

富邦證券

2014年11月19日

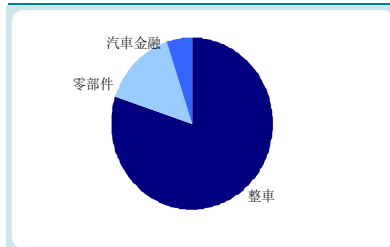
上汽集團 (600104 SH)

低估值高分紅藍籌 直接受益滬港通

增加持股

股價	目標價
CNY 19.56	CNY 23.13
<ul style="list-style-type: none"> ○ 訪談摘要 ● 公司動態 ○ 營運檢視 	<ul style="list-style-type: none"> ● 初次評論 ○ 獲利調整 ○ 評等調整
流通在外股數 (百萬)	9,242
市值 (百萬人民幣)	203,402
市值 (百萬美元)	33,287
自由流通比例 (%)	83.83
大股東持股比例 (%)	68.52
52 周高價 (元)	20.75
52 周低價 (元)	11.55

FY14E 產品獲利比重



資料來源：富邦證券

主要財務報表分析

至 12 月 31 日

百萬RMB	FY13	FY14F	FY15F
營收淨額	563,346	642,000	705,000
營業毛利	72,358	82,600	91,400
EBITDA	46,309	49,663	56,887
稅前淨利	41,494	43,300	50,465
稅後淨利	24,805	28,348	32,865
每股淨利 (人民幣)	2.25	2.57	2.98
每股現金股利 (人民幣)	0.60	0.69	0.80
本益比 (x)	8.7	7.6	6.6
本淨比 (x)	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	3.1	2.3	1.2
現金股利殖利率 (%)	3.0	4.0	4.0
總資產報酬率 (%)	11.4	9.6	9.1
淨值報酬率 (%)	18.0	17.7	17.7
資本報酬率 (%)	52.6	58.3	76.3

資料來源：富邦證券

商品行銷部研究科：游欣穎彙整

- **國內第一大汽車集團，A 股最高分紅**：大型國有控股股份制企業集團，國內第一大汽車集團，主要業務涵蓋整車、零部件、二手車以及汽車金融業務。2014 年前三季度營收 4,193 億元，同比增長 19.5%，淨利潤 180 億元，同比增長 11.6%，基本每股收益 1.63 元。2013 年每 10 股派發 12 元股息，以 9.4% 的股息率獲得市場極大反響，截止 2014/11/18 收盤價，股息率依然有 6.1%，2014 年公司沒有突發大型項目佔用資金，我們預計還將保持高分紅比例。
- **估值低於國際同業，受益滬港通**：大眾集團 2015 年獲利增速預估 10%，對應股價為 14 年 8.9 倍 PE，2013 年全球汽車品牌銷量第一位 Toyota，年銷量 998 萬輛，對應股價為 14 年 9.6 倍 PE，年銷量 600 萬輛的 Ford，對應股價為 14 年 12 倍 PE，上汽集團獲利的主要來源為旗下合資公司上海大眾，上海通用，集團年銷量超過 500 萬輛，獲利增速超過 10%，當前股價 7.6 倍 PE，依然低於全球行業估值。
- **合資品牌銷量持續高增長，自主品牌預計減虧**：2014 年前三季度實現淨利 204 億元，其中合資公司貢獻投資收益 206 億元，合資品牌符合中國市場消費者偏愛德系美系汽車的喜好，市場地位穩固，下半年上海通用新車投放力度加大，繼續帶動增長。自主品牌今年雖然銷量不佳，但由於 2013 年將歷史上累積的資本化的研發費用一次性做了費用化，今年賬面虧損幅度預計有所減少。
- **國企改革紅利逐步顯現，新領導層換屆注入新能量**：作為上海地方國企，藉助此次國企改革，集團未來將要逐步完善機制，激勵方案會使管理層與流通股股東利益更加一致。新管理層更年輕化，在經營理念方面的變化值得期待，比如在電商平臺領域以及互聯網汽車領域的嘗試，未來期待更多創新和發展。
- **新能源汽車技術儲備紮實**：目前自主品牌有自己的新能源技術（除電池技術）國內領先水準。目前已量產的新能源汽車有 5 款，其中 3 款為自己品牌，2 款為合資公司上海通用品牌，榮威 950 的混合動力版有望在今年年內上市。目前核心零部件基本都由集團旗下的合資公司生產，合資方技術背景雄厚，電池技術來自美國電池生產商 A123，電機系統技術來自 Bosch，電動壓縮機技術來自 Behr，啓停技術來自 Valeo，均為業內世界級優秀企業。
- **車聯網引領潮流 “車享網” 汽車 OTO 電商平臺開拓者**：中國汽車市場首個 Online To Offline 電子商務平臺，2014 年 3 月 27 日正式上線。車享平臺將依託上海汽車集團旗下各大品牌及數千家經銷商，通過線上線下無縫對接的電子商務模式，緊密圍繞與汽車息息相關的業務，從用戶選車開始到購車、用車、換車的全程使用週期。
- **目標價 23.13 人民幣 建議增加持股**：預計公司 2014/2015/2016 年實現 EPS 分別為 2.57/2.98/3.44 元人民幣，給予 9 倍 PE，建議增加持股。

