

汽车

2014年11月18日

# 上汽集团 (600104)

——关注上汽集团国企改革推进

报告原因：强调原有的投资评级

## 买入

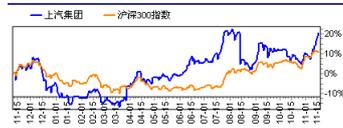
维持

市场数据:	2014年11月17日
收盘价(元)	19.47
一年内最高/最低(元)	20.75/12.22
上证指数/深证成指	2474/8284
市净率	1.5
息率(分红/股价)	6.16
流通A股市值(百万元)	179950

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	13.14
资产负债率%	55.76
总股本/流通A股(百万)	11026/9242
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《上汽集团(600104)三季报点评报告：三季度业绩表现平稳，预计15年增速显著提升》 2014/10/31

《上汽集团(600104)中报点评：二季度业绩超预期，维持买入评级》 2014/08/14

### 证券分析师

常璐 A0230513070007  
changlu@swsresearch.com

### 联系人

郭腾飞  
(8621)23297818x7722  
guotf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	563,346	18	24,804	20	2.25	12.8	18.0	9	5
14Q1-3	468,547	12	20,409	13	1.85	11.5	14.1		
2014E	609,613	8	28,529	15	2.59	12.7	17.1	7.5	3
2015E	672,914	10	32,245	13	2.92	12.5	16.5	6.7	3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点:

- 今日上港集团公告员工持股计划，集团员工可以通过公司非公开发行股票认购不超过4.2亿股，对应金额18.19亿元，约占公司总市值的1.5%。最终参与计划人数为16082人，占公司员工总人数的72%；认购价格4.33元，锁定期36个月。
- 推进员工持股计划，可以有效完善公司治理结构的，实现股东、管理层与员工的利益一致，促进公司长期可持续发展。作为上海国资旗下大集团，上港集团实行员工持股意味着上海国资国企改革的更进一步。参照之前上海国资下几大集团先后通过养老险实现变相股权激励，我们判断未来上汽集团有望跟进推行员工持股计划。
- 14年为上汽换届调整年，业绩保持相对稳定，15年业绩有望实现爆发。14年从集团到子公司层面都实行了换届，我们预计上汽14年整体的销量及业绩表现维持平稳，我们判断15年为上汽“双陈”时代元年，上海大众轻装上阵、上海通用业绩爆发，预计上汽销量及业绩增速将显著提升。同时车享网、A车站、互联网汽车的布局和拓展也显现出新上汽能够顺应市场变化，积极转向现代服务业的决心，利于盈利结构的转型优化和估值的提升。
- 沪港通+国企改革受益品种，维持买入评级。预计14年上汽业绩整体表现趋于稳定，15年业绩增速将显著提升，看好上汽未来的多元转型，维持对于公司2014-2015年的EPS为2.59元和2.92元的盈利预测，股价对应当前的PE分别为7.5和6.7倍，沪港通+国企改革受益品种，维持买入评级。

**表 1:合并损益表**

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	434,804	480,980	563,346	609,613	672,914
营业总成本	406,247	457,088	551,085	591,383	653,286
营业成本	351,870	400,564	490,988	532,204	588,654
营业税金及附加	11,054	7,975	3,439	6,096	6,729
销售费用	22,851	27,208	34,731	32,614	36,001
管理费用	19,116	18,535	18,345	19,508	21,533
财务费用	43	(115)	(255)	510	105
资产减值损失	994	2,297	3,114	451	264
公允价值变动损益	(326)	7	(3)	64	88
投资收益	13,452	15,429	25,456	30,021	34,650
营业利润	41,697	39,340	40,179	48,315	54,366
营业外收支	331	817	1,314	488	540
利润总额	42,028	40,156	41,493	48,803	54,906
所得税	7,039	6,628	5,909	4,913	5,298
净利润	34,990	33,528	35,584	43,891	49,608
少数股东损益	14,768	12,776	10,780	15,362	17,363
归属于母公司所有者的 净利润	20,222	20,752	24,804	28,529	32,245

**资料来源：申万研究**

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户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惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为

本公司的商标、服务标记及标记。