



买入

28% ↑

目标价格:人民币 35.00

600104.CH

价格:人民币 27.25

目标价格基础:10.0 倍 17 年市盈率

板块评级:中立

上汽集团

一季度业绩稳步增长，新车上量有望继续提速

公司发布 2017 年一季报，1 季度共实现营业收入 1,962.8 亿元，同比增长 6.0%；归属于上市公司股东的净利润 82.6 亿元，同比增长 4.1%；扣非后归属于上市公司股东的净利润 81.7 亿元，同比增长 11.1%；每股收益 0.72 元，符合我们预期。自主乘用车进入收获期，2017 年 1 季度销量增速高达 112%，全年有望扭亏为盈。合资公司上汽大众和上汽通用近两年均将迎来 SUV 新产品周期，新增途观 L、途昂、探界者等高毛利 SUV 产品。在高毛利 SUV 等产品热销带动下，公司收入增速有望高于销量增速，利润增速有望高于收入增速。公司整体产品周期向上，业绩有望快速增长。我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 3.50 元、4.01 元和 4.29 元，合理目标价 35.00 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 一季度销量稳步增长，新车上量有望继续提速。公司 1 季度整车销量为 165.6 万辆，同比增长 3.0%，推动收入和净利润稳步增长。毛利率和销售费用率均略有提升，因此销售净利率略有下降。随着途观 L 等高毛利新车逐渐上量，公司业绩有望继续提速。
- 自主乘用车一季度销量翻倍增长，全年有望扭亏为盈。自主乘用车持续投入多年，终于迎来收获期。1 季度销量近 12 万辆，同比增长高达 112%。其中 3 月销量高达 4.5 万辆，同比增长 135%。荣威 RX5 月销再次突破 2 万辆，荣威 i6 和名爵 ZS 等新车均快速上量。新品热销有望助力自主乘用车 2017 年扭亏为盈，并带动公司业绩快速增长。
- 合资公司高毛利车型热销，业绩有望快速增长。上汽大众新增途观 L、途昂、科迪亚克等多款产品，SUV 产品线逐步完善，高毛利新车有望带来利润快速增长。上汽通用新增雪佛兰探界者等 SUV 产品，GL8、昂科威、凯迪拉克 XT5 等高毛利车型持续热销。宝骏 510 等新车快速上量，五菱转型乘用车卓有成效。此外汽车金融等业务高速增长，有望成为新的利润增长点。

评级面临的主要风险

- 1) 市场竞争加剧，销量和利润率下滑；2) 原材料及人工成本大幅上涨。

估值

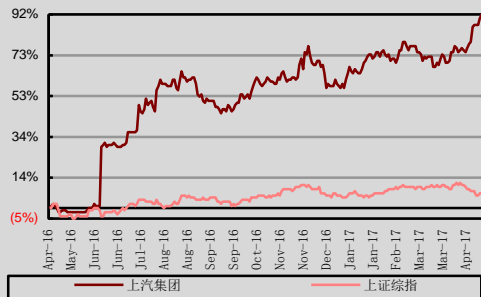
- 我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 3.50 元、4.01 元和 4.29 元，给予公司 2017 年 10 倍市盈率，合理目标价 35.00 元，维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	670,448	756,416	850,968	923,130	969,287
变动(%)	6	13	13	8	5
净利润(人民币 百万)	29,794	32,009	40,931	46,827	50,158
全面摊薄每股收益(人民币)	2.550	2.740	3.503	4.008	4.293
变动(%)	6.5	7.4	27.8	14.4	7.1
全面摊薄市盈率(倍)	10.1	9.4	7.8	6.8	6.3
价格/每股现金流量(倍)	11.6	26.4	14.9	5.7	28.8
每股现金流量(人民币)	2.36	1.03	1.83	4.79	0.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	8.3	6.6	4.6	4.1
每股股息(人民币)	1.283	1.650	1.752	2.004	2.147
股息率(%)	5.1	6.5	6.4	7.4	7.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	14.1	10.4	7.5	87.0
相对上证指数	13.5	13.4	7.6	79.9

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	94
流通股市值(人民币 百万)	300,447
3 个月日均交易额(人民币 百万)	865
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	71

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《上汽集团—自主乘用车月销过 4 万辆，大众通用稳步增长》2017.2.17

《上汽集团—业绩符合预期，新品周期推动未来高速增长》2017.1.24

《上汽集团—大象起舞，潜力惊人》2016.11.29

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车：汽车整车

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*朱朋、魏敏为本报告重要贡献者

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2016Q1	2017Q1	同比变动(%)
总营业收入	185,156.1	196,281.8	6.0
营业利润	12,305.3	12,735.5	3.5
净利润	11,373.3	11,527.8	1.4
归属于上市公司股东的净利润	7,935.7	8,261.0	4.1
扣非后归属于上市公司股东的净利润	7,354.4	8,172.4	11.1
营业成本	159,735.6	167,703.7	5.0
毛利润	25,420.5	28,578.1	12.4
销售费用	10,544.4	12,516.2	18.7
管理费用	7,019.3	8,102.0	15.4
财务费用	110.4	37.5	66.0
资产减值损失	161.8	190.3	17.6
销售费用率(%)	5.7	6.4	
管理费用率(%)	3.8	4.1	
财务费用率(%)	0.1	0.0	
毛利率(%)	12.6	13.2	
净利率(%)	6.2	6.0	