分析內容

公司簡介.....	02
產業概況及未來趨勢.....	04
公司經營能力分析與展望.....	05
投資建議.....	12
風險提示.....	12

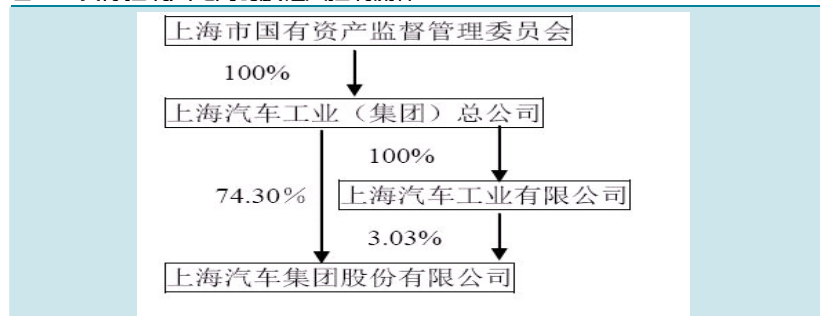
公司簡介

國內第一大汽車集團 2014 年前九月累計銷量 419 萬輛

大型國有控股股份制企業集團，在國內汽車集團中排名第一，主要業務涵蓋整車(包括乘用車、商用車)、零部件(包括發動機、變速箱、動力傳動、底盤、內外飾、電子電器等)的研發、生產、銷售，物流、車載資訊、二手車等汽車服務貿易業務，以及汽車金融業務。2013 年，集團整車銷量達到 510.6 萬輛，2014 年 1-9 月累計銷售 419 萬輛，同比增長 10.8%，繼續保持國內汽車市場領先優勢。

2014 年前三季度營收 4,193 億元，同比增長 19.5%，淨利潤 180 億元，同比增長 11.6%，基本每股收益 1.63 元。2013 年每 10 股派發 12 元股息，以 9.4% 的股息率獲得市場極大反響，截止 2014/11/18 收盤價，股息率依然有 6.1%，2014 年公司沒有突發大型項目佔用資金，我們預計還將保持高分紅比例。

圖一：實際控制人之間的股權與控制關係



資料來源：公司公告、富邦證券

表一：前十大股東（截止 2014 年 9 月 31 日）

股東名稱	持股數量（股）	占總股本比例(%)	股份性質
上海汽車工業(集團)總公司	6,742,713,768	61.16 A	股流通股
躍進汽車集團公司	413,919,141	3.75 A	股流通股
雙鴨山潤科實業有限公司	95,405,456	0.87 A	股流通股
MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC.	72,165,041	0.65 A	股流通股
UBS AG	63,608,097	0.58 A	股流通股
DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT	40,368,671	0.37 A	股流通股
南方東英資產管理有限公司-南方 富時中國 A50ETF	38,683,340	0.35 A	股流通股
富達基金(香港)有限公司-客戶資金	31,053,845	0.28 A	股流通股
聯訊證券-光大銀行-聯訊證券聯新1 號集合資產管理計畫	29,548,910	0.27 A	股流通股
馬來西亞國家銀行	26,978,907	0.24 A	股流通股
合計	7,554,445,176	68.52	

資料來源：公司公告、富邦證券

表二：中國市場前十大汽車集團 2014 年 1-9 月銷量排名及市佔率

排名	集團	2014 年 1-9 月銷量 (萬輛)	市佔率
1	上汽集團	418.8	24.6%
2	東風汽車集團	277.9	16.3%
3	一汽集團	232.8	13.7%
4	長安集團	191.0	11.2%
5	北汽集團	171.1	10.1%
6	廣汽集團	87.2	5.1%
7	華晨汽車	57.4	3.4%
8	長城汽車	50.5	3.0%
9	江淮汽車	34.5	2.0%
10	奇瑞汽車	32.6	1.9%
Total		1553.8	91.4%

資料來源：中國汽車工業協會、富邦證券

國內首個年銷量超過 500 萬輛的整車企業，當前盈利的最大部分來源於旗下合資公司上海通用和上海大眾，分別佔據全國乘用車企業銷量排名前兩位，上汽通用五菱繼續保持微車市場領先地位。集團內企業從整車製造，核心零部件生產到相關物流及汽車金融整個產業鏈完整的覆蓋。

表三：旗下主要子公司及合資公司

子公司	持股比例	合資公司	持股比例
上汽乘用車	100%	上海大眾	50%
上汽商用車	100%	上海通用	50%
上汽財務	100%	上海通用東嶽	50%
南汽集團	100%	上海通用北盛	50%
安吉物流	100%	上汽依維柯商務車	50%
上汽股權投資	100%	南京依維柯	50%
上汽進出口	100%	上海申沃客車	50%
上汽通用五菱	50.1%	上汽通用金融	50%
上海大眾銷售	60%	小糸車燈	50%
上汽通用銷售	51%	上海采埃孚轉向系統	49%
華域汽車	60%	上海納鐵福傳動系統	45%
上柴股份	48.05%	聯合汽車電子	49%

