

中国：汽车与汽车零部件

2015 年 10 月 30 日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**15.3%**

 日期 **2015/10/08**

收盘价	RMB17.77
十二个月目标价	RMB20.50
前次目标价	RMBN.A.
上海 A 股指数	3,542.2

信息更新：

- ▶ 营收微幅同比增长 0.7%至人民币 1,524 亿元，系因自主品牌需求增温，乘用车销量达 125 万辆。
- ▶ 上汽将推出 30 款 NEV 车型，包括 13 款 BEV 车型和 17 款 PHEV 产品。

本中心观点：

- ▶ 分析师变动，给予买入评级，目标价人民币 20.5 元。
- ▶ 我们看好上汽的小排量产品组合，预计自主品牌营收增加将推升利润率。

公司简介： 上汽集团经营汽车、相关零部件与配件的生产与销售业务。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB195,924.3 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,304.6 百万元
总股本股数 (百万股)	11,025.6
流通 A 股股数比例	100.0%
自由流通股数比例	N.A.%
大股东：持股比例	上海汽车工业(集团)总公司, 74.3%
净负债比率	(15.5%)
每股净值 (2015F)	RMB15.65
市净率 (2015F)	1.14 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	630,001	638,876	664,946	719,188
营业利润 **	16,715	18,258	19,936	23,367
税后净利润 *	27,973	29,183	30,535	32,434
每股收益(元)	2.54	2.65	2.77	2.94
每股收益同比增长率 (%)	12.8	4.3	4.6	6.2
每股股利(元)	1.30	1.46	1.52	1.62
市盈率 (倍)	7.0	6.7	6.4	6.0
股利收益率 (%)	7.3	8.2	8.6	9.1
净资产收益率 (%)	18.9	17.7	17.0	16.6

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
苏育意

+886 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

郭德齐

+886 2 3518 7932

william.tc.kuo@yuanta.com

上汽集团 (600104 CH)

汽车龙头迎来曙光

分析师变动，给予买入评级，目标价人民币 20.5 元： 鉴于汽车市场全面复苏，且 2015 年 3 季度公司自主品牌营收超出预期，我们预期上汽自 2015 年 4 季度起将迎来光明前景，预估 2015/16/17 年公司税后净利润将同比增长 4%/5%/6%。考虑 1) 市场对大众汽车排气造假丑闻反应过度；以及 2) 8%的股利收益率可抑制股价下跌风险，我们给予上汽买入评级，目标价为人民币 20.5 元，系基于现金流量折现估值和 7.4 倍 2016 年预估每股收益平均计算而得。

- ▶ **购置税调降的受惠者：** 中国乘用车市场继 9 月同比增长 3%后，预计在购置税调降的利好刺激下，2015 年 4 季度至 2016 年 1 季度将持续复苏。这应有利于上汽加速增长，系因上汽 70%以上销售额来自小排量汽车 (参见图 4)。
- ▶ **自主品牌营收增强有利于毛利率提升：** 2015 年 3 季度上汽自主品牌 (包括五菱) 销量同比增长 4%至 49.4 万辆，表现优于合资品牌。由于自主品牌车型具有价格竞争力且利润率较高，未来几季营收贡献增加将带动毛利率由 2014 年的 11.2%升至 2015/16 年的 11.5%/12.3%。
- ▶ **自主品牌销售转强带动 2015 年 3 季度毛利率优于预期：** 虽然 2015 年 3 季度营收仅同比增长 0.7%，但受惠于自主品牌销售额增加，毛利率达 12.2%，优于市场预期。扣除投资利益减少的影响后，每股收益同比增长 4%至人民币 0.64 元。
- ▶ **大众汽车排气造假丑闻并未拖累增长前景：** 虽然空方可能担心大众汽车排气造假丑闻将导致上汽盈利下调，但考虑柴油引擎车占上汽乘用车销售比重为 0%，我们认为投资人担忧过度。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

自主品牌销售亮眼

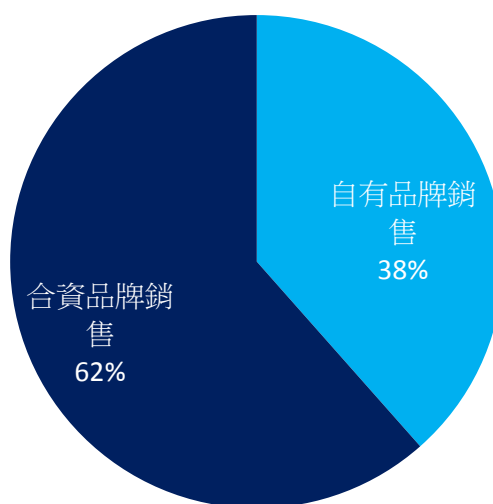
大众汽车排气造假丑闻并未拖累增长前景

9月底大众汽车排气造假丑闻震惊全球市场。部分投资人可能担心该事件可能对上汽增长前景产生负面影响。但考虑柴油引擎车对中国消费者而言为利基产品，仅占上汽乘用车总销售的0%，我们认为投资人担忧过度。

自主品牌销售转强有利于毛利率提升

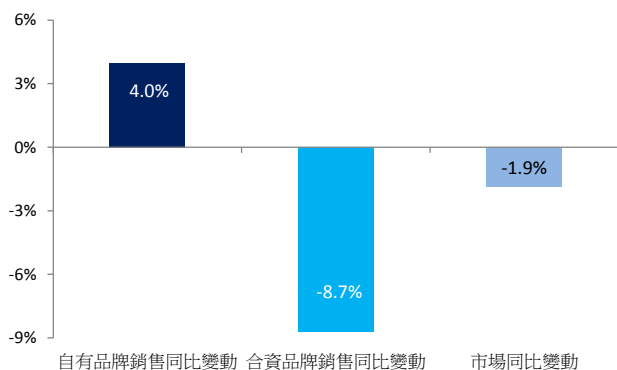
上汽自主品牌产品需求维持强劲。2015年3季度上汽自主品牌(包括五菱)销量同比增长4%达49.4万辆，表现优于合资品牌。由于自主品牌(OBM)具有价格竞争力，我们预计即将推出的车型(五菱、荣威和NEV相关)将带动公司业务强劲增长。由于自主品牌利润率较高，其营收贡献增加将带动毛利率由2014年的11.2%升至2015/16年的11.5%/12.3%。

