



买入

50% ↑

目标价格:人民币 37.00

600104.CH

价格:人民币 24.70

目标价格基础:10倍17年市盈率

板块评级:中立

上汽集团

自主乘用车月销过4万辆,大众通用稳步增长

公司日前公布销量,1月共销售整车62.9万辆,同比增长0.3%;其中上汽大众21.4万辆,同比增长2.6%;上汽通用18.0万辆,同比增长3.9%;上汽乘用车4.0万辆,同比增长71.0%。上汽大众途观L、途昂等高毛利车型有望上量,并推动公司利润高速增长。上汽通用凯迪拉克、别克表现优异,凯迪拉克XT5、别克GL8和昂科威等高毛利车型持续热销,业绩有望快速增长。自主乘用车月销过4万辆,后续新车陆续上市,全年产销过50万辆并扭亏为盈是大概率事件。我们预计公司2016-2018年每股收益分别为2.74元、3.50元和4.01元,给予公司2017年10倍市盈率,合理目标价37.00元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上汽大众 SUV 开始爆发,高毛利新车有望推动利润高速增长。1月上汽大众销售21.4万辆,同比增长2.6%。其中SUV销售32,954辆,途观L贡献7,554台,两代途观总销量同比增长12.6%,未来两代同堂有望延续途观神话。大尺寸SUV是近年来换车主要流向,大众途昂、斯柯达科迪亚克即将上市,高毛利新车有望推动公司业绩高速增长。
- 上汽通用凯迪拉克和别克表现优异,探界者有望推动雪佛兰复苏。1月上汽通用销售18.0万辆,同比增长3.9%。国产凯迪拉克销售1.6万辆,同比增长160.6%,稳居豪华品牌第二梯队前列。别克品牌表现优异,昂科威销售30,658辆,同比增长18.3%;GL8销售13,658辆,同比增长196.0%。雪佛兰探界者即将上市,有望以优异性价比复制昂科威表现,并推动雪佛兰品牌销量复苏。整体而言,凯迪拉克、别克GL8、昂科威等高毛利车型持续热销,上汽通用利润有望保持增长。
- 上汽乘用车月销过4万辆,全年突破50万辆并扭亏为盈是大概率事件。1月上汽乘用车销售4.0万辆,同比增长71.0%。其中荣威RX5销售20139辆,保持热销势头。荣威全新中级轿车i6和MG ZS小型SUV均将在2月上市,出色外观设计有望带来产品热销,自主乘用车2017年销量突破50万辆并扭亏为盈是大概率事件,对公司业绩有望带来较大改善。

评级面临的主要风险

- 1) 乘用车销量增速放缓; 2) 原材料、人工等成本大幅上涨。

估值

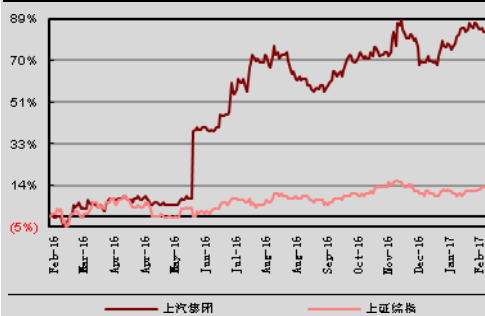
- 我们预计公司2016-2018年每股收益分别为2.74元、3.50元和4.01元,给予公司2017年10倍市盈率,合理目标价37.00元,维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	630,001	670,448	724,084	834,145	904,880
变动(%)	11	6	8	15	8
净利润(人民币 百万)	27,973	29,794	32,019	40,878	46,846
全面摊薄每股收益(人民币)	2.394	2.550	2.740	3.499	4.010
变动(%)	12.8	6.5	7.5	27.7	14.6
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	9.1	9.0	7.1	6.2
价格/每股现金流量(倍)	11.7	10.5	10.1	7.9	9.5
每股现金流量(人民币)	2.11	2.36	2.44	3.11	2.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.6	10.0	9.8	6.1	4.4
每股股息(人民币)	1.300	1.360	1.370	1.749	2.005
股息率(%)	5.3	5.5	5.5	7.1	8.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.4	0.2	5.2	81.6
相对上证指数	0.4	(3.9)	4.4	67.7

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	94
流通股市值(人民币 百万)	272,332
3个月日均交易额(人民币 百万)	792
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	71

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年2月16日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*朱朋、魏敏为本报告重要贡献者

图表 1. 上汽大众主要车型销量

类别	车型	1月(辆)	同期(辆)	同比(%)
轿车	小计	177,892	174,080	2.2
	帕萨特	19,074	22,803	(16.4)
	朗逸	52,428	48,387	8.4
MPV	小计	2,860	3,394	(15.7)
	途安	2,860	3,394	(15.7)
SUV	小计	32,954	30,812	7.0
	途观	23,538	27,622	(14.8)
	途观L	7,554	0	n/a

资料来源: 中汽协、中银证券

图表 2. 上汽通用主要车型销量

类别	车型	1月(辆)	同期(辆)	同比(%)
轿车	小计	120,896	127,443	(5.1)
	凯迪拉克	10,737	6,222	72.6
	别克英朗	34,548	34,728	(0.5)
MPV	小计	13,658	4,614	196.0
	别克GL8	13,658	4,614	196.0
SUV	小计	45,221	39,611	14.2
	别克昂科威	30,658	25,916	18.3
	凯迪拉克XT5	5,479	0	n/a

资料来源: 中汽协、中银证券

图表 3. 上汽乘用车主要车型销量

类别	车型	1月(辆)	同期(辆)	同比(%)
轿车	小计	15,788	17,036	(7.3)
	荣威360	7,127	8,437	(15.5)
	MG GT	2,749	726	278.7
SUV	小计	24,480	6,510	276.0
	MG GS	4,336	6,281	(31.0)
	荣威RX5	20,139	0	n/a

资料来源: 中汽协、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	630,001	670,448	724,084	834,145	904,880
销售成本	(552,993)	(591,431)	(637,55)	(732,12)	(793,49)
经营费用	(59,027)	(56,709)	(68,257)	(77,054)	(82,406)
息税折旧前利润	17,981	22,308	18,271	24,962	28,985
折旧及摊销	(4,756)	(5,952)	(4,709)	(5,757)	(6,848)
经营利润(息税前利润)	13,225	16,356	13,562	19,205	22,137
净利息收入/(费用)	165	231	877	1,424	1,779
其他收益/(损失)	30,209	31,615	33,208	36,541	40,121
税前利润	43,599	48,202	47,647	57,169	64,038
所得税	(4,438)	(5,736)	(6,193)	(7,431)	(8,323)
少数股东权益	(10,277)	(10,280)	(9,430)	(8,852)	(8,857)
净利润	27,973	29,794	32,019	40,878	46,846
核心净利润	29,124	32,451	32,279	41,169	47,134
每股收益(人民币)	2.537	2.702	2.741	3.499	4.010
核心每股收益(人民币)	2.641	2.943	2.763	3.524	4.034
每股股息(人民币)	1.300	1.360	1.370	1.749	2.005
收入增长(%)	11	6	8	15	8
息税前利润增长(%)	(13)	24	(17)	42	15
息税折旧前利润增长(%)	(10)	24	(18)	37	16
每股收益增长(%)	13	7	1	28	15
核心每股收益增长(%)	13	11	(6)	28	14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	43,599	48,202	47,647	57,169	64,038
折旧与摊销	4,756	5,952	4,709	5,757	6,848
净利息费用	(165)	(231)	(877)	(1,424)	(1,779)
运营资本变动	15,377	4,145	16,206	13,496	3,700
税金	4,929	2,152	(6,198)	(7,439)	(8,335)
其他经营现金流	(45,213)	(34,227)	(33,037)	(31,251)	(34,133)
经营活动产生的现金流	23,284	25,993	28,450	36,309	30,338
购买固定资产净值	820	1,879	9,849	11,114	11,482
投资减少/增加	20,991	33,652	25,240	27,853	30,988
其他投资现金流	(27,103)	(49,268)	(4,638)	(29,922)	(29,913)
投资活动产生的现金流	(5,293)	(13,737)	30,451	9,046	12,556
净增权益	0	0	658	0	0
净增债务	738	(3,117)	(909)	817	525
支付股息	(14,333)	(14,995)	(16,009)	(20,439)	(23,423)
其他融资现金流	(6,590)	(4,245)	(344)	1,834	2,681
融资活动产生的现金流	(20,185)	(22,357)	(16,605)	(17,788)	(20,217)
现金变动	(2,194)	(10,101)	42,296	27,566	22,677
期初现金	89,098	87,949	72,673	114,969	142,53
公司自由现金流	17,991	12,256	58,901	45,354	42,895
权益自由现金流	18,564	8,908	57,115	44,747	41,640

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	122,408	148,611	196,885	236,716	267,277
应收帐款	54,570	70,687	75,336	94,273	91,730
库存	38,766	37,243	43,436	49,208	51,199
其他流动资产	21,298	13,389	18,181	22,099	21,557
流动资产总计	237,043	269,931	333,838	402,296	431,763
固定资产	42,412	50,547	54,989	59,491	63,502
无形资产	6,486	8,365	9,063	9,918	10,542
其他长期资产	82,792	80,866	88,399	98,045	107,067
长期资产总计	131,690	139,779	152,452	167,454	181,110
总资产	414,871	511,631	570,642	656,796	703,515
应付帐款	71,601	106,317	112,919	136,816	136,030
短期债务	5,505	4,908	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	122,825	146,442	172,376	199,493	210,332
流动负债总计	199,932	257,668	290,295	341,309	351,362
长期借款	4,750	9,607	4,914	5,274	6,132
其他长期负债	25,190	33,439	36,114	41,603	45,131
股本	11,026	11,026	11,683	11,683	11,683
储备	135,908	152,066	182,417	202,856	226,279
股东权益	146,934	163,091	194,101	214,540	237,963
少数股东权益	27,335	35,789	45,218	54,070	62,927
总负债及权益	414,871	511,631	570,642	656,796	703,515
每股帐面价值(人民币)	13.33	14.79	16.61	18.36	20.37
每股有形资产(人民币)	12.74	14.03	15.84	17.51	19.47
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.29)	(6.02)	(9.41)	(11.77)	(13.71)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.9	3.3	2.5	3.0	3.2
息税前利润率(%)	2.1	2.4	1.9	2.3	2.4
税前利润率(%)	6.9	7.2	6.6	6.9	7.1
净利率(%)	4.6	4.8	4.4	4.9	5.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	9.7	9.1	9.0	7.1	6.2
核心业务市盈率(倍)	9.4	8.4	8.9	7.0	6.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.0	12.6	13.4	10.5	9.2
市净率(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	11.7	10.5	10.1	7.9	9.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.6	10.0	9.8	6.1	4.4
周转率					
存货周转天数	23.0	23.5	23.1	23.1	23.1
应收帐款周转天数	30.6	34.1	36.8	37.1	37.5
应付帐款周转天数	39.7	48.4	55.3	54.6	55.0
回报率					
股息支付率(%)	49.6	46.6	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	20.3	20.8	17.9	20.0	20.7
资产收益率(%)	3.0	3.1	2.2	2.7	2.8
已运用资本收益率(%)	3.9	3.7	3.5	3.9	4.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371