7%、6%，2020 年之后永续增长率为 3%-5%。在三种不同的分红比例下，得到如下三种结果。
 - **30%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 16 元，中间值约为 27 元；**
 - **40%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 21 元，中间值约为 35 元；**
 - **50%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 27 元，中间值约为 44 元。**

图表9：乐观增长假设下 30%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

30%		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
贴现率	10.0%	15.98	16.85	17.87	19.07	20.51
	9.5%	17.19	18.23	19.46	20.93	22.73
	9.0%	18.60	19.85	21.36	23.21	25.51
	8.5%	20.26	21.80	23.69	26.05	29.08
	8.0%	22.26	24.19	26.60	29.71	33.84
	7.5%	24.70	27.17	30.35	34.58	40.51
	7.0%	27.75	31.00	35.34	41.41	50.51
	6.5%	31.68	36.12	42.33	51.65	67.18

来源：国金证券研究所（备注：左上角数字为分红比例）

图表10: 乐观增长假设下40%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

40%		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
贴现率	10.0%	21.31	22.47	23.83	25.43	27.35
	9.5%	22.92	24.30	25.94	27.91	30.31
	9.0%	24.79	26.47	28.48	30.94	34.02
	8.5%	27.01	29.07	31.59	34.73	38.78
	8.0%	29.68	32.25	35.47	39.61	45.12
	7.5%	32.93	36.23	40.46	46.11	54.01
	7.0%	37.00	41.34	47.12	55.21	67.35
	6.5%	42.24	48.16	56.44	68.87	89.58

来源: 国金证券研究所

图表11: 乐观增长假设下50%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

50%		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
贴现率	10.0%	26.64	28.09	29.79	31.79	34.19
	9.5%	28.65	30.38	32.43	34.89	37.89
	9.0%	30.99	33.09	35.60	38.68	42.52
	8.5%	33.77	36.34	39.48	43.42	48.47
	8.0%	37.09	40.31	44.34	49.51	56.41
	7.5%	41.16	45.28	50.58	57.64	67.52
	7.0%	46.25	51.67	58.90	69.01	84.19
	6.5%	52.80	60.20	70.55	86.09	111.97

来源: 国金证券研究所

- 中性增长假设绝对估值结果: 2014-2020 年净利润 (EPS) 增长率分别为 12%、10%、8%、7%、6%、5%、4%，2020 年之后永续增长率为 2%-3%。在三种不同的分红比例下，得到如下结果：
 - 30%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 13 元，中间值约为 18 元；
 - 40%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 17 元，中间值约为 24 元；
 - 50%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 22 元，中间值约为 30 元。

图表12: 中性增长假设下30%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

30%		永续增长率				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.8%	3.0%
贴现率	10.0%	12.97	13.19	13.55	13.93	14.20
	9.5%	13.81	14.06	14.48	14.93	15.26
	9.0%	14.76	15.07	15.56	16.09	16.48
	8.5%	15.87	16.23	16.81	17.46	17.93
	8.0%	17.15	17.59	18.30	19.09	19.68
	7.5%	18.68	19.21	20.08	21.07	21.81
	7.0%	20.50	21.16	22.27	23.53	24.47
	6.5%	22.74	23.58	24.99	26.64	27.89

来源: 国金证券研究所

图表13: 中性增长假设下40%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

40%		永续增长率				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.8%	3.0%
贴现率	10.0%	17.29	17.59	18.06	18.57	18.94
	9.5%	18.41	18.75	19.31	19.91	20.34
	9.0%	19.68	20.09	20.74	21.46	21.98
	8.5%	21.15	21.64	22.42	23.28	23.91
	8.0%	22.87	23.45	24.40	25.46	26.24
	7.5%	24.90	25.61	26.78	28.10	29.08
	7.0%	27.34	28.22	29.69	31.37	32.63
	6.5%	30.32	31.44	33.33	35.52	37.19

