

## 牵手阿里互联网汽车战略再下一城

■与阿里共同出资10亿元，成立互联网汽车基金。公司公告3月12日旗下全资子公司上海汽车集团投资管理有限公司与阿里巴巴签署协议，双方将各出资5亿元人民币，合资设立10亿元人民币的互联网汽车基金，将推进互联网汽车的开发和运营平台的建设。这是继去年7月23日上汽集团与阿里巴巴互联网汽车战略合作协议签署后的具体落实项目，将有助于2016年左右“互联网汽车”上市销售和平台的运营。

■公司从传统汽车制造商向综合服务提供商战略转型持续推进。汽车行业发展或正在告别以往依靠渗透率提升销量、倚重技术进步和精益管理降低成本的阶段，出行方式大变革、生产制造模式大变革和跨领域新技术嵌入冲击的新时代正在来临。为了适应行业发展的巨变，公司对发展战略进行了调整，从原来的传统汽车制造商龙头转型至综合服务提供商龙头，集中加强对汽车互联网化、新能源化的技术突破。我们认为集团在完成战略转型后，在汽车全产业链和产品全生命周期的布局将会更加完善，综合竞争优势将会更加明显。

■即将迎来全年销量和盈利的拐点；国企改革值得期待。今年前2个月销量同比下滑0.90%，增长乏力，主要是由于春节因素和去年同期基数较高、去年上市新车型尚处于生产爬坡阶段所致。随着新上市的别克昂科威和大众凌渡等车型生产爬坡的完成和4月份上海车展更多新车型上市，公司全年销量和盈利拐点将会来临。作为上海市国资委下属重点企业，国企改革对企业的利好也值得期待。

■投资建议：买入-A投资评级，维持6个月目标价30.00元。我们预计公司2014年-2016年收入增速分别为12.0%、12.5%、12.6%，净利润增速分别为12.2%、15.2%、15.7%，EPS分别为2.52元、2.91元和3.36元；维持买入-A投资评级，6个月目标价为30.00元，相当于2015年10倍动态市盈率。

■风险提示：经济下滑超预期导致汽车需求不旺；转型改革低于预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	480,979.7	565,807.0	633,743.0	712,873.6	802,404.5
净利润	20,751.8	24,803.6	27,830.7	32,059.0	37,094.4
每股收益(元)	1.88	2.25	2.52	2.91	3.36
每股净资产(元)	11.10	12.49	14.36	16.18	18.01

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	11.6	9.7	8.6	7.5	6.5
市净率(倍)	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2
净利润率	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%
净资产收益率	23.1%	22.0%	20.7%	20.3%	20.2%
股息收益率	2.7%	5.5%	3.9%	5.3%	6.5%
ROIC	98.1%	65.8%	110.1%	56.5%	138.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

**买入-A**

维持评级

6个月目标价

**30.00元**

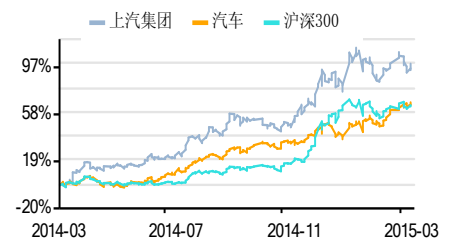
股价(2015-03-12)

**24.71元**

交易数据

总市值(百万元)	272,441.75
流通市值(百万元)	272,441.75
总股本(百万股)	11,025.57
流通股本(百万股)	11,025.57
12个月价格区间	12.33/25.15元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.07	0.42	26.64
绝对收益	7.43	12.93	96.58

林帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030004  
linfan@essence.com.cn  
021-68765916

相关报告

2月销售符合预期，创新发	2015-03-09
展有望强者恒强	
1月销量符合预期，创新业	2015-02-06
务将再迎突破	
超额完成全年销量目标	2015-01-07

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月12日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>480,979.7</b>	<b>565,807.0</b>	<b>633,743.0</b>	<b>712,873.6</b>	<b>802,404.5</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	400,563.6	490,988.5	548,187.7	616,635.7	694,079.9	营业收入增长率	10.6%	17.6%	12.0%	12.5%	12.6%
营业税费	7,975.4	3,439.5	3,865.8	4,348.5	4,894.7	营业利润增长率	-5.7%	2.1%	17.3%	14.9%	15.6%
销售费用	27,208.2	34,730.5	39,292.1	44,198.2	49,749.1	净利润增长率	2.6%	19.5%	12.2%	15.2%	15.7%
管理费用	18,534.6	18,344.6	22,181.0	24,950.6	28,084.2	EBITDA 增长率	-6.6%	-1.8%	12.3%	12.3%	13.7%
财务费用	-115.2	-254.7	-661.0	-1,398.6	-1,977.7	EBIT 增长率	-5.3%	2.0%	14.3%	13.6%	14.9%
资产减值损失	2,296.7	3,114.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	NOPLAT 增长率	-5.8%	4.5%	15.4%	13.6%	14.9%
加:公允价值变动收益	7.1	-3.2	252.0	-162.1	24.0	投资资本增长率	55.9%	-31.0%	121.2%	-53.0%	47.2%
投资和汇兑收益	15,440.5	25,460.8	28,009.8	32,208.4	37,037.5	净资产增长率	8.9%	11.5%	20.4%	17.7%	16.1%
<b>营业利润</b>	<b>39,339.6</b>	<b>40,179.1</b>	<b>47,139.2</b>	<b>54,185.6</b>	<b>62,636.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	816.8	1,313.9	312.9	475.9	611.0	毛利率	16.7%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
<b>利润总额</b>	<b>40,156.4</b>	<b>41,493.0</b>	<b>47,452.2</b>	<b>54,661.5</b>	<b>63,247.0</b>	营业利润率	8.2%	7.1%	7.4%	7.6%	7.8%
减:所得税	6,628.1	5,909.1	7,117.8	8,199.2	9,487.0	净利润率	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%
<b>净利润</b>	<b>20,751.8</b>	<b>24,803.6</b>	<b>27,830.7</b>	<b>32,059.0</b>	<b>37,094.4</b>	EBITDA/营业收入	9.6%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
						EBIT/营业收入	8.3%	7.2%	7.3%	7.4%	7.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	23	17	15	11	8
						流动营业资本周转天数	-21	-20	-13	-9	-11
						流动资产周转天数	142	134	135	144	156
						应收帐款周转天数	12	13	11	12	12
						存货周转天数	20	18	20	20	19
						总资产周转天数	238	220	214	212	214
						投资资本周转天数	32	28	33	29	21
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	23.1%	22.0%	20.7%	20.3%	20.2%
						ROA	10.6%	9.5%	10.6%	10.1%	10.9%
						ROIC	98.1%	65.8%	110.1%	56.5%	138.1%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	5.7%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
						管理费用率	3.9%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
						财务费用率	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	9.5%	9.3%	9.6%	9.5%	9.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.3%	56.7%	48.9%	50.1%	46.2%
						负债权益比	118.8%	131.0%	95.9%	100.4%	85.8%
						流动比率	1.21	1.25	1.46	1.55	1.77
						速动比率	1.05	1.08	1.23	1.37	1.54
						利息保障倍数	-345.85	-159.58	-70.31	-37.74	-30.67
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.60	1.20	0.85	1.15	1.42
						分红比率	31.9%	53.3%	33.9%	39.7%	42.3%
						股息收益率	2.7%	5.5%	3.9%	5.3%	6.5%

## 现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	33,528.3	35,583.9	27,830.7	32,059.0	37,094.4	EPS(元)	1.88	2.25	2.52	2.91	3.36
加:折旧和摊销	6,728.6	5,072.8	4,612.9	4,612.9	4,612.9	BVPS(元)	11.10	12.49	14.36	16.18	18.01
资产减值准备	2,296.7	3,114.0	-	-	-	PE(X)	11.6	9.7	8.6	7.5	6.5
公允价值变动损失	-7.1	3.2	252.0	-162.1	24.0	PB(X)	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2
财务费用	761.7	656.1	-661.0	-1,398.6	-1,977.7	P/FCF	134.4	6.1	-10.9	3.2	12.6
投资损失	-15,429.3	-25,456.4	-28,000.0	-32,200.0	-37,030.0	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	12,776.5	10,780.3	12,503.6	14,403.3	16,665.6	EV/EBITDA	2.7	1.2	3.2	1.7	1.5
营运资金的变动	2,391.2	34,568.0	-50,874.9	40,076.3	-22,624.3	CAGR(%)	11.5%	14.7%	4.9%	11.5%	14.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>19,591.1</b>	<b>20,602.5</b>	<b>-34,336.6</b>	<b>57,390.8</b>	<b>-3,235.1</b>	PEG	1.0	0.7	1.8	0.7	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-17,023.3</b>	<b>22,709.8</b>	<b>31,808.0</b>	<b>29,928.7</b>	<b>37,274.9</b>	ROIC/WACC	8.5	5.7	9.5	4.9	11.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-15,277.1</b>	<b>-15,681.9</b>	<b>-10,604.3</b>	<b>-11,910.7</b>	<b>-15,315.5</b>	REP	0.3	0.3	0.2	0.5	0.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

林帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