資料來源：公司公告、富邦證券

圖二：旗下主要品牌

單位：輛

乘用車業務 Passenger Car	商用車業務 Commercial Car

資料來源：公司公告、富邦證券

旗下車型中多款為市場熱門車型，月銷量超萬輛的車型橫跨各車型等級，比如小型車雪佛蘭賽歐，月均銷量保持在 2 萬台以上，緊湊型車別克凱越，月均銷量近 2.5 萬臺，雪佛蘭科魯茲月均銷量 2 萬，上海大眾朗逸月均銷量超 3 萬，今年甚至一度達到 5 萬，也是這個級別車的銷量冠軍，兩廂車款朗月均銷量也達到了 1 萬台，另外過萬的車型還有新桑塔納和和斯柯達明銳。中型車市場也是戰果累累，別克家族的君威和君越已經持續多代換代，雖然目前月銷量不足萬輛，但在該等級中也是響噹噹的明星車型了，上海大眾的帕薩特月銷量還是超過 2 萬台，從上市至今持續熱銷，佔據 B 級車市場超過 10% 的份額。SUV 市場上上海大眾的途觀，月銷 2 萬臺，也是自上市以來保持持續的熱銷，至今提車等待時間仍長達數月，並且加價，創造了國內車市的一個神話。MPV 明星車型上汽通用五菱的宏光上市以後月均銷量就高達 4 萬的驚人成績，今年月銷量已經超過 6 萬輛，甚至一度達到 8 萬輛，提到商務車，集團的另一款老牌車型別克 GL8 也是耳熟能詳的明星產品，月銷量超 5000 輛。

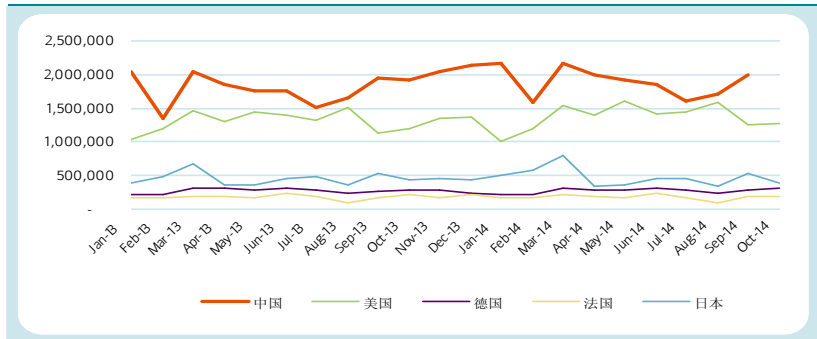
產業概況及未來趨勢

乘用車市場需求依舊旺盛

我們認為由於城鎮化速度加快，以及汽車消費的剛性需求依然存在、消費升級速度加快等因素的帶動，2014 年中國車市將繼續保持增長趨勢。總銷量全球第一，2014 年至今累計增速高於發達國家。

圖三：全球汽車市場銷量對比

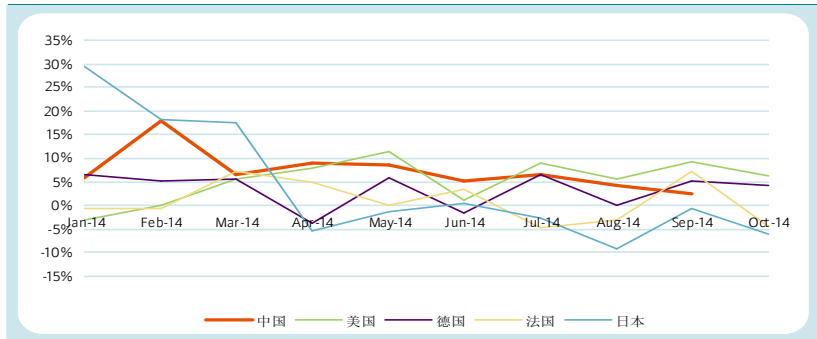
單位：輛



資料來源：中國汽車工業協會、富邦證券

圖四：全球汽車市場增速對比

單位：%



資料來源：中國汽車工業協會、富邦證券

公司經營能力分析與展望

估值低於國際同業

2013 年全球汽車品牌銷量第一位豐田汽車，年銷量 998 萬輛，排名第二和第三的大眾汽車和通用汽車分別銷售 973 萬輛，971 萬輛，上汽集團獲利的主要來源為旗下合資公司上海大眾，上海通用以及上汽通用五菱，年銷量超過 500 萬輛，當前估值依然低於全球行業估值。

以通用汽車為例，通用汽車 2013 年銷售收入約 1500 億美元，上汽約 900 億美元。但通用汽車同比增長僅 2% 左右，而上汽基本保持在 15% 左右的水準，且中國汽車市場增速高於全球汽車市場增速。

表五：行業估值比較

代碼	名稱	市值	14EPS(E)	15EPS(E)	14PE(E)	15PE(E)	13 銷量
		億人民幣	財報幣種	財報幣種			百萬輛
600104.SH	上汽集團	2,034	2.57	2.98	7.2	6.2	510
TM.N	Toyota	12,019	11.96	11.81	9.6	9.7	998
VOWG.S	VW	5,824	21.37	23.53	8.9	8.1	973
GM	GM	3,060	2.65	4.32	11.8	7.2	971
F	Ford	3,356	1.1	1.61	12.9	8.8	625
PEUP.PA	PSA	550	-0.16	0.85	-56.4	10.6	282
BMWG.DE	BMW	4,403	9.04	9.46	9.5	9.1	192
DAIGn.DE	Daimler	4,970	6.24	6.72	9.6	8.9	156

