



2017年06月28日

买入(维持评级)

当前价: 30.77 元
目标价: 37.80 元

汽车及零部件行业研究组

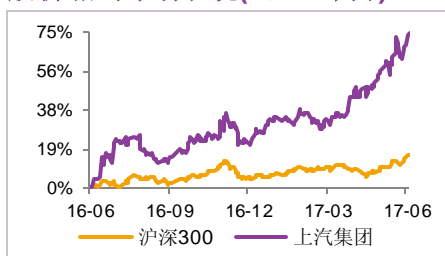
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐昊

电话: 186-0016-3976
邮箱: xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	7564	8454	9179	9803
(+/-)	12.8%	11.8%	8.6%	6.8%
归母净利润	320.0	367.5	408.0	439.4
(+/-)	7.4%	14.8%	11.0%	7.7%
EPS(元)	2.90	3.15	3.49	3.76
P/E	8	10	9	8

资料来源: 联讯证券研究院

上汽集团(600104.SH)

【联讯汽车点评】上汽集团：率先布局智能出行服务，携手宁德时代完善新能源领域产业结构

投资要点

要点:

上汽集团携手中国移动和华为两大通信业巨头，共同推进智能出行服务即下一代蜂窝车联网产业的发展。之前，上汽集团与宁德时代将成立两家合资公司，时代上汽动力电池有限公司和上汽时代动力电池系统有限公司，发力新能源汽车上游领域。双方此次在新能源汽车电池领域投入超百亿元，建设先进电池和电池系统生产基地。

点评:

◇ 上汽将合作通信业两大巨头，率先布局智能出行服务

上汽集团将于近日与中国移动、华为签署三方合作框架协议，积极布局车联网产业的发展。此前上汽与中国移动和华为在智能驾驶方面已经有过合作。此次签订三方合作框架，公司将进一步拓展三方在车联网方面的合作，积极应对汽车产业未来的发展方向和产业格局。此外，公司还将与中国移动、华为共同探讨“5G 联合创新”，在未来有望实现多方协同发展。2016 年公司的互联网 SUV 荣威 RX5 上市之后实现月均销售约 2 万辆，目前的单月销量依然保持在超过 1.5 万辆的水平，我们预计今年有望突破 20 万辆，成为公司自主品牌的核心产品。

◇ 公司携手宁德时代，完善新能源汽车领域产业结构

公司与宁德时代将在江苏常州溧阳成立两家合资公司，时代上汽动力电池有限公司和上汽时代动力电池系统有限公司。时代上汽注册资本 20 亿元，主要从事锂离子电池、锂聚合物电池等的开发、生产和销售及售后服务；上汽时代注册资本 3 亿元，主要从事动力电池系统的开发、生产及销售。规划建设动力电池总产能 36GWH（360 亿瓦时），总用地面积超过 2000 亩。其中，一期总投资约 100 亿元，占地面积约 800 亩，计划 2018 年底全面投产，形成 18GWH（180 亿瓦时）的产能。

上汽集团是国内较早涉足新能源汽车的公司，掌握了新能源汽车“电驱、电池、电控”三电核心技术。在新能源领域，推出了荣威 550、荣威 eRX5 等多款车型。宁德时代是目前国内最大动力电池制造商，目前宁德时代已建立了动力和储能电池领域完整的研发、制造体系，实现材料、电芯、电池系统、电池回收的全产业链布局。2016 年，宁德时代出货量达 6.8GWh（68 亿瓦时），在中国锂离子动力蓄电池相关市场，宁德时代的市场份额达到 20%-25%。

此次上汽集团和宁德时代的合作，由新能源整车向产业链上游拓展，未来有望实现产业的协同发展。同时，我们认为，公司与新能源动力电池巨头合作，有望保证公司在新能源汽车整车飞速发展情况下的电池供应和质量保证，对



于公司未来降低新能源汽车成本也大有好处。合资公司的成立为公司未来新能源汽车产业的发展提供了充足的保障。

✧ 自主销量保持高增长，合资保持高业绩贡献

截至 2017 年 5 月，公司自主品牌乘用车已经累计销售约 20 万辆，同比增加 119%，销量的快速增长主要受益于荣威 i6 上市之后的热销以及荣威 RX5 的持续高增长。此外，与荣威定位于家庭用乘用车不同，名爵主要定位于年轻时尚的客户群体，增加公司自主品牌定位市场的多样性。我们预计公司自主品牌将在下半年保持高速增长的趋势。

