



## 上汽集团（600104）：引入奥迪品牌，未来业绩有望持续提升 审慎推荐（首次）

汽车

当前股价：23.35 元

报告日期：2016 年 11 月 16 日

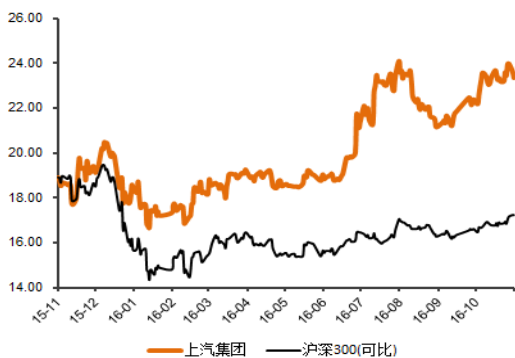
主要财务指标（单位：亿元）

|              | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 6613.74 | 7203.02 | 7787.91 | 8344.74 |
| (+/-)        | 5.5%    | 8.9%    | 8.1%    | 7.2%    |
| 营业利润         | 435.88  | 474.73  | 499.99  | 514.50  |
| (+/-)        | 8.1%    | 8.9%    | 5.3%    | 2.9%    |
| 归属母公司<br>净利润 | 297.94  | 330.27  | 343.57  | 355.11  |
| (+/-)        | 6.5%    | 10.9%   | 4.0%    | 3.4%    |
| EPS（元）       | 2.70    | 3.00    | 3.12    | 3.22    |
| 市盈率          | 8.64    | 7.78    | 7.48    | 7.25    |

公司基本情况（最新）

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 总股本/已流通股（亿股） | 110.26 / 110.26 |
| 流通市值（亿元）     | 2574.47         |
| 每股净资产（元）     | 11.10           |
| 资产负债率（%）     | 56.71%          |

股价表现（最近一年）



行业研究员：徐鹏

执业证书编号：S1050516020001

联系人：杨靖磊

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

**事件：**近日公司与大众汽车集团公司签署《在中国制造和销售奥迪品牌产品，奥迪品牌进口汽车，并提供相关移动服务的合作框架协议》谅解备忘录。

● **双方合作各取所需，有望实现双赢局面。**本次合作双方在合资公司中将各占 50% 股权，合作后对奥迪而言各方面营收将有望提升。同时，借助上汽的资源与渠道，奥迪将获得新的市场增长点，应对竞争对手在销量及市场份额方面带来的挑战。对上汽而言，引入奥迪品牌将改变之前上汽大众豪华车型缺失的局面，未来有望进一步提升公司单车盈利能力。

● **最终投产车型的选择值得关注。**目前奥迪在售车型中 A3、A4、A6、Q3、Q5 由一汽大众国产销售，其中 A6、Q5 车型 1 至 9 月月均销量均保持在 1 万辆以上，A3、A4、Q3 车型销量也保持在月均 6 千辆以上，国产车型均为奥迪品牌最为热销的车型，是一汽大众重要的利润来源，未国产车型中仅剩 A1、A5、A7、A8、Q2、Q7 以及 S 与 RS 车型可供选择，由于售价及市场定位的原因，以上车型均为相对小众车型，因此，未来合资公司如何选择投放车型以便获得最大收益，将值得关注，我们预计合资公司或采用合作开发新能源车型的方式推出新款车型。

● **自主、合资品牌新车型将陆续上市，业绩增长值得期待。**近期上汽集团旗下合资与自主品牌车型将陆续推出新车型，其中上汽大众将推出全新一代途观及全新款 B 级 SUV 车型，斯柯达也即将引入全新 7 座 SUV，借助国内 SUV 市场的持续火爆，同时参考大众车型以往销售情况，新车型有望延续热销的态势。自主品牌方面 RX5 车型自 7 月上市以来持续热销，10 月累计销量已经突破 2 万辆，随着自主与合资品牌的发力，公司未来两年业绩有望持续增长。