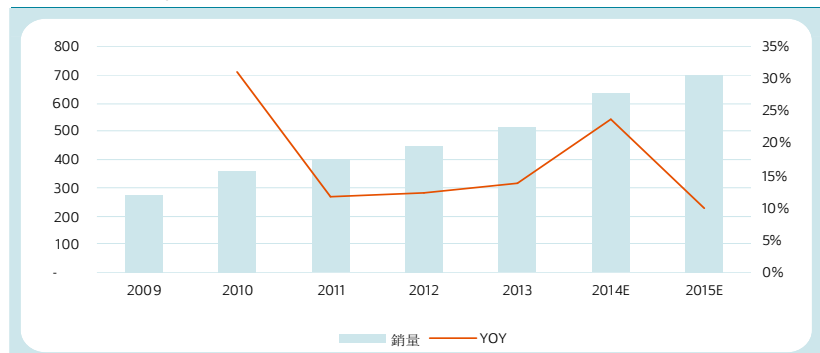
資料來源：REUTERS，富邦證券

2013 年及 2014 年初均取得驕人業績

公司為市場公認的低估值藍籌股，2013 年實現淨利潤 248 億元，同比增長 19.5%，每股收益 2.25 元。且每 10 股派發 12 元股息，相比 12 年派息增長 1 倍，按公佈分紅方案的當天股價，股息率高達 9.4%。2014 年 1-9 月，集團累計銷售 419 萬輛，同比增長 10.8%，其中上海大眾累計銷量 134 萬輛，同比增長 15.5%，上海通用累計銷量 122 萬輛，同比增長 6%，上海通用今年的增長亮點集中在下半年，上汽通用五菱 1-9 月累計投資收益 32.6 億元，已超過去年全年的收益，由於宏光的持續熱銷，五菱的增速超預期。

圖五：集團年銷量及增速

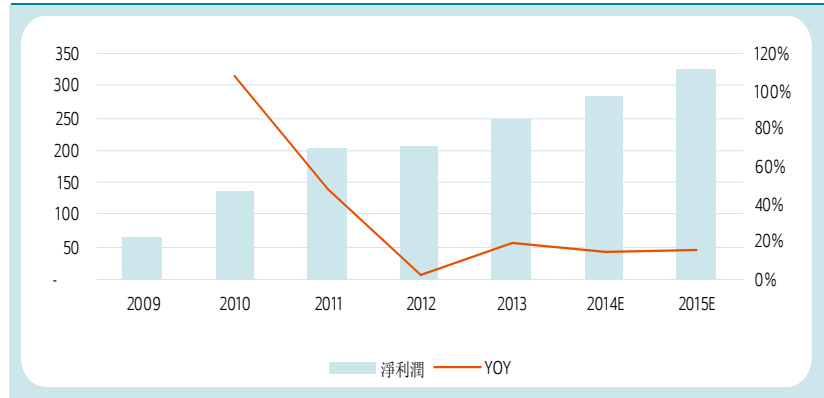
單位：輛/%



資料來源：公司公告、富邦證券

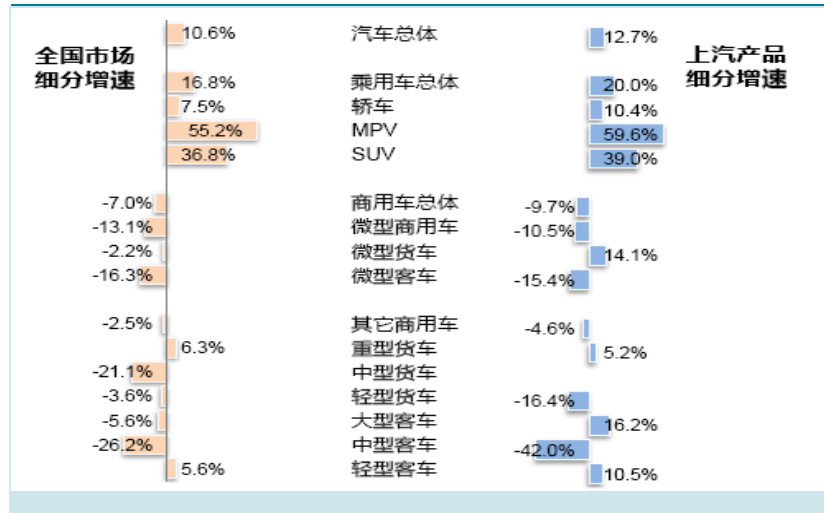
圖六：集團淨利潤及增速

單位：億元/%



資料來源：公司公告、富邦證券

集團乘用車增速高於國內市場平均水準，商用車沒有明顯優勢，由於集團的毛利率維持在穩定水準，預計集團盈利能力也將維持高位。2013 年銷量 514.8 萬輛，2014 年目標增速 7-10% 之間。

