

强烈推荐-A (维持)

上汽集团 600104.SH

当前股价: 25.0 元

2017 年 04 月 10 日

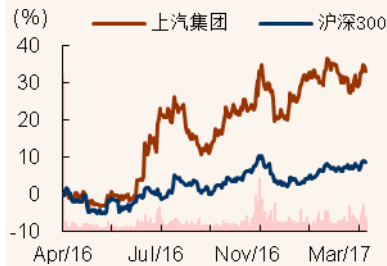
行业龙头业绩稳健, 维持高分红

基础数据

上证综指	3113
总股本 (万股)	1102557
已上市流通股 (万股)	1102557
总市值 (亿元)	2756
流通市值 (亿元)	2756
每股净资产 (MRQ)	16.7
ROE (TTM)	17.2
资产负债率	58.1%
主要股东 上海汽车工业 (集团)	
主要股东持股比例	74.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	17	36
相对表现	10	14	29



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《上汽集团 (600104) 一增发过会, 利于发展》2016-12-05
- 2、《上汽集团 (600104) 一增发+员工持股, 全面发力新兴领域》2015-11-06
- 3、《上汽集团 (600104) 一一收入, 业绩小幅增长》2015-09-01

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠

021-68407142
tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

彭琪

0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

事件:

公司公布了 2016 年年报, 实现营业收入 7564 亿元, 同比+12.8%, 实现归母净利润 320 亿元, 同比+7.43%, EPS: 2.9 元。每 10 股拟派送现金红利 16.5 元 (含税)。

评论:

1、集团销量跃居 600 万台以上

2016 年, 公司集团整体实现整车销售 648.9 万台, 同比+9.95%。其中, 上海大众、上海通用、通用五菱、上汽自主分别实现: 200 万、188 万、213 万、32 万。作为国内最大的整车销售集团, 各乘用车分部均呈现正增长, 交出了靓丽的答卷。

2017 年, 主要看点在上汽自主, 将陆续推出 7 款新车, 包括 RX5 插电混/纯电, RX3, 荣威 W5 换代, 基于 A 架构的首款新车 I6 等, 多款新车推出将助推上汽自主快速增长。其中上汽自主的代表作荣威 RX5 系列, 上市 5 个月合计销售 9 万辆, 目前已经成为月销量破 2 万的成功单品, 2017 年将继续贡献高销量。我们预计上汽自主增速有望超过 50%, 跃居 50 万台/年量级车企。

上海大众 B 级 SUV: Teramont, 斯柯达系列科迪亚克等, 保证上海大众 2017 年正增长。考虑到自主品牌大幅度减亏或者盈亏平衡, 我们认为上汽集团 2017 年收入、利润均能实现正增长。

表 1: 上海大众、上海通用、上汽自主 2017 年新车型

车型	类型	上市时间
别克君威换代	中型三厢轿车	2017 年
宝骏 630	紧凑型三厢车	2017 年
雪佛兰 Equinox	中型 SUV	2017 年
宝骏 510	紧凑型 SUV	2017 年
别克昂科威	全尺寸跨界 SUV	2017 年
全新帕萨特	三厢轿车	2017 年
全新途观	紧凑型跨界 SUV	2017 年
斯柯达野帝	5 门 5 座紧凑型跨界 SUV	2017 年
全新朗逸	紧凑型 4 门三厢车	2017 年
全新 POLO	B 级小型 5 门两厢车	2017 年
Teramont	3 排 7 座中型跨界 SUV	2017 年
斯柯达 Kodiaq	7 座或 5 座 SUV	2017 年
Cross POLO	跨界 SUV	2017 年
RX5	混动/纯电	2017 年
RX3	小型 SUV	2017 年
MG/VS	互联网 SUV	2017 年
I6	轿车	2017 年
荣威 W5	SUV	2017 年

资料来源: 公司数据、招商证券

2、出口业务高速增长

公司整车出口同比+50%，达到 12.9 万辆，跃居行业 NO.1，海外 MG 品牌销量增长 20%。海外建厂方面：泰国新工厂启动建设，印尼整车及零部件园区建设继续推进，同时公司收购了通用汽车印度工厂。同时为了进一步增加出口业务，公司在上海自贸区设立上汽国际商贸有限公司，以开拓中东、东南亚等市场出口。