● **盈利预测：**我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 7203.02、7787.90 和 8344.74 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 330.27、343.56 和 355.11 亿元，折合 EPS 分别为 3.00、3.12 和 3.22 元，对应于上个交易日收盘价 23.35 元计算，市盈率分别为 7.78 倍、7.48 倍和 7.25 倍，鉴于公司目前合资与自主品牌销量稳定，与奥迪合作有望增厚公司利润，我们首次给予公司“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**国内汽车市场不景气；公司合作进程不及预期等。



公司盈利预测表

| 单位：万元            | 2014A      | 2015A      | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>一、营业收入</b>    | 62,671,239 | 66,137,393 | 72,030,235 | 77,879,090 | 83,447,445 |
| 增长率(%)           | 11.25%     | 5.53%      | 8.91%      | 8.12%      | 7.15%      |
| 减：营业成本           | 54,923,603 | 58,583,288 | 63,055,267 | 68,432,356 | 72,908,032 |
| 毛利率(%)           | 12.36%     | 11.42%     | 12.46%     | 12.13%     | 12.63%     |
| 营业税金及附加          | 375,721    | 559,840    | 409,852    | 398,741    | 423,913    |
| 资产减值损失           | 440,024    | 284,817    | 212,100    | 181,000    | 175,000    |
| 减：期间费用           | 5,921,788  | 5,958,161  | 6,605,173  | 6,853,360  | 7,760,612  |
| 期间费用率(%)         | 9.45%      | 9.01%      | 9.17%      | 8.80%      | 9.30%      |
| 其中：销售费用          | 4,007,378  | 3,553,752  | 4,019,287  | 4,213,259  | 4,806,573  |
| 管理费用             | 1,930,871  | 2,427,528  | 2,600,291  | 2,663,465  | 2,970,729  |
| 财务费用             | -16,460    | -23,119    | -14,406    | -23,364    | -16,689    |
| 加：公允价值变动净收益      | 177        | -2,855     | 0          | 0          | 0          |
| 投资净收益            | 2,783,467  | 2,966,313  | 2,999,451  | 2,986,245  | 2,965,158  |
| <b>二、营业利润</b>    | 4,033,377  | 4,358,803  | 4,747,294  | 4,999,878  | 5,145,045  |
| 增长率(%)           | 0.38%      | 8.07%      | 8.91%      | 5.32%      | 2.90%      |
| 营业利润率(%)         | 6.44%      | 6.59%      | 6.59%      | 6.42%      | 6.17%      |
| 加：营业外收入          | 332,908    | 366,666    | 411,611    | 401,241    | 401,121    |
| 减：营业外支出          | 97,406     | 144,502    | 121,210    | 111,120    | 112,351    |
| <b>三、利润总额</b>    | 4,268,880  | 4,580,968  | 5,037,695  | 5,289,999  | 5,433,815  |
| 减：所得税            | 443,802    | 573,571    | 623,667    | 660,721    | 680,857    |
| 实际所得税率(%)        | 10.40%     | 12.52%     | 12.38%     | 12.49%     | 12.53%     |
| <b>四、净利润</b>     | 3,825,077  | 4,007,397  | 4,414,028  | 4,629,278  | 4,752,958  |
| 归属于母公司所有者净利润     | 2,797,344  | 2,979,379  | 3,302,708  | 3,435,658  | 3,551,068  |
| 增长率(%)           | 12.78%     | 6.51%      | 10.85%     | 4.03%      | 3.36%      |
| 净利润率(%)          | 6.10%      | 6.06%      | 6.13%      | 5.94%      | 5.70%      |
| 少数股东损益           | 1,106,167  | 1,010,825  | 1,111,320  | 1,193,620  | 1,201,890  |
| <b>基本每股收益(元)</b> | 2.54       | 2.70       | 3.00       | 3.12       | 3.22       |

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 研究员简介

徐鹏：华鑫证券研究员，工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15%          |
| 3 | 中性   | (-)5%--- (+)5%    |
| 4 | 减持   | (-)15%---(-)5%    |
| 5 | 回避   | < (-)15%          |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数     |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

本报告由华鑫证券有限责任公司（以下统称“华鑫证券”）制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅向特定客户传送，版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>