

强烈推荐-A (维持)

上汽集团 600104.SH

当前股价: 30.2 元

2017 年 08 月 29 日

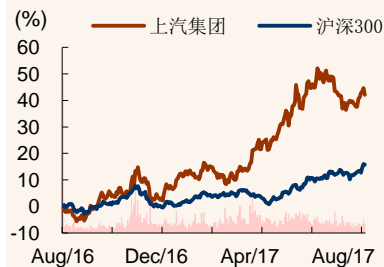
扣非增长12%，产品结构上移提升盈利能力

基础数据

| | |
|------------|------------|
| 上证综指 | 3365 |
| 总股本(万股) | 1168346 |
| 已上市流通股(万股) | 1102557 |
| 总市值(亿元) | 3528 |
| 流通市值(亿元) | 3330 |
| 每股净资产(MRQ) | 17.6 |
| ROE(TTM) | 16.0 |
| 资产负债率 | 61.3% |
| 主要股东 | 上海汽车工业(集团) |
| 主要股东持股比例 | 71.24% |

股价表现

| | | | |
|------|----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 1 | 27 | 40 |
| 相对表现 | -2 | 16 | 24 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《上汽集团(600104)——自主品牌突围, 新能源汽车放量》2017-04-21
- 2、《上汽集团(600104)——行业龙头业绩稳健, 维持高分红》2017-04-10
- 3、《上汽集团(600104)——业绩符合预期, 资本产品迎共振》2017-01-22

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

彭琪

0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

研究助理

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn

事件:

公司公布 17 年中报, 实现营收 3964 亿 (+12.85%); 归母净利润 159.6 亿 (+5.96%); 扣非净利润 156.8 亿 (+12.21%, 主要为 17H1 政府补助减少 8 亿, 主要为)。分子公司来看, 上汽大众贡献盈利增量+6.7 亿, 上汽通用+3.5 亿, 上汽乘用车+3.5 亿, 上汽财务+4.7 亿。合资“大众+通用”产品结构上移持续提升盈利能力; 自主品牌加速崛起继续减亏, 新能源汽车快速放量。维持“强烈推荐-A”评级。

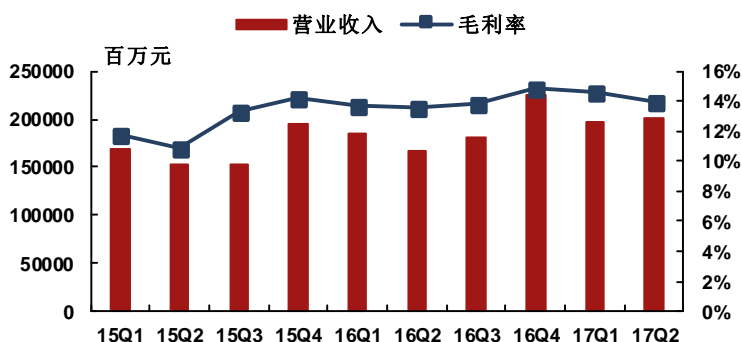
评论:

1、H1 扣非净利润增速高达 12%，自主合资齐发力

公司 17H1 实现营收 3964 亿 (+12.9%), 归母净利 159.6 亿 (+6.0%), 扣非净利润 156.8 亿 (+12.2%), 基本符合预期。分子公司来看:

- 1) 上汽大众: 17H1 实现归母净利 65.8 亿 (+11.3%), 较同期增加 6.7 亿; 销量 97.0 万 (+0.1%), 单车盈利 1.36 万 (+0.14 万), 主要系高端车型途观 L、途昂放量贡献高盈利弹性
- 2) 上汽通用: 17H1 实现归母净利 46.8 亿 (+8.1%), 较同期增加 3.5 亿; 销量 86.7 万 (+4.8%), 单车盈利 1.08 万 (+0.03 万), 主要系凯迪拉克品牌、别克 GL8 等高端车型销量高增长
- 3) 上汽乘用车: 17H1 亏损 15.2 亿, 较同期减亏 3.5 亿; 销量 23.4 万 (+113%), 单车售价 10.6 万 (+0.7 万), 规模效应逐渐显现
- 4) 上汽通用五菱: 17H1 实现归母净利 10.3 亿 (-18.2%), 较同期减少 2.3 亿, 主要系汽车行业结构调整, 微客、MPV 需求持续分流
- 5) 上汽财务: 17H1 归母净利 23.1 亿 (+25.3%), 较同期增加 4.7 亿

图 1: 公司季度营收以及毛利率一览



资料来源: 公司数据、招商证券

2、合资“大众+通用”步入新车型放量周期，产品结构持续上移

上汽大众 17 年以来上市途观 L、途昂、柯迪亚克三款重磅 SUV 车型，新车型放量迅速，途观 L 月销量突破 2 万辆，途昂爬升至产能上限 8148 辆；且售价区间在 20 万元以上，产品结构显著上移。上汽通用产品高端化趋势明显，17H1 凯迪拉克品牌销量达 8.1 万辆 (+98.4%)，别克 GL8 销量达 6.8 万辆 (+85.1%)。后续随着高端车型持续放量，上汽大众、上汽通用将步入量价齐升阶段，盈利能力有望大幅提升，业绩高弹性可期。

表 1：上汽大众、通用产品结构持续上移

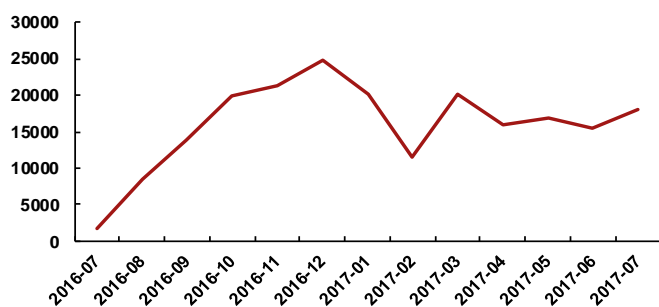
| 品牌 | 车型 | 定位 | 上市时间 | 价格 |
|------|-------------|---------|--------------|---------------|
| 上汽大众 | 辉昂 | 中大型轿车 | 2016 年 9 月 | 34.90-65.90 万 |
| | 途观 L | 中型 SUV | 2017 年 1 月 | 22.38-35.98 万 |
| | 途昂 | 中型 SUV | 2017 年 3 月 | 30.89-51.89 万 |
| | 柯迪亚克 | 中型 SUV | 2017 年 4 月 | 18.98-26.98 万 |
| | KAROQ | 紧凑型 SUV | 2018 年 1-2 月 | 15 万起步 |
| | T-Cross | 小型 SUV | 2018 年 3-4 月 | 12-15 万起步 |
| 上汽通用 | 凯迪拉克 CT6 | 中大型轿车 | 2016 年 1 月 | 43.99-81.88 万 |
| | 凯迪拉克 XT5 | 中型 SUV | 2016 年 4 月 | 35.99-53.99 万 |
| | 别克 Velite 5 | 紧凑型轿车 | 2017 年 4 月 | 26.58-29.58 万 |
| | 雪佛兰探界者 | 中型 SUV | 2017 年 4 月 | 17.49-25.09 万 |

资料来源：汽车之家，招商证券

3、自主品牌强势崛起，A 架构平台新车型推出加速

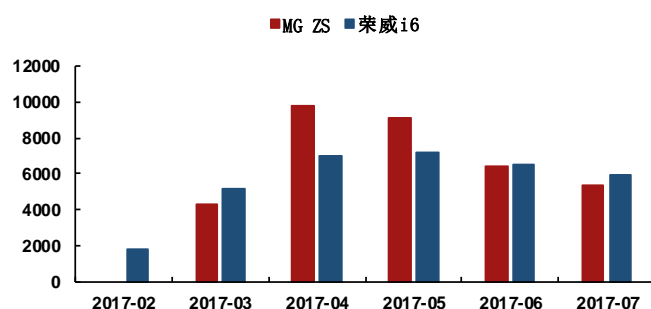
17 年 1-7 月上汽自主累计销量 27.1 万辆，同比增长 108.7%。其中荣威 RX5 销量维持高位，17 年 1-7 月累计销售 11.8 万辆；荣威 i6、MG ZS 两款新品竞争力强、上量迅速，月销量已爬升至 7000 辆水准。后续随着荣威 RX3、换代荣威 W5 的上市提振销量，上汽乘用车全年销量预计达 50 万，有望实现扭亏为盈。我们认为公司自主品牌已成功突围，A 架构下自主平台车型推出有望加速，明后年新车型将显著增多，成本降低和效率提升获得有效兑现，自主品牌强劲周期可持续。

图 2：荣威 RX5 上市以来销量走势



资料来源：中汽协，招商证券

图 3：荣威 i6、MG ZS 迅速完成销量导入



资料来源：中汽协，招商证券

4、新能源化和智能化并行，新能源汽车产销加速增长

1-7 月荣威新能源汽车销售 1.74 万辆，同比增长 54.8%。后续随着各省市地补政策落实以及车型目录调整完毕，全年销量预计超过 6 万辆。以自主平台为基础，掌握三电核心技术的上汽新能源开始进入加速增长阶段，18 年将上市全新纯电动 SUV 光之翼，2020 销量目标 60 万辆，市占率达到 20%，我们认为公司有效的技术储备将带来长期竞争优势，在行业变革中保持龙头地位。