图1：上汽 - 2015年1季度至3季度合并销量一览



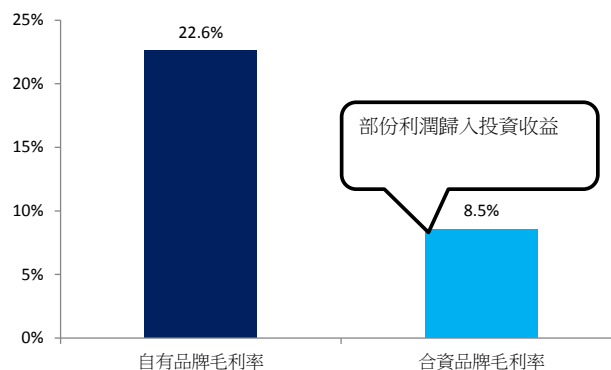
资料来源：CAAM、元大

图2：上汽 - 2015年3季度OBM表现优于合资品牌



资料来源：CAAM、元大

图3：上汽 - OBM毛利率高于合资品牌

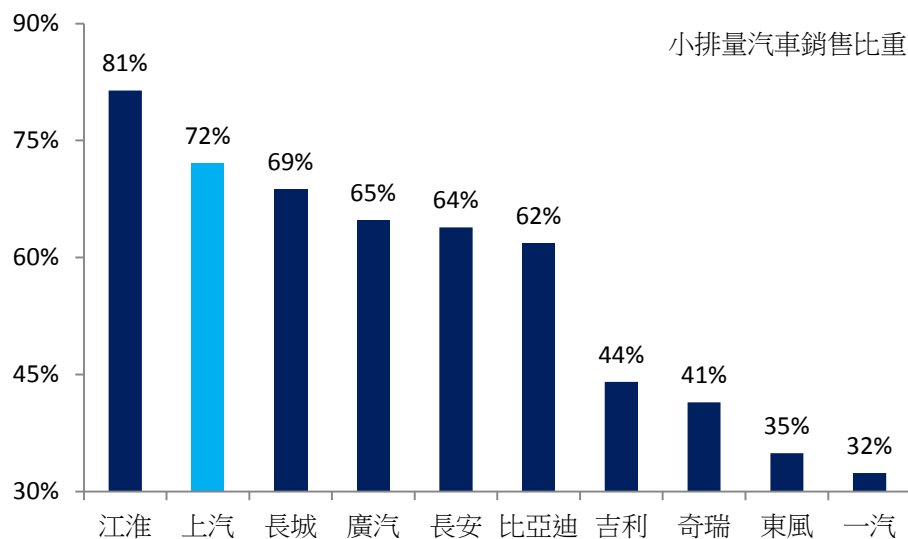


资料来源：元大

购置税调降将嘉惠上汽，系因小排量汽车占其营收 70%以上

中国乘用车市场继 9 月同比增长 3%后，预计 2015 年 4 季度至 2016 年将持续复苏，系因近期中国政府将小排量汽车 (<1.6L) 购置税由 10%调降一半至 5%。我们认为该政策有利于 2015 年 4 季度至 2016 年上汽加速增长，系因 1) 2015 年前三季小排量汽车占上汽营收 70%以上 (参见图 4)；以及 2) 2016 年上汽可能推出更多自主品牌与合资品牌小排量汽车改款版。

图 4：上汽逾 70%的营收来自小排量汽车



资料来源：元大

盈利预估与股票估值

2015年3季度毛利率扩张为亮点

营收符合预期：2015年3季度上汽营收微幅同比增长0.7%至人民币1,524亿元，汽车销量达125万辆。

毛利率优于预期：2015年3季度毛利率从2014年3季度/2015年2季度的11.1%/9.8%上升1.1/2.4个百分点至12.2%，高于市场预估的10.1%。毛利率扩张主要归功于自主品牌营收增加，该项业务毛利率较高（较公司平均水平高5-10个百分点）。

投资收益减少导致业外利益低于预期：毛利率优于预期并未带动盈利表现亮眼，系因业外项目不如预期，尤其是投资利益受2015年3季度大众及通用品牌销售下滑的冲击。

盈利符合预期：税后净利润人民币71亿元，每股收益同比增长3.8%至人民币0.64元。

图5：上汽 - 2015年3季度财报

人民币百万元	实际值	市场预估	差异	2Q15	季增率	3Q14	同比增长率
营业收入	152,441	157,258	-3.1%	153,749	-0.9%	151,319	0.7%
营业毛利	18,584	15,883	17.0%	15,061	23.4%	16,828	10.4%
营业利润	4,716	3,442	37.0%	3,597	31.1%	3,148	49.8%
税前净利润	11,135	11,102	0.3%	10,712	3.9%	10,708	4.0%
税后净利润	7,097	7,290	-2.7%	6,698	6.0%	6,836	3.8%
每股收益(人民币)	0.64	0.66	-2.7%	0.61	6.0%	0.62	3.8%
利润率比较							
营业毛利率	12.2%	10.1%	2.1个百分点	9.8%	2.4个百分点	11.1%	1.1个百分点
营业利润率	3.1%	2.2%	0.9个百分点	2.3%	0.8个百分点	2.1%	1.0个百分点
税前净利润率	7.3%	7.1%	0.2个百分点	7.0%	0.3个百分点	7.1%	0.2个百分点
税后净利润率	4.7%	4.6%	0.0个百分点	4.4%	0.3个百分点	4.5%	0.1个百分点

资料来源：公司资料、Bloomberg、元大

图 6: 上汽 - 盈利预估比较

人民币百万元	2015 估			2016 估			2017 估		
	元大预估	市场预估	差异	元大预估	市场预估	差异	元大预估	市场预估	差异
营业收入	638,876	645,008	-1.0%	664,946	698,647	-4.8%	719,188	742,632	-3.2%
营业毛利	71,416	76,569	-6.7%	76,440	83,237	-8.2%	88,765	86,145	3.0%
营业利润	18,258	23,829	-23.4%	19,936	26,556	-24.9%	23,367	28,985	-19.4%
税前净利润	44,866	44,227	1.4%	45,470	48,539	-6.3%	48,028	51,433	-6.6%
税后净利润	29,183	27,958	4.4%	30,535	30,143	1.3%	32,434	31,967	1.5%
每股收益 (人民币)	2.65	2.56	3.3%	2.77	2.76	0.3%	2.94	2.93	0.5%
利润率比较									
营业毛利率	11.2%	11.9%	-0.7 个百分点	11.5%	11.9%	-0.4 个百分点	12.3%	11.6%	0.7 个百分点
营业利润率	2.9%	3.7%	-0.8 个百分点	3.0%	3.8%	-0.8 个百分点	3.2%	3.9%	-0.7 个百分点
税前净利润率	7.0%	6.9%	0.2 个百分点	6.8%	6.9%	-0.1 个百分点	6.7%	6.9%	-0.2 个百分点
税后净利润率	4.6%	4.3%	0.2 个百分点	4.6%	4.3%	0.3 个百分点	4.5%	4.3%	0.2 个百分点

资料来源: Bloomberg、元大

2015/16/17 年盈利预估

我们预计 2015/16/17 年税后净利润将分别同比增长 4%/5%/6%至人民币 27/28/29 亿元, 盈利增长动能来自同期营收同比增长 1%/4%/8%以及毛利率小幅扩张。受惠于产能利用率提高以及产品组合改善(高毛利的自有品牌销量增加), 2016/17 年毛利率将达 11.5%/12.3%, 相较于 2014 年的 12.1%。因此, 我们预计 2015/16/17 年每股收益为人民币 2.65/2.77/2.94 元。

图 7: 上汽 - 季度与年度损益表(合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	169,866	153,749	152,441	162,820	638,876	180,671	157,411	157,674	169,190	664,946
销货成本	(150,652)	(137,677)	(132,615)	(141,601)	(562,545)	(159,850)	(139,630)	(136,780)	(146,714)	(582,974)
营业毛利	17,930	15,061	18,584	19,841	71,416	19,279	16,470	19,629	21,061	76,440
营业费用	(13,410)	(11,464)	(13,869)	(14,416)	(53,158)	(14,516)	(12,860)	(14,515)	(14,613)	(56,503)
营业利润	4,520	3,597	4,716	5,425	18,258	4,763	3,610	5,114	6,449	19,936
业外利益	7,628	7,115	6,419	5,446	26,608	7,324	6,718	5,530	5,963	25,534
税前税后净利润	12,148	10,712	11,135	10,871	44,866	12,087	10,328	10,644	12,412	45,470
少数股东权益	(3,025)	(2,714)	(2,302)	(2,570)	(10,611)	(2,518)	(2,228)	(2,226)	(2,934)	(9,905)
所得税费用	(1,655)	(1,300)	(1,736)	(380)	(5,072)	(1,805)	(1,234)	(1,556)	(434)	(5,030)
归属母公司税后净利润	7,468	6,698	7,097	7,921	29,183	7,763	6,867	6,862	9,044	30,535
每股稀释盈余(元)	0.68	0.61	0.64	0.72	2.65	0.70	0.62	0.62	0.82	2.77
加权平均股数	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
重要比率										
营业毛利率	10.6%	9.8%	12.2%	12.2%	11.2%	10.7%	10.5%	12.4%	12.4%	11.5%
营业利润率	2.7%	2.3%	3.1%	3.3%	2.9%	2.6%	2.3%	3.2%	3.8%	3.0%
税前净利润率	7.2%	7.0%	7.3%	6.7%	7.0%	6.7%	6.6%	6.8%	7.3%	6.8%
有效所得税率	13.6%	12.1%	15.6%	3.5%	11.3%	14.9%	11.9%	14.6%	3.5%	11.1%
季增率(%)										
营业收入	7.1%	(9.5%)	(0.9%)	6.8%	1.4%	11.0%	(12.9%)	0.2%	7.3%	4.1%
营业利润	(20.8%)	(20.4%)	31.1%	15.0%	9.2%	(12.2%)	(24.2%)	41.7%	26.1%	9.2%
税后净利润	(1.3%)	(10.3%)	6.0%	11.6%	4.3%	(2.0%)	(11.5%)	(0.1%)	31.8%	4.6%
每股收益	(1.27%)	(10.31%)	5.96%	11.62%	4.32%	(1.99%)	(11.55%)	(0.08%)	31.80%	4.63%

