

2015年04月03日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

該股為合資格滬股通股票

目標價(元)

RMB 31.00

上汽集團 (600104.SH)

Buy 買入

14年持續高派現，駛上“互聯網+”的龍頭

結論與建議：

上汽集團14年淨利潤增13%，繼續保持穩定增長，每股派現1.3元。15年除了傳統汽車穩定增長的預期外，融入了新能源汽車、互聯網汽車、汽車金融等諸多元素。

預計公司2015、16年EPS分別為2.781元和3.134元，YoY分別增長9.63%和12.66%；目前15、16年P/E為9倍和8倍，主業穩定估值低且股息率高，兼具国企改革、“互聯網+汽車”等概念，維持買入投資建議，目標價31元。

公司基本資訊

產業別	汽車
A股價(2015/4/2)	25.56
上證綜指(2015/4/2)	3825.78
股價12個月高/低	25.83/13.92
總發行股數(百萬)	11025.57
A股數(百萬)	11025.57
A市值(億元)	2818.13
主要股東	上海汽車工業(集團)總公司(74.30%)
每股淨值(元)	14.30
股價/賬面淨值	1.79
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	9.7 3.6 97.0

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

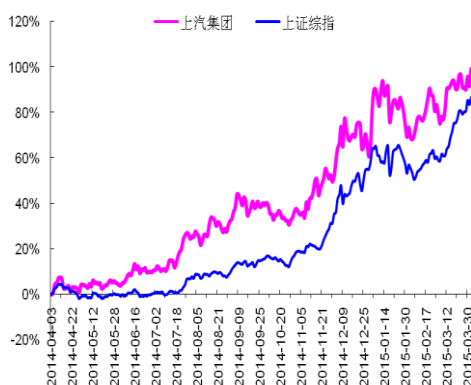
產品組合

整車業務	78.3%
零部件業務	17.8%
勞務及其他	2.3%

機構投資者占流通A股比例

基金	3.9%
一般法人	78.5%

股價相對大盤走勢



56

■ **14年淨利增13%，每股派現1.3元：**集團14年實現營收6300.01億元，YoY+11.35%，全年毛利率12.68%，小降0.4個pct，確認投資收益278.3億元，YoY+9.3%，實現淨利潤279.73億元，YoY+12.78%，EPS為2.537元，略好于預期，因業外收入、所得稅（通用五菱受益國家鼓勵西部製造業政策，所得稅率由25%降至15%）優于我們預期；其中Q4單季營收、淨利分別為1586.7億元和75.6億元，YoY分別增長10.1%和11.1%，QoQ分別增長5.2%和10.7%。全年每股派現1.3元，分紅比率51%，現金股息率5.1%。

■ **金融業務增長快速，政府補貼明顯增加：**全年上汽金融業務收入實現32.9億元，YoY+33.6%，以集團為依托的汽車金融業務展開迅速，毛利率升至72.3%。全年確認業外收入33.3億元，YoY+62%，為政府補貼大幅增加至18億元。此外資產減值損失44億元，為壞賬計提和固定資產減值計提。

■ **上海通用14年奮起直追，大眾平穩增長：**集團年報披露，上海大眾全年營收2261.9億元，YoY+10.3%，淨利潤278.9億元，YoY+19.2%，淨利潤率；上海通用營收1673.4億元，YoY+14.85%，淨利潤147.8億元，YoY+27.3%

■ **15年初現調整，維持全年10%的增速預期：**14年上汽完成銷量562萬輛，YoY+10.1%，其中上海大眾和上海通用分別增長13%和12%保持穩定，通用五菱亦憑藉宏光等車型的表現，增長13%；自主品牌榮威和MG下降22%至18萬輛。商用車完成14.9萬輛銷售，YoY-14.3%。而15年前兩月，上汽銷量完成101.4萬輛，YoY-0.9%，為幾年來最弱。我們認為集團15年新車推出合理，對自主品牌發展再次發力，利于未來銷量回暖，維持全年617萬輛銷售，YoY+10%左右。

■ **新能源、智能汽車、車聯網連袂上路：**上汽集團與阿裏巴巴集團開展合作，雙方整合在汽車製造和互聯網技術資源的各自優勢，打造結合車聯網和雲技術的新一代“互聯網智慧汽車”計畫將於2016年8月正式上市銷售。同時上海通用“安吉星”平臺應用愈發成熟。榮威系列新能源車15年以來表現不俗，據公司介紹正在尋找新的電池供應商以打破關鍵部件的產能瓶頸。

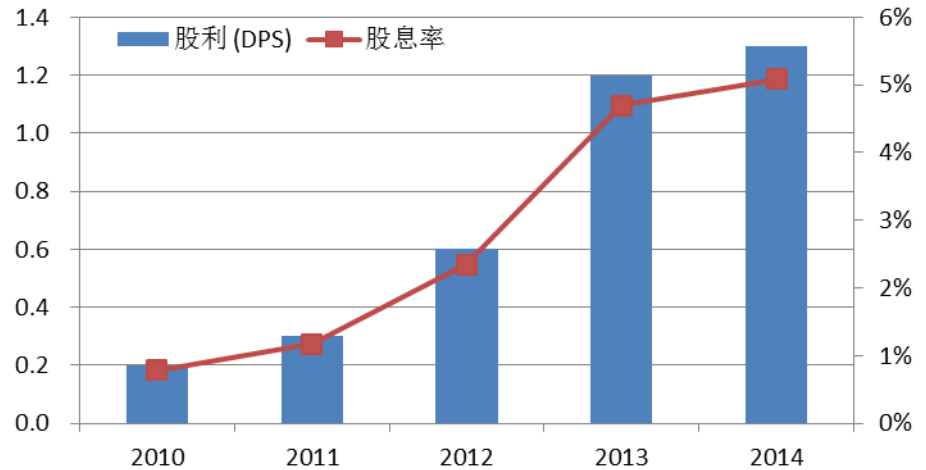
■ **盈利預期：**預計公司2015、16年營收將分別達到6888.32億元和7602.79億元，YoY別增長9.34%和10.37%；實現淨利潤分別為306.67億元和345.49億元，YoY分別增長9.63%和12.66%；EPS分別為2.781元和3.134元。目前15、16年P/E為9倍和8倍，維持買入投資建議，目標價為31元。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
純利(Net profit)	RMB百萬元	20752	24804	27973	30667	34549
同比增減	%	2.62%	19.53%	12.78%	9.63%	12.66%
每股盈餘(EPS)	RMB元	1.882	2.250	2.537	2.781	3.134
同比增減	%	2.62%	19.53%	12.78%	9.63%	12.66%
A股市盈率(P/E)	X	13.58	11.36	10.07	9.19	8.16
股利(DPS)	RMB元	0.600	1.200	1.300	1.400	1.400
股息率(Yield)	%	2.35%	4.69%	5.09%	5.48%	5.48%

圖表一：上汽現金分紅及股息率

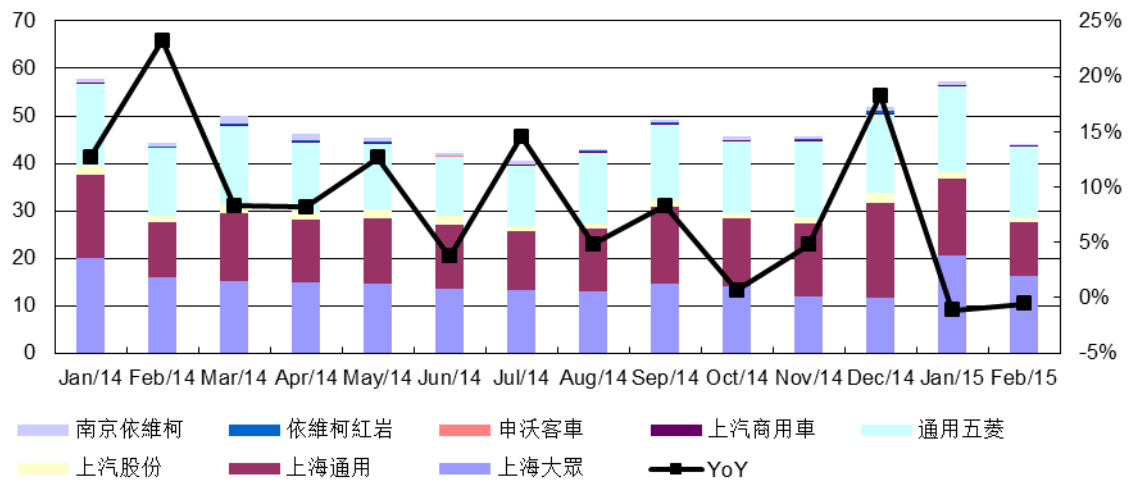
單位：元/股，%



資料來源：公司公告，群益證券（收盤價為 2015/04/02）

圖表二：上汽集團月銷量及 YoY

單位：萬輛



資料來源：公司公告，群益證券整理

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
營業收入	480980	565807	630001	688832	760279
經營成本	401188	491712	550146	600599	662429
營業稅金及附加	7975	3439	3757	4133	4562
銷售費用	27208	34731	40074	44114	48858
管理費用	18535	18345	19309	21354	23188
財務費用	-115	-255	-165	-344	-304
資產減值損失	2297	3114	4400	2800	2500
投資收益	15429	25456	27835	29724	33240
營業利潤	39340	40179	40334	45921	52307
營業外收入	1097	2058	3329	3200	3200
營業外支出	280	744	974	900	900
利潤總額	40156	41493	42689	48221	54607
所得稅	6628	5909	4438	6269	7345
少數股東損益	12776	10780	10277	11285	12714
歸屬於母公司所有者的淨利潤	20752	24804	27973	30667	34549

附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
貨幣資金	60846	89098	87949	92848	100169
應收帳款	40371	48483	51840	55988	60467
存貨	24951	30915	38766	41480	44798
流動資產合計	189155	232184	237043	251265	266341
長期投資淨額	45483	56543	63390	66559	69887
固定資產合計	24792	27516	31709	34246	35958
在建工程	8034	10615	10703	9633	8669
無形資產	5527	5626	6478	6607	6740
資產總計	317203	373641	414871	438769	466121
流動負債合計	156352	184865	199932	209928	220424
長期負債合計	15845	27044	29940	29042	29913
負債合計	172197	211909	229872	238970	250338
少數股東權益	22669	23975	27335	29521	31883
股東權益合計	145006	161732	184999	199799	215783
負債和股東權益總計	317203	373641	414871	438769	466121

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營活動產生的現金流量淨額	19592	20603	23284	24914	26658
投資活動產生的現金流量淨額	-17023	22710	-5293	13626	-3705
籌資活動產生的現金流量淨額	-15277	-15682	-20185	-17763	-15632
現金及現金等價物淨增加額	-12709	27630	-2194	20776	7321

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。