图 4：上汽荣威光之翼示意图



资料来源：汽车之家，招商证券

图 5：荣威光之翼内饰图



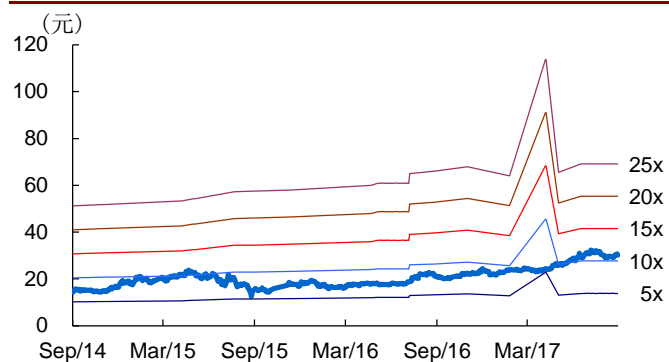
资料来源：汽车之家，招商证券

风险提示：汽车行业销量下滑

盈利预测与评级

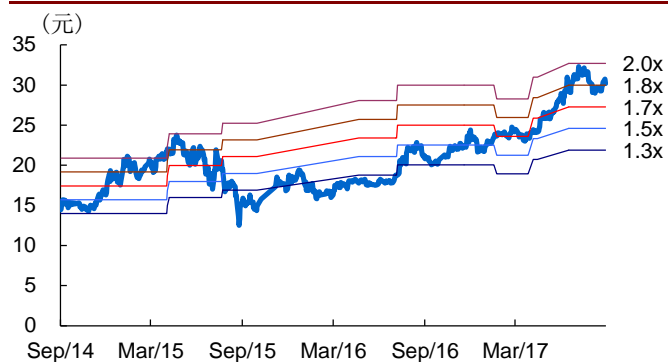
公司作为低估值高分红行业龙头，未来 3 年受益于合资“大众+通用”产品结构上移提升盈利能力以及自主品牌加速崛起实现扭亏为盈，在新能源化+智能化领域的转型方向和并购选择谨慎大胆，看好公司长期发展，可以给予公司自主品牌+新能源汽车一定估值溢价。我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 368.4、412.3、436.1 亿元，对应 EPS 为 3.15、3.53、3.73 元。维持“强烈推荐-A”投资评级。

图 6: 上汽集团历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 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

