

2017年05月04日

# 上汽集团 (600104.SH)

## 公司快报

汽车 | 乘用车 III

投资评级 **买入-A(首次)**  
 6个月目标价 36.40元  
 股价(2017-05-03) 27.83元

### 交易数据

总市值(百万元) 325,150.73  
 流通市值(百万元) 306,841.52  
 总股本(百万股) 11,683.46  
 流通股本(百万股) 11,025.57  
 12个月价格区间 19.51/28.15元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	12.36	10.99	38.28
绝对收益	9.65	10.83	43.05

### 分析师

林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20655793

### 报告联系人

刘文婷  
 liuwenting@huajinsec.cn  
 021-20655780

## 自主和合资新车型上量有望促业绩增长加速

### 投资要点

- ◆ **一季报业归母净利润增长 4.11%，符合预期。随着自主品牌销量的快速增长和合资品牌新车型的上量，业绩增速有望加快。**公司公布 2017 年一季报发布，今年前 3 月实现营收 1931.68 亿元，同比增长 5.72%；归母净利润 82.62 亿元，同比增长 4.11%；扣非后归母净利润 81.72 亿元，同比增长 11.14%。符合预期。今年后 3 个季度随着自主品牌快速增长和销量占比的提升，合资品牌新车型上市后的上量，业绩有望逐季加快。一季度汽车销量 165.58 万辆，同比增长 3%。在传统淡季及购置税补贴退坡的冲击下，业绩符合预期。
- ◆ **自主品牌销量快速增长，今年有望实现扭亏为盈。**一季度上汽乘用车销量 11.8 万台，同比增长 112%，销量占比上升至 7.13%；今年全年自主品牌目标销量 60 万辆，同比增长约 88%，有望实现扭亏为盈，显著增厚公司业绩！
- ◆ **合资品牌迎新车型周期，业绩增长可期。**上汽大众途观 L、途昂、科迪亚克，上汽通用探界者等 SUV 车型均已上市，随着时间的推移，将充分受益于 SUV 市场特别是中大型 SUV 车型的高速增长，逐步上量，带动合资企业业绩增速向上。
- ◆ **高股息高分红率的中国“漂亮 50”代表企业。**2016 年公司销量在国内市场占有率达 22.6%，是国内排名第一的汽车龙头企业，将充分受益于工信部等三部委发布的《汽车产业中长期发展规划》。公司旗下自主和合资品牌车企未来三年将仍有多款重磅新车型投放，增长后劲较足。2016 年分红率近 60%，股息率近 6%，目前估值仍不足 10 倍。是增长确定，低估值、高股息率的中国“漂亮 50”的典型代表企业。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 3.03 元、3.35 和 3.64 元。净资产收益率分别为 17.9%、17.7% 和 18.0%，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 36.40 元，相当于 2017 年 12 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**汽车销量增长不达预期。

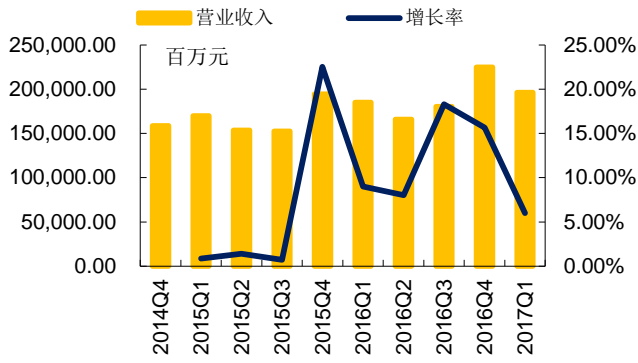
### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	670,448.2	756,416.2	837,788.8	926,076.9	1,015,453.2
同比增长(%)	6.4%	12.8%	10.8%	10.5%	9.7%
营业利润(百万元)	43,588.0	48,433.0	53,252.5	58,956.5	64,637.5
同比增长(%)	8.1%	11.1%	10.0%	10.7%	9.6%
净利润(百万元)	29,793.8	32,008.6	35,432.8	39,099.1	42,562.5
同比增长(%)	6.5%	7.4%	10.7%	10.3%	8.9%
每股收益(元)	2.55	2.74	3.03	3.35	3.64
PE	10.7	9.9	9.0	8.1	7.5
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

