2016 年 08 月 25 日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) RMB 26.00

上汽集團 (600104.SH) Buy 買入

公司基本資訊

產業別	汽車
A 股價(2016/8/25)	23.14
上證綜指(2016/8/25)	3085.88
股價 12 個月高/低	24.1/15.02
總發行股數(百萬)	11025.57
A 股數(百萬)	11025.57
A 市值(億元)	2551.32
主要股東	上海汽車工業(集團)總公司(74.30%)
每股淨值(元)	15.30
股價/賬面淨值	1.51

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	0.7	22.3	64.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等

產品組合

整車業務	77.85%
零部件業務	17.93%
貿易業務	1.63%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.1%
一般法人	84.8%

股價相對大盤走勢

上半年淨利潤 YOY+6.31%，自主品牌快速增長

結論與建議：

公司上半年營業總收入 3512.65 億元，YOY+8.54%；歸母淨利潤 150.60 億元，YOY+6.31%；毛利率 13.35%，較去年同期增加 2.45pct；業績表現良好。公司上半年銷量 YOY+4.9%，總體銷量平穩，其中自主品牌銷量快速增長。公司的新能源汽車前 7 月銷量 YOY+169%，定增項目中有 72 億元將投向新能源汽車，公司新能源汽車實力將得到極大提升。此外，公司的互聯網汽車 RX5 上市以來訂單不斷，已成爲公司新的亮點。

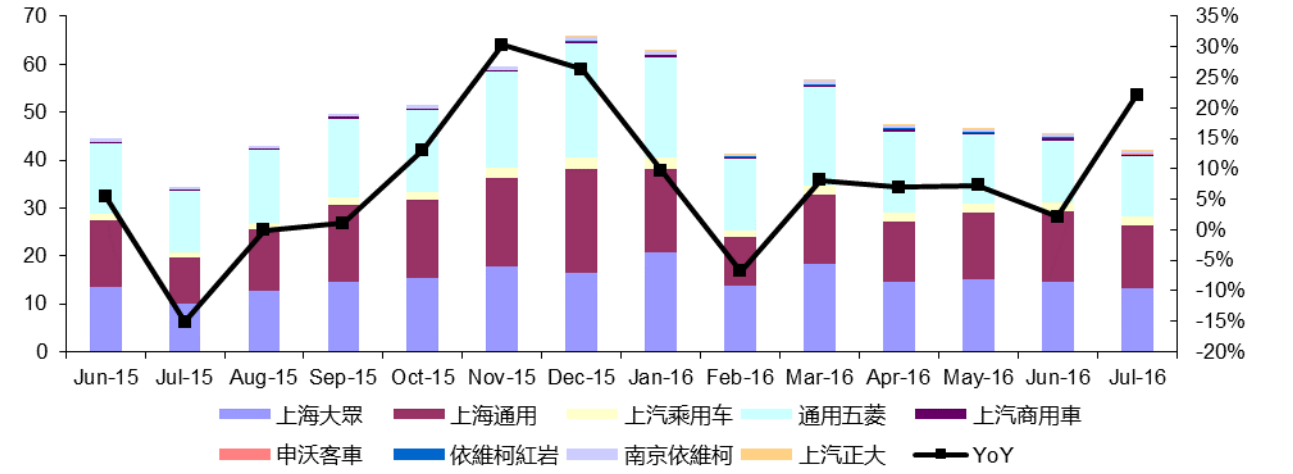
我們預測公司 2016、2017 年營收分別爲 7405 億和 7903 億元，YOY+10%和 7%；淨利潤分別爲 321 億和 348 億元，YOY+8%和 9%；EPS 爲 2.67、2.90 元，當前股價對應 PE 爲 9 和 8 倍，股息率爲 5.75%；維持買入建議。目標價 26 元（17 年動態 PE 爲 9×）。

