

2016年11月14日

刘帅
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 27.00

上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

产品周期向上, 携手奥迪或将增加净利润约 10%

结论与建议:

奥迪与上汽大众将组建 50:50 合资销售公司。我们分析认为, 国产化或将为上汽集团贡献 10%以上利润增幅。其中 Q2、A1、A5 国产化概率最高, 其次为 Q7、A7 和纯电动。此外, 上汽集团主要合资企业均迎来产品升级换代周期, 并将密集推出 SUV。目前国内 SUV 占比不断提升, 集团新 SUV 的不断推出将有效提升集团销量。

我们暂不考虑合资公司对明年两年净利润的影响, 我们预测公司 2016、2017 年营收分别为 7550 亿和 8318 亿元, YOY+13%和 10%; 净利润分别为 326 亿和 356 亿元, YOY+9%和 9%; EPS 为 2.72、2.97 元, 当前股价对应 PE 为 9 和 8 倍, 股息率近 6%; 维持买入建议。目标价 27 元 (17 年动态 PE 为 9x)。

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2016/11/14)	23.63
上证综指(2016/11/14)	3210.37
股价 12 个月高/低	24.1/17.81
总发行股数(百万)	11025.57
A 股数(百万)	11025.57
A 市值(亿元)	2605.34
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)
每股净值(元)	16.70
股价/账面净值	1.41
股价涨跌(%)	一个月 3个月 一年
	5.6 -2.0 25.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-08-25	23.67	买入

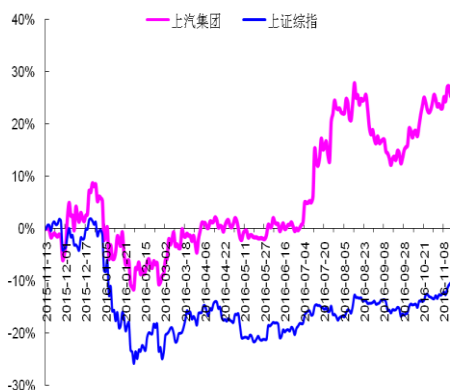
产品组合

整车业务	77.85%
零部件业务	17.93%
贸易业务	1.63%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.1%
一般法人	84.8%

股价相对大盘走势



■ **上汽大众携手奥迪设立合资公司:** 奥迪与上汽大众组建 50:50 合资销售公司, 合作形式类似于斯柯达在华同上汽大众的合作, 产品以代工方式由上汽大众生产, 不是新建合资生产企业, 不会存在国家相关部门不予批准的可能。新公司将单独设立渠道, 第一款产品计划于明年 4 月发布。

■ **合作对双方均有利:** 对奥迪而言, 奥迪为一汽一大众贡献了 50%的利润, 却只有 10%的股权, 公司对于合资公司管理方式、激励机制等方面话语权较少。并且近两年奥迪在华销售压力越来越大, 2015 年在华全年销量 57 万辆, 今年前三季度在华销量 44 万辆, YoY+6.3%, 但增量最快的是 A3 和 Q3, 在 B、C 级豪车领域面临奔驰和宝马的强大压力。故奥迪有寻求改变的强烈愿望。一旦在华双合资, 奥迪在参与管理、销量提升、利润分配等方面将明显受益, 也有利于平衡两个合资公司实现有序竞争、促进发展。而且, 上汽大众现有的 MQB 和 MLB 平台和部分供应商可快速用到奥迪身上, 既节省成本, 又有助于快速实现国产化。对上汽大众而言, 这是保时捷国产项目搁浅后提升品牌形象与利润的又一次良机, 将提升公司的利润与估值水平。

■ **Q2、A1、A5 国产化概率最高, 其次为 Q7、A7 和纯电动:** 奥迪目前在华国产化 A3、A4L、A6L、Q3、Q5 五款车型, 轿车未国产的为 A1、A5、A7、A8, SUV 为 Q2 和 Q7。由于 Q2 为 MQB 平台的小型 SUV, 上汽大众多款车均为该平台, 故 Q2 国产化概率较高; A1 与大众 POLO、斯柯达晶锐互为兄弟车型、三者皆将迎来换代, 或可换代后共线生产; A5、A7、Q7 均为 MLB 平台, 上汽大众最新产品辉昂即为该平台, 我们预计 A5 Coupe/Sportback 国产化的可能性较大、其次为 SUV Q7、其次为 A7。此外, 奥迪计划在 2020 年前推出 3 款纯电动车, 其中奥迪 A1 E-tron 和奥迪 E-tron quattro concept 概念车的量产版存在落户合资公司的可能。

■ **或可贡献约 10%利润增幅:** 一汽一大众 2015 税后利润 47.05 亿欧元, 据业内分析奥迪贡献其中 50%左右利润, 则奥迪约贡献 180 亿元。奥迪目前在华国产化五款车型, 若合资公司推出 2 款及以上车型, 盈利稳定后或将贡献 50 亿元以上的利润。上汽集团 2015 年净利润 298 亿元, 合资公司将对上汽集团增加净利润约 10%。

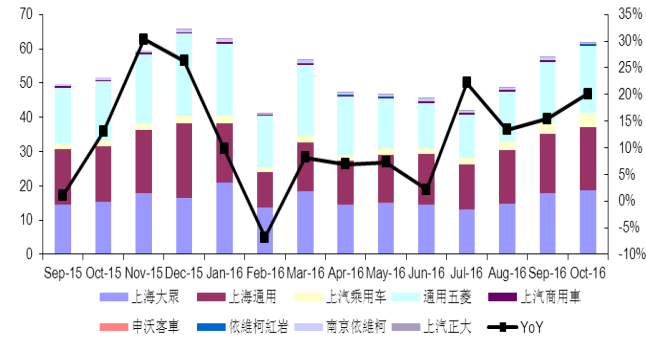
■ **产品周期向上, SUV 密集推出:** 上汽集团旗下主要合资公司均将迎来产品升级周期。上汽大众途观即将换代, 2017 年有望国产化 B 级 SUV Teramont、斯柯达 SUV KODIAQ 等; 上汽通用将增加中型 SUV 雪佛兰 Equinox, 君越、君威等也将换代; 上汽通用五菱增加小型 SUV 宝骏 510。自主品牌旗下的互联网 SUV 荣威 RX5 单月销量过 2 万辆, 显著提高自主乘用车板块的盈利能力。目前国内 SUV 占比不断提升, 集团新 SUV 的不断推出将有效提升集团销量。

■ **盈利预期:** 我们暂不考虑合资公司对明年两年净利润的影响, 我们预测公司 2016、2017 年营收分别为 7550 亿和 8318 亿元, YOY+13%和 10%; 净利润分别为 326 亿和 355.6 亿元, YOY+9%和 9%; EPS 为 2.72、2.97 元, 当前股价对应 PE 为 9 和 8 倍, 股息率近 6%; 维持买入建议。目标价 27 元 (17 年动态 PE 为 9x)

..... 接续下页

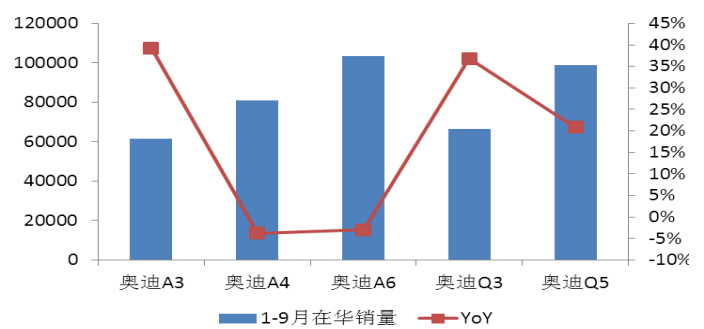
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB百万元	24804	27973	29794	32602	35564
同比增减	%	19.53%	12.78%	6.51%	9.43%	9.09%
每股盈余(EPS)	RMB元	2.250	2.537	2.702	2.719	2.966
同比增减	%	19.53%	12.78%	6.51%	0.62%	9.09%
A股市盈率(P/E)	X	10.22	9.07	8.51	8.74	8.01
股利(DPS)	RMB元	1.200	1.300	1.360	1.450	1.500
股息率(Yield)	%	5.22%	5.65%	5.91%	6.10%	6.31%

图表一： 上汽集团月度销量及 YoY 单位：万辆



来源：公司公告、群益金鼎证券

图表二： 前九月奥迪在华各车型销量 单位：辆



来源：汽车工业信息网、群益金鼎证券

图表三： 双方签署合作协议



来源：互联网、群益金鼎证券

图表四： 奥迪 Q2



来源：互联网、群益金鼎证券

图表五： 奥迪 A5 Sportback



来源：互联网、群益金鼎证券

图表六： 奥迪 A5 Coupe



来源：互联网、群益金鼎证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

- 强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	565807	630001	670448	755014	831825
经营成本	491712	550146	588225	653589	717483
营业税金及附加	3439	3757	5598	5587	7237
销售费用	34731	40074	35538	43791	48662
管理费用	18345	19309	24275	29446	32857
财务费用	-255	-165	-231	-151	-2495
资产减值损失	3114	4400	2848	3000	3000
投资收益	25456	27835	29663	27953	27179
营业利润	40179	40334	43588	47727	52282
营业外收入	2058	3329	3667	3900	4000
营业外支出	744	974	1445	1500	1600
利润总额	41493	42689	45810	50127	54682
所得税	5909	4438	5736	6276	6847
少数股东损益	10780	10277	10280	11249	12271
归属于母公司所有者的净利润	24804	27973	29794	32602	35564

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	89098	87949	72673	66541	69370
应收帐款	48483	51840	65606	70855	76523
存货	30915	38766	37243	40223	43441
流动资产合计	232184	237043	269931	286127	303294
长期投资净额	56543	63390	59020	61971	65069
固定资产合计	27516	31709	38691	40625	42656
在建工程	10615	10703	11856	10671	9604
无形资产	5626	6478	8361	8528	8699
资产总计	373641	414871	511631	542679	575760
流动负债合计	184865	199932	257668	270551	284079
长期负债合计	27044	29940	43046	44337	45667
负债合计	211909	229872	300713	314888	329746
少数股东权益	23975	27335	35789	38652	41744
股东权益合计	161732	184999	210917	227791	246014
负债和股东权益总计	373641	414871	511631	542679	575760

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	20603	23284	25993	27812	29759
投资活动产生的现金流量净额	22710	-5293	-13737	-3705	-9616
筹资活动产生的现金流量净额	-15682	-20185	-22357	-19674	-17313
现金及现金等价物净增加额	27630	-2194	-10101	4433	2830

1 此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。