资料来源: 公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	670,448	756,416	850,968	923,130	969,287
销售成本	(591,431)	(657,739)	(741,363)	(806,631)	(848,126)
经营费用	(56,709)	(71,487)	(80,250)	(85,849)	(89,320)
息税折旧前利润	22,308	27,191	29,355	30,650	31,841
折旧及摊销	(5,952)	(7,484)	(5,780)	(6,876)	(7,993)
经营利润(息税前利润)	16,356	19,706	23,575	23,774	23,848
净利息收入/(费用)	231	332	762	1,553	1,947
其他收益/(损失)	31,615	32,640	36,580	40,168	42,046
税前利润	48,202	52,678	60,917	65,496	67,841
所得税	(5,736)	(6,530)	(7,917)	(8,512)	(8,818)
少数股东权益	(10,280)	(11,953)	(12,054)	(10,140)	(8,851)
净利润	29,794	32,009	40,931	46,827	50,158
核心净利润	32,451	34,450	41,233	47,124	50,451
每股收益(人民币)	2.550	2.740	3.503	4.008	4.293
核心每股收益(人民币)	2.550	2.740	3.529	4.033	4.318
每股股息(人民币)	1.283	1.650	1.752	2.004	2.147
收入增长(%)	6	13	13	8	5
息税前利润增长(%)	24	20	20	1	0
息税折旧前利润增长(%)	24	22	8	4	4
每股收益增长(%)	7	7	28	14	7
核心每股收益增长(%)	11	6	13	14	7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	72,673	105,933	130,384	180,859	193,142
应收帐款	70,687	67,661	103,951	83,753	115,490
库存	37,243	37,040	56,711	45,297	61,960
其他流动资产	89,327	120,312	128,216	149,626	145,862
流动资产总计	269,931	330,946	419,262	459,534	516,454
固定资产	50,547	60,320	63,056	65,375	67,251
无形资产	8,365	10,796	11,936	13,034	13,888
其他长期资产	80,866	89,650	94,703	99,034	102,524
长期资产总计	139,779	160,766	169,695	177,442	183,664
总资产	511,631	590,628	671,204	725,960	789,423
应付帐款	106,317	116,472	138,287	136,691	154,768
短期债务	4,908	8,728	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	146,442	172,282	204,430	221,565	229,926
流动负债总计	257,668	297,481	347,717	363,256	389,694
长期借款	9,607	18,446	8,356	10,241	10,919
其他长期负债	33,439	39,604	44,555	48,333	50,750
股本	11,026	11,026	11,683	11,683	11,683
储备	152,066	168,855	203,662	227,076	252,155
股东权益	163,091	179,880	215,346	238,759	263,838
少数股东权益	35,789	43,175	55,229	65,370	74,221
总负债及权益	511,631	590,628	671,204	725,960	789,423
每股帐面价值(人民币)	14.79	16.31	18.43	20.44	22.58
每股有形资产(人民币)	14.03	15.34	17.41	19.32	21.39
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.02)	(8.43)	(10.73)	(15.05)	(16.10)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	48,202	52,678	60,917	65,496	67,841
折旧与摊销	5,952	7,484	5,780	6,876	7,993
净利息费用	(231)	(332)	(762)	(1,553)	(1,947)
运营资本变动	4,145	(9,851)	9,023	13,729	(1,845)
税金	2,152	3,237	(7,932)	(8,528)	(8,831)
其他经营现金流	(34,227)	(41,840)	(45,612)	(20,014)	(52,158)
经营活动产生的现金流	25,993	11,377	21,414	56,004	11,053
购买固定资产净值	1,879	2,431	9,655	10,293	10,724
投资减少/增加	33,652	26,710	32,353	35,988	37,887
其他投资现金流	(49,268)	(2,704)	(9,518)	(32,710)	(25,416)
投资活动产生的现金流	(13,737)	26,437	32,490	13,571	23,195
净增权益	0	0	658	0	0
净增债务	(3,117)	10,406	(6,930)	827	529
支付股息	(14,995)	(19,278)	(20,465)	(23,413)	(25,079)
其他融资现金流	(4,245)	2,730	(2,715)	3,486	2,585
融资活动产生的现金流	(22,357)	(6,142)	(29,452)	(19,100)	(21,965)
现金变动	(10,101)	31,672	24,452	50,475	12,283
期初现金	87,949	72,673	105,933	130,384	180,859
公司自由现金流	12,256	37,813	53,904	69,575	34,248
权益自由现金流	8,908	47,887	46,212	68,849	32,831

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.3	3.6	3.4	3.3	3.3
息税前利润率(%)	2.4	2.6	2.8	2.6	2.5
税前利润率(%)	7.2	7.0	7.2	7.1	7.0
净利率(%)	4.8	4.5	4.8	5.1	5.2
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	10.1	9.4	7.8	6.8	6.3
核心业务市盈率(倍)	9.3	8.7	7.7	6.8	6.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.9	11.2	9.9	8.7	8.1
市净率(倍)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	11.6	26.4	14.9	5.7	28.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	8.3	6.6	4.6	4.1
周转率					
存货周转天数	23.5	20.6	23.1	23.1	23.1
应收帐款周转天数	34.1	33.4	36.8	37.1	37.5
应付帐款周转天数	48.4	53.8	54.6	54.4	54.9
回报率					
股息支付率(%)	46.6	56.4	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	20.8	19.9	20.7	20.6	20.0
资产收益率(%)	3.1	3.1	3.3	3.0	2.7
已运用资本收益率(%)	3.7	3.5	3.8	3.9	3.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371