

证券研究报告—动态报告公司快评

汽车汽配

汽车零部件 II

上汽集团 (600104)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017年06月07日

五月表现相对抢眼，多款 SUV 落地销量仍可期

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

事项：

上汽集团 5 月单月实现销量 50.03 万辆，同比增长 7.36%，1-5 月累计实现销量 265.75 万辆，同比增长 4.34%。

评论：

■ 上汽集团五月增速概况：合资放缓，自主放量，整体增速乐观

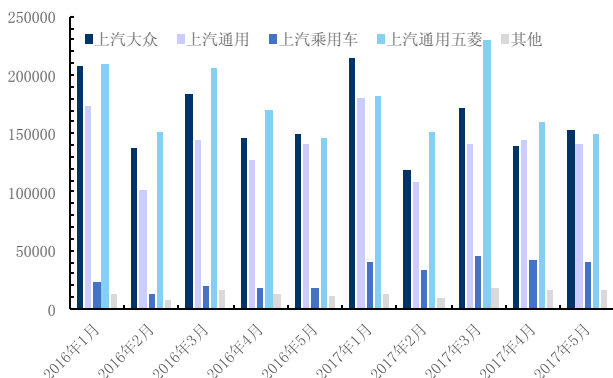
5 月单月数据：产量与销量分别达到 51.95 万辆与 50.03 万辆，分别同比增长 16.51% 与 7.36%，具体：上汽大众实现销量 15.21 万辆，同比增长 1.60%；上汽通用实现销量 14.13 万辆，与去年同期持平；上汽通用五菱实现销量 15.01 万辆，同比增长 3.30%；上汽乘用车实现销量 4.00 万辆，同比增长 122.22%。

公司 5 月份销量增速或明显好于行业，其中：上汽自主放量增长（新车周期，全年有望大幅减亏）；上海大众同比增速实现正增长（外购变速箱不足影响渐去）；上海通用结构改善明显（盈利状况好的凯迪拉克销量大增）。上汽集团作为汽车整车龙头，当前处于新车型（尤其是 SUV）强周期阶段，自主、合资齐发力。

1-5 月累计数据：产量与销量分别到达 274.83 万辆与 264.75 万辆，分别同比增长 5.76% 与 4.34%。其中：上汽大众累计实现 79.52 万辆，同比下滑 3.49%；上汽通用累计实现 71.54 万辆，同比增长 4.01%；上汽通用五菱累计实现 87.31 万辆，同比下滑 1.06%；上汽乘用车累计实现 19.96 万辆，同比增长 119.08%。

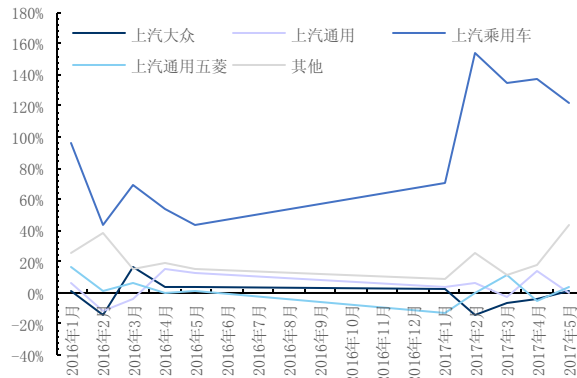
上汽大众桑塔纳、POLO 等低端车型 1-4 月受到外购自动变速箱供货不足影响产销，5 月有所改善；上汽通用增速下滑主要由于较大体量的子品牌雪佛兰与别克新车型暂未落地，凯迪拉克销量可观（1-5 月增长+86%），但整体体量较小；上汽通用五菱增速下滑主要由于微面市场持续萎缩拖累，同时宝骏 510 对宝骏 560 产品存在一定程度挤兑效应。

图 1: 公司 2016 及 2017 年 1-5 月单月销量



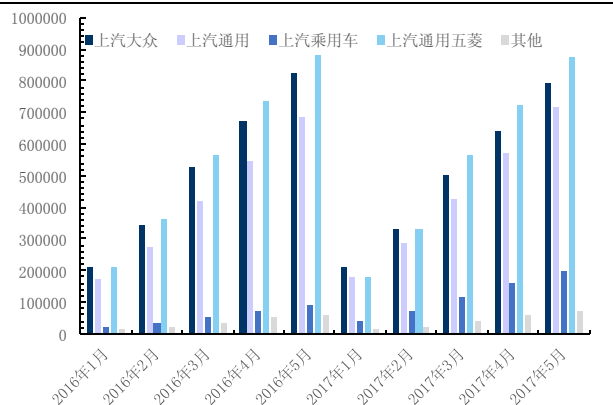
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 2016 及 2017 年 1-5 月单月销量同比增长



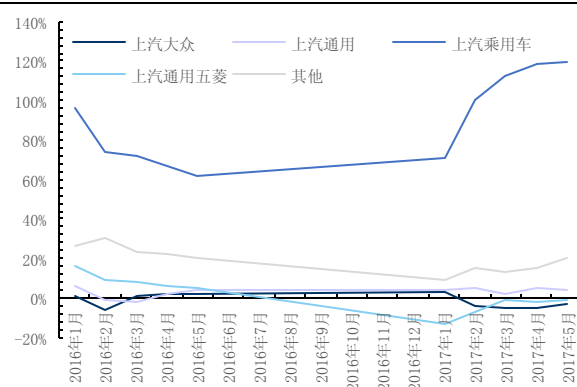
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 2016 及 2017 年 1-5 月单月销量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司 2016 及 2017 年 1-5 月单月销量同比增长

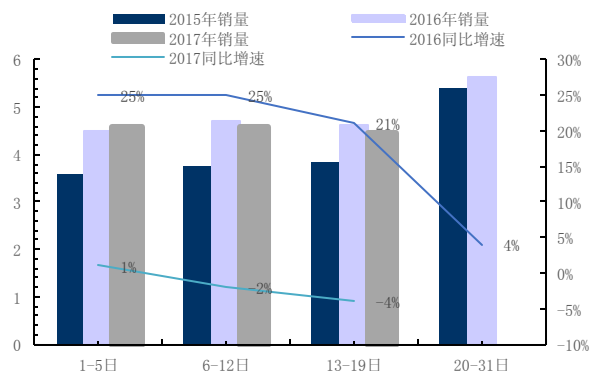


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 行业层面: 5 月行业走势不强, 上汽相对抢眼, 多款 SUV 落地销量弹性较大

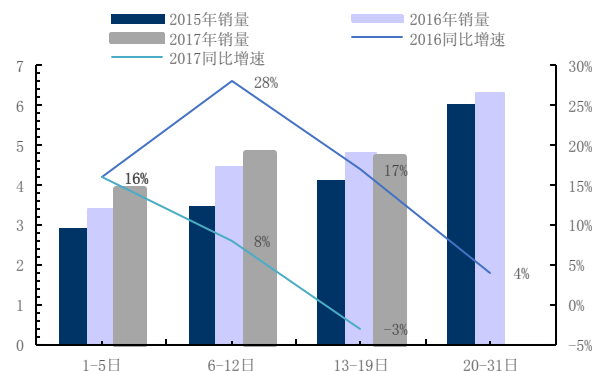
根据乘联会周度零售以及批发数量, 2017 年 5 月前三周零售与批发相对 2016 年走势较弱。5 月前两周批发数据走强而在第三周同比下滑, 主要受到前 2 周终端零售持续下滑拖累零售数据, 批发数量相对零售存在一定滞后, 第三周批发数据已经反映前两周零售状况, 第三周零售端持续走弱使得第四周批发下滑可能性仍然较大。同时根据目前披露 5 月产销数据的厂商来看, 单月销量层面, 除去吉利去年低基数高增长持续, 在长城与长安销量下滑的情况下, 销售体量最大的上汽增速水平同比较为可观; 累计销量层面, 上汽集团+4.34%的增幅优于上市的长城汽车(+3.20%)、长安汽车(-5.70%)以及东风汽车(+3.15%)。

图 5: 5月周度零售数量及同比增速 (单位: 万辆)



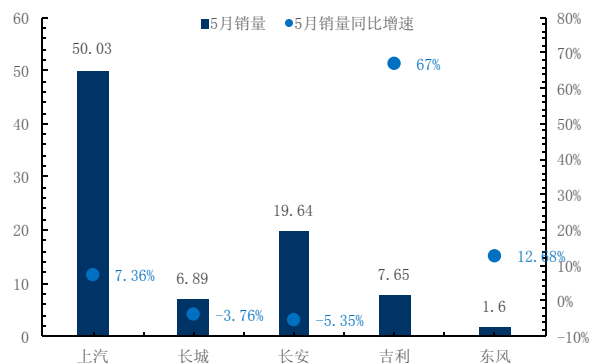
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 6: 5月周度批发数量及同比增速 (单位: 万辆)



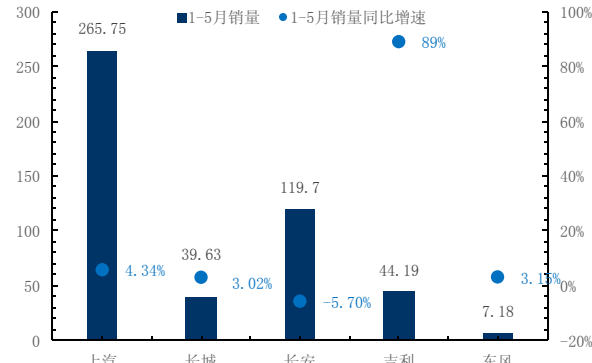
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 7: 5月单月销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 1-5月累计销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

