

2017年01月06日

刘帅
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 27.00

上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

产品周期向上, 未来两年有望保持稳定增长态势

结论与建议:

上汽集团 12 月销售汽车 72 万辆, YoY+10%, MOM+9%。全年销量 649 万辆, YOY+10%。我们认为 2017 年行业有望保持稳健向上走势, 预计行业增幅在 6% 左右。公司作为行业领头羊, 主要合资企业 2017 年均迎来产品升级换代周期, 并将密集推出多款 SUV。目前国内 SUV 占比不断提升, 集团新 SUV 的不断推出将有效提升集团销量。此外, 公司与奥迪的合作将提升公司品牌形象, 我们计算新合资公司对净利润的贡献或近 10%。公司低估值高股息, 值得关注。

我们暂不考虑与奥迪合资对公司今明两年净利润的影响, 我们预测公司 2016、17、18 年营收分别为 7557、8407 和 9267 亿元, YOY+13%、11%和 10%; 净利润分别为 326、357 和 389 亿元, YOY+9.4%、9.4%和 9.2%; EPS 为 2.96、3.05 和 3.33 元, 当前股价对应 PE 为 8、8 和 7 倍, 股息率约 6%; 维持买入建议。目标价 27 元 (17 年动态 PE 为 9x)

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2017/1/6)	23.91
上证指数(2017/1/6)	3154.32
股价 12 个月高/低	26.55/16.47
总发行股数(百万)	11025.57
A 股数(百万)	11025.57
A 市值(亿元)	2636.21
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)
每股净值(元)	16.70
股价/账面净值	1.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.3 7.8 34.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-11-14	23.98	买入

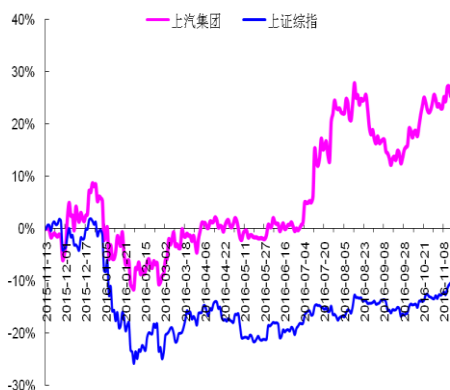
产品组合

整车业务	77.85%
零部件业务	17.93%
贸易业务	1.63%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.7%
一般法人	83.4%

股价相对大盘走势



■ **行业有望保持平稳向上走势:** 受益于小排量乘用车购置税减半政策, 2016 年汽车行业发展较快, 前 11 月销量为 2488 万辆, YOY+14%。2017 年购置税按 7.5%征收, 我们认为仍会对行业起促进作用。由于与 2009-2011 年政策一致, 参考历史走势, 我们预计 2017 年汽车销量同比增长 6%左右、年底将迎来销量小高峰。目前中国千人汽车保有量为 127 辆, 而美国 800 辆, 世界中等发达国家平均达到 400 辆, 中国目前三线及以下城市的汽车保有量依然较低, 长期来看, 行业有望保持平稳向上态势。

■ **上汽产销稳健增长, 全年销量 YOY+10%:** 上汽集团 12 月销售汽车 72 万辆, YoY+10%, MOM+9%。全年销量 649 万辆, YOY+10%。其中上海大众全年销量 YOY+10%, 上汽通用 YOY+8%; 通用五菱销售 213 万辆, YOY+4%; 上汽股份 32 万辆, YOY+89%, RX5 月销在 2 万辆左右, 成为最大的亮点, 体现出公司产品力的厚积薄发。公司前三季度营收 5316 亿元, YOY+11.7%; 净利润 231 亿元, YOY+8.6%, 表现稳健。

■ **产品周期向上, SUV 密集推出:** 上汽公司旗下合资公司上汽大众和上汽通用是公司主要利润来源, 近两年均将迎来产品换代周期及产品线完善。上汽大众途观等即将迎来换代, 2017 年将上市国产化中型 SUV Teramont 和斯柯达 Kodiaq; 上汽通用君越、君威等迎来换代, 并增加中型 SUV 雪佛兰 Equinox 等产品; 上汽通用五菱乘用车产品线也将更加完善, 并增加小型 SUV 宝骏 510 等产品。SUV 是近年来国内乘用车增长主要动力, 公司整体产品周期上行, 且契合乘用车市场趋势, 有望获得较好收益。

■ **与奥迪的合作提升品牌形象, 或可贡献约 10%利润增幅:** 上汽大众与奥迪签署了意向性协议, 将合资设立销售公司。我们认为这将提升公司的品牌形象, 我们预测 2018 年或开始有产品推出、2019 年将贡献巨大利润。一汽-大众 2015 税后利润 47.05 亿欧元, 其中奥迪贡献 50%左右利润, 约 180 亿元。奥迪目前在华国产化五款车型, 若合资公司推出 2 款及以上车型, 盈利稳定后或将贡献 50 亿元以上的利润。上汽集团 2015 年净利润 298 亿元, 合资公司将对上汽集团增加净利润约 10%。

