



买入

23% ↑

目标价格: 人民币 20.00

原目标价格: 人民币 17.50

600104.CH

价格: 人民币 16.32

目标价格基础: 8倍2014年市盈率

板块评级: 中立

上汽集团

业绩超预期, 进入快速增长通道

公司公告: 2014年上半年实现销售收入3,183亿元, 同比增长13.9%; 净利润136亿元(合每股收益1.23元), 同比增长18.4%; 投资收益149亿元, 同比增长9%。扣除非经常性损益后, 公司净利润同比增长19.8%, 大幅超出市场预期。公司来自合资公司的投资收益仅同比增长9%, 低于公司业绩增速, 自主品牌业务亏损缩小是业绩超预期的主因。考虑到公司下属的上海大众和上海通用进入快速扩张期, 上汽集团将进入快速增长期, 维持买入评级, 上调目标价至20.00元。

支撑评级的要点

- **大众、通用扩展, 带来公司未来2-3年的快速增长。** 根据我们统计上海大众和上海通用未来2-3年的产能增长约为50%左右, 随着新基地投产, 新车型及换代车型也将随着投产。大众和通用品牌在国内属于中高端强势品牌, 新产能和新车型投放将会提升其竞争力, 并抢占一大部分市场增量, 促使两家合资公司的产销规模快速上升。上海大众仍然处在上升势头, 随着宁波工厂及未来长沙工厂的新车型投产, 未来两年其将继续扩大产品线, 如A+级轿车、C级轿车、A0级SUV、B级SUV等。上海通用将在今年下半年首次在国内推出紧凑型SUV, 随后其将进入产品升级换代高峰期, 如新科鲁兹、新英朗、新君威君越等将陆续推出, 武汉工厂年中投产也为其增长奠定良好基础。
- **自主品牌减负前行, 短期亏损有望继续缩减。** 公司2013年计提部分资产, 为自主品牌发展减负, 有利于成本降低, 提升市场竞争力。自主品牌新车研发循序推进, 预计2014年底或2015年初推出A级SUV, 有助于提升公司自主品牌产销规模和盈利能力, 短期内自主品牌业务减亏有望。

评级面临的主要风险

- 自主品牌投入较大, 导致亏损扩大; 限购等政策出台, 导致汽车市场需求下降; 行业产能扩张较大, 导致竞争激烈。

估值

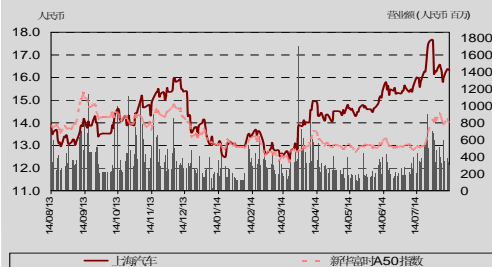
- 我们预计, 公司2014-16年每股收益分别为2.50元、2.70元和2.90元。目前股价对应2014年市盈率6.5倍, 估值处于低位; 我们维持公司买入评级, 目标价由17.50元上调至20.00元, 相当于14年8倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	480,980	565,807	611,072	659,957	712,754
变动(%)	11	18	8	8	8
净利润(人民币 百万)	20,752	24,804	27,521	29,718	31,942
全面摊薄每股收益(人民币)	1.882	2.250	2.496	2.695	2.897
变动(%)	2.6	19.5	11.0	8.0	7.5
全面摊薄市盈率(倍)	8.7	7.3	6.5	6.1	5.6
每股现金流量(人民币)	1.78	1.87	2.92	2.83	3.02
价格/每股现金流量(倍)	9.2	8.7	5.6	5.8	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	7.1	3.7	3.0	1.9
每股股息(人民币)	0.600	1.200	1.373	1.482	1.593
股息率(%)	3.7	7.4	8.4	9.1	9.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.4	4.5	11.5	19.4
相对新华富时A50指数	13.0	(5.3)	3.8	18.7

发行股数(百万)	11,026
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	179,944
3个月日均交易额(人民币 百万)	308
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	74

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究以2014年8月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

彭勇

(8621) 2032 8596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jjajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