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 269931 | 330946 | 366861 | 415931 | 472902 |
| 现金 | 72673 | 105933 | 122425 | 154321 | 196695 |
| 交易性投资 | 1221 | 1560 | 1560 | 1560 | 1560 |
| 应收票据 | 36274 | 30038 | 32515 | 34853 | 36828 |
| 应收款项 | 29332 | 30662 | 33169 | 35554 | 37568 |
| 其它应收款 | 5081 | 6961 | 7535 | 8076 | 8534 |
| 存货 | 37243 | 37040 | 40746 | 43490 | 45867 |
| 其他 | 88106 | 118752 | 128911 | 138077 | 145851 |
| 非流动资产 | 241700 | 259683 | 265999 | 271275 | 275678 |
| 长期股权投资 | 59020 | 62677 | 62677 | 62677 | 62677 |
| 固定资产 | 38691 | 47054 | 54758 | 61253 | 66728 |
| 无形资产 | 8361 | 10794 | 9715 | 8743 | 7869 |
| 其他 | 135629 | 139157 | 138849 | 138602 | 138405 |
| 资产总计 | 511631 | 590628 | 632860 | 687206 | 748581 |
| 流动负债 | 257668 | 297481 | 306783 | 323073 | 337076 |
| 短期借款 | 4908 | 8728 | 5600 | 6300 | 6800 |
| 应付账款 | 99035 | 104731 | 115236 | 122997 | 129718 |
| 预收账款 | 18317 | 22676 | 24950 | 26631 | 28086 |
| 其他 | 135408 | 161347 | 160997 | 167146 | 172472 |
| 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 | 300713 | 355532 | 364834 | 381124 | 395127 |
| 股本 | 11026 | 11026 | 11683 | 11683 | 11683 |
| 资本公积金 | 49857 | 49774 | 49774 | 49774 | 49774 |
| 留存收益 | 114247 | 131122 | 149768 | 172576 | 203818 |
| 少数股东权益 | 35789 | 43175 | 56801 | 72049 | 88179 |
| 归属于母公司所有者权益 | 175129 | 191921 | 211226 | 234033 | 265275 |
| 负债及权益合计 | 511631 | 590628 | 632860 | 687206 | 748581 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 25993 | 11377 | 26165 | 25971 | 29279 |
| 净利润 | 29794 | 32009 | 36839 | 41227 | 43610 |
| 折旧摊销 | 6244 | 7899 | 8778 | 9818 | 10691 |
| 财务费用 | 764 | 740 | (350) | (400) | (450) |
| 投资收益 | (29663) | (30572) | (34410) | (38340) | (39610) |
| 营运资金变动 | 10466 | (6659) | 1678 | (1586) | (1096) |
| 其它 | 8388 | 7960 | 13631 | 15253 | 16133 |
| 投资活动现金流 | (13737) | 26437 | (15097) | (15097) | (15097) |
| 资本支出 | (15427) | (17267) | (15097) | (15097) | (15097) |
| 其他投资 | 1690 | 43703 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (22357) | (6142) | 5424 | 21021 | 28192 |
| 借款变动 | (61731) | (44180) | (11802) | 700 | 500 |
| 普通股增加 | 0 | (0) | 658 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2166 | (83) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (5513) | (5513) | (18192) | (18419) | (12368) |
| 其他 | 42721 | 43634 | 34760 | 38740 | 40060 |
| 现金净增加额 | (10101) | 31672 | 16493 | 31896 | 42374 |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 670448 | 756416 | 818789 | 877661 | 927380 |
| 营业成本 | 585833 | 650218 | 715440 | 763623 | 805354 |
| 营业税金及附加 | 5598 | 7521 | 8188 | 8777 | 9274 |
| 营业费用 | 35538 | 47503 | 45033 | 48271 | 51006 |
| 管理费用 | 24275 | 28258 | 28658 | 32473 | 34313 |
| 财务费用 | (231) | (332) | (350) | (400) | (450) |
| 资产减值损失 | 2848 | 3209 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (286) | (10) | (10) | (10) | (10) |
| 投资收益 | 29663 | 30572 | 34420 | 38350 | 39620 |
| 营业利润 | 43588 | 48433 | 56230 | 63256 | 67493 |
| 营业外收入 | 3667 | 3314 | 3314 | 3314 | 3314 |
| 营业外支出 | 1445 | 1254 | 1254 | 1254 | 1254 |
| 利润总额 | 45810 | 50492 | 58289 | 65316 | 69553 |
| 所得税 | 5736 | 6530 | 7825 | 8840 | 9813 |
| 净利润 | 40074 | 43962 | 50464 | 56476 | 59740 |
| 少数股东损益 | 10280 | 11953 | 13625 | 15248 | 16130 |
| 归属于母公司净利润 | 29794 | 32009 | 36839 | 41227 | 43610 |
| EPS (元) | 2.70 | 2.90 | 3.15 | 3.53 | 3.73 |

主要财务比率

| 年成长率 | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6% | 13% | 8% | 7% | 6% |
| 营业利润 | 8% | 11% | 16% | 12% | 7% |
| 净利润 | 7% | 7% | 15% | 12% | 6% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 12.6% | 14.0% | 12.6% | 13.0% | 13.2% |
| 净利率 | 4.4% | 4.2% | 4.5% | 4.7% | 4.7% |
| ROE | 17.0% | 16.7% | 17.4% | 17.6% | 16.4% |
| ROIC | 12.6% | 12.6% | 13.5% | 13.3% | 12.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 58.8% | 60.2% | 57.6% | 55.5% | 52.8% |
| 净负债比率 | 2.2% | 3.7% | 1.6% | 1.5% | 1.5% |
| 流动比率 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| 存货周转率 | 15.4 | 17.5 | 18.4 | 18.1 | 18.0 |
| 应收帐款周转率 | 26.8 | 25.2 | 25.7 | 25.5 | 25.4 |
| 应付帐款周转率 | 7.1 | 6.4 | 6.5 | 6.4 | 6.4 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.70 | 2.90 | 3.15 | 3.53 | 3.73 |
| 每股经营现金 | 2.36 | 1.03 | 2.24 | 2.22 | 2.51 |
| 每股净资产 | 15.88 | 17.41 | 18.08 | 20.03 | 22.71 |
| 每股股利 | 0.50 | 1.65 | 1.58 | 1.06 | 1.12 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 11.2 | 10.4 | 9.6 | 8.6 | 8.1 |
| PB | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 16.4 | 14.6 | 12.4 | 11.0 | 10.3 |

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，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年金牛奖第一名，水晶球公募类第一名，新财富最佳分析师第三名。

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。

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，任何机构和个人均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。