

上汽集团 (600104.SH)

17年1季报点评: 自主品牌销量高速增长, 关注公司产销差

● 事件: 公司17年1季度业绩同比增加4.1%, 扣非业绩增加11.1%

17年1季度实现营业收入1962.82亿元, 同比增长6.0%; 实现归母净利润82.61亿元, 同比增加4.1%; 实现扣非后归母净利润81.72亿元, 同比增加11.1%; 实现全面摊薄后EPS约0.72元。17年1季度, 公司毛利率为13.2%, 同比上升0.6个百分点; 净利率为6.0%, 同比下降0.3个百分点。公司期间费用率提升影响了公司盈利水平, 1季度公司期间费用率上升1.0个百分点, 主要与销售费用率、管理费用率分别上升0.7、0.3个百分点有关。此外, 公司股息率很高, 对应4月28日收盘价的股息率达6.1%。

● 自主品牌步入增长快车道, 库存周期拐点前关注公司产销差

17年1季度公司实现整车销售165.58万辆, 同比增长3.0%。其中, 上汽大众、上汽通用和上汽乘用车分别累计销售汽车50.4万辆、42.9万辆、11.8万辆, 同比增速分别为-4.7%、2.3%、112.3%, 上汽自主步入增长快车道。公司3月份产销差为-1.0万辆, 16年同期为5.0万辆, 2季度乘用车行业或迎库存周期拐点, 率先进行调整的公司值得关注。

● “1+1+X”, 与奥迪的合作或仅为公司迈出的第一步

我们认为, 除了“合资+自主”的“1+1”驱动, 公司不乏撬动自身市值的X因素。一方面, 公司自主品牌新能源车型具有很强的竞争力; 另一方面, 公司拥有做增量的资本, 与奥迪的合作或为公司迈出的第一步。

● 投资建议

公司是低估值高股息股, 合资品牌销量平稳增长支撑公司业绩, 自主品牌销量快速提升、产品周期将至贡献业绩弹性。公司有做增量的资本, 未来很可能围绕ROE提升的逻辑做加、减法。此外, 公司积极推进转型升级, 延伸产业链布局, 有望打开新的成长空间。我们预计公司17-19年EPS分别为2.94元、3.13元、3.34元, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速低于预期; 汽车行业竞争超预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	670,448.2	756,416.2	803,265.0	853,720.0	903,416.0
增长率(%)	6.42%	12.82%	6.19%	6.28%	5.82%
EBITDA(百万元)	23,071.10	28,647.25	32,906.04	37,520.31	42,796.28
净利润(百万元)	29,793.79	32,008.61	34,347.96	36,523.44	38,973.77
增长率(%)	6.51%	7.43%	7.31%	6.33%	6.71%
EPS(元/股)	2.702	2.903	2.940	3.126	3.336
市盈率(P/E)	7.85	8.08	9.27	8.72	8.17
市净率(P/B)	1.34	1.35	1.49	1.37	1.26

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

27.25元

前次评级

买入

报告日期

2017-05-02

相对市场表现



分析师: 张乐 S0260512030010

021-60750618

gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚 S0260516010001

021-60750621

yanjungang@gf.com.cn

分析师: 唐哲 S0260516090003

021-60750621

abigale.tang@aliyun.com

相关研究:

