

上汽集团 (600104.SH)

轿车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

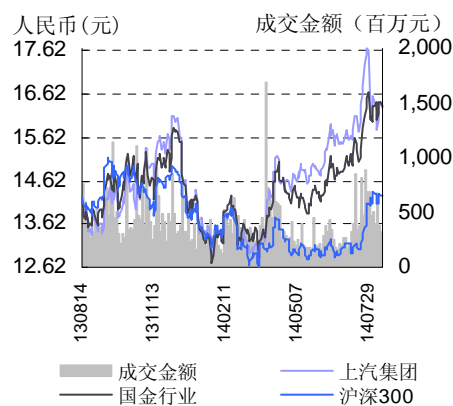
市价(人民币): 16.32元

业绩增速继续加快, 蓝筹价值进一步显现

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)	179,937.25
年内股价最高最低(元)	17.68/12.77
沪深 300 指数	2358.90
上证指数	2222.88



相关报告

- 《从 DDM 模型和历史估值波动看上汽股价》, 2014.6.20
- 《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

吴文剑 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	2.544	2.842	3.206
每股净资产(元)	13.38	15.58	17.72	20.14	22.88
每股经营性现金流(元)	1.78	1.87	2.31	2.24	2.49
市盈率(倍)	8.68	7.25	6.42	5.74	5.09
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%	13.08%	11.73%	12.78%
净资产收益率(%)	14.06%	14.44%	14.36%	14.11%	14.01%
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 14 年上半年实现营收 3182.6 亿元, 同比增长 13.9%; 实现归母净利润 135.7 亿元, 同比增长 18.4%, 扣非后净利润增长 19.8%, 对应 EPS 为 1.23 元, 业绩略超预期。

经营分析

- 公司业绩增速进一步加快:** 公司上半年净利润增长 18.4%, 扣非后净利润增长 19.8%, 均超过收入增速, 也超过公司上半年 11% 的总销量增速。公司今年二季度利润(扣非后)增速达 26%, 大幅高于今年一季度的 15%, 且为 13 年以来新高, 业绩增速进一步加快。
- 大众轿车和 SUV 增长均较为强劲:** 今年上半年, 上海大众总销量达 94.0 万辆, 增长 20%, 其中轿车增速达 18%, SUV 增速高达 37%, 均高于狭义乘用车行业整体增速的 15%, 增量主要来自桑塔纳、帕萨特、昕锐、朗行和途观。分车型来看, 朗逸目前月均销量约 3.5 万辆, 仍然领跑 A 级轿车市场; 桑塔纳销量突出, 增速高达 69%, 目前月销约 3.1 万辆; 帕萨特增长 8%, 目前月销约 2.3 万辆; SUV 途观增速为 27%, 目前月销约 2.1 万辆。次新车型昕锐、朗行和野帝分别净增约 3.3 万辆、4.7 万辆和 9500 辆, 月销分别约 6800、9200 辆 1600 辆。今年的新车型昕动月销量已爬升至约 2000 辆。
- 通用总体增长较为稳健:** 今年上半年, 上海通用总销量为 82.3 万辆, 增速为 8%。其中, 轿车增长 3%, SUV 增速高达 59%, MPV 别克 GL8 增长 29%。分车型来看, 凯迪拉克受益于 XTS 的推出增长仍然强劲, 增速高达 109%, 英朗增速为 24%, 科鲁兹增长 16%, 君越、君威较为平稳。SUV 昂科拉上半年增长高达 59%, 月均销量约 6500 辆, 科帕奇基本无增长, 今年 4 月上市的新车型雪佛兰 Trax 目前月销量已爬升至约 5000 辆, 累计销量约 1.2 万辆。
- 自主上半年销量下滑, 全年增速可能仍较低迷:** 今年上半年, 上汽自主乘用车销量同比下滑 7%。分车型来看, 荣威 350 同比增长 15%, 月销量约 9300 辆。我们认为, 受行业景气度下降、合资品牌价格下移且国内限购城市增多等多重因素影响, 今年自主乘用车品牌整体增长压力较大, 预计上汽自主全年增速可能仍较低迷。

- **通用五菱微车份额继续提升：**通用五菱上半年销量增长 12%。乘用车增速为 12%，其中轿车下滑 15%，交叉型（微客）增长 13%，商用车（微卡）增长 14%。通用五菱上半年微车市场份额达 56.4%，相比 13 年全年提升了 3.1 个百分点（可比口径），行业龙头地位进一步稳固。
- **与阿里合作“互联网汽车”，拉开转型发展序幕：**7 月 23 日，公司与阿里巴巴集团在上海签署“互联网汽车”战略合作协议。双方将积极开展在“互联网汽车”和相关应用服务领域的合作，共同打造面向未来的“互联网汽车”及其生态圈。我们认为，上汽与阿里巴巴的合作，是公司转型发展的重要举措，公司有望在汽车互联市场中占得先机。
- **公司是价值蓝筹典范，沪港通、国企改革均有望成为公司估值提升的催化剂：**沪港通预计将于 10 月份正式开通，正式启动后将引入更多海外投资者，对 A 股大盘蓝筹股将具有一定的估值修复作用，上汽作为 A 股价值蓝筹典范有望显著受益。而且，未来国企改革也有望成为公司估值提升的有力催化剂。此外，我们仅从 DDM 绝对估值角度进行测算，上汽合理价格应为 13-18 元。综合判断，我们认为公司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。

盈利预测与投资建议

- 我们上调公司盈利预测，预计公司 14-16 年实现 EPS 分别为 2.54、2.84 和 3.21 元。我们重申，上汽是业绩增长稳健且可持续分红的蓝筹价值典范，具有显著的长期投资价值。当前公司对应 14 年仅约 6.4 倍 PE，仍属低估，未来沪港通、国企改革均有望成为公司估值向上提升的有力催化剂。我们维持公司“买入”评级。

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	137,302	185,359	237,553
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	283,987	346,784	413,087
%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%	68.9%	73.6%	77.3%
营业税金及附加	-11,054	-7,975	-3,439	-3,975	-4,448	-4,901	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%	0.6%	0.6%	0.6%	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	-37,318	-41,613	-45,450	%总资产	14.5%	10.6%	10.4%	8.4%	6.5%	5.1%
%销售收入	5.3%	5.7%	6.1%	5.8%	5.8%	5.8%	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%	31.1%	26.4%	22.7%
息税前利润 (EBIT)	28,204	24,151	18,304	22,188	25,576	29,216	资产总计	313,642	310,606	364,909	412,413	471,173	534,058
%销售收入	6.5%	5.0%	3.2%	3.5%	3.6%	3.7%	短期借款	11,550	17,941	11,230	6,000	6,200	6,500
财务费用	-57	104	250	302	571	809	应付款项	113,515	95,548	121,163	129,294	144,478	158,945
%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	154,983	172,880	190,096
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%	56.8%	56.4%	55.8%	负债	162,927	140,388	169,137	181,247	200,244	218,560
营业利润	40,280	37,395	40,893	45,948	51,414	57,862	普通股股东权益	119,961	147,549	171,797	195,333	222,051	252,272
营业利润率	9.3%	7.8%	7.2%	7.2%	7.2%	7.3%	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	412,413	471,173	534,058
税前利润	40,611	38,211	42,207	46,948	52,214	58,462	比率分析						
利润率	9.4%	8.0%	7.5%	7.3%	7.3%	7.4%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-7,039	-6,628	-5,909	-7,042	-7,832	-8,769	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	2.544	2.842	3.206
净利润	33,572	31,583	36,298	39,906	44,382	49,692	每股净资产	10.880	13.382	15.582	17.716	20.140	22.881
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	2.314	2.239	2.490
归属于母公司的净利润	18,805	18,807	25,518	28,048	31,338	35,344	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%	4.4%	4.4%	4.5%	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%	14.36%	14.11%	14.01%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.45%	6.68%	6.80%	6.80%	6.65%	6.62%
净利润	34,990	33,528	35,584	39,906	44,382	49,692	投入资本收益率	13.64%	10.50%	7.35%	7.72%	7.64%	7.54%
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%	21.22%	15.27%	14.23%
营运资金变动	-12,331	-464	4,687	5,254	1,856	1,704	净利润增长率	23.38%	2.62%	19.68%	13.08%	11.73%	12.78%
经营活动现金净流	17,816	23,640	20,625	25,516	24,687	27,456	总资产增长率	39.88%	-0.97%	17.48%	13.02%	14.25%	13.35%
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%	-54.10%	-63.82%	-71.25%
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	-73.4	-44.8	-36.1
现金净流量	-3,440	-8,680	27,503	48,204	48,057	52,194	资产负债率	51.95%	45.20%	46.35%	43.95%	42.50%	40.92%

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	3	9	19	28	65
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.05

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	11.65	N/A
2 2012-10-31	增持	12.79	N/A
3 2014-03-28	增持	14.19	N/A
4 2014-04-29	增持	14.76	N/A
5 2014-06-20	买入	15.65	18.00

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