

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2017年04月05日

16年上汽自主站稳脚跟 自主合资双轴运转新品层出

事件概述

公司发布 2016 年报: 全年营收 7,564 亿元, 同比增长 12.8%; 归母净利 320 亿元, 同比增长 7.4%; 实现每股收益 2.90 元, 同比增长约 7.4%。利润分配预案, 每 10 股派送现金红利 16.50 元 (含税), 共计 193 亿元 (分红率 60%)。公司发布 2017 年 3 月产销快报: 单月销售汽车 60.5 万辆, 同比增长 6.4%; 其中, 上汽乘用车售 4.5 万辆, 同比增长 112.3%。

事件点评

16Q4 及全年营收净利创历史最佳成绩, 上汽乘用车继续减亏。 公司营收、净利自 16Q2 起一路攀升, 16Q4 完成营收 2,248 亿元 (同比增长 15.7%, 环比增长 24.7%), 净利 89 亿元 (同比增长 4.5%, 环比增长 11.0%); 全年营收、净利以及汽车总销量三项指标稳居行业首位, 主要受益于: 1) 自主品牌全年销量突破 32 万辆, 同比增长 89%, 在规模效应逐步建立后业绩继续减亏, 高速增长下有望在 1-2 年内扭亏为盈。其中, 全球首款智能网联 SUV 荣威 RX5 于 16 年 7 月上市后迅速爬坡 (10/11/12 月销量分别为 2.0/2.1/2.5 万辆, 17 年购置税减半政策退坡后火热依旧, 1 月销量 2.0 万辆), 17 年产能储备充足, 为上汽乘用车提供业绩高弹性; 2) 合资品牌稳健增长, 上汽大众成为全国首家单年销量突破 200 万辆的合资品牌, 上汽通用位列第二, 两大巨头品牌携手助力上汽巩固合资龙头地位, 贡献投资收益分别为 128 亿元和 84 亿元; 3) 控股 60% 的零部件供应商华域汽车配套优质客户, 表现亮眼, 16 年实现营收 1,243 亿元 (同比增长 36.4%), 除去少数股东权益后为母公司贡献利润超过 36 亿元; 4) 汽车金融业务订单增长且盈利能力继续提升, 毛利率增加 5pp 至 78.5%。

17 年 3 月销量逐步回暖, 自主品牌新品迭出继续驰骋快车道, 合资品牌进军 7 座 SUV 市场抢夺中高端份额。 1) 上汽乘用车单月销量 4.5 万辆, 同比增长 135.1%, 2/3 月新车型荣威 i6、MG ZS 先后推出刺激市场, 自主品牌将互联网概念坚持到底, 17 年销量数据可观; 2) 合资方面, 大众、通用销量同比小幅下滑, 未来主攻方向有所调整。上汽大众推出首款中大型 7 座 SUV 途昂, 进军 7 座 SUV 蓝海市场, 对标豪华品牌 ABB 价格优势明显, 产品极具竞争力; 上汽通用雪佛兰沿袭打法欲于 4 月推出 7 座 SUV 探界者, 售价有望下探至 20 万元, 在中高端市场彰显实力; 3) 上汽红岩依维柯得益于重卡火热行情, 单月销量突破 4 千辆, 同比增长 162.2%。

投资建议

看好公司“自主+合资”双轮驱动: 自主提供高弹性, 合资贡献稳定增长。公司作为高股息率 (7%) 优质蓝筹标的, 预计 17-19 年 EPS 分别为 3.12、3.38 以及 3.72 元, 对应 PE 为 8X、8X 以及 7X。介于自主的高成长性及合资稳定收益, 给予 17 年 9 倍 PE, 对应目标价 28.08 元, 维持买入评级。

风险提示: 乘用车市场下行风险; 新车型销量不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	670,448.22	756,416.17	850,166.75	924,401.66	1,034,290.26
增长率(%)	6.42	12.82	12.39	8.73	11.89
EBITDA(百万元)	51,700.96	57,771.03	58,052.49	62,907.79	69,303.18
净利润(百万元)	29,793.79	32,008.61	36,419.94	39,437.33	43,511.01
增长率(%)	6.51	7.43	13.78	8.29	10.33
EPS(元/股)	2.55	2.74	3.12	3.38	3.72
市盈率(P/E)	9.95	9.26	8.14	7.52	6.81
市净率(P/B)	1.69	1.55	1.39	1.27	1.16
市销率(P/S)	0.44	0.39	0.35	0.32	0.29
EV/EBITDA	1.22	0.90	1.32	0.70	0.50