- **上半年淨利潤 YOY+6.31%，表現良好：**上半年上汽集團實現營業總收入 3512.65 億元，YOY+8.54%；歸母淨利潤 150.60 億元，YOY+6.31%；毛利率 13.35%，較去年同期增加 2.45pct；其中 Q2 營收 1661 億元，YOY+8.04%,;歸母淨利潤 71.23 億元，YOY+6.36%；毛利率 13.23%，同比增加 2.78pct。業績符合預期。上半年銷售費用 204 億元，YOY+77%,主要原因是子公司改變了經銷商返利的會計核算方法，同比增加 20 多億；同時公司銷量增長、促銷獎勵增加，同比增長 50 多億元。
- **總體銷量平穩，自主品牌銷量快速增長：**上半年，上汽集團實現整車銷售 300 萬輛，YOY+4.9%，國內市場占有率達到 22.8%，繼續保持領先地位；由于行業周期性因素以及公司主動控制通用五菱終端庫存，Q2 銷售 139 萬輛，環比下滑 13.28%。上半年上汽大衆銷量 YOY+2.9%,并積極推動渠道下沉；上汽通用銷量 YOY+4.1%,別克和凱迪拉克增幅明顯；上汽通用五菱銷量 YOY+2.7%,公司主動調整產品結構、增加乘用車投放；自主品牌市場表現良好，乘用車自主品牌榮威和名爵銷量 YOY+60.8%；商用車自主品牌上汽大通銷量 YOY+37.7%。
- **新能源汽車高速發展：**公司受益于上海市新能源補貼政策調整，新能源汽車呈高速增長態勢，今年 1-7 月新能源汽車銷量已超過 13000 輛，YOY+169%。同時，公司的插電强混版互聯網汽車 Erx5、新一代純電動轎車以及第二代電驅變速箱項目取得積極進展；上半年榮威 950 燃料電池車完成了首次冬季試驗。公司定增已獲批，其中 72 億元將投向新能源汽車相關項目，公司新能源汽車實力將得到極大提升。
- **互聯網汽車有望成爲新的亮點：**公司加快構建基于移動服務的生態圈，首款量產互聯網汽車榮威 RX5 成功上市，相關服務平臺充分集成綫上通訊、地圖和綫下服務資源。上市一個多月來，榮威 RX5 訂單超過 25000 輛。目前榮威 RX5 訂單每周新增 3000 輛左右，上汽乘用車爲榮威 RX5 設定的目標是月銷 2 萬輛。
- **盈利預期:**我們預測公司 2016、2017 年營收分別爲 7405 億和 7903 億元，YOY+10%和 7%；淨利潤分別爲 320.5 億和 348 億元，YOY+7.6%和 8.6%；EPS 爲 2.67、2.90 元,當前股價對應 PE 爲 9 和 8 倍，股息率爲 5.75%；維持買入建議。目標價 26 元（17 年動態 PE 爲 9×）

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
純利(Net profit)	RMB百萬元	24804	27973	29794	32050	34797
同比增減	%	19.53%	12.78%	6.51%	7.57%	8.57%
每股盈餘(EPS)	RMB元	2.250	2.537	2.702	2.673	2.902
同比增減	%	19.53%	12.78%	6.51%	-1.08%	8.57%
A股市盈率(P/E)	X	10.52	9.33	8.76	9.73	8.96
股利(DPS)	RMB元	1.200	1.300	1.360	1.450	1.500
股息率(Yield)	%	5.07%	5.49%	5.75%	5.58%	5.77%

图表一： 上汽集團月度銷量及 YoY 單位：萬輛



資料來源：公司公告，群益證券

預期報酬(Expected Return；ER)爲准，說明如下：

强力買入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；買入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
賣出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力賣出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	565807	630001	670448	740542	790327
經營成本	491712	550146	588225	640730	680631
營業稅金及附加	3439	3757	5598	6369	6876
銷售費用	34731	40074	35538	42211	46234
管理費用	18345	19309	24275	28881	31218
財務費用	-255	-165	-231	-148	-2371
資產減值損失	3114	4400	2848	3000	3000
投資收益	25456	27835	29663	27358	26342
營業利潤	40179	40334	43588	46879	51103
營業外收入	2058	3329	3667	3900	4000
營業外支出	744	974	1445	1500	1600
利潤總額	41493	42689	45810	49279	53503
所得稅	5909	4438	5736	6170	6699
少數股東損益	10780	10277	10280	11059	12007
歸屬于母公司所有者的淨利潤	24804	27973	29794	32050	34797

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	89098	87949	92848	100169	124475
應收帳款	48483	51840	55988	60467	65304
存貨	30915	38766	41480	44798	48382
流動資產合計	232184	237043	251265	266341	282321
長期投資淨額	56543	63390	66559	69887	73381
固定資產合計	27516	31709	34246	35958	37756
在建工程	10615	10703	9633	8669	7802
無形資產	5626	6478	6607	6740	6874
資產總計	373641	414871	438769	466121	495302
流動負債合計	184865	199932	209928	220424	231446
長期負債合計	27044	29940	29042	29913	30811
負債合計	211909	229872	238970	250338	262256
少數股東權益	23975	27335	29521	31883	34434
股東權益合計	161732	184999	199799	215783	233046
負債和股東權益總計	373641	414871	438769	466121	495302

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	20603	23284	24914	26658	28524
投資活動產生的現金流量淨額	22710	-5293	13626	-3705	9538
籌資活動產生的現金流量淨額	-15682	-20185	-17763	-15632	-13756
現金及現金等價物淨增加額	27630	-2194	20776	7321	24306

[1]

[1] 此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。