圖七：2014 年上半年集團與國內細分市場增速對比


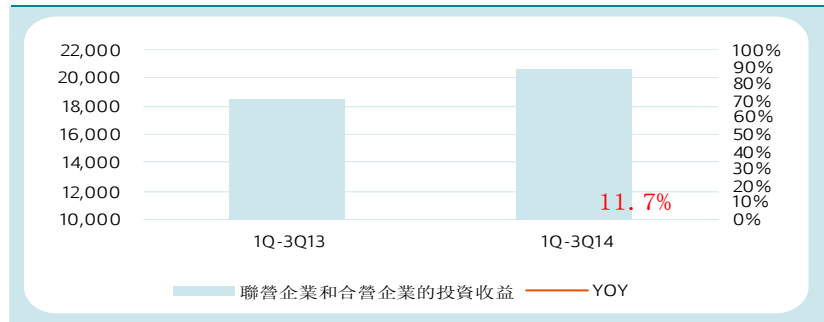
資料來源：公司公告、富邦證券

合資公司為公司利潤主要來源

公司主要獲利來源中的聯營公司和合營公司投資收益項，主要有上海大眾及上海通用貢獻。上海通用計入投資收益後，對比 13 年前三季度與 14 年前三季度的獲利情況，合資公司貢獻淨利潤增速 11.7%，高於集團 1-9 月累計銷量 (10.8%) 的增速。我們認為隨著下半年通用新車型的密集出臺，獲利可持續。

圖八：上海大眾 2014 年乘用車銷售增長情況

單位：輛/%

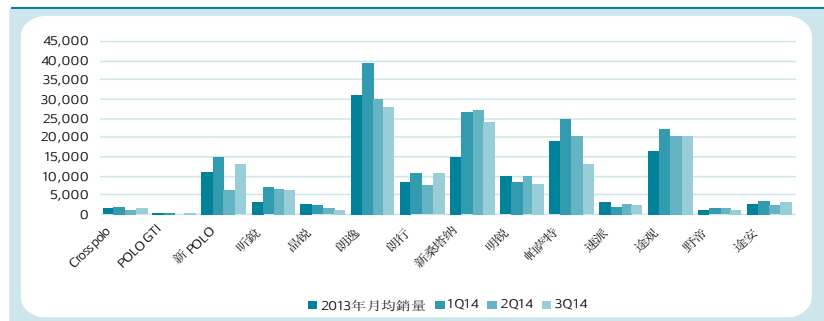


資料來源：公司公告、富邦證券

上海大眾的銷量增速遠超行業平均水準，利潤主要貢獻車型依然是途觀和帕薩特，途觀隨著產能的擴大前三季度銷量增速 25%。隨著 MQB 平臺的深度應用，今年公司成本控制將取得更好的效果。新車型的上市計劃方面，年底上市全新 A+級轎跑 NMC，從市場反應看，NMC 今年的銷量值得期待。上海大眾 16 年推出三款 SUV，包括 7 座 SUV，途觀全新換代車型，野帝的換代車型。

圖九：上海大眾 2014 年乘用車銷售增長情況

單位：輛/%

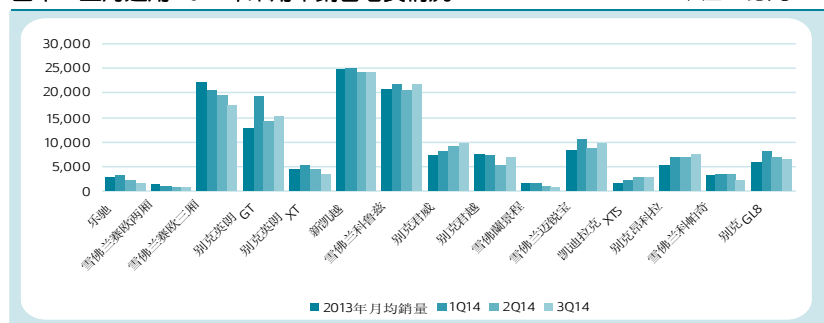


資料來源：中國汽車工業協會、富邦證券

上海通用今年的車型熱點集中在下半年，4 季度上市全新緊湊型 SUV。預計下半年增速逐漸追上上海大眾。今年底到 2016 年新車方面有，上海通用的別克 B 級 SUV 昂科威，自主品牌方面 14 年底推出一款 A0 級 SUV，15 年推出 A 級 SUV，通用五菱在 16 年也將推出 SUV 車型。另外凱迪拉克方面計畫到 16 年共推出 4 款新 SUV。

圖十：上海通用 2014 年乘用車銷售增長情況

單位：億元/%



資料來源：中國汽車工業協會、富邦證券

上汽通用五菱宏光可以說是 MPV 市場大漲的拉動者，2013 年月均銷量 4 萬台秒殺各類熱門車型，伴隨經濟增長和經濟轉型崛起的 MPV 熱潮，並沒有止步在去年的輝煌，今年以來依然是 超過 50% 的高增速，今年宏光的月均銷量超過 6 萬台。

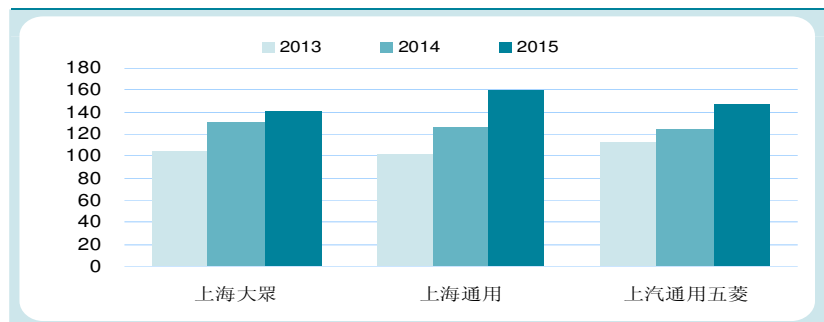
自主品牌需要更合適的定位

2013 年自主品牌虧損額 30 億元，遠高於歷史上的平均虧損額，一方面也是由於將歷史上累積的資本化的研發費用都一次性做了費用化，我們可以看到公司對自主品牌發展是本著從長利益的，這是一個好兆頭，目前自主品牌最大的問題還是品牌認可度，未來要將自主品牌的定位更實際化，將質量做到合資品牌的水準。今年 5 月 24 日，習主席考察集團時，也對上汽自主品牌寄予厚望，公務車本土化有望帶動上汽今年自主品牌減虧。公司已經下調今年自主品牌的銷量目標至 20 萬輛，預計全年虧損 5 億。

自主品牌目前但平臺過多，有 5-6 個平臺，將來要做平臺化，到 2016 年計畫最終縮減至一個平臺。2014 年新車計劃方面，4 月上市新一代榮威 350，8 月上市 MG6 海外改型車，9 月上市 MG5 三廂車，10 月上市 MG5 兩廂，小型轎車平臺 ZP11 平臺的一款榮威今年內上市。

圖十一：合資品牌產能規劃

單位：萬輛



資料來源：富邦證券

公司產能利用率目前依然保持在 130% 的最優比率，並沒有因為銷量的增長而盲目擴張，因此，公司的現金流表現也能保持穩定。

國企改革紅利逐步釋放

作為上海地方國企，藉助此次國企改革的東風，集團將進一步完善機制方面的改革，激勵方案使得管理層與流通股東利益更加一致。主要有兩個方面的內容，1) 如何進一步完善公司治理機制，發揮管理層作用，2) 公司激勵機制，對骨幹人員加大激勵。在業務方面的改革重點，將整車，汽車金融服務，等各版塊能獨立發展，不相互依賴，並在下屬公司中引入混合所有制，尤其在汽車服務貿易以及汽車金融方面，包括車享網電商平臺，目前獨資未來不排除對外開放。

領導層換屆 有望觸動公司新的發展

陳志鑫擔任上汽集團總裁，原董事長胡茂元到齡退休，陳虹接替成為新一任董事長。高層人士變動塵埃落定，新管理層更年輕化，在經營理念方面的變化值得期待。比如在電商平臺領域的嘗試，未來期待更多創新和發展。

新能源汽車技術儲備紮實

目前自主品牌有自己的新能源技術（除電池技術）國內領先水準，但與國際仍有很多差距。上汽集團在新能源汽車領域力爭未來銷量目標占中國整體市場份額 20%，與集團整體市占率相匹配。一方面加大電動汽車的研發，但公司重點將放在插電式混合動力領域，以強混為主。按照之前計劃的速度繼續研發燃料電池。目前已量產的新能源汽車有 5 款，其中 3 款為自己品牌，2 款為合資公司上海通用品牌，榮威 950 的混合動力版有望在今年年內上市。

表六：新能源車型

簡介
車型：榮威 E50 車企：上海汽車 指導價：23.49 萬 13 年月均銷量：50 輛 定位：純電動 A00 級轎車
車型：賽歐 Springo 車企：上海通用 指導價：23.5 萬 13 年月均銷量：6 輛 定位：純電動 A00 級轎車
車型：榮威 550 Plug-in 車企：上海汽車 指導價：24.88 萬 14 年月均銷量：45 輛 定位：插電式混合動力 A 級轎車
車型：別克君越 ECO-Hybrid 車企：上海通用 指導價：26.99 萬 13 年月均銷量：15 輛 定位：混合動力 B 級轎車
車型：榮威 750 混合動力版 車企：上海汽車 指導價：23.7 萬 13 年月均銷量：13 輛 定位：混合動力 B 級轎車

資料來源：節能與新能源汽車網、富邦證券

目前核心零部件基本都由集團旗下的合資公司生產，合資方技術背景雄厚，電池技術來自美國電池生產商 A123，電機系統技術來自德國博世，電動壓縮機技術來自德國貝洱，啓停技術來自法雷奧，均為業內世界級優秀企業。

表七：新能源汽車核心零部件生產現狀

核心零部件	製造商	股權關係	應用
動力電池系統	上海捷新動力電池	上汽集團持有 51% 股份，A123 持有 49% 股份	配套榮威 E50 和榮威 550Plugin
純電動驅動電機	華域電動	華域汽車持有 60% 股份	配套榮威 E50
插電式混合動力驅動電機	上海聯合電子	上汽集團持股 49%，德國 Bosch 持股 51%	已通過設計認可實驗
電驅變速箱	上海捷能汽車技術	上汽集團持有 90% 股份，上海汽車持有 10% 股份	已量產供貨
電動轉向系統	上海聯盛汽車技術	集團子公司	已批量生產
電動壓縮機	上海三電貝洱	與德國貝洱，日本三電合資	配套榮威 E50 和榮威 550Plugin
start-stop	上海法雷奧汽車電器	上汽集團持股 50%	已批量生產