图表 1. 上汽集团 2014 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比增长(%)	2014 年 2 季度	同比增长(%)	环比增长(%)
营业总收入	280,928	320,014	13.9	151,603	11.7	(10.0)
营业成本	249,484	282,068	13.1	133,774	10.9	(9.8)
主营税金及附加	1,640	1,833	11.7	890	9.7	(5.5)
主营利润(毛利)	29,804	36,113	21.2	16,938	19.3	(11.7)
销售费用	14,608	18,011	23.3	8,785	16.6	(4.8)
管理费用	8,952	10,242	14.4	5,430	20.5	12.8
财务费用	237	283	19.2	132	73.8	(12.9)
资产减值损失	349	416	18.9	369	34.4	692.0
公允价值变动净收益	(0)	43	(37,497.5)	9	(5,472.7)	(72.9)
营业利润	5,657	7,205	27.4	2,231	23.3	(55.1)
投资收益	13,623	14,851	9.0	7,798	18.0	10.6
营业外收入	2	1	(68.2)	(2)	(517.2)	(172.6)
营业外支出	516	552	6.8	431	66.5	258.2
利润总额	51	162	218.0	125	429.5	235.3
所得税	19,747	22,447	13.7	10,334	19.4	(14.7)
净利润	3,026	3,182	5.2	1,214	15.1	(38.3)
少数股东损益	5,255	5,691	8.3	2,527	8.4	(20.1)
归属于母公司净利润	11,466	13,573	18.4	6,593	25.2	(5.5)
每股收益(元)	1.04	1.23		0.60		
财务指标(%)						
毛利率	11.2	11.9		11.8		
经营利润率	2.0	2.3		1.5		
净利率	4.1	4.2		4.3		

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2. 上汽集团季度月均销量情况

季度销量数据 (辆)	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
上海大众	408,930	375,359	379,335	361,384	512,364	428,114
上海通用	401,408	379,088	380,231	414,440	432,375	409,902
荣威 MG	51,421	53,765	50,993	72,905	51,430	50,910
通用五菱	421,198	378,967	368,321	432,064	482,805	408,145
申沃客车	792	1,179	659	1,153	516	1,608
依维柯红岩	7,017	7,619	4,375	8,299	7,838	7,442
南京依维柯	42,848	38,870	32,251	34,559	32,612	27,368
上汽商用车	2,387	2,689	2,499	3,725	3,319	4,266
合计	1,336,001	1,237,536	1,218,664	1,328,529	1,523,259	1,337,755
季度销量增速 (%)						
上海大众	27.8	18.5	21.4	9.2	25.3	14.1
上海通用	15.6	16.9	8.9	11.4	7.7	8.1
荣威 MG	29.7	6.7	12.9	12.5	0.0	(5.3)
通用五菱	7.5	5.6	11.8	14.3	14.6	7.7
申沃客车	31.3	28.3	(17.4)	24.0	(34.8)	36.4
依维柯红岩	61.1	61.8	33.9	77.4	11.7	(2.3)
南京依维柯	15.7	17.1	6.1	10.0	(23.9)	(29.6)
上汽商用车	117.4	63.6	14.2	74.1	39.0	58.6
合计	17.0	13.4	13.6	12.1	14.0	8.1

资料来源: 公司公告, 中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	480,980	565,807	611,072	659,957	712,754
销售成本	(409,163)	(495,151)	(534,138)	(576,869)	(622,305)
经营费用	(41,304)	(51,120)	(53,852)	(58,075)	(62,683)
息税折旧前利润	30,512	19,536	23,082	25,013	27,766
折旧及摊销	(6,729)	(5,073)	(6,033)	(6,600)	(7,167)
经营利润(息税前利润)	23,784	14,464	17,049	18,413	20,599
净利息收入/(费用)	126	259	336	1,859	2,704
其他收益/(损失)	16,246	26,770	28,029	29,467	30,771
税前利润	40,156	41,493	45,414	49,739	54,073
所得税	(6,628)	(5,909)	(6,540)	(7,585)	(8,610)
少数股东权益	(12,776)	(10,780)	(11,353)	(12,434)	(13,517)
净利润	20,752	24,804	27,521	29,718	31,942
核心净利润	20,887	24,991	27,708	29,934	32,155
每股收益(人民币)	1.882	2.250	2.496	2.695	2.897
核心每股收益(人民币)	1.894	2.267	2.513	2.715	2.916
每股股息(人民币)	0.600	1.200	1.373	1.482	1.593
收入增长(%)	11	18	8	8	8
息税前利润增长(%)	(16)	(39)	18	8	12
息税折旧前利润增长(%)	(15)	(36)	18	8	11
每股收益增长(%)	3	20	11	8	7
核心每股收益增长(%)	3	20	11	8	7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	40,156	41,493	45,414	49,739	54,073
折旧与摊销	6,729	5,073	6,033	6,600	7,167
净利息费用	(126)	(259)	(336)	(1,859)	(2,704)
运营资本变动	3,421	12,100	8,432	6,885	7,287
税金	(6,628)	(5,909)	(6,540)	(7,587)	(8,614)
其他经营现金流	(23,961)	(31,895)	(20,823)	(22,571)	(23,883)
经营活动产生的现金流	19,591	20,603	32,181	31,207	33,326
购买固定资产净值	(16,009)	(15,659)	(7,952)	(7,952)	(7,952)
投资减少/增加	(18,910)	902	16,038	16,839	17,681
其他投资现金流	17,895	37,467	0	0	0
投资活动产生的现金流	(17,023)	22,710	8,086	8,887	9,729
净增权益	688	595	0	0	0
净增债务	(1,632)	(2,432)	(54,009)	0	0
支付股息	(3,308)	(6,615)	(13,231)	(15,136)	(16,345)
其他融资现金流	3,003	7,440	1,031	1,858	2,702
融资活动产生的现金流	(1,249)	(1,013)	(66,209)	(13,278)	(13,643)
现金变动	1,319	42,300	(25,942)	26,817	29,413
期初现金	59,527	46,798	89,098	63,155	89,972
公司自由现金流	2,568	43,312	40,266	40,096	43,058
权益自由现金流	1,062	41,139	(13,407)	41,954	45,760

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	60,846	89,098	63,155	89,972	119,385
应收帐款	19,331	21,738	23,221	25,078	27,085
库存	24,951	30,915	34,061	36,890	39,897
其他流动资产	83,980	90,340	90,741	93,741	97,041
流动资产总计	189,108	232,090	211,178	245,681	283,408
固定资产	32,826	38,131	39,189	40,192	40,698
无形资产	41,905	36,881	37,301	37,651	37,931
其他长期资产	53,318	66,445	66,445	66,445	66,445
长期资产总计	128,048	141,456	142,935	144,288	145,074
总资产	317,157	373,547	354,113	389,969	428,482
应付帐款	82,159	101,848	110,502	119,342	128,741
短期债务	49,749	54,009	0	0	0
其他流动负债	24,443	30,482	30,065	30,065	30,065
流动负债总计	156,352	186,340	140,568	149,408	158,807
长期借款	947	2,430	2,430	2,430	2,430
其他长期负债	14,898	23,139	23,834	23,834	23,834
股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
储备	111,265	126,637	140,928	155,509	171,106
股东权益	122,291	137,663	151,953	166,534	182,132
少数股东权益	22,669	23,975	35,328	47,763	61,280
总负债及权益	317,157	373,547	354,113	389,969	428,482
每股帐面价值(人民币)	11.09	12.49	13.78	15.10	16.52
每股有形资产(人民币)	7.29	9.14	10.40	11.69	13.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.92)	(2.96)	(5.51)	(7.94)	(10.61)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.3	3.5	3.8	3.8	3.9
息税前利润率(%)	4.9	2.6	2.8	2.8	2.9
税前利润率(%)	8.3	7.3	7.4	7.5	7.6
净利率(%)	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.5	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	8.7	7.3	6.5	6.1	5.6
核心业务市盈率(倍)	8.6	7.2	6.5	6.0	5.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.6	8.8	8.0	7.4	6.9
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	9.2	8.7	5.6	5.8	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	7.1	3.7	3.0	1.9
周转率					
存货周转天数	24.2	18.0	19.4	19.6	19.7
应收帐款周转天数	12.4	13.2	13.4	13.4	13.4
应付帐款周转天数	70.6	59.4	63.4	63.6	63.5
回报率					
股息支付率(%)	31.9	53.3	55.0	55.0	55.0
净资产收益率(%)	18.5	19.1	19.0	18.7	18.3
资产收益率(%)	6.2	3.6	4.0	4.2	4.2
已运用资本收益率(%)	13.1	7.0	8.4	9.1	8.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371