

上汽集团 (600104)

重要合资企业经营压力增大

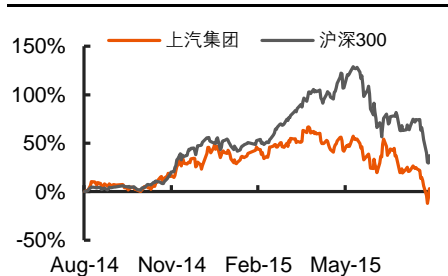
推荐 (维持)

现价: 16.52 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)总公司 /74.30%
实际控制人/持股	上海市国有资产管理委员会 /77.33%
总股本(百万股)	11,026
流通 A 股(百万股)	11,026
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1,821.42
流通 A 股市值(亿元)	1,821.42
每股净资产(元)	14.43
资产负债率(%)	59.70

行情走势图



相关研究报告

《上汽集团*600104*重要合资企业利润高增长、自主亏损额依旧较大》 2015-04-03

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@pingan.com.cn

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司披露2015中报, 上半年实现营业收入119.89亿元, 同比下滑2.33%, 归母净利润10.82亿元, 同比下滑7.12%, 折合每股1.25元。扣非后净利润8.95亿元, 同比下滑1.09%, 折合每股1.04元。

平安观点: 公司上半年净利润同比增幅高于预期(我们之前预期同比持平)

- **上半年国内市占率提升, 但上海大众、上汽通用销量表现差强人意。**上半年上汽集团实现整车销售 286.2 万辆, 与去年同期基本持平; 其中乘用车 233.4 万辆, 同比增长 1.7%, 商用车 52.8 万辆, 同比下降 6.6%。上海大众销量同比增 0.25% 为 94.3 万辆, 上汽通用销量同比下降 4.8% 为 80.2 万辆, 上汽通用五菱销量同比增 10.7% 为 98.6 万辆, 上汽商用车销量同比翻番以上。上汽乘用车、上海申沃、上汽依维柯红岩商用车、南京依维柯销量同比下滑幅度较大。上半年上汽集团国内市占率达到 23.4%, 比 2014 年提高 0.4 个百分点。
- **上半年年度计划完成率低于 50%。**公司 2014 年报中披露的 2015 经营计划为: 整车销售超过 620 万辆(+10.3%), 营业总收入 6970 亿元(+10.6%), 营业总成本 6080 亿元(+10.7%)。目前时间过半, 公司销量/收入完成年度目标的 46.2%/46.4%。
- **上半年投资收益微增长, 第二季度联合营企业投资收益同比下滑 10%:** 上半年投资收益同比增 1.6%, 来自联合营企业的投资收益同比降 2.7%, 第二季度投资收益同比环比均下滑, 来自联合营企业的投资收益同比下滑 10% 环比下滑 8.4%。上半年上海大众/上汽通用收入同比增 4%/6.8%, 权益净利润同比增 -0.9%/4.2%。上海大众轿车占比较高, 在目前乘用车行业 SUV 增速较高而轿车负增长的大背景下盈利能力有所下降, 净利润也同比下降。上汽通用 SUV 占比较高, 上半年总销量虽下滑, 但利润同比增长。
- **上半年自主业务亏损额同比扩大。**母公司报表净利润剔除投资收益后为 -18.7 亿元。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	478433	563346	626712	630615	645000
YoY(%)	10.5	17.7	11.2	0.6	2.3
净利润(百万元)	18811	23051	25565	29730	30821
YoY(%)	0.0	22.5	10.9	16.3	3.7
毛利率(%)	16.3	12.8	12.4	12.1	12.1
净利率(%)	3.9	4.1	4.1	4.7	4.8
ROE(%)	16.7	17.7	18.0	18.8	17.8
EPS(摊薄/元)	1.71	2.09	2.32	2.70	2.80
P/E(倍)	9.7	7.9	7.1	6.1	5.9
P/B(倍)	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0

这大致相当于上汽自主业务净亏损额。上半年母公司收入额由去年同期的 84 亿降至 69 亿，近五年来总体呈下滑趋势，毛利率由去年同期的 11.3%降至 10.7%。