来源: 国金证券研究所

图表14: 中性增长假设下50%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

50%		永续增长率				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.8%	3.0%
贴现率	10.0%	21.62	21.99	22.58	23.22	23.67
	9.5%	23.01	23.44	24.13	24.88	25.43
	9.0%	24.60	25.11	25.93	26.82	27.47
	8.5%	26.44	27.04	28.02	29.10	29.89
	8.0%	28.59	29.31	30.50	31.82	32.79
	7.5%	31.13	32.01	33.47	35.12	36.34
	7.0%	34.17	35.27	37.11	39.21	40.78
	6.5%	37.90	39.30	41.66	44.40	46.49

来源: 国金证券研究所

- 悲观增长假设绝对估值结果: 2014-2020 年净利润 (EPS) 增长率分别为 10%、8%、6%、5%、4%、3%、2%，2020 年之后永续增长率为 0%-2%。在三种不同的分红比例下，得到如下结果：
 - 30%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 10 元，中间值约为 14 元；
 - 40%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 13 元，中间值约为 18 元；
 - 50%现金分红比例下，上汽绝对估值最低值约为 17 元，中间值约为 23 元。

图表15: 悲观增长假设下30%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

30%		永续增长率				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
贴现率	10.0%	10.13	10.45	10.80	11.20	11.64
	9.5%	10.64	11.00	11.40	11.86	12.38
	9.0%	11.20	11.62	12.08	12.61	13.22
	8.5%	11.84	12.31	12.86	13.47	14.19
	8.0%	12.55	13.10	13.74	14.47	15.32
	7.5%	13.36	14.01	14.75	15.62	16.65
	7.0%	14.29	15.05	15.94	16.99	18.26
	6.5%	15.35	16.27	17.34	18.64	20.22

来源: 国金证券研究所

图表16: 悲观增长假设下40%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

40%		永续增长率				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
贴现率	10.0%	13.50	13.93	14.40	14.93	15.52
	9.5%	14.18	14.67	15.21	15.81	16.50
	9.0%	14.94	15.49	16.11	16.82	17.62
	8.5%	15.78	16.42	17.14	17.96	18.91
	8.0%	16.74	17.47	18.32	19.29	20.42
	7.5%	17.81	18.68	19.67	20.83	22.21
	7.0%	19.05	20.07	21.25	22.66	24.34
	6.5%	20.47	21.69	23.13	24.85	26.96

来源: 国金证券研究所

图表17: 悲观增长假设下50%分红比例上汽绝对估值敏感性分析

50%		永续增长率				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
贴现率	10.0%	16.88	17.41	18.00	18.66	19.40
	9.5%	17.73	18.33	19.01	19.77	20.63
	9.0%	18.67	19.36	20.14	21.02	22.03
	8.5%	19.73	20.52	21.43	22.45	23.64
	8.0%	20.92	21.84	22.89	24.11	25.53
	7.5%	22.27	23.35	24.59	26.04	27.76
	7.0%	23.81	25.08	26.57	28.32	30.43
	6.5%	25.59	27.11	28.91	31.06	33.70

来源: 国金证券研究所

- 基于以上结果分析, 综合考虑较大概率的情形, 我们认为, 上汽 DDM 估值的最低值应为 13 元, 合理估值应为 18 元左右。
 - 考虑大概率情形, 即在中性增长假设中的最悲观值, 30%分红比例、10%贴现率和 2%永续增长率, 对应估值约 13 元; 同时, 悲观增长假设下, 40%分红比例的最悲观值也为 13 元。
 - 同样地, 考虑大概率情况, 中性增长假设下, 30%分红比例的中间值约 18 元; 同时, 悲观增长假设下 40%分红比例对应中间值也约为 18 元。综合判断, 上汽合理估值应为 18 元左右。

PE/PB 估值水平: 当前估值具有足够安全边际

历史 PB 水平: 曾短暂破净, 但 0.9 倍 PB 可认为是绝对底部

- 上汽历史上曾破净, 但仅为极端情况, 底部平均 PB 约 0.9 倍: 从 PB 的角度来看, 2008 年 9 月 18 日, 上汽 PB 首次破净, PB 为 0.98 倍, 但仅维持一天便回升至 1 倍以上。此后, 08 年 10 月 16 日-17 日, 10 月 22 日-11 月 13 日, 11 月 24 日-11 月 26 日, 12 月 25 日-12 月 31 日, 公司又相继破净, 累计停留时间约为 28 天, 平均 PB 为 0.93 倍。期间, 上汽 PB 达到近几年的最低点 0.85 倍, 时间点为 11 月 4 日, 但仅维持一天之后便又逐渐回升。2009 年之后, 公司 PB 底部均在 1 倍以上, 仅在今年 3 月 20 日 PB 降至 0.99 倍且仅停留一天时间。综合判断, 0.9 倍 PB 基本可以看作公司估值底部。
- 我们分析 2008 年上汽 PB 破净的原因主要有两方面: 1) 市场因素: 2008 年 9 月, 全球金融危机爆发, 市场情绪极度悲观, 全球股市 (包括 A 股)

均遭遇较大程度的下跌，上汽亦未能幸免，相应地，公司相对估值也大幅下降；2) 公司因素：2008 年一季度，公司业绩同比增长 7%，市场普遍看好公司当年业绩平稳增长，但中报（8 月 30 日发布）业绩同比大幅下降 28%，大大低于此前市场预期，公司股价和估值均大幅下挫（公司业绩低于预期主要是此前收购的韩国双龙经营亏损、投资收益大量减少）。由此可见，2008 年上汽 PB 破净仅为极端情况，即宏观经济和公司基本面均出现严重恶化。

图表18: 2008 年以来上汽 PB 走势



来源: Wind、国金证券研究所 (备注: PB=股价/上年净资产)

历史 PE 水平: 近年来逐渐下降, 5 倍为底部极端值

- 上汽近年 PE 中枢呈逐渐下降趋势: 从 PE 的角度来看, 2008 年, 受市场和公司基本面的影响, 上汽 PE 波动较大, 在 8-30 倍之间, 最低为 8.21 倍, 时间点为 8 月 26 日。近年来, 上汽 PE 中枢呈逐渐下降趋势, 2012-2013 年, 上汽 PE 中枢已下降至 5.5-9 倍左右。今年以来, 上汽 PE 继续下探至最低 5.25 倍, 平均估值在 5.5-6 倍之间。我们认为, 上汽近年 PE 逐渐下移主要是跟随 A 股大盘整体估值中枢下移的结果; 另一方面也是汽车行业包括上汽自身增速逐渐回落的反映。综合考虑, 我们认为, 上汽 PE 底部在 5.5 倍左右, 极端值可能会到 5 倍。

图表19: 2008 年以来上汽 PE 最大值、最小值及中位数变化

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PE最大值	29.28	36.16	21.16	11.00	9.00	8.81
PE最小值	8.21	11.34	10.47	6.80	5.61	5.74
PE中位数	13.07	28.62	13.42	9.18	7.23	7.04

来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 2012年以来上汽PE走势



来源: Wind、国金证券研究所 (备注: PE=股价/当年预测EPS)

