



买入

28% ↑

目标价格:人民币 22.60

原目标价格:人民币 20.00

600104.CH

价格:人民币 17.69

目标价格基础:8倍15年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.7	(2.2)	9.5	22.7
相对上证指数	14.4	(3.3)	(0.2)	12.0

发行股数(百万)	11,026
流通股(%)	84
流通股市值(人民币 百万)	163,498
3个月日均交易额(人民币 百万)	406
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	74

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年10月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

彭勇

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

上汽集团

业绩略低于预期, 未来增长可期

公司发布2014年3季度业绩公告: 3季度实现销售收入1,513亿元, 同比增长7.5%; 归属上市公司股东的净利润68亿元, 同比增长4.7%; 每股收益0.62元。公司3季度业绩略微低于我们预期(每股收益0.65元)。来自上海大众及上海通用等的投资收益为72亿元, 同比增长4.6%, 略微低于预期。3季度上海大众销售汽车40.8万辆, 同比增长7.6%; 上海通用销售汽车42.1万辆, 同比增长11.0%。我们上调了公司盈利预测, 预计2014-2016年每股收益分别为2.50元、2.83元和3.22元, 给予公司2015年8倍动态市盈率, 上调目标价至22.60元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **上海通用进入上升通道。**自去年以来两款小型SUV上市, 一定扭转上海通用产品老化的不利局面, 随着10月中型SUV昂科威的上市, 上海通用产销量和盈利能力均有望得到较大提升。今年公司北盛三期投产和即将投产的武汉工厂一期达产, 产能瓶颈将得到有效缓解。新产能及新车型的投产, 上海通用进入上升通道。
- **上海大众仍在增长中。**近两年上海大众在A级轿车领域推出众多全新及换代车, 如新朗逸、朗行、新桑塔纳、新明锐等, 均取得较好成绩。随着宁波工厂投产, 明锐产能迁移至新工厂, 途观SUV产能得到提升, 近几个月均销量达到2万辆左右。随着长沙工厂和宁波二期建成及投产, 上海大众还将投产更多SUV车型及C级轿车, 上海大众增长将不仅仅体现在销量上, 业绩也将有望得到较快增长。3季度上海大众销量增速回落, 或因主动减产所致, 以降低渠道库存, 并为后期增长打下良好基础。

评级面临的主要风险

- 1) 自主品牌投入较大, 导致亏损扩大; 2) 限购等政策出台, 导致汽车市场需求下降; 行业产能扩张较大, 导致竞争激烈。

估值

- 我们预计公司2014-16年每股收益分别为2.50元、2.83元和3.22元。目前股价对应2014年市盈率7倍, 仍处于低估水平, 给予公司2015年8倍动态市盈率, 目标价由20.00元上调至22.60元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	480,980	565,807	611,072	659,957	712,754
变动(%)	11	18	8	8	8
净利润(人民币 百万)	20,752	24,804	27,521	31,190	35,508
全面摊薄每股收益(人民币)	1.882	2.250	2.496	2.829	3.220
变动(%)	2.6	19.5	11.0	13.3	13.8
先前预测每股收益(人民币)			2.496	2.695	2.897
调整幅度(%)			0	5.0	11.1
全面摊薄市盈率(倍)	9.4	7.9	7.1	6.3	5.5
价格/每股现金流量(倍)	10.0	9.5	6.1	5.9	5.3
每股现金流量(人民币)	1.78	1.87	2.92	3.01	3.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	8.3	5.8	4.2	2.6
每股股息(人民币)	0.600	1.200	1.373	1.556	1.771
股息率(%)	3.4	6.8	7.8	8.8	10.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.上汽集团单季度业绩

(单位: 亿元)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	同比增长(%)	环比增长(%)
营业总收入	1,407	1,442	1,684	1,516	1,513	7.5	(0.2)
投资净收益	69	49	71	78	72	4.6	(7.6)
营业利润	100	109	120	100	101	1.6	1.2
营业外净收入	2	6	1	3	6	150.2	82.8
净利润	65	68	70	66	68	4.7	3.7
每股收益(元)	0.59	0.62	0.63	0.60	0.62	4.7	3.7
(%)						同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	12.0	17.6	11.7	11.5	11.1	(0.8)	(0.4)
销售费用率	5.9	8.2	5.5	5.8	5.2	(0.6)	(0.6)
管理费用率	3.8	2.8	2.9	3.6	3.8	0.0	0.2
财务费用率	0.0	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	(0.0)
三项费用率	9.7	10.7	8.4	9.5	9.1	(0.5)	(0.3)
净利率	6.4	6.9	6.1	6.1	6.2	(0.3)	0.1

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	480,980	565,807	611,072	659,957	712,754
销售成本	(409,163)	(495,151)	(534,13)	(576,86)	(622,30)
经营费用	(41,304)	(51,120)	(53,852)	(58,075)	(62,683)
息税折旧前利润	30,512	19,536	23,082	25,013	27,766
折旧及摊销	(6,729)	(5,073)	(6,033)	(6,600)	(7,167)
经营利润(息税前利润)	23,784	14,464	17,049	18,413	20,599
净利息收入/(费用)	126	259	336	491	644
其他收益/(损失)	16,246	26,770	28,029	30,803	35,114
税前利润	40,156	41,493	45,414	49,706	56,355
所得税	(6,628)	(5,909)	(6,540)	(6,091)	(6,761)
少数股东权益	(12,776)	(10,780)	(11,353)	(12,426)	(14,088)
净利润	20,752	24,804	27,521	31,190	35,508
核心净利润	20,887	24,991	27,708	31,362	35,663
每股收益(人民币)	1.882	2.250	2.496	2.829	3.220
核心每股收益(人民币)	1.894	2.267	2.513	2.844	3.235
每股股息(人民币)	0.600	1.200	1.373	1.556	1.771
收入增长(%)	11	18	8	8	8
息税前利润增长(%)	(16)	(39)	18	8	12
息税折旧前利润增长(%)	(15)	(36)	18	8	11
每股收益增长(%)	3	20	11	13	14
核心每股收益增长(%)	3	20	11	13	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	60,846	89,098	63,155	91,433	124,168
应收帐款	19,331	21,738	23,221	25,078	27,085
库存	24,951	30,915	34,061	36,890	39,897
其他流动资产	83,980	90,340	90,741	93,741	97,041
流动资产总计	189,108	232,090	211,178	247,143	288,191
固定资产	32,826	38,131	39,189	40,192	40,698
无形资产	41,905	36,881	37,301	37,651	37,931
其他长期资产	53,318	66,445	66,445	66,445	66,445
长期资产总计	128,048	141,456	142,935	144,288	145,074
总资产	317,157	373,547	354,113	391,430	433,265
应付帐款	82,159	101,848	110,502	119,342	128,741
短期债务	49,749	54,009	0	0	0
其他流动负债	24,443	30,482	30,065	30,065	30,065
流动负债总计	156,352	186,340	140,568	149,408	158,807
长期借款	947	2,430	2,430	2,430	2,430
其他长期负债	14,898	23,139	23,834	23,835	23,836
股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
储备	111,265	126,637	140,928	156,979	175,327
股东权益	122,291	137,663	151,953	168,004	186,353
少数股东权益	22,669	23,975	35,328	47,754	61,842
总负债及权益	317,157	373,547	354,113	391,430	433,265
每股帐面价值(人民币)	11.09	12.49	13.78	15.24	16.90
每股有形资产(人民币)	7.29	9.14	10.40	11.82	13.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.92)	(2.96)	(5.51)	(8.07)	(11.04)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	40,156	41,493	45,414	49,706	56,355
折旧与摊销	6,729	5,073	6,033	6,600	7,167
净利息费用	(126)	(259)	(336)	(490)	(642)
运营资本变动	3,421	12,100	8,432	6,885	7,287
税金	(6,628)	(5,909)	(6,540)	(6,093)	(6,765)
其他经营现金流	(23,961)	(31,895)	(20,823)	(23,372)	(26,490)
经营活动产生的现金流	19,591	20,603	32,181	33,236	36,912
购买固定资产净值	(16,009)	(15,659)	(7,952)	(7,952)	(7,952)
投资减少/增加	(18,910)	902	16,038	17,641	20,287
其他投资现金流	17,895	37,467	0	0	0
投资活动产生的现金流	(17,023)	22,710	8,086	9,689	12,335
净增权益	688	595	0	(1)	(2)
净增债务	(1,632)	(2,432)	(54,009)	0	0
支付股息	(3,308)	(6,615)	(13,231)	(15,136)	(17,153)
其他融资现金流	3,003	7,440	1,031	489	640
融资活动产生的现金流	(1,249)	(1,013)	(66,209)	(14,647)	(16,514)
现金变动	1,319	42,300	(25,942)	28,278	32,734
期初现金	59,527	46,798	89,098	63,155	91,433
公司自由现金流	2,568	43,312	40,266	42,926	49,250
权益自由现金流	1,062	41,139	(13,407)	43,415	49,889

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.3	3.5	3.8	3.8	3.9
息税前利润率(%)	4.9	2.6	2.8	2.8	2.9
税前利润率(%)	8.3	7.3	7.4	7.5	7.9
净利率(%)	4.3	4.4	4.5	4.7	5.0
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.5	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	9.4	7.9	7.1	6.3	5.5
核心业务市盈率(倍)	9.3	7.8	7.0	6.2	5.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.0	10.0	9.0	8.0	7.0
市净率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	10.0	9.5	6.1	5.9	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	8.3	5.8	4.2	2.6
周转率					
存货周转天数	24.2	18.0	19.4	19.6	19.7
应收帐款周转天数	12.4	13.2	13.4	13.4	13.4
应付帐款周转天数	70.6	59.4	63.4	63.6	63.5
回报率					
股息支付率(%)	31.9	53.3	55.0	55.0	55.0
净资产收益率(%)	18.5	19.1	19.0	19.5	20.0
资产收益率(%)	6.2	3.6	4.0	4.3	4.4
已运用资本收益率(%)	13.1	7.0	8.4	9.0	8.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测