上汽集团(600104.SH): 16 2017-04-10
 年年报点评: 高分红持续, 业绩稳健增长

上汽集团(600104.SH): 16 2016-10-31
 年3季报点评: 业绩平稳增长, 公司积极进行产业链延伸布局

上汽集团(600104.SH): 16 2016-08-30
 年中报点评: 销量平稳增长, 产业链布局加速

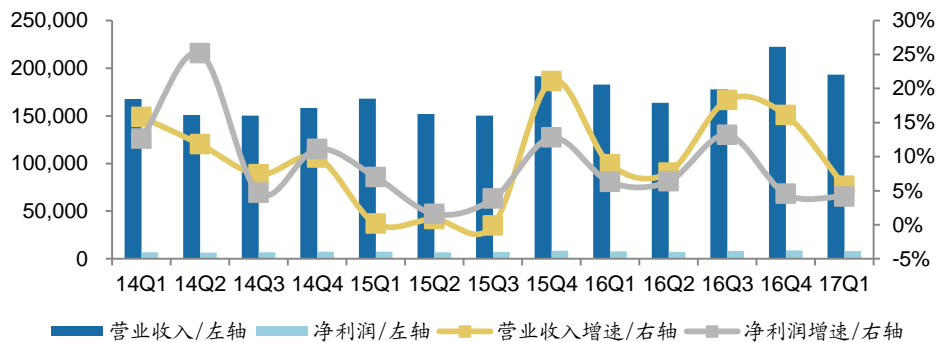
联系人: 刘智琪 021-60750604

liuzhiqi@gf.com.cn

事件：公司 17 年 1 季度业绩同比增加 4.1%，扣非业绩增加 11.1%

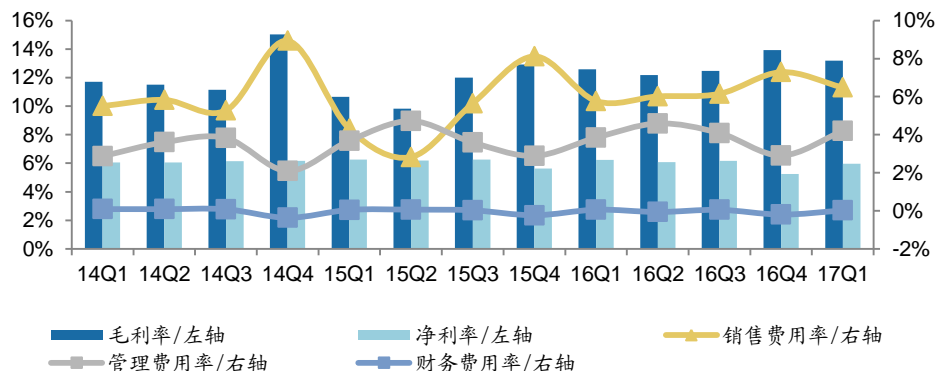
17年1季度实现营业收入1962.82亿元，同比增长6.0%；实现归母净利润82.61亿元，同比增加4.1%；实现扣非后归母净利润81.72亿元，同比增加11.1%；实现全面摊薄后EPS约0.72元。17年1季度，公司毛利率为13.2%，同比上升0.6个百分点；净利率为6.0%，同比下降0.3个百分点。公司期间费用率提升影响了公司盈利水平，1季度公司期间费用率上升1.0个百分点，主要与销售费用率、管理费用率分别上升0.7、0.3个百分点有关。此外，公司股息率很高，对应4月28日收盘价的股息率达6.1%。

图1：公司营业收入（百万元）、净利润（百万元）及增速情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：公司三费及盈利能力情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

自主品牌步入增长快车道，库存周期拐点前关注公司产销差

17年1季度公司实现整车销售165.58万辆，同比增长3.0%。其中，上汽大众、上汽通用和上汽乘用车分别累计销售汽车50.4万辆、42.9万辆、11.8万辆，同比增速分别为-4.7%、2.3%、112.3%，上汽自主步入增长快车道。公司3月份产销差为-1.0万辆，16年同期为5.0万辆，2季度乘用车行业或迎库存周期拐点，率先进行调整的公司值得关注。

“1+1+X”，与奥迪的合作或为公司迈出的第一步

我们认为，除了“合资+自主”的“1+1”驱动，公司不乏撬动自身市值的X因素。一方面，公司自主品牌新能源车型具有很强的竞争力；另一方面，公司拥有做增量的资本，与奥迪的合作或为公司迈出的第一步。

投资建议

公司是低估值高股息股，合资品牌销量平稳增长支撑公司业绩，自主品牌销量快速提升、产品周期将至贡献业绩弹性。公司有做增量的资本，未来很可能围绕ROE提升的逻辑做加、减法。此外，公司积极推进转型升级，延伸产业链布局，有望打开新的成长空间。我们预计公司17-19年EPS分别为2.94元、3.13元、3.34元，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速低于预期；汽车行业竞争超预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	269931	330946	365769	376443	401149
货币资金	72673	105933	154154	101970	98950
应收及预付	84076	88191	93228	98711	104301
存货	37243	37040	42110	44203	46338
其他流动资产	75939	99782	76277	131560	151560
非流动资产	241700	259683	242819	281704	323247
长期股权投资	59020	62677	62677	62677	62677
固定资产	38691	47054	43977	40035	40572
在建工程	11856	13266	14370	15584	16794
无形资产	10116	13008	13770	15028	16121
其他长期资产	122018	123678	108025	148379	187082
资产总计	511631	590628	608588	658147	724396
流动负债	257668	297481	296503	296609	309796
短期借款	4908	8728	0	0	0
应付及预收	179528	208839	220753	236975	250162
其他流动负债	73232	79914	75750	59634	59634
非流动负债	43046	58050	42946	42946	42946
长期借款	1399	4286	4286	4286	4286
应付债券	8208	14160	14160	14160	14160
其他非流动负债	33439	39604	24500	24500	24500
负债合计	300713	355532	339449	339555	352742
股本	11026	11026	11683	11683	11683
资本公积	38940	39807	54149	54149	54149
留存收益	113126	129048	145929	164645	185679
归属母公司股东权益	175129	191921	213500	232216	253251
少数股东权益	35789	43175	55638	68909	83129
负债和股东权益	511631	590628	608588	658147	724396

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	25993	11377	35503	-33045	20015
净利润	40074	43962	46811	49794	53193
折旧摊销	6244	7899	8674	9948	11206
营运资金变动	6331	-10304	4598	-63676	-15307
其它	-26656	-30180	-24580	-29112	-29077
投资活动现金流	-13737	26437	33781	-19139	-23035
资本支出	-14856	-15955	3991	-49195	-53116
投资变动	-2697	40438	29813	30041	30054
其他	3816	1953	-23	15	27
筹资活动现金流	-22220	-5836	-21063	-17467	-17808
银行借款	7666	12742	-8728	0	0
债券融资	-7218	1352	-16566	0	0
股权融资	1007	5515	15000	0	0
其他	-23674	-25444	-10769	-17467	-17808
现金净增加额	-9964	31978	48222	-69651	-20828
期初现金余额	87949	72673	105933	154154	101970
期末现金余额	77985	104650	154154	84504	81142

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	6.4	12.8	6.2	6.3	5.8
营业利润增长	8.1	11.1	5.8	7.0	7.1
归属母公司净利润增长	6.5	7.4	7.3	6.3	6.7
获利能力(%)					
毛利率	12.3	13.8	13.4	13.7	14.1
净利率	6.0	5.8	5.8	5.8	5.9
ROE	17.0	16.7	16.1	15.7	15.4
ROIC	47.0	37.6	87.7	22.2	20.2
偿债能力					
资产负债率(%)	58.8	60.2	55.8	53.0	51.2
净负债比率	-0.3	-0.3	-0.5	-0.3	-0.2
流动比率	1.05	1.11	1.23	1.27	1.29
速动比率	0.85	0.92	1.02	1.05	1.07
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.37	1.34	1.35	1.31
应收账款周转率	26.80	25.22	26.63	26.17	26.16
存货周转率	15.48	17.57	16.51	16.66	16.75
每股指标(元)					
每股收益	2.70	2.90	2.94	3.13	3.34
每股经营现金流	2.36	1.03	3.04	-2.83	1.71
每股净资产	15.88	17.41	18.27	19.88	21.68
估值比率					
P/E	7.9	8.1	9.3	8.7	8.2
P/B	1.3	1.3	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.8	6.6	5.8	6.5	5.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	670448	756416	803265	853730	903416
营业成本	588225	652404	695272	736431	776373
营业税金及附加	5598	7521	7027	7752	8233
销售费用	35538	47503	47931	50885	54348
管理费用	24275	28258	28802	31089	32872
财务费用	-231	-332	-248	-278	-176
资产减值损失	2848	3209	3012	3082	3137
公允价值变动收益	-286	-10	-23	15	27
投资净收益	29663	30572	29813	30041	30054
营业利润	43588	48433	51258	54824	58709
营业外收入	3667	3314	3434	3433	3413
营业外支出	1445	1254	1271	1295	1280
利润总额	45810	50492	53421	56963	60843
所得税	5736	6530	6610	7168	7649
净利润	40074	43962	46811	49794	53193
少数股东损益	10280	11953	12463	13271	14220
归属母公司净利润	29794	32009	34348	36523	38974
EBITDA	23071	28647	32906	37520	42796
EPS(元)	2.70	2.90	2.94	3.13	3.34

广发汽车行业研究小组

- 张乐:** 首席分析师,暨南大学企业管理专业硕士,华中科技大学发动机专业学士,5年半汽车产业工作经历,7年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名,2015 年第四名,2014 年第五名,2011、2012、2013 年入围;2016 年第三届中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第一名,2014、2015 年第三名;水晶球、金牛奖评比中多次上榜和入围;2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚:** 资深分析师,吉林工业大学汽车专业学士,13 年汽车产业工作经历,3 年卖方研究经验,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员,2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲:** 高级分析师,复旦大学金融学硕士,浙江大学金融学学士,CPA,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员,2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪:** 联系人,复旦大学资产评估硕士,复旦大学金融学学士,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名团队成员,2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来 12 个月内,股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有:** 预期未来 12 个月内,股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内,股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来 12 个月内,股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来 12 个月内,股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有:** 预期未来 12 个月内,股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内,股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。