

現價：RMB 23.79

整車行業

## 上汽集團 (600104.CH)

### 電話會議總結-穩健增長的汽車行業龍頭

近日我們和上汽集團組織了一次電話會議，主要內容如下：

- **中國汽車行業的領軍企業。**上汽集團是一家綜合性的汽車生產及製造企業。公司的產品系列比較寬泛，基本上涵蓋了所有汽車品種。上汽集團是中國汽車行業的領軍企業。根據中國汽協公佈的數據，公司2014年市場份額為23.8%，比第二名的東風汽車集團高了7.6個百分點。上汽集團的利潤來源主要來自於上海通用和上海大眾等合資企業的投資收益。2013年，上汽集團的投資收益254.6億元，占淨利潤比重103%，公司的自主品牌仍然處於虧損狀態。
- **15年行業看法較為積極。**2014年，上汽集團總共銷售汽車561.99萬輛，同比增長10.1%。其中上海通用和上海大眾分別銷售176.02萬輛和172.5萬輛，分別同比增長11.7%和13.1%。上汽通用五菱/自主品牌分別銷售180.6萬輛/18.0萬輛，分別同比增長12.8%/-21.7%。2015年來看，管理層對於2015年汽車市場的看法比較積極，全年汽車行業增長7.5-8%。15年公司的整體目標銷售620萬輛，同比增長10.3%，其中上海通用/大眾/通用五菱均為190萬輛，自主品牌為24萬輛。
- **上海通用/大眾進入產品換代週期。**2015/2016年公司有多款新產品上市，2015年共有15款車，上海通用有3款全新產品/換代產品上市，上海大眾有3款換代+2款改款。通用五菱有3款新車；自主品牌有2款新車+2款改款車。16年共有11款，其中上海通用2款換代；上海大眾有2款換代+2款新車+1款改款；通用五菱有2款新車+1款改款；自主品牌有1款大改款+1款混動車型。上海大眾和上海通用進入到新產品換代週期，除了上述新車外，14年年底推出的新車型如昂科威、凌渡對15年的銷量貢獻也值得關注。
- **新能源汽車技術儲備豐富。**對於新能源汽車，公司認為未來行業發展方向仍然值得探討，但上汽做各個方向均有一定的技術儲備。目前來看，新能源汽車有3種發展路徑：純電動+插電式混合動力+燃料電池轎車。純電動和插電式是目前國家重點扶持的方向，但從現實推廣角度來看，插電式混合動力比較有推廣意義。上汽榮威550插電式混合動力目前仍處於供不應求的狀態，14年賣了1300多台，今年產能瓶頸解決，今年1.3-1.5萬台目標。對於燃料電池，相比純電動在電池技術方面問題，燃料電池沒有技術難度，產業化沒有問題，目前主要問題來自於燃料電池用鉑金來做燃料催化劑，材料價格很貴，成本比較高。目前國內企業中，上汽的燃料電池汽車儲備最早，未來發展若該方向，公司有望顯著受益。
- **高派息+國企改革標的。**2014年，公司分紅比例達到53.3%，分紅比例為上市以來最高，公司也成為高派息概念公司，預計未來若沒有特殊情況，高分紅比例有望維持。另外上汽也可能是國企改革重點標的。國企改革目前有兩個方向，一是股權激勵；二是混合所有制改革。目前股權激勵方案仍不明確，但未來若推出有助於提高管理層效率；對於混合所有制改革，未來有可能引入P/E在內的戰略投資者，這有助於做保持經營層穩定的前提下，優化股權結構。

#### 結論：

我們尚未覆蓋該公司。我們認為公司的亮點主要來自於以下幾方面：1、公司是汽車行業龍頭，市場份額多年保持行業第一。2、公司成長性依然較為穩健，尤其是上海通用/大眾進入產品換代週期，這有助於推動公司超越行業表現，市場預計14-16三年淨利潤複合增長13.8%。3、股息分派比例高，目前的股息率具有較強吸引力。4、國企改革預期。估值來看，目前股價對應14/15年動態市盈率分別為9.3倍/8.1倍，14/15年股息率分別為5.7%/6.5%。

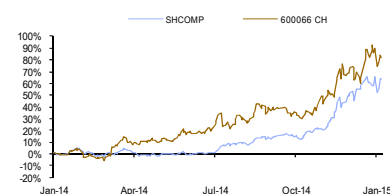
- 上汽是中國汽車行業的領軍企業；
- 管理層對15年看法較為積極；
- 上海通用/大眾進入產品換代週期；
- 新能源汽車技術儲備豐富；
- 高派息+國企改革標的。

#### 股份資料

52周高位(元)	25.98
52周低位(元)	12.22
市值(百萬元)	262,298
發行股數(百萬)	11,025.57
日成交量(百萬元)	60.99
1個月內變化(%)	4.85
年初至今變化(%)	10.81
50天平均價(元)	21.76
200天平均價(元)	17.55
14天強弱指數	56.07

資料來源: Bloomberg

#### 個股1年走勢圖



資料來源: Bloomberg

#### 姚煒

wei.yao@bocomgroup.com

電話: (8621) 6065 3675

**圖表 1: 上汽集團市場份額排名**

集團名稱	2013年銷量, 萬輛	市場份額	2014年銷量, 萬輛	市場份額
上汽集團	507.3	23.1%	558.4	23.8%
東風汽車集團	353.5	16.1%	380.3	16.2%
第一汽車集團	290.8	13.2%	308.6	13.1%
長安汽車集團	220.3	10.0%	254.8	10.8%
北京汽車集團	211.1	9.6%	240.1	10.2%
合計	2198.4	100.0%	2349.2	100.0%

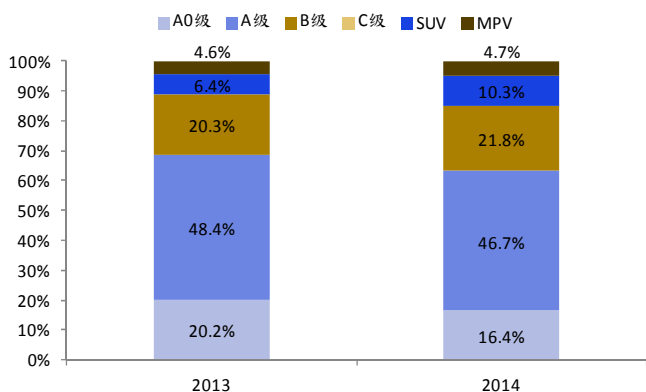
料來源：公司資料、交銀國際

**圖表 2: 上汽損溢表分析**

單位, 百萬元	2011	2012	2013	說明
<b>收入</b>	<b>433,095</b>	<b>478,433</b>	<b>563,346</b>	上海通用和上海大眾的收入通過銷售公司間接計入報表
成本	(351,870)	(400,564)	(490,988)	
<b>毛利</b>	<b>81,225</b>	<b>77,869</b>	<b>72,357</b>	
毛利率	18.8%	16.3%	12.8%	下降原因上海通用不再合併報表
其他業務收入 (金融類)	1,708	2,547	2,461	
其他業務成本 (金融類)	(319)	(624)	(723)	
營業稅金及附加	(11,054)	(7,975)	(3,439)	
銷售費用	(22,851)	(27,208)	(34,731)	
管理費用	(19,116)	(18,535)	(18,345)	
財務費用	(43)	115	255	
資產減值損失	(994)	(2,297)	(3,114)	
其他經營收益	13,140	15,448	25,458	
<b>投資收益</b>	<b>13,452</b>	<b>15,429</b>	<b>25,456</b>	
<b>營業利潤</b>	<b>41,697</b>	<b>39,340</b>	<b>40,179</b>	
	-	-	-	
營業外收入	685	1,097	2,058	
營業外支出	(355)	(280)	(744)	
<b>稅前利潤</b>	<b>42,028</b>	<b>40,156</b>	<b>41,493</b>	
所得稅	(7,039)	(6,628)	(5,909)	
<b>利潤總額</b>	<b>34,990</b>	<b>33,528</b>	<b>35,584</b>	
少數股東權益	14,768	12,776	10,780	
<b>淨利潤</b>	<b>20,222</b>	<b>20,752</b>	<b>24,804</b>	
利潤率	4.7%	4.3%	4.4%	
扣除投資收益後的淨利潤	6,770	5,322	(653)	自主品牌處於虧損狀態

