

2015年04月03日

上汽集团 (600104.SH)

公司快报

证券研究报告

乘用车III

业绩符合预期，延续高分红并加速创新转型

■2014年业绩增长12.8%，符合预期，拟每10股分红13元。报告期内公司实现收入6300亿元，同比增长11.4%，实现净利润279.7亿元，同比增长12.8%。其中4Q实现收入1582亿元，同比增长9.8%，实现净利润75.6亿元，同比增长11.1%。公司拟每10股派股息13元，分红率51.2%，延续高分红（2013年分红率53.3%），对应当前股价的股息率为5.1%。

■全年销量增长10.1%，高于行业水平，新品投放周期下增速有望加快。报告期内公司实现销量共562万辆，同比增长10.1%，高于行业整体增长8.3%的水平，其中乘用车和商用车分别增长16.2%和下滑11.0%。公司2015年进入新产品投放周期，销量增长目标应不低于10.3%（预期行业增长7%）。

■毛利率略有下滑，所得税和少数股东损益减少是净利率提升主要原因。公司全年实现毛利率12.8%，同比下降0.40个百分点，实现净利率4.44%，同比提升0.06个百分点，净利率提升的主要原因是公司所得税/收入和少数股东损益/收入分别同比减少0.34和0.27个百分点。公司4Q14单季实现毛利率15.3%，同比下降2.4个百分点，实现净利率4.77%，同比提升0.05个百分点。

■转型综合服务商先发优势显著，占据互联网+汽车高点。除传统整车业务外，公司通过在新技术和新商业模式上积极布局，一方面逐步加强在新能源汽车电控、电池、电机等核心零部件研发能力，另一方面与阿里巴巴等互联网巨头合作在O2O汽车电商平台、互联网汽车、汽车金融等构建产业链竞争优势。我们认为公司在资金和用户数据收集上优势显著，通过与BAT合作抢占互联网入口，有望在车企创新发展趋势中实现强者恒强。

■投资建议：买入-A投资评级，上调6个月目标价至34.00元。我们预计公司2015年-2017年的收入增速分别为13.3%、12.5%、12.4%，净利润增速分别为14.0%、12.1%、10.8%，EPS分别为2.89元、3.24元和3.59元；维持买入-A的投资评级，上调6个月目标价至34.00元，相当于2015年12倍的动态市盈率。

■风险提示：经济下滑超预期导致汽车需求不旺。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	565,807.0	630,001.2	713,713.2	803,142.5	902,929.3
净利润	24,803.6	27,973.4	31,899.4	35,748.8	39,605.2
每股收益(元)	2.25	2.54	2.89	3.24	3.59
每股净资产(元)	12.49	14.30	14.25	16.70	19.95
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	11.4	10.1	8.8	7.9	7.1
市净率(倍)	2.0	1.8	1.8	1.5	1.3
净利润率	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
净资产收益率	22.0%	20.7%	21.8%	20.4%	18.7%
股息收益率	4.7%	0.0%	3.2%	3.5%	2.6%
ROIC	65.8%	100.3%	122.1%	58.6%	245.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资评级

买入-A

维持评级

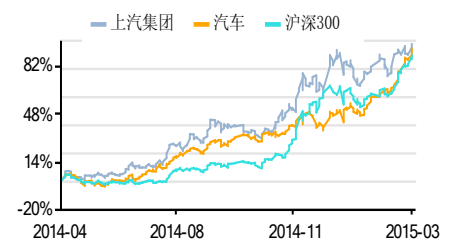
6个月目标价
股价(2015-04-02)

34.00元
25.56元

交易数据

总市值(百万元)	281,813.48
流通市值(百万元)	281,813.48
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	13.92/25.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.27	2.32	-8.13
绝对收益	5.27	19.05	81.02

林帆

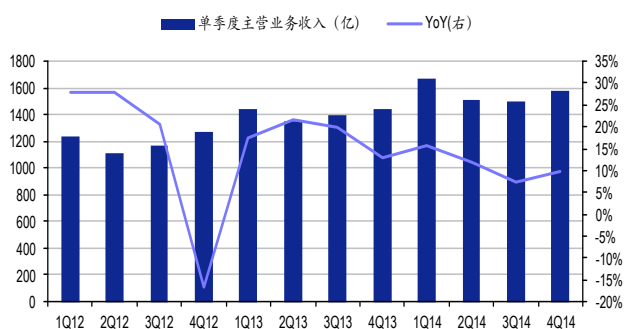
分析师

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

相关报告

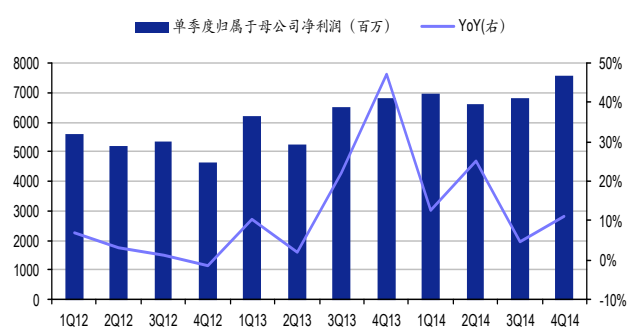
牵手阿里互联网汽车战略再下一城	2015-03-13
2月销售符合预期，创新发展有望强者恒强	2015-03-09
1月销量符合预期，创新业务将再迎突破	2015-02-06

图 1：公司 4Q14 单季收入增速 9.8%



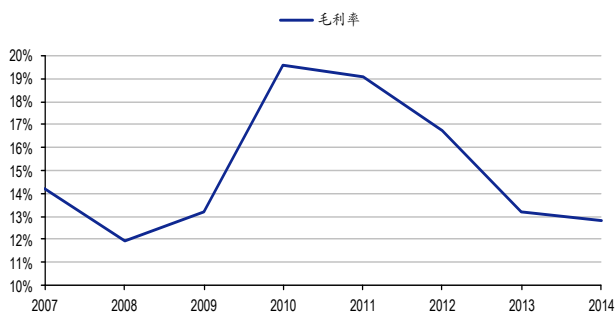
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：公司 4Q14 单季净利润增速 11.1%



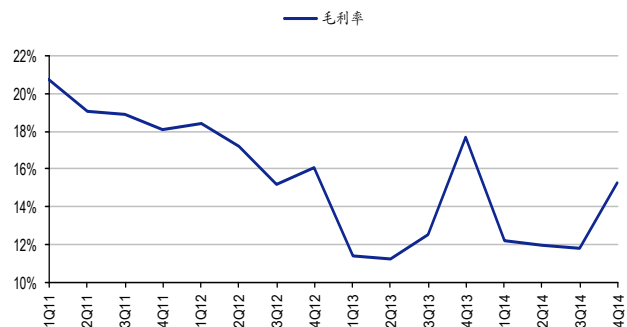
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：公司 2014 毛利率 12.8%，同比下滑 0.4 个百分点



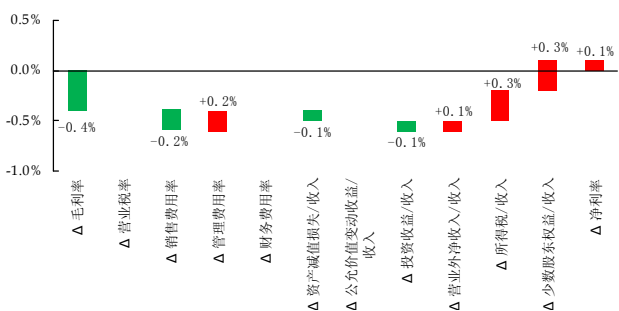
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：公司 4Q14 单季毛利率 15.3%，同比下滑 2.4 个百分点



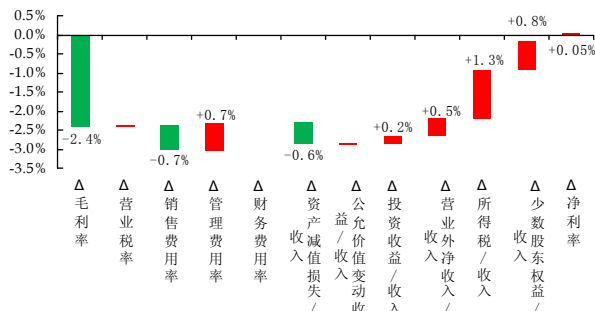
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：公司 2014 净利率 4.4%，同比增长 0.1 个百分点



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司 4Q14 单季净利率 4.8%，同比增长 0.05 个百分点