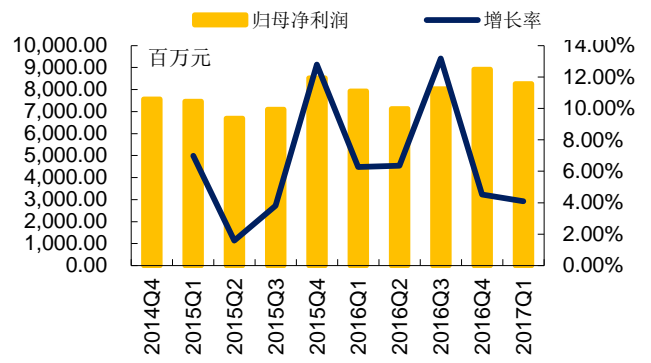
### 相关报告

图 1：近十个季度营业收入及增速变化



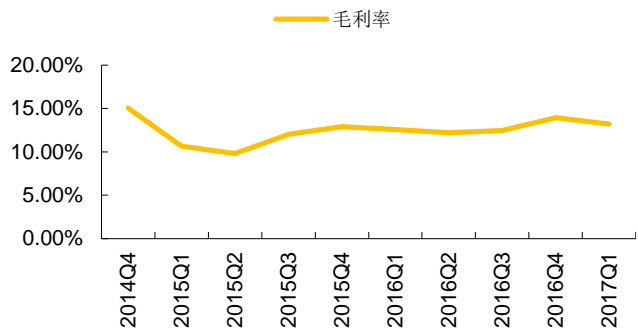
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：近十个季度归母净利润及增速变化



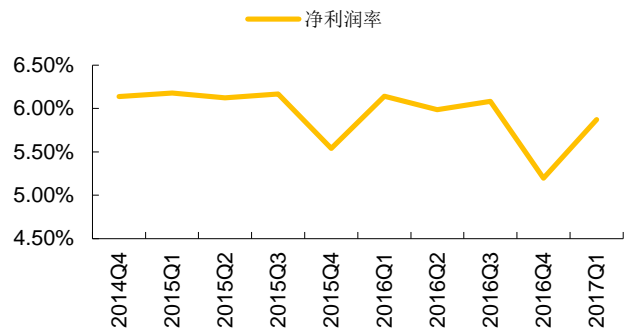
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：近十个季度毛利率变化



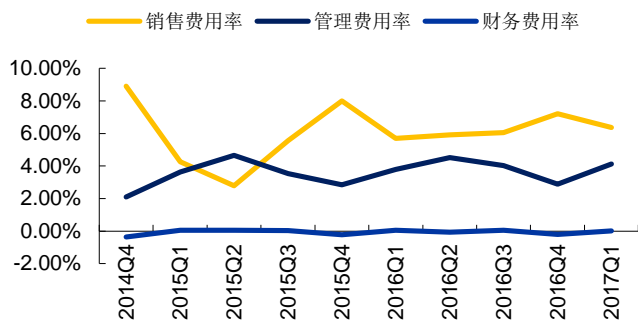
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：近十个季度净利率变化



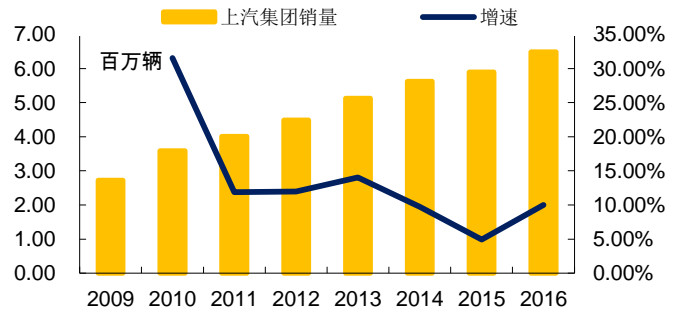
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：近十个季度三项费用率变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：近八年销量变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**利润表**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	670,448.2	756,416.2	837,788.8	926,076.9	1,015,453.
减:营业成本	585,832.9	650,218.1	723,484.5	798,894.5	877,010.6
营业税费	5,598.4	7,520.7	6,774.0	8,142.8	9,078.5
销售费用	35,537.5	47,503.4	50,267.3	54,638.5	55,849.9
管理费用	24,275.3	28,258.4	29,322.6	32,412.7	35,540.9
财务费用	-231.2	-332.3	-	-	-
资产减值损失	2,848.2	3,209.5	3,486.0	3,181.2	3,292.2
加:公允价值变动收益	-285.5	-10.0	-570.6	270.0	10.2
投资和汇兑收益	29,678.9	30,590.5	29,368.7	29,879.4	29,946.2
营业利润	43,588.0	48,433.0	53,252.5	58,956.5	64,637.5
加:营业外净收支	2,221.6	2,059.5	2,212.0	2,164.4	2,145.3
利润总额	45,809.7	50,492.5	55,464.6	61,120.9	66,782.8
减:所得税	5,735.7	6,530.5	7,210.4	7,945.7	8,681.8
净利润	29,793.8	32,008.6	35,432.8	39,099.1	42,562.5

**资产负债表**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	72,672.7	105,932.5	91,018.7	191,229.8	178,775.2
交易性金融资产	1,221.1	1,559.8	986.7	1,255.9	1,267.4
应收帐款	34,413.3	37,622.8	33,084.4	48,997.0	41,806.3
应收票据	36,274.0	30,038.5	49,291.6	38,041.6	55,603.8
预付帐款	13,388.7	20,529.7	29,752.4	18,414.0	34,778.4
存货	37,243.4	37,039.8	52,396.7	45,496.7	59,861.1
其他流动资产	74,717.6	98,222.6	69,073.4	80,671.2	82,655.7
可供出售金融资产	65,495.0	50,484.7	50,809.3	55,596.4	52,296.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	59,019.7	62,677.2	62,677.2	62,677.2	62,677.2
投资性房地产	2,685.0	2,546.8	2,546.8	2,546.8	2,546.8
固定资产	38,690.6	47,053.9	41,096.9	35,139.8	29,182.8
在建工程	11,856.3	13,266.1	13,266.1	13,266.1	13,266.1
无形资产	8,360.9	10,794.1	9,947.4	9,100.7	8,254.1
其他非流动资产	55,592.6	72,859.8	51,622.6	59,424.6	60,397.5
资产总额	511,630.7	590,628.1	557,570.2	661,857.8	683,369.2
短期债务	4,908.3	8,728.2	-	-	-
应付帐款	137,681.4	150,098.3	136,819.4	194,171.2	172,266.6
应付票据	7,282.8	11,740.9	4,984.0	14,807.6	7,745.7
其他流动负债	107,795.3	126,914.0	121,082.6	116,677.4	134,187.8
长期借款	1,398.8	4,286.0	-	-	-
其他非流动负债	41,646.8	53,764.4	41,100.7	45,504.0	46,789.7
负债总额	300,713.4	355,531.8	303,986.7	371,160.2	360,989.8
少数股东权益	35,788.5	43,175.4	55,996.8	70,072.9	85,611.4
股本	11,025.6	11,025.6	11,683.5	11,683.5	11,683.5
留存收益	152,065.7	168,854.8	185,903.3	208,941.2	225,084.5
股东权益	210,917.3	235,096.4	253,583.5	290,697.6	322,379.4