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.38 元
目标价格	28.08 元
上次目标价	28.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,683.46
流通 A 股股本(百万股)	11,025.57
A 股总市值(百万元)	296,526.25
流通 A 股市值(百万元)	279,828.88
每股净资产(元)	
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	26.55/19.46

作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《上汽集团-公司点评:天风汽车-上汽集团 (600104) 点评》 2017-03-30
- 2 《上汽集团-公司点评:上汽集团 (600104) 公司点评》 2017-02-19
- 3 《上汽集团-公司点评:16 年自主拐点提升业绩 17 年自主进入快车道+合资稳健增长》 2017-01-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	72,672.67	105,932.54	127,525.01	160,404.70	178,489.45
应收账款	34,413.27	37,622.81	47,393.87	45,046.30	64,128.79
预付账款	13,388.65	20,529.66	16,155.04	23,686.67	20,865.38
存货	37,243.44	37,039.78	53,658.78	43,982.20	65,974.47
其他	112,212.67	129,820.78	152,374.58	141,635.67	166,534.43
流动资产合计	269,930.70	330,945.56	397,107.28	414,755.55	495,992.52
长期股权投资	59,019.67	62,677.19	64,677.19	65,677.19	68,677.19
固定资产	38,690.59	47,053.91	57,424.93	67,860.18	79,813.81
在建工程	11,856.27	13,266.06	11,812.85	10,810.28	10,088.22
无形资产	8,365.22	10,796.44	12,530.34	14,229.00	16,245.39
其他	89,092.16	79,668.93	78,499.84	78,303.84	76,083.98
非流动资产合计	207,023.90	213,462.52	224,945.14	236,880.48	250,908.59
资产总计	511,630.69	590,628.14	672,894.48	707,562.30	808,419.99
短期借款	4,908.35	8,728.15	13,548.31	6,374.00	6,293.00
应付账款	137,681.41	150,098.35	192,292.14	179,563.83	236,255.33
其他	115,078.07	138,654.88	138,026.95	154,180.35	157,539.65
流动负债合计	257,667.82	297,481.37	343,867.40	340,118.18	400,087.98
长期借款	1,398.81	4,285.99	2,000.00	2,334.00	1,321.00
应付债券	8,208.11	14,160.13	15,576.14	17,133.75	18,847.13
其他	33,438.66	39,604.27	41,584.48	43,663.71	45,846.89
非流动负债合计	43,045.58	58,050.39	59,160.62	63,131.46	66,015.02
负债合计	300,713.41	355,531.76	403,028.03	403,249.64	466,103.00
少数股东权益	35,788.55	43,175.40	56,776.12	71,503.66	87,752.49
股本	11,025.57	11,025.57	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	38,939.77	39,807.25	54,149.36	54,149.36	54,149.36
留存收益	152,065.67	168,854.79	201,406.87	221,125.53	242,881.04
其他	(26,902.27)	(27,766.63)	(54,149.36)	(54,149.36)	(54,149.36)
股东权益合计	210,917.29	235,096.37	269,866.45	304,312.66	342,316.99
负债和股东权益总	511,630.69	590,628.14	672,894.48	707,562.30	808,419.99

