

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2017年05月07日

4月自主继续向上 大众期待新车型放量

事件

公司发布2017年4月产销快报：单月销售汽车50.1万辆，同比+5.9%；其中，上汽乘用车销售4.2万辆，同比+137.7%；上汽大众销售13.9万辆，同比-4.3%；上汽通用销售14.5万辆，同比+13.9%；上汽通用五菱销售16.0万辆，同比-5.9%。17年1-4月汽车累计销售215.7万辆，同比+3.7%。

点评

自主品牌“RX5+i6+MG ZS”三大产品发力，互联网黑科技风靡市场。上汽自主继续驰骋快车道，单月销量同比+137.7%，1-4月累计销量同比+118.4%，主要受益于：1) 互联网三大车型齐发力。荣威RX5作为目前自主品牌主力竞争车型销量维稳(4月1.6万辆)；荣威i6于4月销量爬坡至7千辆，在自主品牌领域逐步追赶并挑战吉利帝豪GS的霸主地位，在合资品牌对标中，销量已几乎与广汽丰田凯美瑞持平，未来继续在自主品牌和日韩系合资品牌两大轿车市场抢夺份额，向上空间有望打开；名爵ZS 4月销量接近万辆(9,768辆)，爬坡速度之快大超市场预期，7.38-11.58万元的定价赋予产品极高性价比，在小型SUV领域有望取代江淮瑞风S3成为新晋霸主；2) 上汽自主产品结构更加趋向SUV化，名爵ZS加入产品线后，“RX5+ZS”两款产品单月销量占自主品牌62%，刷新上汽自主SUV占比的记录，新车规划中，荣威18年将推出两款SUV车型(RX8及4月刚亮相的概念版Vision E)，名爵ZS也将于18年推出纯电版，预计未来SUV份额有望继续提升。互联网黑科技三大产品助力上汽自主销量跨上新台阶，拉高天花板的同时，为自主品牌提供业绩增量高弹性。

上汽大众继续受变速箱产能受限影响，上汽通用“产品周期+结构高端化”。

- 1) 上汽大众单月销量环比双降(同比-4.3%，环比-19.2%)，环比下降的主要原因为4月车市淡季(16年4月销量环比-20.8%)；而同比小幅下滑的原因包括：a) 政策方面，购置税减半优惠退坡持续影响小排量车型占比较大的上汽大众；b) 变速箱供应商爱信在10万元级别车型的变速箱产能有限，影响下游主机厂。预计5月开始，在大众途昂和斯柯达科迪亚克先后加入产品线贡献增量后，销量有望回升；
- 2) 上汽通用单月销量环比双升(同比+13.9%，环比+3.1%)，主要受益于：a) 产品周期中，全新君越/英朗/科鲁兹4月销量释放，同比增长36%/39%/103%；b) 高端品牌凯迪拉克国产化进程加速，4月销量1.4万辆(同比+82%)，帮助通用产品结构向高端化转型；c) 新车规划包括雪佛兰SUV探界者等。预计上汽通用增长持续全年。

投资建议

公司是国内乘用车领域当之无愧的龙头(大众第一、通用第二、五菱第四)，看好“自主+合资”双轮驱动：自主提供高弹性，合资及子公司贡献稳定增长。公司作为高股息率(7%)优质蓝筹标的，预计17-19年EPS分别为3.12/3.38/3.72元，对应PE为9/8/8倍。考虑自主的高成长性及合资及子公司稳定收益，给予17年10倍PE，对应目标价31.2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)	10.97	10.21	8.98	8.29	7.51
市净率(P/B)	1.87	1.70	1.53	1.40	1.28
市销率(P/S)	0.49	0.43	0.38	0.35	0.32
EV/EBITDA	1.22	0.90	1.84	1.19	0.93

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	27.98元
目标价格	31.2元
上次目标价	31.2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)	326,903.25
流通A股市值(百万元)	308,495.35
每股净资产(元)	18.45
资产负债率(%)	58.22
一年内最高/最低(元)	28.15/19.51

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	
娄周鑫	联系人
louzhouxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《上汽集团-季报点评:1Q17业绩稳步向前 行业集中度提升的受益者+自主崛起领军者》 2017-05-01
- 2 《上汽集团-年报点评报告:16年上汽自主站稳脚跟 自主合资双轴运转新品层出》 2017-04-06
- 3 《上汽集团-公司点评:天风汽车-上汽集团(600104)点评》 2017-03-30

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)	(60,428.59)	(61,865.48)	(63,047.15)
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					
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					
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)					
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					
市盈率	10.97	10.21	8.98	8.29	7.51
市净率	1.87	1.70	1.53	1.40	1.28
EV/EBITDA	1.22	0.90	1.84	1.19	0.93
EV/EBIT	1.37	1.03	1.97	1.28	1.02

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