

上汽集团 (600104)

业绩符合预期，自主业务增速亮眼

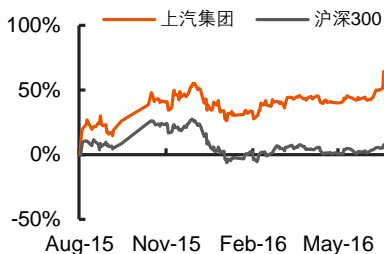
推荐 (维持)

现价: 23.67 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)总公司 /74.30%
实际控制人/持股	上海市国有资产管理委员会 /77.33%
总股本(百万股)	11,026
流通 A 股(百万股)	11,026
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	2,609.75
流通 A 股市值(亿元)	2,609.75
每股净资产(元)	15.95
资产负债率(%)	57.89

行情走势图



相关研究报告

- 《上汽集团*600104*十年磨一剑,全球首款互联网汽车发布》 2016-07-07
- 《上汽集团*600104*业绩稳健增长,定增过会转型加速》 2016-04-22
- 《上汽集团*600104*员工持股显信心、募投项目促转型》 2015-11-06
- 《上汽集团*600104*3Q15 投资收益同比降幅较大》 2015-10-30
- 《上汽集团*600104*重要合资企业经营压力增大》 2015-09-02

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司披露半年报,营业总收入同比增8.5%达3513亿元,归母净利润同比增6.3%达151亿元,基本每股收益1.37元,扣非净利润同比增1.8%达140亿,折合每股收益1.27元。

平安观点:

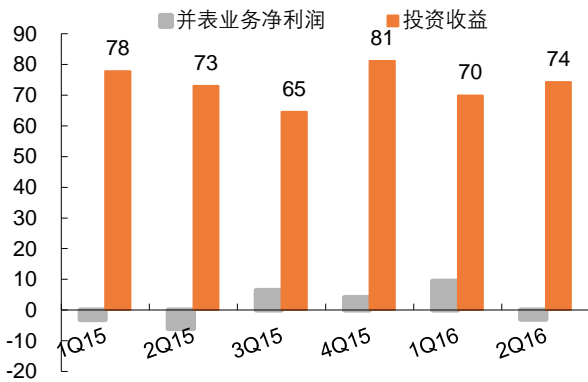
- **销量稳中有升,自主业务增速亮眼:** 2016 年上半年上汽集团实现整车销售 300 万辆,同比+4.9%,其中乘用车 256 万辆,同比+9.8%,商用车 44 万辆,同比-16.8%。商用车销量下滑主要是由于国内微客市场不景气导致,公司已经积极推进产品结构性改革,加大乘用车投放力度。上汽通用上半年销量同比增 4.1%达 83.4 万辆,上汽大众销量同比增 2.9%达 97 万辆,上汽乘用车销量同比增 60.8%达 11 万辆,上汽通用五菱同比增 2.7%达 98.6 万辆,上汽大通、上汽依维柯红岩销量也同比大增。上半年上汽集团国内市场占有率 22.8%,比 2015 年下降 0.4 个百分点。
- **年度计划执行情况良好:** 公司 2015 年报披露力争 2016 年全年实现整车销售 617 万辆 (+4.6%),营业总收入 7007 亿元 (+4.5%),营业总成本 6179 亿元 (-5.8%),上半年销量/收入完成目标 48.6%/50.1%。
- **销售费用提升致三费率升高。** 公司销售费用同比大增 76.8%至 203.8 亿,主要是由于公司子公司改变了经销商返利的会计核算方法和增加了促销奖励;财务费用同比减少 94%至 0.1 亿,主要是公司加强了存量资金管理,银行存款利息收入同比增加所致。公司三费率 9.9%,比去年同期增加了 2.2 个百分点。
- **上半年投资收益同比略有下滑,第二季度略有好转:** 上半年投资收益同比减 4.4%,来自联合营企业的投资收益同比降 2.7%,第一季度投资收益同比环比均下滑,来自联合营企业的投资收益同比下滑 9.8%环比下滑 10.8%。第二季度投资收益同比环比略有提升,投资净收益同比增 6.2%。上半年上汽大众收入同比减 13%,上汽通用收入同比增 6.9%,上海大众

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	626712	670448	702618	735649	772432
YoY(%)	11.2	7.0	4.8	4.7	5.0
净利润(百万元)	27973	29794	31519	33197	34976
YoY(%)	12.8	6.5	5.8	5.3	5.4
毛利率(%)	12.4	12.6	12.4	12.4	12.4
净利率(%)	4.5	4.4	4.5	4.5	4.5
ROE(%)	19.7	18.8	17.9	17.7	17.5
EPS(摊薄/元)	2.54	2.70	2.86	3.01	3.17
P/E(倍)	9.3	8.8	8.3	7.9	7.5
P/B(倍)	10.2	7.6	1.4	1.3	1.3

轿车占比较高，在 SUV 增速较高而轿车增速较低的大市场中盈利能力有所下滑。上汽通用 SUV 占比较高，利润增速超过收入增速，净利润率也有所提高。

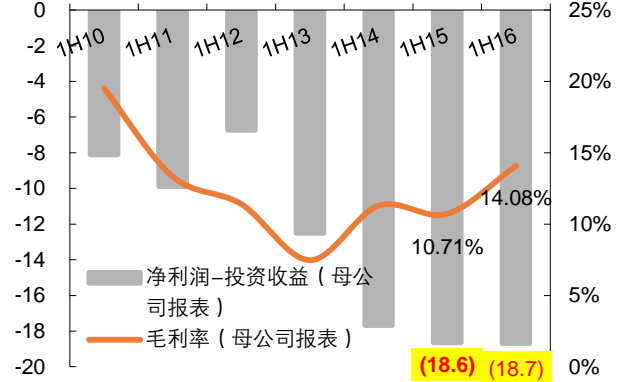
- **上半年自主业务亏损额与去年持平。** 母公司报表净利润剔除投资收益后为-18.7 亿元。这大致相当于上汽自主业务亏损额，上半年母公司收入同比增 60%至 109 亿元，业绩触底回升，毛利率提升 5 个百分点达 14.1%。主要是由于新能源汽车销量同比提升，预计下半年互联网车辆荣威 RX5 销量爬升会进一步增厚母公司业绩。
- **盈利预测与投资建议：** 根据公司披露的最新情况，我们调整业绩预测为 2016-2018 年每股收益为 2.86 元、3.01 元、3.17 元（原有业绩预测为 2016-2018 年 EPS 为 2.85、3.01、3.17 元），维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 乘用车市场不景气 2) 新车销量不及预期。

图表1 上汽集团季度净利润分拆 单位：亿元



资料来源:公司公告

图表2 自主业务亏损额及毛利率 单位：亿元



资料来源:公司公告

图表3 上汽集团季度经营情况

单位：百万元

季度	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	二季度环比增幅	二季度同比增幅	1H15	1H16	半年同比增幅
营业收入	169866	153749	152441	194392	185156	166109	-10.3%	8.0%	319756	346295	8.3%
资产减值损失	206	548	316	1778	162	308	90.1%	-43.8%	754	469	-37.8%
营业外净收入	133	463	312	1314	833	763	-8.4%	64.8%	596	1596	167.8%
投资收益	7781	7301	6459	8121	6994	7424	6.1%	1.7%	15083	14418	
净利润	7468	6698	7097	8532	7936	7124	-10.2%	6.4%	14165	15060	6.3%
EPS	0.68	0.61	0.64	0.77	0.72	0.65	-9.7%	6.6%	1.29	1.37	6.2%
季度	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	二季度环比增加百分点	二季度同比增加百分点	1H15	1H16	半年同比增加百分点
毛利率	11.7%	10.9%	13.4%	14.2%	13.7%	13.5%	-0.2	2.7	11.3%	13.6%	2.3
销售费用率	4.3%	2.8%	5.6%	8.0%	5.7%	5.9%	0.2	3.1	3.6%	5.8%	2.2
管理费用率	3.6%	4.7%	3.5%	2.8%	3.8%	4.5%	0.7	-0.1	4.1%	4.1%	0.0
财务费用率	0.0%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1	-0.1	0.1%	0.0%	-0.1
所得税率	13.6%	12.1%	15.6%	8.8%	13.4%	12.4%	-1.0	0.3	12.9%	13.0%	0.0
净利率	4.4%	4.4%	4.7%	4.4%	4.3%	4.3%	0.0	-0.1	4.4%	4.3%	-0.1