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	565,807.0	630,001.2	713,713.2	803,142.5	902,929.3	成长性					
减:营业成本	490,988.5	549,236.0	621,490.6	698,804.4	785,363.4	营业收入增长率	17.6%	11.3%	13.3%	12.5%	12.4%
营业税费	3,439.5	3,757.2	4,353.7	4,899.2	5,507.9	营业利润增长率	2.1%	0.4%	12.5%	12.7%	11.3%
销售费用	34,730.5	40,073.8	44,963.9	49,794.8	55,078.7	净利润增长率	19.5%	12.8%	14.0%	12.1%	10.8%
管理费用	18,344.6	19,308.7	21,411.4	24,094.3	27,087.9	EBITDA 增长率	-1.8%	0.7%	7.8%	10.3%	9.6%
财务费用	-254.7	-164.6	-486.8	-1,189.1	-1,714.6	EBIT 增长率	2.0%	1.1%	9.3%	11.3%	10.5%
资产减值损失	3,114.0	4,400.2	4,500.0	4,600.0	4,700.0	NOPLAT 增长率	4.5%	5.1%	11.0%	11.3%	10.5%
加:公允价值变动收益	-3.2	17.7	-96.9	13.2	23.5	投资资本增长率	-31.0%	-8.9%	132.1%	-73.6%	181.3%
投资和汇兑收益	25,460.8	27,836.7	28,005.8	29,004.1	30,004.0	净资产增长率	11.5%	14.4%	5.5%	19.9%	21.0%
营业利润	40,179.1	40,333.8	45,389.4	51,156.2	56,933.6	利润率					
加:营业外净收支	1,313.9	2,355.0	2,400.0	2,400.0	2,400.0	毛利率	13.2%	12.8%	12.9%	13.0%	13.0%
利润总额	41,493.0	42,688.8	47,789.4	53,556.2	59,333.6	营业利润率	7.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.3%
减:所得税	5,909.1	4,438.0	5,256.8	5,891.2	6,526.7	净利润率	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
净利润	24,803.6	27,973.4	31,899.4	35,748.8	39,605.2	EBITDA/营业收入	8.0%	7.3%	6.9%	6.8%	6.6%
						EBIT/营业收入	7.2%	6.5%	6.3%	6.2%	6.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	17	17	15	12	9
						流动营业资本周转天数	-20	-28	-17	-17	-16
						流动资产周转天数	134	134	126	133	146
						应收帐款周转天数	13	13	13	13	13
						存货周转天数	18	20	20	19	20
						总资产周转天数	220	225	211	203	208
						投资资本周转天数	28	20	27	22	15
						投资回报率					
						ROE	22.0%	20.7%	21.8%	20.4%	18.7%
						ROA	9.5%	9.2%	10.1%	9.8%	9.5%
						ROIC	65.8%	100.3%	122.1%	58.6%	245.3%
						费用率					
						销售费用率	6.1%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
						管理费用率	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
						财务费用率	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
						三费/营业收入	9.3%	9.4%	9.2%	9.1%	8.9%
						偿债能力					
						资产负债率	56.7%	55.4%	53.6%	51.9%	49.1%
						负债权益比	131.0%	124.3%	115.3%	107.9%	96.6%
						流动比率	1.25	1.19	1.29	1.45	1.62
						速动比率	1.08	0.99	1.10	1.25	1.41
						利息保障倍数	-159.58	-249.57	-92.23	-42.02	-32.20
						分红指标					
						DPS(元)	1.20	-	0.82	0.88	0.67
						分红比率	53.3%	0.0%	28.4%	27.2%	18.6%
						股息收益率	4.7%	0.0%	3.2%	3.5%	2.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	35,583.9	38,250.8	31,899.4	35,748.8	39,605.2	EPS(元)	2.25	2.54	2.89	3.24	3.59
加:折旧和摊销	5,072.8	4,952.8	4,499.4	4,499.4	4,499.4	BVPS(元)	12.49	14.30	14.25	16.70	19.95
资产减值准备	3,114.0	4,400.2	-	-	-	PE(X)	11.4	10.1	8.8	7.9	7.1
公允价值变动损失	3.2	-17.7	-96.9	13.2	23.5	PB(X)	2.0	1.8	1.8	1.5	1.3
财务费用	656.1	641.3	-486.8	-1,189.1	-1,714.6	P/FCF	7.1	9.2	-15.7	3.1	84.7
投资损失	-25,456.4	-27,834.7	-28,000.0	-29,000.0	-30,000.0	P/S	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	10,780.3	10,277.3	10,633.1	11,916.3	13,201.7	EV/EBITDA	1.2	2.4	4.1	2.2	2.0
营运资金的变动	34,568.0	18,429.9	-45,725.3	51,123.0	-40,871.7	CAGR(%)	10.2%	11.3%	8.3%	10.2%	11.3%
经营活动产生现金流量	20,602.5	23,283.8	-27,277.0	73,111.6	-15,256.5	PEG	1.1	0.9	1.1	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	22,709.8	-5,292.8	45,135.7	26,010.4	26,281.2	ROIC/WACC	6.0	9.2	11.2	5.4	22.5
融资活动产生现金流量	-15,681.9	-20,185.3	-38,247.8	-8,354.6	-1,968.6	REP	0.2	0.4	0.2	1.1	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
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

