

2015年05月20日

韩伟琪

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 28.00

公司基本资讯

产业别	汽车		
A 股价(2015/5/18)	23.82		
上证综指(2015/5/18)	4283.49		
股价 12 个月高/低	28.26/14.3		
总发行股数(百万)	11025.57		
A 股数(百万)	11025.57		
A 市值(亿元)	2626.29		
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)		
每股净值(元)	14.98		
股价/账面净值	1.59		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-13.8	2.8	78.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-04-03	25.56	买入

产品组合

整车业务	78.8%
零部件业务	18.1%
贸易	1.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.1%
一般法人	84.8%

股价相对大盘走势



56

上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

调研纪要：平稳的龙头，可关注“互联网+”项目及较高的现金股息

结论与建议：

上汽集团系国内乘用车龙头，与大众、通用两大外资的合作奠定了其地位，目前进入主业的平稳期；不过与阿里合作的智慧汽车以及自主旗下新能源车仍值得关注。14年度近6%的股息率也颇有诱惑力。

预计公司 2015、16 年 EPS 分别为 2.78 元和 3.13 元，YoY 分别增长 9.6% 和 12.7%；目前 15、16 年 P/E 为 8.7 倍和 7.7 倍，维持买入投资建议。

■ **智慧汽车在路上：**上汽与阿里各投 10 个亿，投资研发互联网智慧汽车，预计样车会在 16 年 8 月推出，3~5 年内完成简单路况的智慧驾驶；集团希望将这个合作专案推广为一个研发智慧汽车的平台；传统汽车门槛并不高，我们认为阿里的互联网技术及资源更为重要。

■ **新能源汽车电池瓶颈打开：**14 年销售 e50 (23.5 万元，实际续航 120km 左右) 5~6 万辆，R550 (25~26 万) 约 2000 辆，15 年电池产能瓶颈缓解后 550 销量会有增长（群益预计年销量可以达到 8000 台左右）。燃料电池车 14 年销售 6 辆，15 年会继续卖给专业机构、政府部门等，预计有几十辆的销售。政府目前增加了对新能源及混动客车、计程车的运营补贴，有利于新能源车的增量。

■ **合资稳健，官方降价抢市场：**上汽集团整车业务以上海大众和上海通用为主，前 4 月两者贡献销量占比为 60.6%，VW 和 GM 近年来产品布局完善，基数较大，加之自主品牌的竞争，导致其增长放缓，不过其盈利仍是集团营业利润的主体（60%）。截至 4 月底 通用、大众厂家和经销商库存约 1.7~1.8 月，略高，但仍可控；集团先后宣布上海大众 Polo、途安、上海通用 11 款车型官方降价，幅度在 1~3 万不等，也是针对兴起的自主品牌（主要为 SUV）予以针锋相对，不必悲观解读。

■ **自主加码低端战略，增量可期：**集团自主品牌乘用车一直以来较为弱势，荣威、MG 的高端车战略并不达预期，不过上汽通用五菱 10 年发布“宝骏”品牌后，转身开始投入自主品牌低价市场的竞争，前 4 月完成 12.7 万辆销售，成为新的增量来源。

■ **产业链完整，PV、CV 偏科明显：**上汽集团商用车并不强，前 4 月累计仅 4 万辆，近年新发布的大通 (Maxus) 品牌效果亦表现平平。而在零部件方面集团覆盖较为完善，除了玻璃、轮胎外，其余皆可自行或合作生产。集团另有安吉物流，承运集团内外整车、零部件物流运输，14 年承运量 650 万辆，为全球最大。

■ **产能较为充裕，15 年 600 万辆销售目标：**通用武汉、大众长沙新厂开工后，集团现有 510 万辆产能，250 天\*2 班，16 年通过技改会有 10% 左右的扩产。集团表示 15 年完成 600 万辆产销有一定的难度，经济大环境是主要的障碍。14 年通用、大众 51%~52% 销量在一、二线城市，14 年中国增购、换购比例在 16% 左右，这是发达地区的主要驱动力；通用五菱基本在三、四线城市，合资品牌管道下沉也会注重这一市场，未来竞争会加剧。

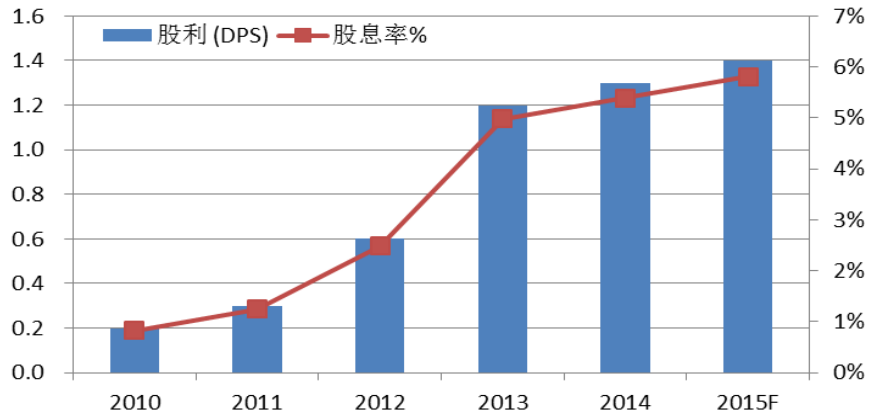
■ **金融业务发展较快，线上线下网路继续扩张：**行销网路方面，集团现有 100 多家 2S 店，针对过了质保期的客户资源，推出“车享网”用以售前、售后资料收集分析。金融业务方面，拥有上汽财务公司（企业内部银行，消费者大众、自主汽车金融贷款，渗透率在 17%），上汽通用金融公司（国内第一家，最大规模，渗透率 12%）；另于硅谷设立上汽投资公司，搜寻汽车相关产业链的外延式并购及合作可能性。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB百万元	20752	24804	27973	30667	34549
同比增减	%	2.62%	19.53%	12.78%	9.63%	12.66%
每股盈余(EPS)	RMB元	1.882	2.250	2.537	2.781	3.134
同比增减	%	2.62%	19.53%	12.78%	9.63%	12.66%
A股市盈率(P/E)	X	12.80	10.71	9.50	8.66	7.69
股利(DPS)	RMB元	0.600	1.200	1.300	1.400	1.500
股息率(Yield)	%	2.49%	4.98%	5.39%	5.81%	6.22%

图表一：上汽现金分红及股息率

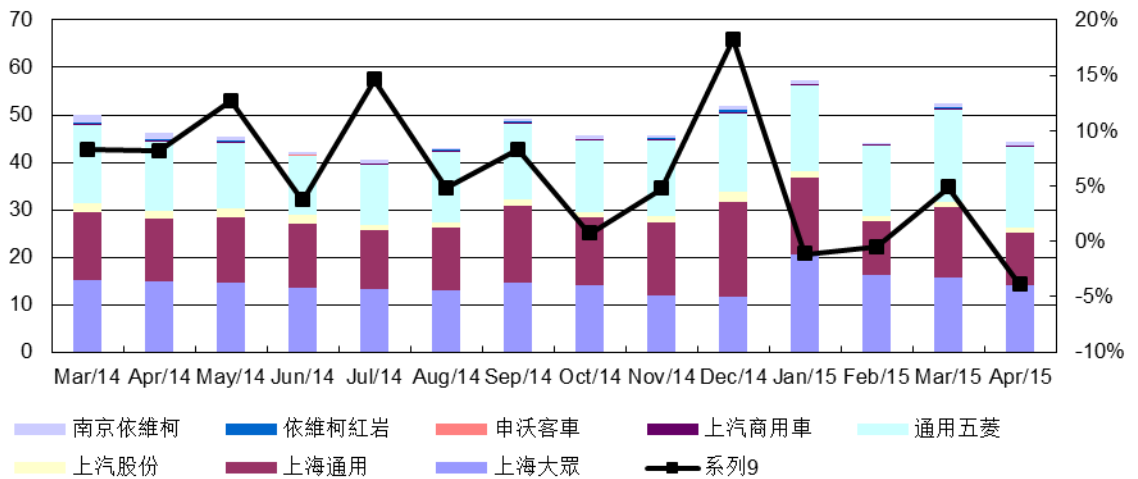
单位：元/股，%



资料来源：公司公告，群益证券（收盘价为 2015/04/02）

图表二：上汽集团月销量及 YoY

单位：万辆



资料来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	480980	565807	630001	688832	760279
经营成本	401188	491712	550146	600599	662429
营业税金及附加	7975	3439	3757	4133	4562
销售费用	27208	34731	40074	44114	48858
管理费用	18535	18345	19309	21354	23188
财务费用	-115	-255	-165	-344	-304
资产减值损失	2297	3114	4400	2800	2500
投资收益	15429	25456	27835	29724	33240
营业利润	39340	40179	40334	45921	52307
营业外收入	1097	2058	3329	3200	3200
营业外支出	280	744	974	900	900
利润总额	40156	41493	42689	48221	54607
所得税	6628	5909	4438	6269	7345
少数股东损益	12776	10780	10277	11285	12714
归属于母公司所有者的净利润	20752	24804	27973	30667	34549

## 附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	60846	89098	87949	92848	100169
应收帐款	40371	48483	51840	55988	60467
存货	24951	30915	38766	41480	44798
流动资产合计	189155	232184	237043	251265	266341
长期投资净额	45483	56543	63390	66559	69887
固定资产合计	24792	27516	31709	34246	35958
在建工程	8034	10615	10703	9633	8669
无形资产	5527	5626	6478	6607	6740
资产总计	317203	373641	414871	438769	466121
流动负债合计	156352	184865	199932	209928	220424
长期负债合计	15845	27044	29940	29042	29913
负债合计	172197	211909	229872	238970	250338
少数股东权益	22669	23975	27335	29521	31883
股东权益合计	145006	161732	184999	199799	215783
负债和股东权益总计	317203	373641	414871	438769	466121

## 附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	19592	20603	23284	24914	26658
投资活动产生的现金流量净额	-17023	22710	-5293	13626	-3705
筹资活动产生的现金流量净额	-15277	-15682	-20185	-17763	-15632
现金及现金等价物净增加额	-12709	27630	-2194	20776	7321

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。