資料來源：公司公告，富邦證券

“車聯網”技術革命 未來的發展趨勢

車聯網技術的普及將是汽車市場的發展趨勢。在通用、豐田等國際汽車廠商紛紛推出運用智慧導航和遠端助手等車聯網技術的車型產品並推向國內市場之後，中國自主汽車企業也開始了對車聯網技術的研究。據網通社粗略統計，目前國內至少有以上汽集團為首的七家自主品牌企業推出了自主研发的車聯網系統和產品。

上海通用的“安吉星”系統最早被車主所熟知，基於全球衛星定位系統，無線通信技術，可以在遠端對汽車進行監控和操作，比方說可以通過智慧手機客戶端，在遠端發動汽車並開啓空調，隨著中國網絡速度的提升，這一功能將能得到更實用的效果。安吉星的客服可以語音提供導航輸入，也能在第一時間為車主提供各項救助服務，以及防盜定位等等智慧實用的功能。

上汽集團自主研发的 Inkanet 車聯網目前在榮威 350 和 MG5 全系車型上已有配置，具有導航，藍牙，音樂，新聞娛樂，訂機票酒店等生活服務功能，以及 ivoka 語音控制功能。

表八：自主車企車聯網

車企	車載系統	搭載車型
上汽	inkanet	榮威 350，榮威 550，MG5 等
吉利	G-Netlink	EC8
一汽奔騰	D-partner	B70
奇瑞	Telematics	A3，風雲 2，瑞麒
長安	In Call	悅翔 V5
比亞迪	i 系統	思銳
華晨	E-Drive	中華 V5

資料來源：汽車之家，富邦證券

集團計劃在美國矽谷成立投資公司，預計對進一步拓寬集團在汽車消費電子等新興市場的創新有重要的改善作用。

“車享網”汽車 OTO 電商平臺開拓者

中國汽車市場首個 OTO（即 Online To Offline）電子商務平臺，2014 年 3 月 27 日正式上線。車享平臺將依託上海汽車集團旗下各大品牌及數千家經銷商，為用戶提供一站式解決方案。通過線上線下無縫對接的電子商務模式，緊密圍繞與汽車息息相關的業務，從用戶選車開始到購車、用車、換車的全程使用週期，車享平臺還將把關注點從用戶的車輛使用延伸到與汽車有關的生活領域。

車享網平臺目前沒有銷售目標，是一個新 O2O 模式的嘗試，利用分佈全國各地經銷商的資源優勢，使能夠延伸到線上，營造網上購車和網下享受服務的體驗。

投資建議

我們認為公司作為國內第一大汽車集團，每年保持穩定獲利成長，且給予豐厚的分紅回報，估值卻低於國際同業，直接受益滬港通。2014 年前三季度營收 4,193 億元，同比增長 19.5%，淨利潤 180 億元，同比增長 11.6%，基本每股收益 1.63 元。2013 年每 10 股派發 12 元股息，以 9.4% 的股息率獲得市場極大反響，截止 2014/11/18 收盤價，股息率依然有 6.1%，2014 年公司沒有突發大型項目佔用資金，我們預計還將保持高分紅比例。大眾集團 2015 年獲利增速預估 10%，對應股價為 14 年 8.9 倍 PE，2013 年全球汽車品牌銷量第一位 Toyota，年銷量 998 萬輛，對應股價為 14 年 9.6 倍 PE，年銷量 600 萬輛的 Ford，對應股價為 14 年 12 倍 PE，上汽集團獲利的主要來源為旗下合資公司上海大眾，上海通用，集團年銷量超過 500 萬輛，獲利增速超過 10%，當前股價 7.6 倍 PE，依然低於全球行業估值。預計公司 2014/2015/2016 年實現 EPS 分別為 2.57/2.98/3.44 元人民幣。參照國際汽車個股，我們給予 2014 年 9 倍 PE，目標價 CNY 23.13 人民幣，建議增加持股。