合并报表之并表业务净利润-9.2 亿元（去年同期亏损额 12.8 亿），上半年公司资产减值 7.5 亿。上半年公司三项费用率同比下降，其中销售费用率同比下降较多，主要是公司面对汽车市场竞争激烈的局面，整车企业加快了与经销商返利结算的速度，同时公司加强了降本增效工作，对费用开支进一步合理控制。上半年公司研发支出同比增长 36.7%达 37 亿，主要是公司进一步增加自主品牌产品、新能源技术的研发投入所致。

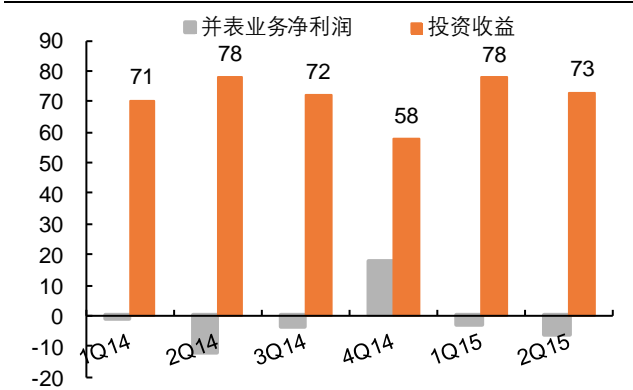
■ **盈利预测与投资建议。**

根据公司披露的最新情况，我们调整公司未来两年业绩预测，预计 2015 年、2016 年 EPS 分别为 2.70 元、2.80 元（原预测值为 2015/2016 年 2.83 元、3.17 元），维持“推荐”评级。

■ **风险提示。**

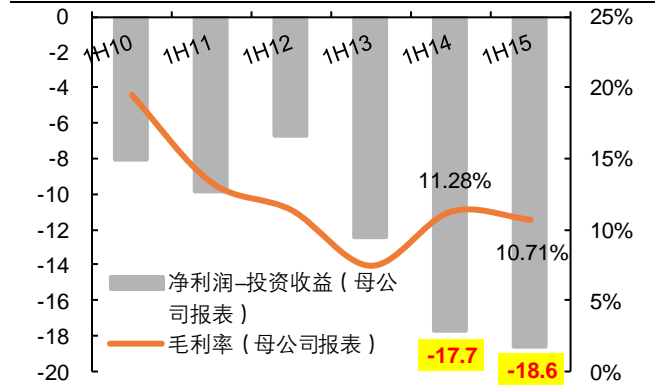
1) 轿车行业规模萎缩趋势加剧；2) 上汽自主业务亏损额较大。

图表1 上汽集团季度净利润分拆 单位：亿元



资料来源:公司公告

图表2 自主业务亏损额及毛利率 单位：亿元



资料来源:公司公告

图表3 季度经营简况 单位：百万元

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	环比增幅	同比增幅
营业总收入	168411	151603	151319	158668	169866	153749	-9.5%	1.4%
资产减值损失	47	369	82	3902	206	548	166.0%	48.5%
投资收益	7053	7798	7208	5776	7781	7301	-6.2%	-6.4%
营业外净收入	83	306	561	1404	133	463	248.1%	51.3%
并表业务净利润	-73	-1205	-372	1788	-314	-604		
净利润	6980	6593	6836	7564	7468	6698	-10.3%	1.6%
每股收益	0.63	0.6	0.62	0.69	0.68	0.61		

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	环比增加百分点	同比增加百分点
毛利率	12.2%	12.0%	11.8%	15.3%	11.7%	10.9%	-0.9	-1.1
销售费用率	5.5%	5.8%	5.2%	8.9%	4.3%	2.8%	-1.5	-3.0
管理费用率	2.9%	3.6%	3.8%	2.1%	3.6%	4.7%	1.0	1.1
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	-0.4%	0.1%	0.1%	0.0	0.0
实际所得税率	16.3%	11.8%	13.7%	-2.2%	13.6%	12.1%	-1.5	0.4
净利率	4.1%	4.4%	4.5%	4.8%	4.4%	4.4%	0.0	0.0

资料来源:公司公告

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	232184	237008	282651	293229
现金	89098	87949	121600	132311
应收账款	48483	51840	53230	54449
其他应收款	2494	2730	3524	3090
预付账款	32046	21298	28456	29360
存货	30915	38766	36205	37575
其他流动资产	-108	3101	6608	3391
非流动资产	132870	169254	155892	168564
长期投资	56543	63390	55139	58357
固定资产	27516	31709	46408	57183
无形资产	5626	6478	6294	5666
其他非流动资产	1505	1413	1766	1561
资产总计	365055	406262	438544	461794
流动负债	143561	155173	156652	158003
短期借款	5252	5505	0	0
应付账款	61076	66027	67289	69156
其他流动负债	1755	307	1036	1100
非流动负债	25569	24423	22248	24382
长期借款	2430	2049	2111	2499
其他非流动负债	18334	17484	16559	17459
负债合计	169130	179597	178900	182385
少数股东权益	23975	27335	38259	49583
股本	11026	11026	11026	11026
资本公积	42349	37987	37987	37987
留存收益	66457	76086	92649	96052
归属母公司股东权益	137663	146934	168989	177429
负债和股东权益	365055	406262	438544	461794

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	20603	23284	55685	51686
净利润	33832	35843	40654	42146
折旧摊销	5073	4953	7183	8622
财务费用	-245	-137	-126	-129
投资损失	-25456	-27835	-27850	-28268
营运资金变动	4687	4751	7078	999
其他经营现金流	2713	5709	28746	28316
投资活动现金流	22710	-5293	-8339	-19730
资本支出	15659	14320	8409	19704
长期投资	4330	29128	-20862	4199
其他投资现金流	42699	38155	-20792	4173
筹资活动现金流	-15682	-20185	-13695	-21246
短期借款	-547	254	-5505	0
长期借款	1483	-381	62	388
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2518	0	0	0
其他筹资现金流	-14101	-20058	-8251	-21634
现金净增加额	27480	-2206	33652	10711

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	563346	626712	630615	645000
营业成本	490988	549236	554626	566955
营业税金及附加	3439	3757	3761	3847
营业费用	34731	40074	27501	28058
管理费用	18345	19309	24972	25671
财务费用	-245	-137	-126	-129
资产减值损失	3114	4400	2522	2000
公允价值变动收益	-3	18	0	0
投资净收益	25456	27835	27850	28268
营业利润	38427	37926	45209	46867
营业外收入	2058	3329	2000	2200
营业外支出	744	974	800	900
利润总额	39741	40281	46409	48167
所得税	5909	4438	5755	6021
净利润	33832	35843	40654	42146
少数股东损益	10780	10277	10924	11325
归属母公司净利润	23051	25565	29730	30821
EBITDA	44353	44900	53466	56660
EPS (元)	2.09	2.32	2.70	2.80

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	17.7	11.2	0.6	2.3
营业利润(%)	2.8	-1.3	19.2	3.7
归属于母公司净利润(%)	22.5	10.9	16.3	3.7
获利能力				
毛利率(%)	12.8	12.4	12.1	12.1
净利率(%)	4.1	4.1	4.7	4.8
ROE(%)	17.7	18.0	18.8	17.8
ROIC(%)	9.3	8.9	9.2	9.1
偿债能力				
资产负债率(%)	46.3	44.2	40.8	39.5
净负债比率(%)	-59.1	-54.7	-70.7	-73.2
流动比率	1.62	1.53	1.80	1.86
速动比率	1.40	1.28	1.57	1.62
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.6	1.5	1.4
应收账款周转率	32.5	31.4	11.9	11.8
应付账款周转率	9.0	8.6	8.3	8.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.09	2.32	2.70	2.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	2.11	5.05	4.69
每股净资产(最新摊薄)	12.49	13.33	15.33	16.09
估值比率				
P/E	7.9	7.1	6.1	5.9
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	1.6	1.5	0.9	0.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033