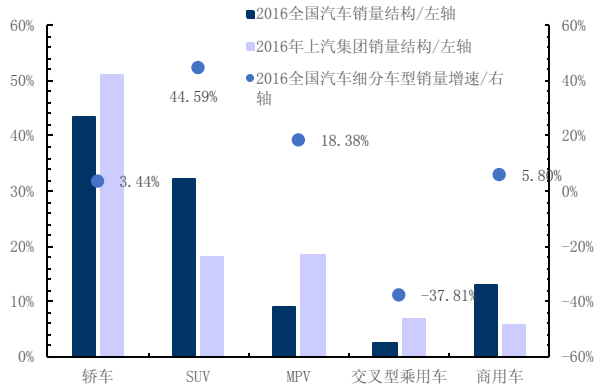
SUV 仍旧是增长性较好的细分市场,上汽集团 SUV 细分市场有望持续发力。2016 年上汽集团 SUV 销量增速(42.81%) 基本持平全国 SUV 的销量增速 (44.59%), 但上汽集团 SUV 销量结构占比 (18.18%) 远低于全国汽车 SUV 销量结构占比 (32.28%)。2014-2016 年区间上汽集团 SUV 销量占比持续低于国内水平, 增速 2015 年起达到国内水平。上汽集团尤其是上汽大众在 SUV 领域产品较为欠缺, 在途观 L、途昂以及科迪亚克高竞争力新 SUV 上市后填补该块空缺, 目前各子品牌在售车型较多, 我们认为, 后续 SUV 市场仍将是增长弹性较好的板块, 而目前上汽集团较低 SUV 销量占比有望随着多款 SUV 产品的上市贡献增速弹性, 上汽集团 2017 年整体增速赶超全国汽车销量增速水平确定性较高。

表 1: 上汽集团各子品牌在售 SUV

子品牌	在售 SUV
上汽大众	途观 L, 途昂, 科迪亚克, 老途观
上汽通用	昂科威 (别克)、昂科拉 (别克)、创酷 (雪佛兰)、XT5、探界者 (雪佛兰)、科帕奇 (雪佛兰)
上汽通用五菱	宝骏 510, 宝骏 560
上汽自主	RX5、eRX5、ERX5、名爵 ZS、名爵 GS(锐腾)

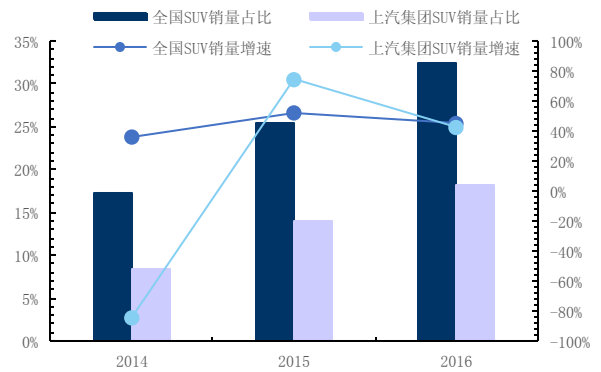
资料来源: 公司官网, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 9: 5月单月销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

图 10: 1-5月累计销量及同比增速 (单位: 万辆)

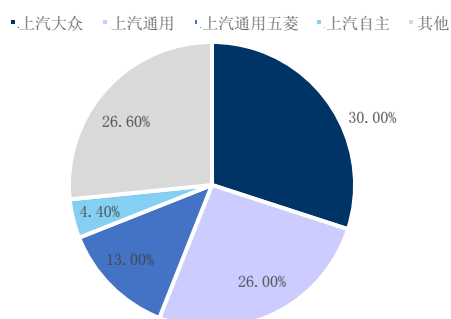


资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

■ 核心观点：自主合资齐发力、龙头优势与新品周期共振

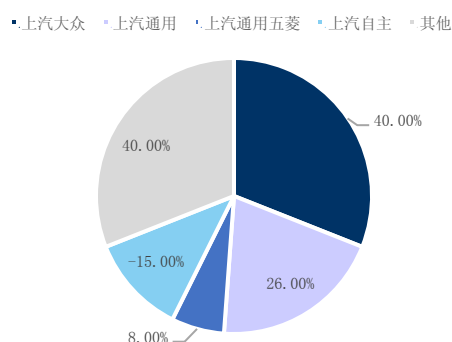
汽车行业高增长期逐步过去，资源集中，龙头优势逐步凸显；上汽集团作为自主龙头企业，随着汽车产业逐步成熟，规模优势开始显现，集中度有望进一步提升；上汽集团的主要利润来自于与大众、通用的合资，而中国作为大众、通用的重要市场，将在新车投入上持续发力，盈利能力有望进一步改善；SUV 仍然是增速较快的领域，上汽自主和合资推出多款 SUV 新车，产销增速有较好的保障。从耦合销量与利润结构分析，后期利润增长途径为：大众的单车利润高，提升销量；通用和通用五菱销量大，提升单车利润；自主规模小，提升销量发挥规模优势。上汽乘用车传统、新能源汽车齐发力，且合资上海大众、上海通用处于新车投放强周期，我们持续看好公司龙头优势，我们预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 3.06/3.27/3.64 元，目前股价对应 PE 分别为 9.5/8.9/8.0 倍，给予合理估值 36.72 元，维持买入。

图 11: 上汽集团营收占比



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 上汽集团近利占比



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	105933	94669	89152	94645
应收款项	67661	69668	75829	83680
存货净额	37040	40177	43682	48042
其他流动资产	65914	73743	80266	50905
流动资产合计	330946	365293	428187	500085
固定资产	60320	68615	78184	86373
无形资产及其他	10794	10362	9931	9499
投资性房地产	125891	125891	125891	125891
长期股权投资	62677	64722	67573	70424
资产总计	590628	634884	709766	792272
短期借款及交易性金融负债	17402	13211	44913	81336
应付款项	116472	130577	139782	153736
其他流动负债	163608	180146	195274	214841
流动负债合计	297481	323934	379969	449913
长期借款及应付债券	18446	18446	18446	18446
其他长期负债	39604	46371	53431	53432
长期负债合计	58050	64817	71877	71878
负债合计	355532	388751	451846	521791
少数股东权益	43175	46161	49350	52341
股东权益	191921	199972	208569	218140
负债和股东权益总计	590628	634884	709766	792272

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	2.90	3.06	3.27	3.64
每股红利	2.25	2.37	2.53	2.82
每股净资产	17.41	17.12	17.85	18.67
ROIC	14%	14%	20%	30%
ROE	17%	18%	18%	20%
毛利率	14%	14%	14%	14%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%
收入增长	13%	12%	9%	10%
净利润增长率	7%	12%	7%	11%
资产负债率	68%	69%	71%	72%
息率	7.7%	8.6%	9.2%	10.2%
P/E	10.1	9.5	8.9	8.0
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	22.3	25.4	22.7	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	756416	847622	922592	1018101
营业成本	650218	729443	794089	873876
营业税金及附加	7521	9748	10610	11708
销售费用	47503	55095	58123	63122
管理费用	28258	30946	32722	37083
财务费用	(332)	(2508)	(267)	1266
投资收益	30572	34729	35855	38959
资产减值及公允价值变动	(3219)	(3579)	(3311)	(3370)
其他收入	(2168)	0	0	0
营业利润	48433	56048	59859	66635
营业外净收支	2059	11	11	11
利润总额	50492	56059	59870	66646
所得税费用	6530	7007	7484	8331
少数股东损益	11953	13271	14173	15777
归属于母公司净利润	32009	35780	38213	42538

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	32009	35780	38213	42538
资产减值准备	361	1166	508	523
折旧摊销	7484	6385	7937	9242
公允价值变动损失	3219	3579	3311	3370
财务费用	(332)	(2508)	(267)	1266
营运资本变动	32911	25603	15712	51195
其它	2348	1820	2681	2467
经营活动现金流	78333	74333	68362	109335
资本开支	(13648)	(18993)	(20892)	(20892)
其它投资现金流	(23963)	(32639)	(52222)	(83555)
投资活动现金流	(41269)	(53677)	(75965)	(107298)
权益性融资	5515	0	0	0
负债净变化	2887	0	0	0
支付股利、利息	(24753)	(27730)	(29615)	(32967)
其它融资现金流	34413	(4191)	31702	36423
融资活动现金流	(3804)	(31920)	2087	3456
现金净变动	33260	(11264)	(5517)	5493
货币资金的期初余额	72673	105933	94669	89152
货币资金的期末余额	105933	94669	89152	94645
企业自由现金流	46699	32586	26423	67817
权益自由现金流	83999	30589	58359	103133

相关研究报告

- 《上汽集团-600104-重大事件快评：新能源汽车厚积薄发，巩固整车龙头地位》 —— 2017-06-05
- 《上汽集团-600104-SUV 新车加速推出，自主、合资均发力》 —— 2017-05-24
- 《上汽集团-600104-进攻性进一步增强》 —— 2014-08-14
- 《上海汽车-600104-合资品牌推动公司稳健增长》 —— 2011-08-28
- 《上海汽车-600104-资产重组短期增厚有限，未来发展空间广阔》 —— 2011-04-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。