资料来源:公司年报、半年报, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	269903	287287	304189	333210
现金	72673	112274	122289	139773
应收账款	65606	59296	61673	65044
其他应收款	5081	2984	3124	3279
预付账款	13389	31871	30475	33919
存货	37243	40788	43420	44869
其他流动资产	38416	11991	15483	19309
非流动资产	207024	225962	241777	250241
长期投资	59020	59651	60687	59786
固定资产	38691	57717	65916	72508
无形资产	8361	5666	4642	4169
其他非流动资产	1368	1429	1403	1400
资产总计	511631	513249	545966	583451
流动负债	189846	171628	179161	189357
短期借款	4908	0	0	0
应付账款	99035	75070	78087	82207
其他流动负债	436	923	601	706
非流动负债	37027	28834	30160	32309
长期借款	1399	1787	1810	1968
其他非流动负债	24575	20131	20730	21812
负债合计	226873	200462	209320	221666
少数股东权益	35789	47335	59532	72384
股本	11026	11026	11026	11026
资本公积	38940	38940	38940	38940
留存收益	93449	100177	106720	115501
归属母公司股东权益	34385	181657	193318	205606
负债和股东权益	511631	513249	545966	583451

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	10608	83606	47557	54470
净利润	40074	43065	45395	47827
折旧摊销	6916	8355	9589	10741
财务费用	0	-210	-221	-232
投资损失	-29663	-29960	-30859	-31784
营运资金变动	-36778	32300	-7421	-4200
其他经营现金流	30060	30056	31074	32117
投资活动现金流	-13132	-16153	-16393	-15304
资本支出	12290	17116	16412	15350
长期投资	24477	-26028	9193	2547
其他投资现金流	23635	-25065	9212	2594
筹资活动现金流	-7233	-27851	-21150	-21682
短期借款	-597	-4908	0	0
长期借款	-650	388	23	158
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	1	2
其他筹资现金流	-5986	-23331	-21174	-21841
现金净增加额	-9757	39601	10015	17484

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	670448	702618	735649	772432
营业成本	585833	615442	644429	676650
营业税金及附加	5598	5867	6143	6450
营业费用	35538	36536	37518	38622
管理费用	24275	25294	26336	27653
财务费用	0	-210	-221	-232
资产减值损失	2848	2000	2000	2000
公允价值变动收益	-286	0	0	0
投资净收益	29663	29960	30859	31784
营业利润	45734	47649	50303	53073
营业外收入	3667	2000	2100	2100
营业外支出	1445	600	700	700
利润总额	47955	49049	51703	54473
所得税	5736	5984	6308	6646
净利润	40074	43065	45395	47827
少数股东损益	10280	11546	12198	12851
归属母公司净利润	29794	31519	33197	34976
EBITDA	52726	57194	61071	64982
EPS (元)	2.70	2.86	3.01	3.17

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	7.0	4.8	4.7	5.0
营业利润(%)	20.6	4.2	5.6	5.5
归属于母公司净利润(%)	6.5	5.8	5.3	5.4
获利能力				
毛利率(%)	12.6	12.4	12.4	12.4
净利率(%)	4.4	4.5	4.5	4.5
ROE(%)	18.8	17.9	17.7	17.5
ROIC(%)	8.4	8.4	8.3	8.2
偿债能力				
资产负债率(%)	47.6	39.1	38.3	38.0
净负债比率(%)	-39.0	-60.8	-62.3	-67.0
流动比率	1.42	1.67	1.70	1.76
速动比率	1.23	1.44	1.46	1.52
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	11.2	11.0	11.9	11.9
应付账款周转率	7.1	7.1	8.4	8.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.70	2.86	3.01	3.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	7.58	4.31	4.94
每股净资产(最新摊薄)	3.12	16.48	17.53	18.65
估值比率				
P/E	8.8	8.3	7.9	7.5
P/B	7.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	3.4	2.5	2.4	2.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033