

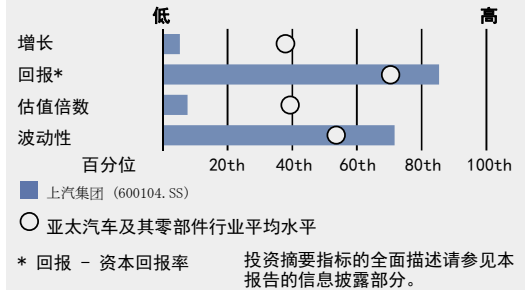


业务重点转向增速较高的新能源/互联网汽车/汽车服务业务；买入

建议理由

上汽集团 11 月 5 日盘后宣布，计划面向部分雇员，大股东及特定投资者发行 9.64 亿股股票（占扩大后股本的 8.04%），筹资约人民币 150 亿元。所筹资金将投资于以下高速发展的领域：1) 新能源汽车和关键部件；2) 定制化商用车；3) 互联网汽车及相关技术；以及 4) 汽车服务和金融项目。我们认为以上投资将巩固上汽在这些高速增长领域的领先地位，从而强化公司的长期竞争优势。此次非公开发行还能更好地将管理层与股东的利益保持一致。重申买入评级。

投资摘要



推动因素

1) 在新能源汽车/互联网汽车/售后服务/金融服务等高速增长的领域市场份额上升。
2) 密集发布新能源汽车/互联网汽车（每年新发布车型超过 2 款），公司联手阿里巴巴开发的首款互联网汽车将于 2016 年 9/10 月发布。3) 未来 2-3 年派息率持稳于约 50%且股息收益率接近 10%。

估值

我们维持我们的 2015-18 年每股收益预测不变，因为我们认为，因计划项目研发支出加大而在短期内带来的潜在财务损失将因新能源汽车销量/利润率的改善而得到弥补（不过这两方面的冲击都不大）。我们维持我们的 12 个月目标价格 19.84 元不变（基于 2016 年预期市净率 vs 2016-18 年净资产回报率均值，仍计入 12% 的估值折让，以体现未来三年相对较低的每股盈利增长）。我们重申买入评级，因为我们认为上汽将在高速增长的业务领域保持领先，而且销量有望在 2015 年四季度和 2016 年全年回升。

主要风险

1) 新项目相关的财务损失/资本支出大于预期。2) 中国的整体市场需求弱于预期。
3) 上汽自主品牌/合资品牌的市场份额/定价/利润率低于预期。

所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

杨一朋 (分析师) 执业证书编号: S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
丁好倩 (研究助理)
+86(10)6627-3327 yuqian.ding@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

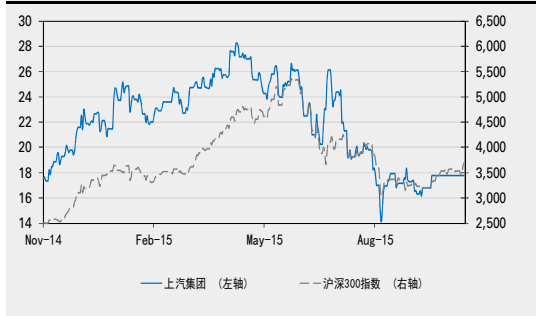
北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

主要数据

	当前
股价 (Rmb)	17.77
12个月目标价格 (Rmb)	19.84
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	151,335.3 / 23,885.0
外资持股比例 (%)	--

	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利 (Rmb)	2.54	2.68	3.11	2.88
每股盈利增长 (%)	12.8	5.6	16.0	(7.2)
每股摊薄盈利 (Rmb)	2.54	2.68	3.11	2.88
每股基本盈利 (Rmb)	2.54	2.68	3.11	2.88
市盈率 (X)	6.3	6.6	5.7	6.2
市净率 (X)	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (X)	8.0	9.5	7.7	8.1
股息收益率 (%)	8.1	7.7	9.0	8.3
净资产回报率 (%)	18.9	17.9	19.0	16.2
CROCI (%)	31.2	11.6	27.0	24.1

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(8.4)	(31.0)	1.3
相对于沪深300指数	(4.5)	(14.5)	(31.6)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为11/05/2015收盘价）