**现金流量表**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40,074.0	43,962.0	35,432.8	39,099.1	42,562.5
加:折旧和摊销	6,114.3	7,767.0	6,803.7	6,803.7	6,803.7
资产减值准备	2,848.2	3,209.5	-	-	-
公允价值变动损失	285.5	10.0	-570.6	270.0	10.2
财务费用	764.2	739.8	-	-	-
投资损失	-29,663.1	-30,572.3	-29,356.7	-29,864.0	-29,931.0
少数股东损益	10,280.2	11,953.4	12,821.4	14,076.1	15,538.5
营运资金的变动	-12,714.4	-8,636.0	-40,042.8	65,027.4	-52,478.8
经营活动产生现金流量	25,992.6	11,376.9	-14,912.1	95,412.3	-17,494.9
投资活动产生现金流量	-13,736.9	26,436.5	50,401.2	18,931.5	30,204.5
融资活动产生现金流量	-22,356.9	-6,141.7	-50,402.9	-14,132.7	-25,164.2

**财务指标**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	6.4%	12.8%	10.8%	10.5%	9.7%
营业利润增长率	8.1%	11.1%	10.0%	10.7%	9.6%
净利润增长率	6.5%	7.4%	10.7%	10.3%	8.9%
EBITDA 增长率	12.8%	11.8%	4.2%	9.5%	8.6%
EBIT 增长率	11.4%	9.9%	5.9%	10.7%	9.6%
NOPLAT 增长率	5.4%	10.4%	10.6%	10.7%	9.6%
投资资本增长率	-87.8%	-466.1	-372.7	-200.0	-112.3
净资产增长率	14.0%	11.5%	7.9%	14.6%	10.9%
盈利能力					
毛利率	12.6%	14.0%	13.6%	13.7%	13.6%
营业利润率	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
净利润率	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
EBITDA/营业收入	7.7%	7.6%	7.2%	7.1%	7.0%
EBIT/营业收入	6.8%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	58.8%	60.2%	54.5%	56.1%	52.8%
负债权益比	142.6%	151.2%	119.9%	127.7%	112.0%
流动比率	1.05	1.11	1.24	1.30	1.45
速动比率	0.90	0.99	1.04	1.16	1.26
利息保障倍数	-197.88	-151.32			
营运能力					
固定资产周转天数	19	20	19	15	11
流动营业资本周转天数	-36	-45	-35	-35	-35
流动资产周转天数	136	143	141	146	156
应收帐款周转天数	16	17	15	16	16
存货周转天数	20	18	19	19	19
总资产周转天数	249	262	247	237	238
投资资本周转天数	10	-3	5	0	-6
费用率					
销售费用率	5.3%	6.3%	6.0%	5.9%	5.5%
管理费用率	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	8.9%	10.0%	9.5%	9.4%	9.0%
投资回报率					
ROE	17.0%	16.7%	17.9%	17.7%	18.0%
ROA	7.8%	7.4%	8.7%	8.0%	8.5%
ROIC	116.0%	1049.5	-317.1	128.7%	-141.1
分红指标					
DPS(元)	1.28	1.56	1.60	1.78	1.98
分红比率	50.3%	56.8%	52.8%	53.3%	54.3%
股息收益率	4.7%	5.7%	5.9%	6.6%	7.3%

**业绩和估值指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	2.55	2.74	3.03	3.35	3.64
BVPS(元)	14.99	16.43	16.91	18.88	20.27
PE(X)	10.7	9.9	9.0	8.1	7.5
PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
P/FCF	5.2	4.8	-8.0	2.6	-359.0
P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	2.5	1.6	2.7	0.9	1.2
CAGR(%)	9.9%	9.7%	8.1%	9.9%	9.7%
PEG	1.1	1.0	1.1	0.8	0.8
ROIC/WACC	11.6	104.7	-31.6	12.8	-14.1

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn