

2016年11月14日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) RMB 27.00

公司基本資訊

產業別	汽車
A 股價(2016/11/14)	23.63
上證綜指(2016/11/14)	3210.37
股價 12 個月高/低	24.1/17.81
總發行股數(百萬)	11025.57
A 股數(百萬)	11025.57
A 市值(億元)	2605.34
主要股東	上海汽車工業(集團)總公司 (74.30%)
每股淨值(元)	16.70
股價/賬面淨值	1.41
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	5.6 -2.0 25.4

近期評等

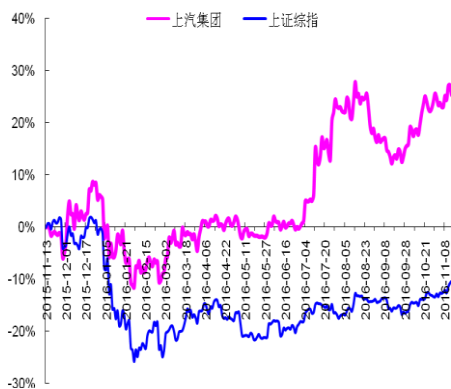
出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

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

上汽集團 (600104.SH)
Buy 買入
產品周期向上，攜手奧迪或將增加淨利潤約 10%
結論與建議：

奧迪與上汽大眾將組建 50:50 合資銷售公司。我們分析認為，國產化或將為上汽集團貢獻 10%以上利潤增幅。其中 Q2、A1、A5 國產化概率最高，其次為 Q7、A7 和純電動。此外，上汽集團主要合資企業均迎來產品升級換代周期，並將密集推出 SUV。目前國內 SUV 占比不斷提升，集團新 SUV 的不斷推出將有效提升集團銷量。

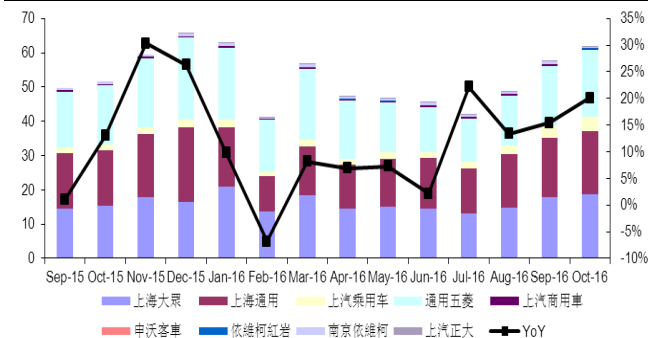
我們暫不考慮合資公司對今明兩年淨利潤的影響，我們預測公司 2016、2017 年營收分別為 7550 億和 8318 億元，YOY+13%和 10%；淨利潤分別為 326 億和 356 億元，YOY+9%和 9%；EPS 為 2.72、2.97 元，當前股價對應 PE 為 9 和 8 倍，股息率近 6%；維持買入建議。目標價 27 元（17 年動態 PE 為 9x）。

- 上汽大眾攜手奧迪設立合資公司：**奧迪與上汽大眾組建 50:50 合資銷售公司，合作形式類似于斯柯達在華同上汽大眾的合作，產品以代工方式由上汽大眾生產，不是新建合資生產企業，不會存在國家相關部門不予批准的可能。新公司將單獨設立渠道，第一款產品計劃于明年 4 月發布。
- 合作對雙方均有利：**對奧迪而言，奧迪為一汽一大眾貢獻了 50%的利潤，却只有 10%的股權，公司對於合資公司管理方式、激勵機制等方面話語權較少。并且近兩年奧迪在華銷售壓力越來越大，2015 年在華全年銷量 57 萬輛，今年前三季度在華銷量 44 萬輛，YoY+6.3%，但增量最快的是 A3 和 Q3，在 B、C 級豪華車領域面臨奔馳和寶馬的強大壓力。故奧迪有尋求改變的強烈願望。一旦在華雙合資，奧迪在參與管理、銷量提升、利潤分配等方面將明顯受益，也有利于平衡兩個合資公司實現有序競爭、促進發展。而且，上汽大眾現有的 MQB 和 MLB 平臺和部分供應商可快速用到奧迪身上，既節省成本，又有助於快速實現國產化。對上汽大眾而言，這是保時捷國產項目擱淺後提升品牌形象與利潤的又一次良機，將提升公司的利潤與估值水平。
- Q2、A1、A5 國產化概率最高，其次為 Q7、A7 和純電動：**奧迪目前在華國產化 A3、A4L、A6L、Q3、Q5 五款車型，轎車未國產的為 A1、A5、A7、A8，SUV 為 Q2 和 Q7。由于 Q2 為 MQB 平臺的小型 SUV，上汽大眾多款車型均為該平臺，故 Q2 國產化概率較高；A1 與大眾 POLO、斯柯達晶銳互為兄弟車型、三者皆將迎來換代，或可換代後共綫生產；A5、A7、Q7 均為 MLB 平臺，上汽大眾最新產品輝昂即為該平臺，我們預計 A5 Coupe/Sportback 國產化的可能性較大、其次為 SUV Q7、其次為 A7。此外，奧迪計劃在 2020 年前推出 3 款純電動車，其中奧迪 A1 E-tron 和奧迪 E-tron quattro concept 概念車的量產版存在落戶合資公司的可能。
- 或可貢獻約 10%利潤增幅：**一汽一大眾 2015 稅後利潤 47.05 億歐元，據業內分析奧迪貢獻其中 50%左右利潤，則奧迪約貢獻 180 億元。奧迪目前在華國產化五款車型，若合資公司推出 2 款及以上車型，盈利穩定後或將貢獻 50 億元以上的利潤。上汽集團 2015 年淨利潤 298 億元，合資公司將對上汽集團增加淨利潤約 10%。
- 產品周期向上，SUV 密集推出：**上汽集團旗下主要合資公司均將迎來產品升級周期。上汽大眾途觀即將換代，2017 年有望國產化 B 級 SUV Teramont、斯柯達 SUV KODIAQ 等；上汽通用將增加中型 SUV 雪佛蘭 Equinox，君越、君威等也將換代；上汽通用五菱增加小型 SUV 寶駿 510。自主品牌旗下的互聯網 SUV 榮威 RX5 單月銷量過 2 萬輛，顯著提高自主乘用車板塊的盈利能力。目前國內 SUV 占比不斷提升，集團新 SUV 的不斷推出將有效提升集團銷量。
- 盈利預期：**我們暫不考慮合資公司對今明兩年淨利潤的影響，我們預測公司 2016、2017 年營收分別為 7550 億和 8318 億元，YOY+13%和 10%；淨利潤分別為 326 億和 355.6 億元，YOY+9%和 9%；EPS 為 2.72、2.97 元，當前股價對應 PE 為 9 和 8 倍，股息率近 6%；維持買入建議。目標價 27 元（17 年動態 PE 為 9x）

..... 接續下頁

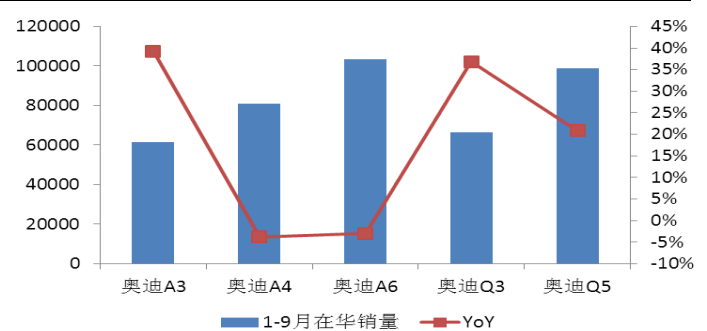
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
純利(Net profit)	RMB百萬元	24804	27973	29794	32602	35564
同比增減	%	19.53%	12.78%	6.51%	9.43%	9.09%
每股盈餘(EPS)	RMB元	2.250	2.537	2.702	2.719	2.966
同比增減	%	19.53%	12.78%	6.51%	0.62%	9.09%
A股市盈率(P/E)	X	10.22	9.07	8.51	8.74	8.01
股利(DPS)	RMB元	1.200	1.300	1.360	1.450	1.500
股息率(Yield)	%	5.22%	5.65%	5.91%	6.10%	6.31%

图表一： 上汽集團月度銷量及 YoY 單位：萬輛



來源：公司公告、群益證券

图表二： 前九月奧迪在華各車型銷量 單位：輛



來源：汽車工業信息網、群益證券

图表三： 雙方簽署合作協議



來源：互聯網、群益證券

图表四： 奧迪 Q2



來源：互聯網、群益證券

图表五： 奧迪 A5 Sportback



來源：互聯網、群益證券

图表六： 奧迪 A5 Coupe



來源：互聯網、群益證券

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

- 強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 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	755014	831825
經營成本	491712	550146	588225	653589	717483
營業稅金及附加	3439	3757	5598	5587	7237
銷售費用	34731	40074	35538	43791	48662
管理費用	18345	19309	24275	29446	32857
財務費用	-255	-165	-231	-151	-2495
資產減值損失	3114	4400	2848	3000	3000
投資收益	25456	27835	29663	27953	27179
營業利潤	40179	40334	43588	47727	52282
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	50127	54682
所得稅	5909	4438	5736	6276	6847
少數股東損益	10780	10277	10280	11249	12271
歸屬於母公司所有者的淨利潤	24804	27973	29794	32602	35564

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	89098	87949	72673	66541	69370
應收帳款	48483	51840	65606	70855	76523
存貨	30915	38766	37243	40223	43441
流動資產合計	232184	237043	269931	286127	303294
長期投資淨額	56543	63390	59020	61971	65069
固定資產合計	27516	31709	38691	40625	42656
在建工程	10615	10703	11856	10671	9604
無形資產	5626	6478	8361	8528	8699
資產總計	373641	414871	511631	542679	575760
流動負債合計	184865	199932	257668	270551	284079
長期負債合計	27044	29940	43046	44337	45667
負債合計	211909	229872	300713	314888	329746
少數股東權益	23975	27335	35789	38652	41744
股東權益合計	161732	184999	210917	227791	246014
負債和股東權益總計	373641	414871	511631	542679	575760

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	25993	27812	29759
投資活動產生的現金流量淨額	22710	-5293	-13737	-3705	-9616
籌資活動產生的現金流量淨額	-15682	-20185	-22357	-19674	-17313
現金及現金等價物淨增加額	27630	-2194	-10101	4433	2830

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益證券(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券持意見或立場，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券。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。