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40,073.97	43,961.96	36,419.94	39,437.33	43,511.01
折旧摊销	6,243.71	7,899.33	3,648.29	4,568.65	5,652.04
财务费用	764.22	739.76	(294.91)	(805.62)	(1,436.59)
投资损失	(29,663.13)	(30,572.26)	(32,100.88)	(32,421.89)	(34,042.98)
营运资金变动	13,383.49	2,906.03	1,875.18	22,789.14	491.26
其它	(4,809.68)	(13,557.89)	13,035.18	14,989.19	16,267.91
经营活动现金流	25,992.57	11,376.93	22,582.79	48,556.81	30,442.65
资本支出	3,728.57	17,385.87	12,319.79	13,620.78	16,716.81
长期投资	(4,369.96)	3,657.52	2,000.00	1,000.00	3,000.00
其他	(13,095.47)	5,393.11	(2,486.72)	(6,145.38)	(12,952.32)
投资活动现金流	(13,736.86)	26,436.50	11,833.07	8,475.39	6,764.49
债权融资	19,489.52	35,847.89	37,955.00	32,667.90	33,904.57
股权融资	2,940.03	1,458.18	3,534.74	1,133.70	1,724.52
其他	(44,786.41)	(43,447.82)	(54,313.12)	(57,954.11)	(54,751.48)
筹资活动现金流	(22,356.87)	(6,141.75)	(12,823.38)	(24,152.51)	(19,122.39)
汇率变动影响	15.76	18.27	12.02	15.35	15.21
现金净增加额	(10,085.40)	31,689.96	21,604.50	32,895.04	18,099.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	670,448.22	756,416.17	850,166.75	924,401.66	1,034,290.2
营业成本	585,832.88	650,218.11	733,693.91	796,834.23	891,041.06
营业税金及附加	5,598.40	7,520.72	8,501.67	9,244.02	10,342.90
营业费用	35,537.52	47,503.42	51,010.01	55,001.90	61,023.13
管理费用	24,275.28	28,258.36	30,606.00	33,833.10	38,268.74
财务费用	(231.19)	(332.32)	(294.91)	(805.62)	(1,436.59)
资产减值损失	2,848.17	3,209.47	3,498.32	3,848.16	4,040.56
公允价值变动收益	(285.52)	(10.02)	(565.55)	261.65	19.08
投资净收益	29,678.89	30,590.53	32,112.90	32,437.24	34,058.19
其他	(56,394.25)	(58,975.10)	(60,244.68)	(61,384.57)	(63,692.48)
营业利润	43,588.03	48,433.00	54,699.11	59,144.76	65,087.74
营业外收入	3,666.66	3,313.77	3,976.52	4,374.17	4,811.59
营业外支出	1,445.02	1,254.31	1,224.46	1,307.93	1,262.23
利润总额	45,809.68	50,492.46	57,451.17	62,211.00	68,637.09
所得税	5,735.71	6,530.50	7,430.51	8,046.13	8,877.25
净利润	40,073.97	43,961.96	50,020.66	54,164.87	59,759.84
少数股东损益	10,280.18	11,953.35	13,600.72	14,727.54	16,248.83
归属于母公司净利润	29,793.79	32,008.61	36,419.94	39,437.33	43,511.01
每股收益(元)	2.55	2.74	3.12	3.38	3.72

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.42%	12.82%	12.39%	8.73%	11.89%
营业利润	8.07%	11.12%	12.94%	8.13%	10.05%
归属于母公司净利润	6.51%	7.43%	13.78%	8.29%	10.33%
获利能力					
毛利率	12.62%	14.04%	13.70%	13.80%	13.85%
净利率	4.44%	4.23%	4.28%	4.27%	4.21%
ROE	17.01%	16.68%	17.09%	16.94%	17.09%
ROIC	115.92%	1048.37%	-324.30%	-742.24%	-284.27%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	58.78%	60.20%	59.89%	56.99%	57.66%
净负债率	59.18%	88.71%	79.21%	78.06%	61.40%
流动比率	1.05	1.11	1.15	1.22	1.24
速动比率	0.90	0.99	1.00	1.09	1.07

营运能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应收账款周转率	23.18	21.00	20.00	20.00	18.95
存货周转率	17.64	20.37	18.75	18.93	18.81
总资产周转率	1.45	1.37	1.35	1.34	1.36

每股指标(元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	2.55	2.74	3.12	3.38	3.72
每股经营现金流	2.22	0.97	1.93	4.16	2.61
每股净资产	14.99	16.43	18.24	19.93	21.79

估值比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率	9.95	9.26	8.14	7.52	6.81
市净率	1.69	1.55	1.39	1.27	1.16
EV/EBITDA	1.22	0.90	1.32	0.70	0.50
EV/EBIT	1.37	1.03	1.41	0.76	0.54

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com