资料来源: 公司资料、元大预估

注: 标 A 为元大汇整之历史资料

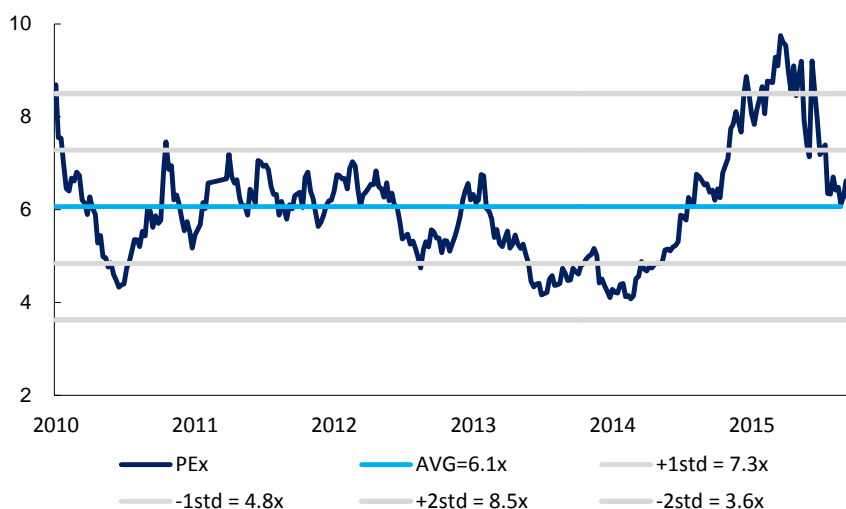
股票估值

本中心目标价人民币 20.5 元，系基于现金流量折现估值和预期市盈率估值法，平均计算而得。市盈率目标价为每股人民币 20.5 元，系以 7.4 倍 2016 年预估每股收益推得。根据现金流量折现估值亦得出每股目标价 20.5 元。两种估值法权重相同，得出最终目标价人民币 20.5 元，隐含 2016 年预期市盈率 7.4 倍。

► 市盈率估值

我们将目标市盈率设定为 7.4 倍，较该股过去 6 年平均市盈率 6.1 倍高一个标准偏差。我们认为 7.4 倍市盈率应属合理，系考虑 1) 2016/17 年每股收益同比增长 5%/6%；2) 上汽市盈率区间为 4-10 倍；及 3) 中国汽车同业市盈率区间为 6-27 倍。本中心现金流量折现估值得出相同的目标价每股人民币 20.5 元。

图 8：上汽 - 市盈率区间



资料来源：Bloomberg、元大

图 9：同业估值比较表

股价	代码	股价	市值 (百万美元)	股利收益率	市盈率(倍)		每股收益		每股收益 增长率%		市净率(倍)		净资产收 益率(%)	
					2015F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	
上汽集团	600104	17.77	30,970.3	8.2	6.9	6.4	2.65	2.77	4.3	4.6	1.1	1.0	17.7	17.0
中国同业														
长城汽车	601633 CH	11.69	14,930	2.1	11.7	9.5	1.00	1.23	62.2	23.6	2.3	1.9	22.9	21.9
长安汽车	000625 CH	15.42	10,848	2.4	7.1	6.1	2.17	2.55	34.1	17.2	2.1	1.6	32.0	32.2
东风汽车	489 HK	11.24	12,496	1.9	6.6	6.0	1.40	1.52	(6.1)	8.4	0.9	0.8	18.4	15.3
华晨中国	1114 HK	10.88	7,055	0.8	11.3	9.1	0.78	0.98	(27.1)	24.7	2.3	1.8	33.2	21.0
北京汽车	1958 HK	6.79	6,654	3.9	8.8	6.8	0.63	0.82	6.3	29.6	1.1	1.0	14.0	13.2
广州汽车	601238 CH	20.99	15,952	0.8	34.9	27.4	0.60	0.77	20.4	27.4	3.6	3.2	9.2	9.6
江铃汽车	000550 CH	29.18	3,505	3.5	10.8	7.8	2.70	3.73	10.6	38.3	2.1	1.7	19.9	19.6
一汽轿车	000800 CH	17.13	4,407	0.6	26.2	20.8	0.66	0.83	561.6	26.0	2.9	2.6	7.2	6.3
吉利汽车	175 HK	4.18	4,747	0.9	11.7	9.2	0.29	0.37	80.2	27.4	1.5	1.4	9.1	13.5
江淮汽车	600418 CH	16.18	3,745	1.6	19.4	13.4	0.84	1.21	103.7	44.3	2.7	2.3	8.8	14.5
平均					14.8	11.6					2.1	1.8	17.5	16.7

资料来源：Bloomberg、元大

► 现金流量折现估值

本中心现金流量折现估值模型得出目标价为人民币 20.5 元/股，隐含 2016 年预估市盈率 7.4 倍。主要估值参数和详细信息请参见图 8。

图 10：上汽估值一览表 (加权平均资本成本 10%；终期增长率 0%)

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	终期价值
营收	638,876	664,946	719,188	760,182	793,630	822,995	846,861	861,258	872,454	879,434	883,831	
营收同比增长率	1.4%	4.1%	8.2%	5.7%	4.4%	3.7%	2.9%	1.7%	1.3%	0.8%	0.5%	
营业利润	18,258	19,936	23,367	26,177	28,607	30,840	32,727	33,900	34,830	35,418	35,792	
同比增长率%	9.2%	9.2%	17.2%	12.0%	9.3%	7.8%	6.1%	3.6%	2.7%	1.7%	1.1%	
经常性业外利益	26,269	25,113	24,130	24,371	24,371	24,371	24,371	24,371	24,371	24,371	24,371	
同比增长率%	1.8%	-4.4%	-3.9%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
税率	11.3%	11.1%	10.9%	12.7%	14.9%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	
少数股东权益	10,611	9,905	10,369	10,709	10,979	11,213	11,549	11,895	12,252	12,478	12,622	
同比增长率%	3.2%	4.0%	4.7%	3.3%	2.5%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%	1.8%	1.2%	
经常性税后净利润	28,882	30,160	31,961	33,396	34,086	34,336	35,557	36,178	36,589	36,847	37,012	
税后净利润同比增长率%	3.8%	4.4%	6.0%	4.5%	2.1%	0.7%	3.6%	1.7%	1.1%	0.7%	0.4%	
资本支出	-13,604	-12,923	-12,277	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	
折旧	5,924	6,834	7,699	4,766	4,766	4,766	4,766	4,766	4,766	4,766	4,766	
营运资金变动	-11,302	9,007	-13,847	-11,278	-11,278	-11,278	-11,278	-11,278	-11,278	-11,278	-11,278	
自由现金流量	9,901	33,078	13,535	16,884	17,574	17,824	19,044	19,666	20,076	20,335	20,499	169,751
折现年份	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
自由现金流量现值	9,901	29,935	11,085	12,514	11,787	10,819	10,461	9,776	9,032	8,279	7,553	62,545
企业价值合计	193,687											
加：净现金 (2015 年估)	32,527											
终值合计	226,214											
股数 (百万股)	11,026											
现金流量折现目标价 (人民币)	20.52											
根据 7.4 倍 2016 年预估市盈率推估的目标价	20.49											
目标价(人民币)	20.5											

资料来源：元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	89,116	88,128	94,717	122,130	129,815
存货	30,915	38,766	32,701	41,361	38,027
应收帐款及票据	48,483	51,840	60,399	56,420	69,928
其他流动资产	63,671	58,308	58,308	58,308	58,308
流动资产	232,184	237,043	246,125	278,220	296,078
长期投资	59,386	66,274	66,164	66,059	65,959
固定资产	38,131	42,412	51,000	57,986	63,449
什项资产	43,940	69,142	68,234	67,337	66,453
其他资产	141,456	177,828	185,398	191,382	195,860
资产总额	373,641	414,871	431,523	469,602	491,939
应付帐款及票据	65,469	71,601	62,793	76,482	72,809
短期借款	54,101	57,261	57,261	57,261	57,261
什项负债	65,294	71,069	71,069	71,069	71,069
流动负债	184,865	199,932	191,123	204,812	201,139
长期借款	6,264	4,750	4,750	4,750	4,750
其他负债及准备	20,780	25,190	25,190	25,190	25,190
长期负债	27,044	29,940	29,940	29,940	29,940
负债总额	211,909	229,872	221,063	234,752	231,079
股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
资本公积	55,007	60,005	60,005	60,005	60,005
保留盈余	66,457	76,086	90,936	105,420	121,060
换算调整数	5,268	10,548	10,548	10,548	10,548
归属母公司之权益	137,757	157,664	172,514	186,999	202,639
少数股权	23,975	27,335	37,946	47,851	58,221
股东权益总额	161,732	184,999	210,460	234,850	260,859

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	35,584	38,251	39,794	40,441	42,804
折旧及摊提	5,073	4,953	5,924	6,834	7,699
本期营运资金变动	499	(5,076)	(11,302)	9,007	(13,847)
其他营业资产	(20,553)	(14,844)	(26,445)	(25,125)	(24,141)
营运活动之现金流量	20,603	23,284	7,971	31,158	12,514
资本支出	(15,659)	(14,320)	(13,604)	(12,923)	(12,277)
本期长期投资变动	24,490	24,774	26,556	25,229	24,242
其他资产变动	13,879	(15,747)	0	0	0
投资活动之现金流量	22,710	(5,293)	12,952	12,306	11,965
股本变动	(13,339)	(21,313)	(14,333)	(16,051)	(16,794)
本期负债变动	(2,432)	881	0	0	0
其他调整数	3,923	248	0	0	0
融资活动之现金流量	(11,848)	(20,185)	(14,333)	(16,051)	(16,794)
本期产生现金流量	31,314	(2,206)	6,589	27,413	7,685
自由现金流量	29,433	33,738	20,923	43,463	24,479

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	565,807	630,001	638,876	664,946	719,188
销货成本	(491,712)	(550,146)	(562,545)	(582,974)	(624,899)
营业毛利	70,656	76,097	71,416	76,440	88,765
营业费用	(53,075)	(59,382)	(53,158)	(56,503)	(65,398)
营业利润	17,581	16,715	18,258	19,936	23,367
利息收入	255	165	327	422	531
利息费用	0	0	0	0	0
利息收入净额	255	165	327	422	531
投资利益(损失)净额	25,456	27,835	26,445	25,125	24,141
其他业外收入(支出)净额	(1,799)	(2,025)	(165)	(12)	(12)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	41,493	42,689	44,866	45,470	48,028
所得税费用	(5,909)	(4,438)	(5,072)	(5,030)	(5,225)
少数股权净利	(10,780)	(10,277)	(10,611)	(9,905)	(10,369)
归属母公司之净利	24,804	27,973	29,183	30,535	32,434
税前息前折旧摊销前净利	22,654	21,668	24,182	26,771	31,066
每股收益 (RMB)	2.25	2.54	2.65	2.77	2.94
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	2.25	2.54	2.65	2.77	2.94

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长率 (%)					
营业收入	17.6	11.3	1.4	4.1	8.2
营业利润	(32.6)	(4.9)	9.2	9.2	17.2
税前息前折旧摊销前净	(30.9)	(4.4)	11.6	10.7	16.0
税后净利润	19.5	12.8	4.3	4.6	6.2
每股收益	19.53	12.78	4.32	4.63	6.22
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	12.5	12.1	11.2	11.5	12.3
营业利润率	3.1	2.7	2.9	3.0	3.2
税前息前 折旧摊销前净利率	4.0	3.4	3.8	4.0	4.3
税后净利率	4.4	4.4	4.6	4.6	4.5
资产报酬率	10.3	9.7	9.4	9.0	8.9
净资产收益率	19.1	18.9	17.7	17.0	16.6
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	37.3	33.5	29.5	26.4	23.8
净现金(负债)权益比 (%)	17.8	14.0	15.5	25.5	25.9
利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期债	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	0.4	0.4	0.1	0.5	0.2
流动比率 (倍)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率 (倍)	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
净负债 (RMB 百万元)	(28,750)	(26,117)	(32,706)	(60,119)	(67,804)
每股净值 (RMB)	12.49	14.30	15.65	16.96	18.38
估值指标 (倍)					
市盈率	7.9	7.0	6.7	6.4	6.0
股价自由现金流量比	6.7	5.8	9.4	4.5	8.0
市净率	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
股价税前息前折旧摊销 前净利比	8.6	9.0	8.1	7.3	6.3
股价营收比	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

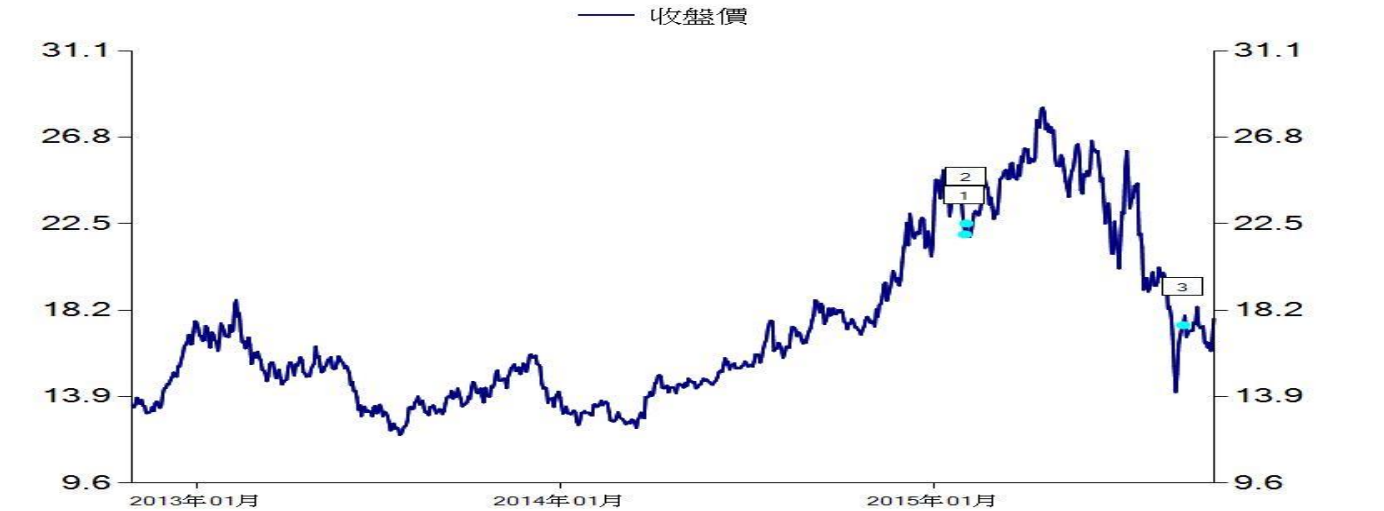
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

上汽集团 (600104 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/02/02	22.65	30.80	30.80	买入	蔡昀真
2	2015/02/03	21.96	30.00	30.00	买入	蔡昀真
3	2015/09/01	17.44	23.00	23.00	买入	蔡昀真
4	2015/10/30	17.77	20.50	20.50	买入	苏育慧

资料来源：Bloomberg、元大投顾

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计：	448	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