图 1：上汽海外布局



资料来源：公司数据、招商证券

3、构建汽车综合服务供应商，围绕“新四化”发展

随着汽车制造工业变革，公司设定未来发展新目标围绕：电动化、网联化、智能化、共享化的“新四化”协同发展。

(1) 新能源化

其中新能源领域，公司三个方向齐头并进：纯电动、插电混、燃料电池，自主技术路线上掌握“三电”核心技术，通过自主研发、合作、并购等方式，拿住新能源汽车核心零配件自主能力。并多方面布局电池技术路线，在新兴领域进行探索性研发，以确保紧跟电池技术路线变化方向，随时应对技术和市场变化。

(2) 网联化

公司推出的互联网汽车 RX5 系列，目前单月销量已经过 2 万，成为上汽自主王牌车型。互联网汽车依据车载硬件：车机+TSP，通过信息互联提供服务，增加用户体验，提升客户黏性。

(3) 智能化

主要探索 V2V、V2X，基于 5G 通讯技术，探索车与车、车与交通基础设施的通讯，实现基于 LTE-V 的 V2X 功能在荣威 RX5 上的集成开发。同时启动基于具有自主迭代功能的智能汽车整车控制平台自主开发工作。

(4) 共享化

以环球车享为中心：EVCARD 和 e 享天开为载体，探索新商业模式，开发适应共享模式的差异化新能源产品。截止 2016 年底，累计投放新能源汽车 8400 辆，建成网点 2800 个，发展注册会员 33 万人，业务覆盖城市 20 个。

4、盈利预测与评级

考虑到今年汽车行业需求缓慢萎缩，2018 年增值税优惠政策存在取消可能，对行业有一定压力；但自主品牌表现值得期待，有望实现扭亏为盈，增长加速。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为：3.1 元、3.36 元、3.57 元，对应的 PE 分别为：8.2 倍、7.6 倍、7.1 倍。公司为中国汽车行业龙头企业，最近三年的分红率保持在 50%以上，现金流充裕，是优质的整车企业。公司在新能源化+智能化领域的转型方向和并购选择谨慎大胆，自主品牌已经进入爆发期，预计 2017 年可能迎来盈亏平衡或小幅盈利，看好公司长期发展，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

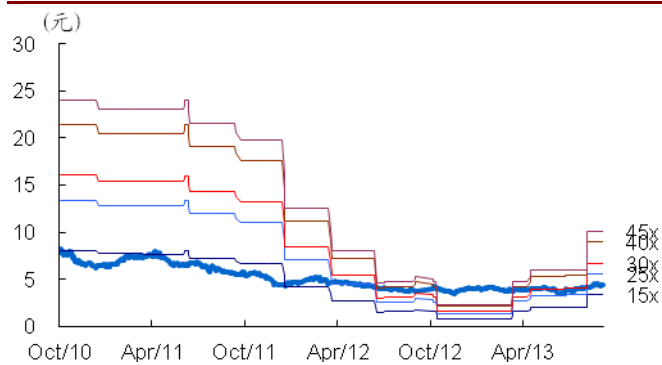
风险提示：汽车行业需求下滑。

表 2: 简式盈利预测模型

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	670448	756416	839622	889999	934499
同比增长	6%	13%	11%	6%	5%
营业利润(百万元)	43572	48415	51904	56363	60530
同比增长	8%	11%	7%	9%	7%
净利润(百万元)	29778	31990	34133	37007	39331
同比增长	6%	7%	7%	8%	6%
每股收益(元)	2.70	2.90	3.10	3.36	3.57
P/E(倍)	9.4	8.8	8.2	7.6	7.1
P/B(倍)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.0

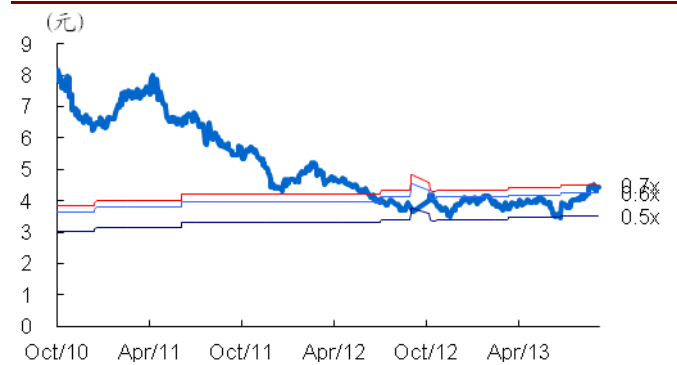
资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 上汽集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3: 上汽集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	269931	330946	371192	360639	427582
现金	72673	105933	210399	110120	164767
交易性投资	1221	1560	1560	1560	1560
应收票据	36274	30038	33343	35343	37110
应收款项	29332	30662	34013	36054	37856
其它应收款	5081	6961	7726	8190	8599
存货	37243	37040	36138	38351	40175
其他	88106	118752	48014	131022	137515
非流动资产	241700	259683	252836	246953	241896
长期股权投资	59020	62677	62677	62677	62677
固定资产	38691	47054	41595	36930	32945
无形资产	8361	10794	9715	8743	7869
其他	135629	139157	138849	138602	138405
资产总计	511631	590628	624027	607592	669477
流动负债	268585	307447	312165	256627	265491
短期借款	4908	8728	4000	10000	10000
应付账款	99035	104731	36146	38359	40183
预收账款	18317	22676	25211	26755	28027
其他	146325	171313	246808	181513	187281
长期负债	43046	58050	58050	58050	58050
长期借款	1399	4286	4286	4286	4286
其他	41647	53764	53764	53764	53764
负债合计	311630	365498	370215	314677	323542
股本	11026	11026	11026	11026	11026
资本公积金	38940	39807	39807	39807	39807
留存收益	114247	131122	147053	172476	210957
少数股东权益	35789	43175	55926	69606	84146
归属于母公司所有者权益	164212	181955	197886	223309	261789
负债及权益合计	511631	590628	624027	607592	669477
现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	25993	11377	104886	(128128)	21256
净利润	29778	31990	34123	36987	39311
折旧摊销	6244	7899	8349	7384	6559
财务费用	764	740	(225)	(463)	(101)
投资收益	(29663)	(30572)	(32450)	(34450)	(35620)
营运资金变动	10482	(6641)	82337	(151266)	(3433)
其它	8388	7960	12750	13680	14540
投资活动现金流	(13737)	26437	(1500)	(1500)	(1500)
资本支出	(15427)	(17267)	(1500)	(1500)	(1500)
其他投资	1690	43703	0	0	0
筹资活动现金流	(22357)	(6142)	1081	29349	34891
借款变动	(51697)	(35648)	(13402)	6000	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	953	867	0	0	0
股利分配	(14333)	(14995)	(18192)	(11564)	(830)
其他	42721	43634	32675	34913	35721
现金净增加额	(10101)	31672	104466	(100279)	54647

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	670448	756416	839622	889999	934499
营业成本	585833	650218	722914	767179	803669
营业税金及附加	5598	7521	8396	8900	9345
营业费用	35538	47503	53736	56960	59808
管理费用	24275	28258	31066	31150	32707
财务费用	(231)	(332)	(225)	(463)	(101)
资产减值损失	2848	3209	4300	4400	4200
公允价值变动收益	(286)	(10)	(50)	(50)	(50)
投资收益	29663	30572	32500	34500	35670
营业利润	43572	48415	51884	56323	60490
营业外收入	3667	3314	3600	3800	3800
营业外支出	1445	1254	1590	1560	1560
利润总额	45794	50474	53894	58563	62730
所得税	5736	6531	7020	7896	8879
净利润	40058	43944	46874	50667	53851
少数股东损益	10280	11953	12750	13680	14540
归属于母公司净利润	29778	31990	34123	36987	39311
EPS (元)	2.70	2.90	3.09	3.35	3.57
主要财务比率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	6%	13%	11%	6%	5%
营业利润	8%	11%	7%	9%	7%
净利润	6%	7%	7%	8%	6%
获利能力					
毛利率	12.6%	14.0%	13.9%	13.8%	14.0%
净利率	4.4%	4.2%	4.1%	4.2%	4.2%
ROE	18.1%	17.6%	17.2%	16.6%	15.0%
ROIC	13.2%	13.1%	13.2%	12.2%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	60.9%	61.9%	59.3%	51.8%	48.3%
净负债比率	2.2%	3.7%	1.3%	2.4%	2.1%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5
营运能力					
资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.5	1.4
存货周转率	15.4	17.5	19.8	20.6	20.5
应收帐款周转率	26.8	25.2	26.0	25.4	25.3
应付帐款周转率	7.1	6.4	10.3	20.6	20.5
每股资料 (元)					
每股收益	2.70	2.90	3.09	3.35	3.57
每股经营现金	2.36	1.03	9.51	-11.62	1.93
每股净资产	14.89	16.50	17.95	20.25	23.74
每股股利	1.36	1.65	1.05	0.08	0.08
估值比率					
PE	9.4	8.8	8.2	7.6	7.1
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	-1.0	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，6年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件、汽车后服务、车联网等领域研究，挖掘行业龙头和强势企业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。