風險提示

1. 合資公司銷量不如預期
2. 自主品牌虧損大幅增加

合併損益表	百萬RMB				資產負債表	百萬RMB			
	FY13	FY14F	FY15F	FY16F		FY13	FY14F	FY15F	FY16F
營業總額	563,346	642,000	705,000	762,000	現金及約當現金	91,279	131,366	190,591	250,569
銷貨成本	490,988	559,400	613,600	661,000	銀行存款	18	18	18	18
營業毛利	72,358	82,600	91,400	101,000	應收款項	48,483	50,286	43,714	45,933
營業稅金及附加	3,439	3,916	4,301	4,648	存貨	30,915	32,726	37,081	38,118
銷售費用	34,731	40,125	43,499	47,015	其他流動資產	62,618	60,088	69,075	65,757
管理費用	18,345	21,507	22,983	24,841	流動資產	233,313	274,484	340,479	400,395
利息費用	(255)	(753)	(1,908)	(3,146)	長期投資	56,543	76,848	99,813	125,771
資產減值損益	3,114	3,549	3,897	4,212	固定資產	27,516	28,263	28,501	27,263
聯營公司損益	22,270	24,723	27,382	30,376	其他長期資產	45,705	49,361	51,973	55,020
其他投資收益	4,922	3,035	3,181	3,357	總資產	363,077	428,956	520,766	608,449
營業利益	40,176	42,014	49,191	57,163	短期借款	5,252	0	0	0
營業外損益	1,318	1,286	1,274	1,264	應付款項	65,469	102,519	142,921	187,579
EBITDA	46,309	49,663	56,887	64,342	預收帳款	27,032	24,555	34,122	29,431
稅前淨利	41,494	43,300	50,465	58,427	其他流動負債	106,026	103,542	113,108	108,418
所得稅	5,909	2,628	3,312	4,057	流動負債	176,747	206,061	256,029	295,997
稅後淨利	35,585	40,672	47,153	54,370	長期借款	6,264	8,042	9,821	11,599
歸屬母公司股東淨利	24,805	28,348	32,865	37,896	其他長期負債	18,334	18,334	18,334	18,334
基本EPS (RMB)	2.25	2.57	2.98	3.44	總負債	201,345	232,437	284,184	325,930
完全稀釋EPS (RMB)	2.25	2.57	2.98	3.44	普通股股本	11,026	11,026	11,026	11,026
現金股利 (RMB)	0.60	0.69	0.80	0.92	公積	42,349	44,023	45,698	47,373
					股東權益	161,732	196,518	236,582	282,519
					負債加股東權益	363,077	428,955	520,766	608,449

年成長率(%)				
營業總額	17.7	14.0	9.8	8.1
銷貨毛利	(7.1)	14.2	10.7	10.5
稅前淨利	3.3	4.4	16.5	15.8
稅後淨利	19.5	14.3	15.9	15.3
基本EPS	19.7	14.2	16.0	15.4

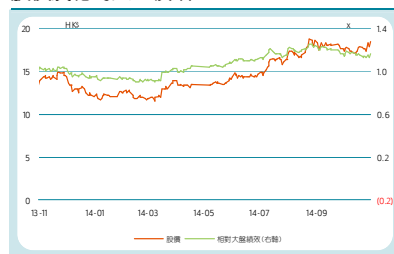
獲利能力(%)				
毛利率	12.8	12.9	13.0	13.3
稅前淨利率	7.4	6.7	7.2	7.7
稅後淨利率	4.4	4.4	4.7	5.0
EBITDA率	8.2	7.7	8.1	8.4

比率分析	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
ROE (%)	18.0	17.7	17.7	17.6
ROA (%)	11.4	9.6	9.1	8.9
ROIC (%)	52.6	58.3	76.3	123.4
本益比 (x)	8.7	7.6	6.6	5.7
本營比 (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
本淨比 (x)	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	3.1	2.3	1.2	0.5
現金股利殖利率 (%)	3.0	4.0	4.0	5.0

資料來源：富邦證券

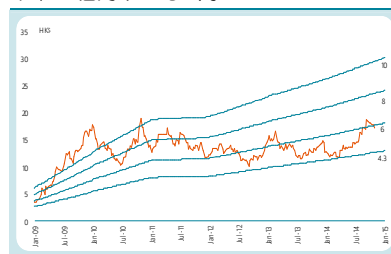
現金流量表	百萬RMB			
	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
稅後淨利	35,585	40,672	47,153	54,370
折舊與攤提	5,073	8,315	9,529	10,262
營運資金增減	16,177	11,856	16,027	19,948
其他	(36,230)	(3,640)	(1,510)	(12,508)
來自營運之現金流量	20,605	57,203	71,199	72,072
資本支出	(11,184)	(11,849)	(11,858)	(11,866)
投資收益	21,335	927	874	864
其他	12,559	1,213	1,214	1,216
來自投資之現金流量	22,710	(9,709)	(9,770)	(9,786)
自由現金流量	9,421	45,354	59,341	60,206
借款增(減)	16,286	(3,473)	1,778	1,778
現金股利與利息支出	(13,339)	(5,607)	(5,658)	(5,761)
現金增資	595	1,675	1,675	1,675
其他	(19,224)	(1)	0	0
來自融資之現金流量	(15,682)	(7,406)	(2,205)	(2,308)
匯率調整	(151)	0	0	0
本期產生之現金流量	27,482	40,088	59,224	59,978

股價及相對大盤績效圖



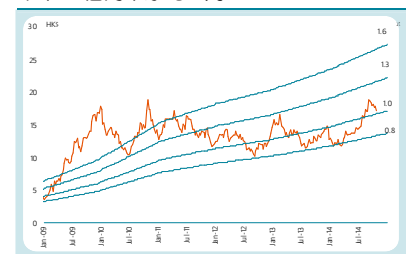
資料來源：富邦證券

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：富邦證券

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：富邦證券

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述之任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標，財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦證券保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過 30%
增加持股	預估未來6個月內的絕對報酬介於 10-30%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於10%與負10%之間
減少持股	預估未來6個月內的絕對報酬介於負10-負30%
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負30%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差