上汽集团：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	626,712.4	646,862.8	752,589.1	759,764.1	现金及等价物	87,948.6	76,629.2	81,673.0	83,987.2
主营业务成本	(548,237.3)	(572,129.6)	(663,493.4)	(670,955.1)	应收账款	55,755.6	65,572.4	76,289.9	77,017.2
销售、一般及管理费用	(59,382.5)	(56,277.1)	(65,249.5)	(65,415.7)	存货	38,765.9	45,456.9	52,715.9	53,308.8
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	54,572.4	69,188.8	69,188.8	69,188.8
其它营业收入/(支出)	2,378.3	6,468.6	7,902.2	8,357.4	流动资产	237,042.5	256,847.2	279,867.5	283,501.9
EBITDA	21,470.9	24,924.8	31,748.4	31,750.7	固定资产净额	42,411.9	52,452.9	63,874.3	74,496.6
折旧和摊销	(4,755.9)	(5,424.4)	(6,462.4)	(7,427.9)	无形资产净额	6,562.8	5,904.4	5,246.0	4,587.7
EBIT	16,715.0	19,500.4	25,286.0	24,322.9	长期投资	102,722.3	116,939.8	132,956.8	148,108.9
利息收入	932.0	926.0	806.8	859.9	其它长期资产	26,131.1	50,461.0	50,461.0	50,461.0
财务费用	(641.3)	(1,137.2)	(1,750.1)	(2,147.8)	资产合计	414,870.6	482,605.3	532,405.6	561,156.0
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	99,032.3	112,858.4	130,880.9	132,352.8
其它	25,683.1	27,395.9	30,016.6	29,530.8	短期贷款	50,263.3	70,263.3	70,263.3	70,263.3
税前利润	42,688.8	46,685.1	54,359.3	52,565.8	其它流动负债	50,635.9	51,436.8	53,862.8	52,596.3
所得税	(4,438.0)	(5,929.0)	(7,447.2)	(7,727.2)	流动负债	199,931.5	234,558.6	255,007.0	255,212.4
少数股东损益	(10,277.3)	(11,219.5)	(12,640.8)	(13,039.0)	长期贷款	4,749.6	9,749.6	9,749.6	9,749.6
优先股股息前净利润	27,973.4	29,536.6	34,271.2	31,799.6	其它长期负债	25,190.5	27,676.2	27,676.2	27,676.2
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	29,940.1	37,425.8	37,425.8	37,425.8
非经常性项目前净利润	27,973.4	29,536.6	34,271.2	31,799.6	负债合计	229,871.6	271,984.4	292,432.8	292,638.2
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	27,973.4	29,536.6	34,271.2	31,799.6	普通股权益	157,664.3	172,066.8	188,777.8	204,283.7
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	2.54	2.68	3.11	2.88	少数股东权益	27,334.7	38,554.2	51,195.0	64,234.1
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	2.54	2.68	3.11	2.88	负债及股东权益合计	414,870.6	482,605.3	532,405.6	561,156.0
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	2.54	2.68	3.11	2.88	每股净资产(Rmb)	14.30	15.61	17.12	18.53
每股股息(Rmb)	1.30	1.37	1.59	1.48					
股息支付率(%)	51.2	51.2	51.2	51.2					
自由现金流收益率(%)	4.4	(14.3)	2.8	2.6					
增长率和利润率(%)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	比率	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入增长率	11.2	3.2	16.3	1.0	CROCI (%)	31.2	11.6	27.0	24.1
EBITDA增长率	(4.3)	16.1	27.4	0.0	净资产回报率(%)	18.9	17.9	19.0	16.2
EBIT增长率	(4.9)	16.7	29.7	(3.8)	总资产回报率(%)	7.1	6.6	6.8	5.8
净利润增长率	12.8	5.6	16.0	(7.2)	平均运用资本回报率(%)	27.2	22.4	21.1	18.3
每股盈利增长	12.8	5.6	16.0	(7.2)	存货周转天数	23.2	26.9	27.0	28.8
毛利率	12.5	11.6	11.8	11.7	应收账款周转天数	31.3	34.2	34.4	36.8
EBITDA利润率	3.4	3.9	4.2	4.2	应付账款周转天数	63.8	67.6	67.0	71.6
EBIT利润率	2.7	3.0	3.4	3.2	净负债/股东权益(%)	(17.8)	1.6	(0.7)	(1.5)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	92.3	26.8	18.9
现金流量表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	估值	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
优先股股息前净利润	27,973.4	29,536.6	34,271.2	31,799.6	基本市盈率(X)	6.3	6.6	5.7	6.2
折旧及摊销	4,755.9	5,424.4	6,462.4	7,427.9	市净率(X)	1.1	1.1	1.0	1.0
少数股东权益	10,277.3	11,219.5	12,640.8	13,039.0	EV/EBITDA(X)	8.0	9.5	7.7	8.1
运营资本增减	4,751.1	(2,681.7)	45.9	151.7	企业价值/总投资现金(X)	0.9	1.0	0.9	0.8
其它	(24,473.9)	(62,211.2)	(29,380.6)	(28,167.7)	股息收益率(%)	8.1	7.7	9.0	8.3
经营活动产生的现金流	23,283.8	(18,712.4)	24,039.8	24,250.5					
资本开支	(14,319.6)	(14,780.0)	(17,195.7)	(17,359.6)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	239.5	0.0	0.0	0.0					
其它	8,787.3	11,506.2	13,333.9	12,983.4					
投资活动产生的现金流	(5,292.8)	(3,273.8)	(3,861.8)	(4,376.3)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(13,230.7)	(14,333.2)	(15,134.2)	(17,560.1)					
借款增减	880.7	25,000.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(6,790.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(19,140.1)	10,666.8	(15,134.2)	(17,560.1)					
总现金流	(1,149.0)	(11,319.4)	5,043.8	2,314.2					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