■ **股息率超 6%:** 公司业绩表现稳健, 股息率一直较高。2015 年每股派现金 1.36 元, 股息率超 6%。

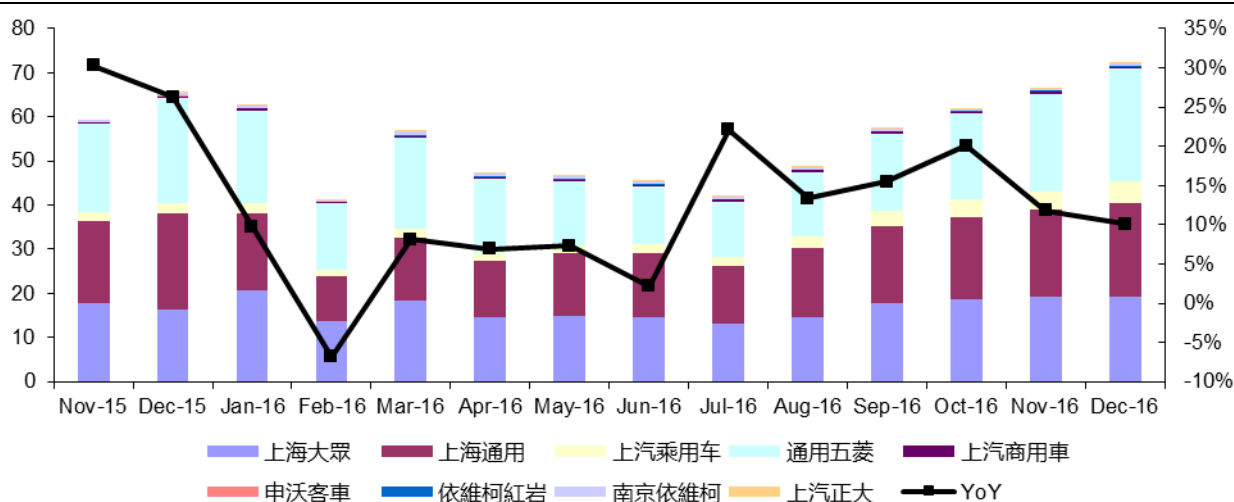
■ **盈利预期:** 我们暂不考虑与奥迪合资对公司今明两年净利润的影响, 我们预测公司 2016、17、18 年营收分别为 7557、8407 和 9267 亿元, YOY+13%、11%和 10%; 净利润分别为 326、357 和 389 亿元, YOY+9.4%、9.4%和 9.2%; EPS 为 2.96、3.05 和 3.33 元, 当前股价对应 PE 为 8、8 和 7 倍, 股息率约 6%; 维持买入建议。目标价 27 元 (17 年动态 PE 为 9x)

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB百万元	27973	29794	32597	35667	38949
同比增減	%	12.78%	6.51%	9.41%	9.42%	9.20%
每股盈余(EPS)	RMB元	2.537	2.702	2.957	3.053	3.334
同比增減	%	12.78%	6.51%	9.41%	3.26%	9.20%
A股市盈率(P/E)	X	9.42	8.84	8.08	7.83	7.17
股利(DPS)	RMB元	1.300	1.360	1.450	1.500	1.600
股息率(Yield)	%	5.44%	5.69%	6.07%	6.28%	6.69%

图表一： 上汽集团月度销量及 YoY

单位：万辆



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

 强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

 中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

 卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入	630001	670448	755731	840690	926741
经营成本	550146	588225	655335	728537	800272
营业税金及附加	3757	5598	5895	6473	7414
销售费用	40074	35538	44437	49348	55141
管理费用	19309	24275	30834	34132	37626
财务费用	-165	-231	76	-504	93
资产减值损失	4400	2848	3000	3000	3000
投资收益	27835	29663	31779	32703	34291
营业利润	40334	43588	47955	52428	57509
营业外收入	3329	3667	3900	4000	4000
营业外支出	974	1445	1500	1600	1600
利润总额	42689	45810	50355	54828	59909
所得税	4438	5736	6304	6853	7501
少数股东损益	10277	10280	11453	12307	13458
归属于母公司所有者的净利润	27973	29794	32597	35667	38949

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
货币资金	87949	72673	66541	69370	83383
应收帐款	51840	65606	70855	76523	82645
存货	38766	37243	40223	43441	46916
流动资产合计	237043	269931	286127	303294	321492
长期投资净额	63390	59020	61971	65069	68323
固定资产合计	31709	38691	40625	42656	44789
在建工程	10703	11856	10671	9604	8643
无形资产	6478	8361	8528	8699	8873
资产总计	414871	511631	542679	575760	611015
流动负债合计	199932	257668	270551	284079	298283
长期负债合计	29940	43046	44337	45667	47037
负债合计	229872	300713	314888	329746	345320
少数股东权益	27335	35789	38652	41744	45083
股东权益合计	184999	210917	227791	246014	265695
负债和股东权益总计	414871	511631	542679	575760	611015

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	23284	25993	27812	29759	31842
投资活动产生的现金流量净额	-5293	-13737	-3705	-9616	-2593
筹资活动产生的现金流量净额	-20185	-22357	-19674	-17313	-15236
现金及现金等价物净增加额	-2194	-10101	4433	2830	14013

¹ 此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。