与国际同行对比: 上汽当前估值已明显偏低

- **国际汽车巨头 14 年平均 PE 约 10 倍, PB 约 1.3 倍:** 从当前国际汽车巨头估值情况来看, 美系公司通用、福特和克莱斯勒 2014 年 PE 平均在 11-13 倍左右, 福特 PE 最高, 约为 12.7 倍; 德系公司大众 14 年 PE 为 8.8 倍; 日系公司丰田、本田和日产 PE 在 9-10 倍左右; 韩系公司现代 PE 相对较低, 约为 6.3 倍。综合来看, 国际汽车巨头 14 年平均 PE 约为 10.0 倍, 平均 PB 约 1.3 倍。
- **从国际比较的角度来看, 上汽 PE 明显偏低, PB 属于合理范围:** 从 PE 的角度来看, 国际汽车巨头的平均估值约为 8.3 倍 PE (对应 14 年), 上汽目前仅约 6.3 倍的 PE 仍属低估。即使与估值最低的韩国现代相比 (约 5.9 倍 PE), 上汽当前估值也与其较为接近。从 PB 的角度来看, 国际平均约为 1.3 倍, 最低的日产为 0.9 倍, 可以认为 0.9 倍 PB 是国际汽车公司的估值下限, 1.0-1.5 倍 PB 应是合理估值水平。由此来看, 上汽当前估值继续下降的空间很小, 而向上修复的空间仍然较大。

图表21: 国际汽车巨头估值对比 (2014 年 6 月 18 日)

公司	股价/美元	市值/亿美元	PE		PB
			2013	2014E	
通用	36.4	583.1	11.7	7.7	1.4
福特	16.8	663.9	12.7	8.8	2.2
克莱斯勒	94.5	1010.0	11.6	10.1	1.6
大众	265.6	1251.6	8.8	7.8	1.0
丰田	57.4	1983.6	9.6	8.7	1.2
本田	34.8	630.4	9.9	8.9	1.0
日产	9.4	426.6	9.3	8.1	0.9
现代	219.5	484.6	6.3	5.9	1.0
平均			10.0	8.3	1.3

来源: Bloomberg、国金证券研究所 (备注: PB=股价/上一年度净资产)

上汽未来估值提升的一大契机：推出个股期权

- 个股期权是上交所即将推出的一种新型金融衍生品。2013年8月开始，上交所开始组织个股期权全真模拟交易；截止今年5月份，上交所则已完成对券商、基金等未来个股期权投资者的业务培训。普遍预计，上交所可能在未来1-2个月内先推出ETF期权，随后个股期权的推出也不会等待太长时间。
- 个股期权普遍针对流通市值较大、股价不易被操纵的蓝筹股创设。在上交所开展的首批全真模拟交易中，上汽集团、中国平安、上证50ETF、上证180ETF是仅有的四个标的。基于上汽集团毫无疑问的大盘蓝筹属性以及首批就已入选模拟交易的事实，我们认为个股期权一旦正式推出，上汽集团很有可能成为首批交易标的。
- 根据国金金融衍生品团队的研究，个股期权的推出对正股价格上涨、活跃度提升都有显著作用。海外市场的历史经验也表明，推出个股期权后的短中期（1-6个月），相应的正股不仅一般都能上涨，还普遍能跑赢大盘指数。从这一角度出发，我们预计，若上汽个股期权推出，上汽集团股价上涨以及跑赢大盘都将是大概率事件，个股期权推出也将是未来上汽估值提升的一大契机。
- 我国香港市场从上世纪70年代开始推出个股期权，截止2013年底已有约70只个股期权。从统计来看，个股期权推出后，相应的正股上涨概率、跑赢指数概率都要大于下跌、跑输概率。另据统计，与我国更为接近的巴西、印度等新兴市场股市推出个股期权后相应个股的强势表现还更为突出，本文不再赘述。

图表22：香港个股期权推出后个股表现与恒生指数对比

样本数：61 涨幅x (%)	概率			相对恒生指数概率		
	1月	3月	6月	1月	3月	6月
x < -20	0.00%	3.28%	6.56%	0.00%	4.92%	6.56%
-20 < x < -10	11.48%	18.03%	16.39%	3.28%	9.84%	8.20%
-10 < x < -5	14.75%	8.20%	13.11%	13.11%	13.11%	8.20%
-5 < x < 0	14.75%	14.75%	6.56%	27.87%	19.67%	13.11%
下跌/跑输概率合计	40.98%	44.26%	42.62%	44.26%	47.54%	36.07%
0 < x < 5	24.59%	14.75%	14.75%	24.59%	16.39%	21.31%
5 < x < 10	8.20%	8.20%	6.56%	13.11%	13.11%	9.84%
10 < x < 20	18.03%	13.11%	6.56%	13.11%	6.56%	13.11%
x > 20	8.20%	19.67%	29.51%	4.92%	16.39%	19.67%
上涨/跑赢概率合计	59.02%	55.74%	57.38%	55.74%	52.46%	63.93%