杨一朋

yipeng.yang@ghsl.cn

丁好倩

yuqian.ding@ghsl.cn

11月5日，上汽集团公布非公开发行计划

此次非公开发行的最终价格将以竞价方式确定，底价为人民币 15.56 元/股。

图表1: 面向特定投资者和核心员工的非公开发行计划

所筹资金基于人民币 15.56 元的底价核算

	No. of Shares (mn)	Issue Price (Rmb/share)	Proceeds (Rmb bn)
Shares Outstanding Before Private Placement	11,026		
Shanghai Automotive Industry Corporation (Group)	193	15.56	3.0
Key Employees	75	15.56	1.2
Other Investors	696	15.56	10.8
Total	964	15.56	15.0
Estimated Shares Outstanding After Private Placement	11,990		

资料来源: 公司数据

图表2: 募集资金将投资于 10 个项目

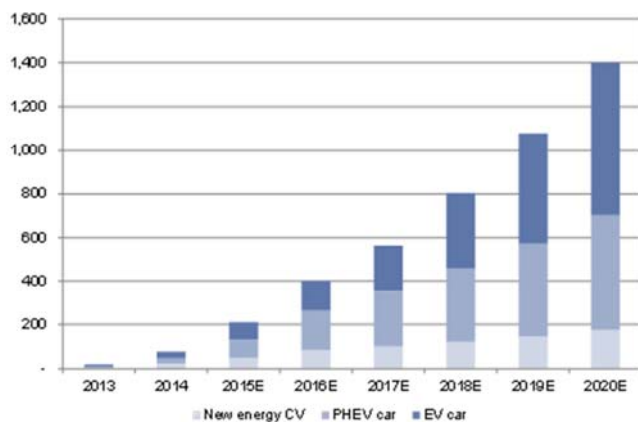
Project	No.	Project Name	Total Investment (Rmb bn)	Proposed amount of proceeds to be applied (Rmb bn)
NEV Project	1	SAIC own brand passenger car energy saving and NEV new products project	4.1	4.0
	2	SAIC own brand new energy commercial vehicle new products project	2.0	1.8
	3	SAIC hybrid EDU transmission expansion and upgrade project	1.5	1.4
	3.1	EDU phase III additional 7JPH expansion project (total capacity amounts to 10JPH)	0.2	0.2
	3.2	Hybrid EDU Gen2 project	1.2	1.2
Intelligent Mass Customization Project	4	Development and application project of commercial vehicle intelligent mass customization	3.0	2.0
Forward-looking Advanced Technology and Internet of Vehicles	5	SAIC fuel-cell vehicles forward-looking advanced technology R&D project	0.7	0.5
	6	SAIC autonomous vehicles forward-looking advanced technology R&D project	0.8	0.7
	7	SAIC own brand Internet of Vehicles applications development project	0.8	0.7
Auto Services and Auto Fianance Project	8	SAIC cloud computing and big data platform project	0.7	0.5
	9	SAIC e-commerce platform "chexiang" project	2.0	0.4
	10	SAIC auto finance and internet finance development project	3.0	3.0
Total			18.5	15.0

资料来源: 公司数据

我们预计增发所筹资金将强化上汽在新能源汽车领域的竞争优势

图表3: 我们预计中国新能源车市场将保持长期增长...

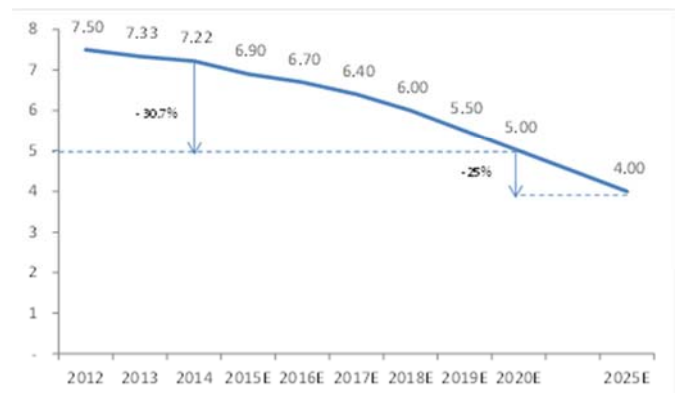
中国新能源车销量, 千辆, 2013-2020 年



资料来源: CEIC、高华证券研究

图表4: ...主要受油耗标准收紧推动

油耗标准目标, 升/百公里, 2012-2025 年



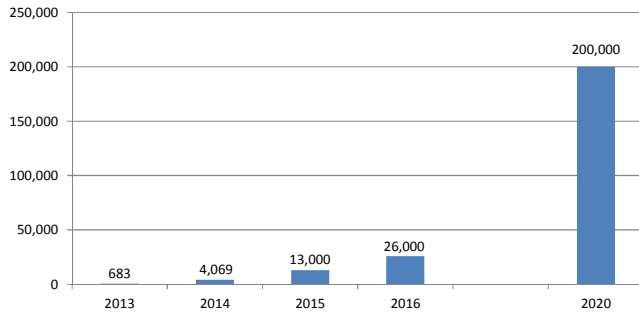
资料来源: 工信部、高华证券研究

我们预计 2014-2020 年中国新能源车市场的年均复合增长率将达到 69%，推动因素包括短期利好政策（补贴及免费牌照等）和中期内油耗标准收紧等。我们认为，为了完全合规，车企需要提高新

能源汽车的销售占比，即仅仅改善内燃机汽车的油耗可能不足以达到新标准的要求，或者并非最佳策略。若不计入主要合资企业（上海大众、上海通用、上汽通用五菱），上汽集团预计荣威/名爵新能源车销量将通过大量推出新车而从2014年的4,000辆增至20万辆。

图表5: 上汽集团预计，到2020年新能源车销量有望达到20万辆（不含合资企业、五菱）

上汽集团自主品牌新能源车销量（辆），2013-2016年



资料来源：公司数据

图表6: 未来2-3年公司推出5款新型电动车/插电式混合动力车

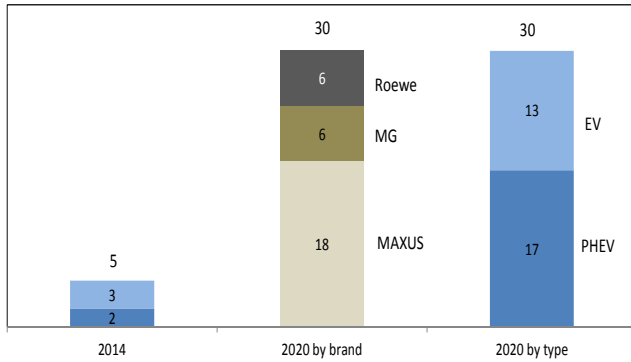
上汽集团的新款新能源汽车规格，2015-2017年

Type	EV			PHEV		
	Roewe	Roewe	Roewe	Roewe	Roewe	Roewe
Brand	Roewe	Roewe	Roewe	Roewe	Roewe	Roewe
Model	E50 Sedan	New Sedan	New SUV	Next 550	950	New SUV
Segment	Small	Compact	Compact	Compact	Midsize	Compact
Wheelbase (mm)	~2400	~2700	~2850	~2700	~2900	~2800
Mileage (km)	~180	~290	~370	n/a	n/a	n/a
0-100km/hr acceleration (s)	n/a	n/a	n/a	~7.0	~8.5	~7.0