上汽大众目前产品线覆盖轿车，SUV 和 MPV 三个系列，并且在 2017 年 3 月途昂上市之后，也覆盖了目前收到热捧的七座 SUV。我们预计在新推出例如途观 L 及途昂等的大型乘用车之后，未来上汽大众在销量的快速增长的同时，产品结构也进一步改善（高价车占比提升）。上汽通用则覆盖了凯迪拉克，别克和雪佛兰三大品牌，产品覆盖从经济型乘用车到豪华乘用车。2016 年三大品牌中凯迪拉克的销量增速是最快的，达到 46% 的同比增幅，我们预计未来上海通用将仍然以别克为业绩核心支撑，稳步发展。

✧ 盈利预测

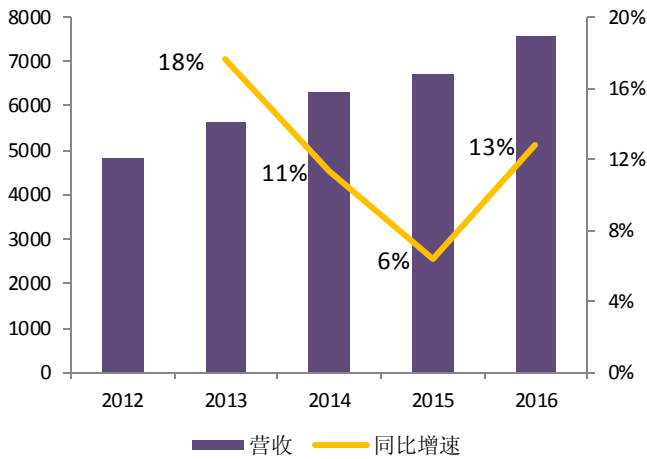
公司携手中国移动、华为和宁德时代，积极布局新能源汽车及智能驾驶之后，未来我们持续看好上汽集团。我们预计公司 2017/2018/2019 营业收入分别为 8454/9179/9803 亿元，归母净利润分别为 367.5/408.1/439.4 亿元，EPS 分别为 3.15/3.49/3.76 元，对应最新收盘价 PE 分别为 10x/9x/8x，综合考虑，给予 12 倍 PE，目标价“37.80 元”，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

2017 年汽车销量整体不及预期、新能源汽车推广不及预期。

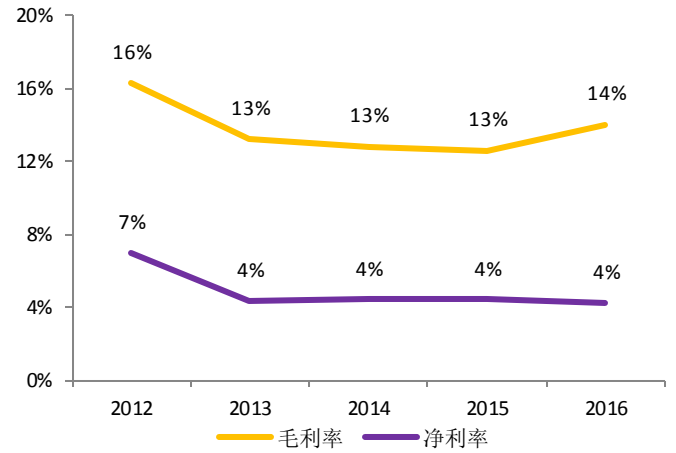


图表1: 2012-2016 年营收变动情况 (单位: 亿元)



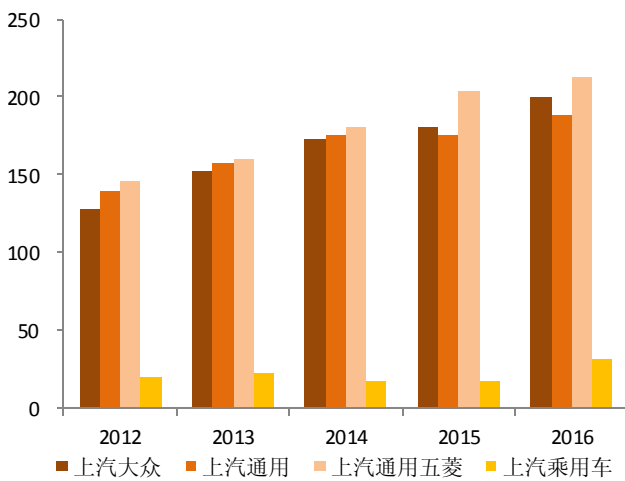
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表2: 2012-2016 年毛利率与净利率变动情况



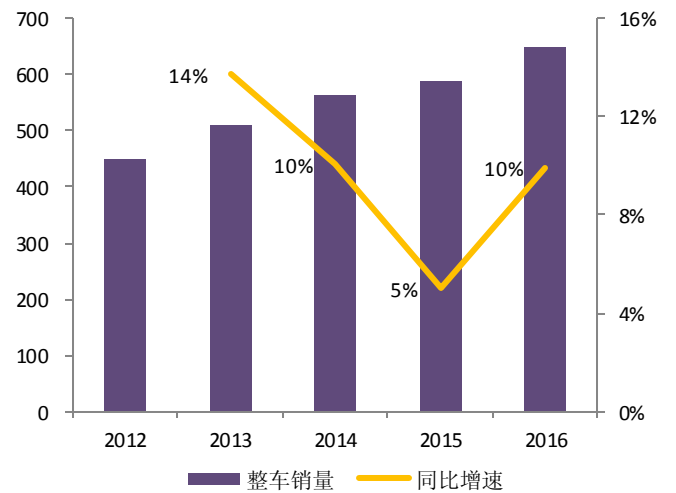
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表3: 自主与合资销量情况 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

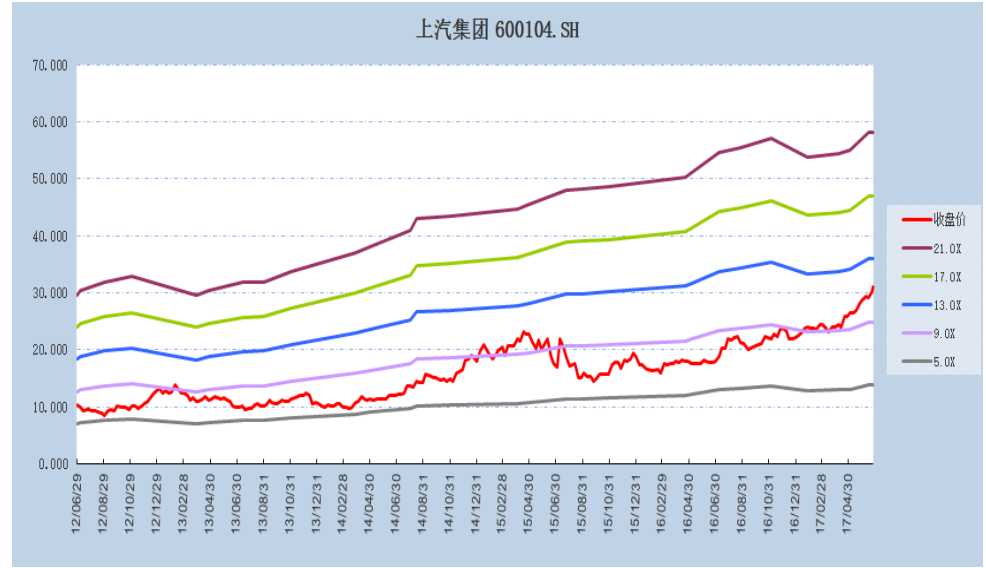
图表4: 整车销量变动情况 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

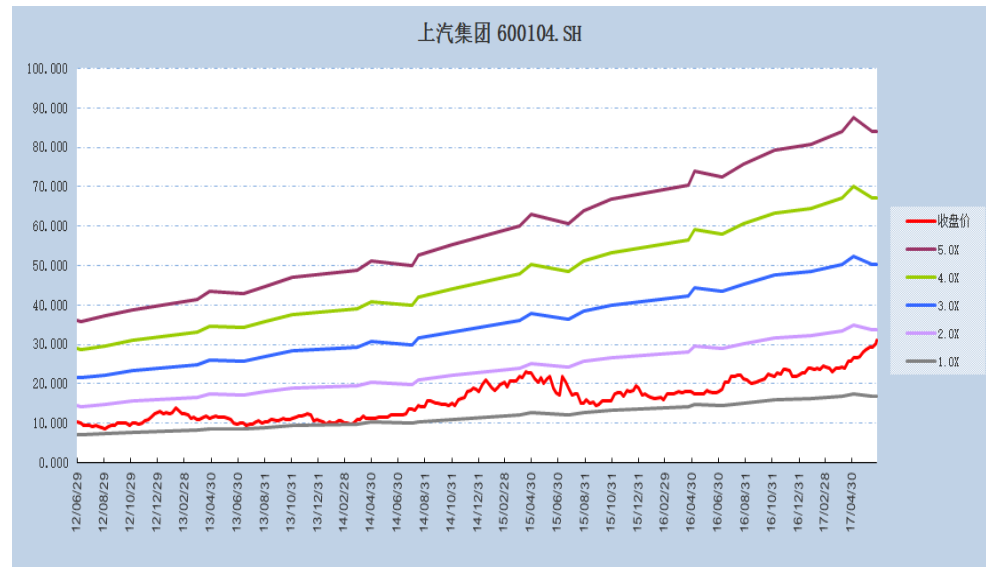


图表 5: P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 6: P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	330,946	380,587	418,646	452,138	经营活动现金流	11,377	13,652	15,700	18,055
现金	105,933	143,324	183,940	228,904	净利润	43,962	50,107	55,501	59,661
应收账款	30,662	33,728	36,427	39,341	折旧摊销	7,899	9,084	9,993	10,992
其它应收款	6,961	8,353	10,107	12,331	财务费用	-332	-371	-403	-431
预付账款	20,530	27,776	35,648	44,361	投资损失	-30,572	-33,629	-37,665	-39,925
存货	37,040	41,485	45,633	50,196	营运资金变动	21,201	5,020	-13,257	-25,521
其他	129,821	125,921	106,892	77,005	其它	-30,781	-16,558	1,532	13,279
非流动资产	259,683	285,651	317,072	358,292	投资活动现金流	26,437	31,724	34,896	38,386
长期投资	62,677	75,213	82,734	91,007	资本支出	17,266	20,720	25,900	32,374
固定资产	47,054	51,759	56,935	63,767	长期投资	62,677	75,213	82,734	91,007
无形资产	10,794	12,089	13,298	14,362	其他	-53,507	-64,208	-73,737	-84,996
其他	139,157	146,590	164,105	189,155	筹资活动现金流	-6,142	-7,984	-9,980	-11,477
资产总计	590,628	666,238	735,719	810,430	短期借款	8,728	9,601	10,369	10,887
流动负债	297,481	342,104	393,419	452,432	长期借款	4,286	5,143	5,915	6,802
短期借款	8,728	9,601	10,369	10,887	其他	-19,156	-22,728	-26,264	-29,167
应付账款	104,731	115,204	124,420	134,374	现金净增加额	31,672	37,392	40,616	44,964
其他	184,023	217,299	258,630	307,171					
非流动负债	58,050	66,758	72,099	76,424	主要财务比率				
长期借款	4,286	5,143	5,915	6,802		2016	2017E	2018E	2019E
其他	53,764	61,615	66,184	69,623	成长能力				
负债合计	355,532	408,862	465,518	528,856	营业收入	13%	12%	9%	7%
少数股东权益	43,175	46,629	51,292	57,447	营业利润	11%	14%	11%	8%
归属母公司股东权益	191,921	210,747	218,908	224,126	归属母公司净利润	7%	15%	11%	8%
负债和股东权益	590,628	666,238	735,719	810,430	获利能力				
					毛利率	13.8%	14.2%	14.4%	14.3%
					净利率	4%	4%	4%	4%
					ROE	20%	20%	21%	22%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	60%	61%	63%	65%
					净负债比率				
					流动比率	111%	111%	106%	100%
					速动比率	99%	99%	95%	89%
					营运能力				
					总资产周转率	1.37	1.35	1.31	1.27
					应收账款周转率	25.22	26.26	26.17	25.88
					应付账款周转率	6.38	6.60	6.57	6.49
					每股指标(元)				
					每股收益	2.90	3.15	3.49	3.76
					每股经营现金	1.03	1.17	1.34	1.55
					每股净资产	21.32	22.03	23.13	24.10
					估值比率				
					P/E	8.08	9.78	8.81	8.18
					P/B	1.10	1.40	1.33	1.28
					EV/EBITDA	18.28	9.72	8.96	8.52

利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	756,416	845,436	917,907	980,275
营业成本	650,218	725,543	787,635	840,344
营业税金及附加	7,521	8,406	9,126	9,746
营业费用	47,503	53,094	57,645	61,562
管理费用	28,258	31,584	34,291	36,621
财务费用	-332	-371	-403	-431
资产减值损失	3,209	3,370	3,538	3,751
公允价值变动收益	-10	-10	-10	-10
投资净收益	30,572	33,629	37,665	39,925
营业利润	48,433	55,249	61,547	66,414
营业外收入	3,314	3,704	3,720	3,735
营业外支出	1,254	1,402	1,522	1,626
利润总额	50,492	57,551	63,745	68,523
所得税	6,530	7,443	8,245	8,863
净利润	43,962	50,107	55,501	59,661
少数股东损益	11,953	13,360	14,696	15,725
归属母公司净利润	32,009	36,747	40,805	43,936
EBITDA	27,798	64,333	71,540	77,406
EPS（元）	2.90	3.15	3.49	3.76

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com