来源：bloomberg、国金证券研究所

投资建议：布局长远、积极买入

- 我们强调，上汽最近基本面并未发生明显改变，本文也并不针对公司基本面进行分析，因此我们维持公司前期盈利预测，预计14-16年实现EPS分别为2.41、2.63、2.84元。
- 综合全文分析，从DDM估值角度来看，上汽合理价格应为13-18元，当前股价相对偏低；从相对估值角度来看，公司当前股价对应14年约6.3倍PE，1.16倍PB，也具有足够安全边际，而且估值向上空间远大于向下空间；不仅如此，未来个股期权的推出有望成为公司估值提升的有力催化剂。综合判断，我们认为公司已具有突出的长期投资价值，是A股中难得的真正可以长期持有的价值投资标的，我们上调公司评级至“买入”，建议可继续积极买入！

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	565,807	641,200	717,473	790,426	货币资金	72,159	60,846	89,098	135,930	181,676	229,923
增长率		10.5%	18.3%	13.3%	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%	86.8%	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	74,819	85,282	96,749	108,022	流动资产	191,233	189,155	232,038	282,616	343,101	405,458
%销售收入	18.8%	16.3%	13.2%	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%	6.1%	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%	3.2%	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	18,304	20,521	22,850	24,632	资产总计	313,642	310,606	364,909	411,042	467,489	526,429
%销售收入	6.5%	5.0%	3.2%	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	2,430
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%	60.3%	58.9%	59.6%	60.7%	负债	162,927	140,388	169,137	181,305	200,352	218,718
营业利润	40,280	37,395	40,893	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%	7.2%	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	526,429
税前利润	40,611	38,211	42,207	45,267	49,436	53,760	比率分析						
利润率	9.4%	8.0%	7.5%	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%	14.0%	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	36,298	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	25,518	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%	4.5%	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	16.86%	14.06%	14.44%	13.73%	13.28%	12.82%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.45%	6.68%	6.80%	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%	7.35%	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%	18.26%	13.32%	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%	-24.21%	12.11%	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%	7.32%	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	1,300	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	-7,689	EBIT利息保障倍数	496.8	-232.0	-73.1	-71.2	-44.0	-35.6
现金净流量	-3,440	-8,680	27,503	46,833	45,745	48,248	资产负债率	51.95%	45.20%	46.35%	44.11%	42.86%	41.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4	12	23	46	60
增持	0	0	3	7	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.11	1.10

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 2012-08-29	增持	11.83	N/A
2 2012-10-31	增持	13.00	N/A
3 2014-03-28	增持	13.88	N/A
4 2014-04-29	增持	14.50	N/A

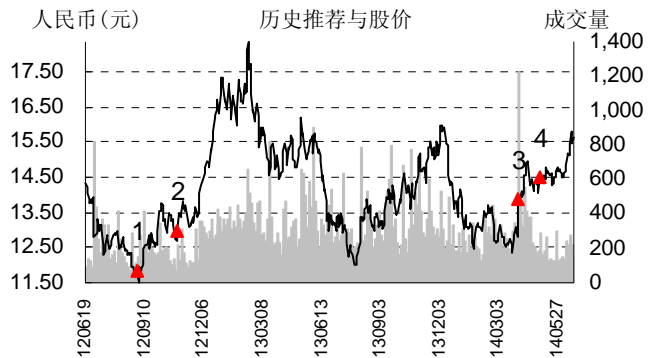
来源：国金证券研究所

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD