

2017年08月08日

上汽集团 (600104.SH)

公司快报

汽车 | 乘用车 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

36.40元

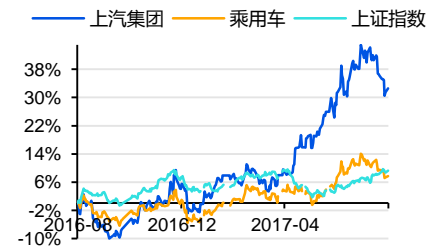
股价(2017-08-07)

29.56元

交易数据

总市值(百万元)	345,363.12
流通市值(百万元)	325,915.75
总股本(百万股)	11,683.46
流通股本(百万股)	11,025.57
12个月价格区间	20.93/32.84元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.68	5.74	24.22
绝对收益	-7.77	11.42	34.39

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20655793

报告联系人

刘文婷
 liuwenting@huajinsec.cn
 021-20377055

自主热销合资稳健，7月销量淡季不淡

投资要点

- ◆ **淡季不淡，7月销量增速继续攀升。**公司发布7月销量数据，集团合计实现销量45.48万辆，同比增长8.49%。其中上汽大众13.20万辆，同比增长0.03%；上汽通用14.30万辆，同比增长9.65%；上汽通用五菱13.01万辆，同比3.20%；自主品牌乘用车3.71万辆，同比增长85.17%；上汽依维柯红岩商用车0.35万辆，同比增长310.07%。1-7月累计销量362.94万辆，同比增长6.09%，高于1-6月增速5.76%，显示出淡季不淡的趋势。合资品牌稳定增长，自主品牌乘用车及商用车的持续热销是导致淡季增长加速的主要原因。
- ◆ **合资品牌销量稳定增长，产品结构改善增强盈利能力。**上汽大众与上汽通用7月销量分别13.30万辆和14.30万辆，同比增长0.03%和9.65%，上汽通用销量增速有所回升。合资品牌稳健增长中不乏产品结构改善的亮点：上汽大众途观L、途昂等获得市场认可，月销量维持在较高水平。上汽通用别克GL8、凯迪拉克多车型持续获得市场认可，同比增速较高；换代新车型别克新一代君越7月上市将带来中高端轿车新的增量。产品结构的改善将提升整体盈利能力。
- ◆ **自主品牌乘用车热销将增大公司业绩增长弹性；新能源汽车销量快速增长将有利于获得中长期领先优势。**自主品牌乘用车7月销售3.71万辆，同比增长高达85.17%。1-7月累计销量为27.07万辆，同比增速为108.70%，在自主品牌中处于最高增长水平。自主品牌乘用车的高增长将增大公司业绩增长的弹性。新能源车荣威eRX5于7月5日进入北京新能源汽车推广目录，4天销量即突破3000辆；公司旗下的荣威e950、宝骏E100等新能源车型均有望热销。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为3.03元、3.35元和3.64元。净资产收益率分别为17.9%、17.7%和18.0%。维持“买入-A”的投资评级，6个月目标价为36.40元，相当于2017年12倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**国内汽车销量增长乏力；公司自主品牌新车推广不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	670,448.2	756,416.2	837,788.8	926,076.9	1,015,453.2
同比增长(%)	6.4%	12.8%	10.8%	10.5%	9.7%
营业利润(百万元)	43,588.0	48,433.0	53,252.5	58,956.5	64,637.5
同比增长(%)	8.1%	11.1%	10.0%	10.7%	9.6%
净利润(百万元)	29,793.8	32,008.6	35,432.8	39,099.1	42,562.5
同比增长(%)	6.5%	7.4%	10.7%	10.3%	8.9%
每股收益(元)	2.55	2.74	3.03	3.35	3.64
PE	10.7	9.9	9.0	8.1	7.5
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