资料来源：公司数据

图表7: 公司的新能源车型将从2014年的5种升至2020年的30种

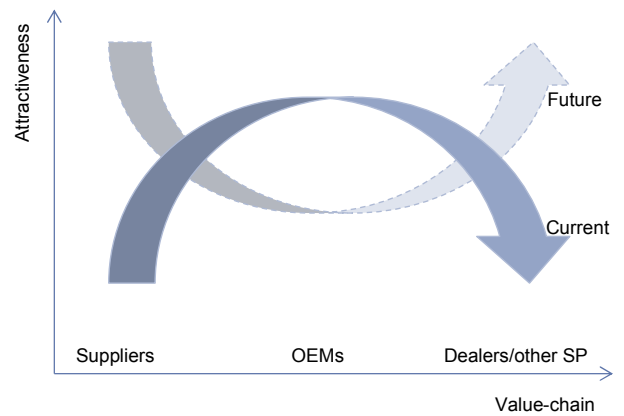
上汽新能源车车型种类，2014年 vs 2020年



资料来源：公司数据

图表8: 公司的业务重心将从制造向产业链的上下游转移

汽车产业链的吸引力变化示意

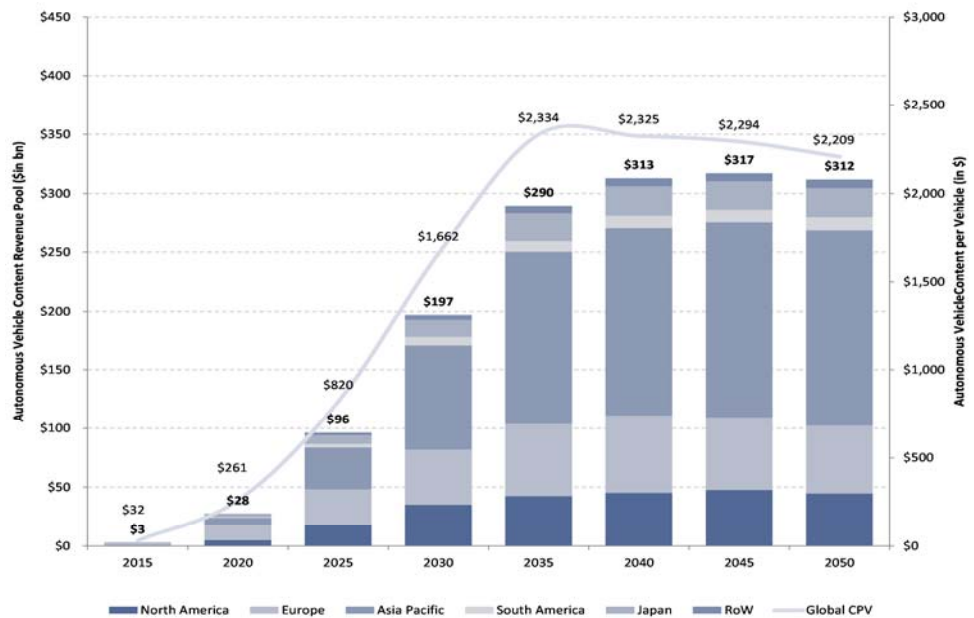


资料来源：高华证券研究

此外，我们认为新募集的资金有助于上汽开拓高速发展的自动驾驶/联网汽车市场

我们在2015年9月17日发表的研究报告“Cars 2025: Vol. 3: 把握无人驾驶汽车兴起之机遇”中预计，高级驾驶辅助系统(ADAS)和无人驾驶汽车(AV)未来10年的年均复合增长率为42%。我们认为此次非公开发行所募集的资金将有助于上汽开拓高速发展的自动驾驶/联网汽车市场。

图表9: 我们预计, 未来 10 年全球高级驾驶辅助系统/无人驾驶车相关业务收入的年均复合增长率有望达到 42%
自动驾驶装备收入和单车装备水平, 按区域划分



资料来源: 高盛全球投资研究

我们认为加大员工持股可以更好地将管理层与股东的利益保持一致

上汽将员工持股计划纳入了此次非公开发行, 面向包括管理层、管理中层团队和研发/科技团队在内的核心员工。员工持股计划拟出资额不超过人民币 11.7 亿元, 占总股本的 0.6% (基于底价 15.56 元的假设核算)。

此次非公开发行的最终价格将以竞价方式确定, 底价为人民币 15.56 元/股。参与员工的出资额将自动基于最终定价计算。电话会议所传递的信息表明, 有资格参与持股计划的员工中已有 97% 进行了登记。此外, 这些员工同意在 3 年内不转让通过员工持股计划所认购的股票, 而其它发行对象认购的股票仅面临 1 年的锁定期。我们认为员工持股计划显示出上汽员工相信并承诺于公司的长期愿景和回报前景。

信息披露附录

申明

我们，杨一朋、丁好倩，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

杨一朋：中国汽车行业。丁好倩：中国汽车行业。

中国汽车行业：江淮汽车、宝信、华晨汽车、比亚迪、和谐汽车、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、福耀玻璃(A)、福耀玻璃(H)、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、威孚高科 A、威孚高科 B、正通汽车、中升集团。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：上汽集团 (Rmb17.77)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。