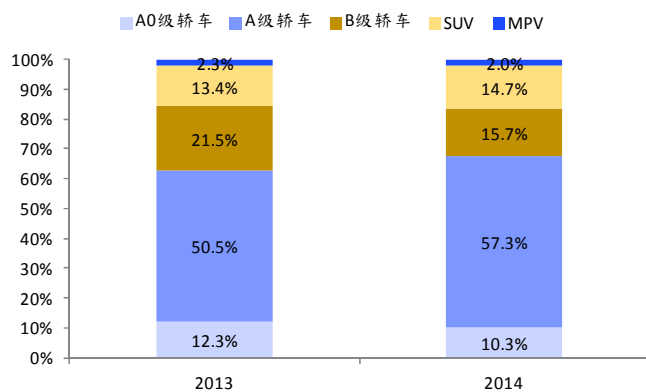
注：上海通用在2010年2月9日至2012年9月1日屬合併報表範圍。資料來源：公司資料、交銀國際

圖表 3: 上海通用產品結構



資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 4: 上海大眾產品結構



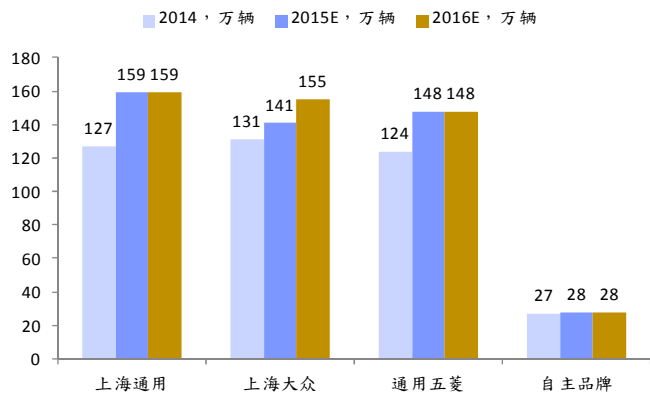
資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 5: 產品投放情況

	2014 年 (已上市)	2015 年	2016 年
上海通用	昂科威, 10 月 新賽歐三廂 (1.3L,1.5L), 11 月 創酷, 4 月 科魯茲 (1.4T,1.5L), 8 月	凱迪拉克一款 C 級車, 和奧迪 A6 競爭, 上半年 下一代英朗, 下半年 下一代邁瑞寶, 下半年	Lacross 雪佛蘭愛唯歐換代
上海大眾	凌渡, 11 月 新明銳, 4 月 昕動, 3 月	桑塔納改型, 下半年 朗逸改型, 上半年 全新途安, 下半年 下一代晶銳, 上半年 新一代速派, 下半年	全新一代途觀 全新一代 Yeti B 級 SUV, 7 座 15 年底/16 年初帕薩特改型 一款 C 級轎車
通用五菱	寶駿 730, 8 月	緊湊型 SUV, 年中 MPV, 5 月份 A0 級新車 MG3 平臺, 15 年底	A0 級轎車 五菱之光新款 高端微客
自主品牌	榮威 550 (混合動力) MG GT, 10 月	MG SUV, 下半年, 10 月 MG3 改款, 3 月份 榮威 950 的 1.8T, 上半年 榮威 350 改型年度改型, 年底	950 大改款+950plug-in

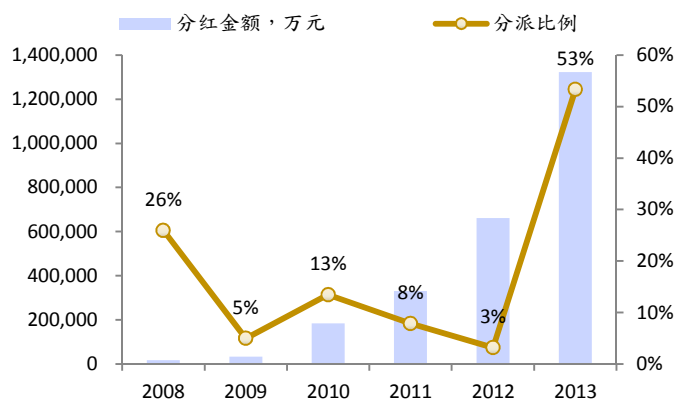
資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 6: 產能投放趨勢



資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 7: 分紅情況



資料來源：公司資料，交銀國際

## 交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

## 評級定義

## 公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

## 行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

## 研究團隊

## 研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

## 策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

## 銀行/網絡新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

## 非必需品消費

黃文嫻 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

## 必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

## 醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

## 保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

## 互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

## 有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

## 宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

## 油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

## 房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

## 新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

## 電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

## 科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

## 交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

## 汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

## 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

## 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

## 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。**