相关报告

上汽集团：大象共舞，开创新能源汽车发展新模式 2017-06-20

上汽集团：自主和合资新车型上量有望促业绩增长加速 2017-05-04

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	670,448.2	756,416.2	837,788.8	926,076.9	1,015,453.	年增长率					
减:营业成本	585,832.9	650,218.1	723,484.5	798,894.5	877,010.6	营业收入增长率	6.4%	12.8%	10.8%	10.5%	9.7%
营业税费	5,598.4	7,520.7	6,774.0	8,142.8	9,078.5	营业利润增长率	8.1%	11.1%	10.0%	10.7%	9.6%
销售费用	35,537.5	47,503.4	50,267.3	54,638.5	55,849.9	净利润增长率	6.5%	7.4%	10.7%	10.3%	8.9%
管理费用	24,275.3	28,258.4	29,322.6	32,412.7	35,540.9	EBITDA 增长率	12.8%	11.8%	4.2%	9.5%	8.6%
财务费用	-231.2	-332.3	-	-	-	EBIT 增长率	11.4%	9.9%	5.9%	10.7%	9.6%
资产减值损失	2,848.2	3,209.5	3,486.0	3,181.2	3,292.2	NOPLAT 增长率	5.4%	10.4%	10.6%	10.7%	9.6%
加:公允价值变动收益	-285.5	-10.0	-570.6	270.0	10.2	投资资本增长率	-87.8%	-466.1	-372.7	-200.0	-112.3
投资和汇兑收益	29,678.9	30,590.5	29,368.7	29,879.4	29,946.2	净资产增长率	14.0%	11.5%	7.9%	14.6%	10.9%
营业利润	43,588.0	48,433.0	53,252.5	58,956.5	64,637.5						
加:营业外净收支	2,221.6	2,059.5	2,212.0	2,164.4	2,145.3	盈利能力					
利润总额	45,809.7	50,492.5	55,464.6	61,120.9	66,782.8	毛利率	12.6%	14.0%	13.6%	13.7%	13.6%
减:所得税	5,735.7	6,530.5	7,210.4	7,945.7	8,681.8	营业利润率	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
净利润	29,793.8	32,008.6	35,432.8	39,099.1	42,562.5	净利润率	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
						EBITDA/营业收入	7.7%	7.6%	7.2%	7.1%	7.0%
						EBIT/营业收入	6.8%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	58.8%	60.2%	54.5%	56.1%	52.8%
货币资金	72,672.7	105,932.5	91,018.7	191,229.8	178,775.2	负债权益比	142.6%	151.2%	119.9%	127.7%	112.0%
交易性金融资产	1,221.1	1,559.8	986.7	1,255.9	1,267.4	流动比率	1.05	1.11	1.24	1.30	1.45
应收帐款	34,413.3	37,622.8	33,084.4	48,997.0	41,806.3	速动比率	0.90	0.99	1.04	1.16	1.26
应收票据	36,274.0	30,038.5	49,291.6	38,041.6	55,603.8	利息保障倍数	-197.88	-151.32			
预付帐款	13,388.7	20,529.7	29,752.4	18,414.0	34,778.4	营运能力					
存货	37,243.4	37,039.8	52,396.7	45,496.7	59,861.1	固定资产周转天数	19	20	19	15	11
其他流动资产	74,717.6	98,222.6	69,073.4	80,671.2	82,655.7	流动营业资本周转天数	-36	-45	-35	-35	-35
可供出售金融资产	65,495.0	50,484.7	50,809.3	55,596.4	52,296.8	流动资产周转天数	136	143	141	146	156
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	16	17	15	16	16
长期股权投资	59,019.7	62,677.2	62,677.2	62,677.2	62,677.2	存货周转天数	20	18	19	19	19
投资性房地产	2,685.0	2,546.8	2,546.8	2,546.8	2,546.8	总资产周转天数	249	262	247	237	238
固定资产	38,690.6	47,053.9	41,096.9	35,139.8	29,182.8	投资资本周转天数	10	-3	5	0	-6
在建工程	11,856.3	13,266.1	13,266.1	13,266.1	13,266.1	费用率					
无形资产	8,360.9	10,794.1	9,947.4	9,100.7	8,254.1	销售费用率	5.3%	6.3%	6.0%	5.9%	5.5%
其他非流动资产	55,592.6	72,859.8	51,622.6	59,424.6	60,397.5	管理费用率	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
资产总额	511,630.7	590,628.1	557,570.2	661,857.8	683,369.2	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	4,908.3	8,728.2	-	-	-	三费/营业收入	8.9%	10.0%	9.5%	9.4%	9.0%
应付帐款	137,681.4	150,098.3	136,819.4	194,171.2	172,266.6	投资回报率					
应付票据	7,282.8	11,740.9	4,984.0	14,807.6	7,745.7	ROE	17.0%	16.7%	17.9%	17.7%	18.0%
其他流动负债	107,795.3	126,914.0	121,082.6	116,677.4	134,187.8	ROA	7.8%	7.4%	8.7%	8.0%	8.5%
长期借款	1,398.8	4,286.0	-	-	-	ROIC	116.0%	1049.5	-317.1	128.7%	-141.1
其他非流动负债	41,646.8	53,764.4	41,100.7	45,504.0	46,789.7	分红指标					
负债总额	300,713.4	355,531.8	303,986.7	371,160.2	360,989.8	DPS(元)	1.28	1.56	1.60	1.78	1.98
少数股东权益	35,788.5	43,175.4	55,996.8	70,072.9	85,611.4	分红比率	50.3%	56.8%	52.8%	53.3%	54.3%
股本	11,025.6	11,025.6	11,683.5	11,683.5	11,683.5	股息收益率	4.7%	5.7%	5.9%	6.6%	7.3%
留存收益	152,065.7	168,854.8	185,903.3	208,941.2	225,084.5						
股东权益	210,917.3	235,096.4	253,583.5	290,697.6	322,379.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40,074.0	43,962.0	35,432.8	39,099.1	42,562.5	EPS(元)	2.55	2.74	3.03	3.35	3.64
加:折旧和摊销	6,114.3	7,767.0	6,803.7	6,803.7	6,803.7	BVPS(元)	14.99	16.43	16.91	18.88	20.27
资产减值准备	2,848.2	3,209.5	-	-	-	PE(X)	10.7	9.9	9.0	8.1	7.5
公允价值变动损失	285.5	10.0	-570.6	270.0	10.2	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
财务费用	764.2	739.8	-	-	-	P/FCF	5.2	4.8	-8.0	2.6	-359.0
投资损失	-29,663.1	-30,572.3	-29,356.7	-29,864.0	-29,931.0	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	10,280.2	11,953.4	12,821.4	14,076.1	15,538.5	EV/EBITDA	2.5	1.6	2.7	0.9	1.2
营运资金的变动	-12,714.4	-8,636.0	-40,042.8	65,027.4	-52,478.8	CAGR(%)	9.9%	9.7%	8.1%	9.9%	9.7%
经营活动产生现金流量	25,992.6	11,376.9	-14,912.1	95,412.3	-17,494.9	PEG	1.1	1.0	1.1	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-13,736.9	26,436.5	50,401.2	18,931.5	30,204.5	ROIC/WACC	11.6	104.7	-31.6	12.8	-14.1
融资活动产生现金流量	-22,356.9	-6,141.7	-50,402.9	-14,132.7	-25,164.2						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn