

上汽集团（600104）：淡季不淡，销量稳定增长

审慎推荐（维持）

汽车

当前股价：30.78 元

报告日期：2017 年 7 月 05 日

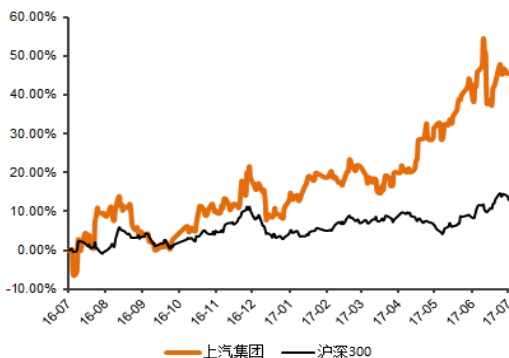
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	746,237	794,071	850,608	910,661
(+/-)	12.83%	6.41%	7.12%	7.06%
营业利润	48,415	48,922	54,244	59,004
(+/-)	25.77%	13.20%	21.68%	15.42%
归属母公司 净利润	32,009	37,215	41,466	45,594
(+/-)	7.43%	16.27%	11.42%	9.96%
EPS（元）	2.74	3.19	3.55	3.90
市盈率	11	10	9	8

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	117/110
流通市值（亿元）	3394
每股净资产（元）	18.45
资产负债率（%）	58.22

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

行业研究员：魏旭轶

执业证书编号：S1050513050001

电话：021-54967579

邮箱：weixk@cfsc.com.cn

联系人：杨靖磊

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

公司发布 6 月产销快报，6 月公司实现销量 51.7 万辆，同比增长 13.7%；上半年共实现销量 317.5 万辆，同比增长 5.8%。

● **淡季不淡，上汽大众销量超预期。**上汽大众 6 月实现销量 17.48 万辆，同比增长 19.71%，环比增长 14.94%，销量表现超预期。我们认为，上汽大众销量的强劲表现一方面由于公司前期去库存效果较好，轿车产品销量回暖所致；另一方面，大众全新 SUV 车型—途观 L、途昂、科迪亚克销量表现强劲，为公司贡献新的销售增量。预计下半年随着汽车消费旺季的到来，大众品牌将迎来销量的进一步提升，盈利能力有望显著增强。

● **上汽通用销量稳定，主力车型维持强劲表现。**6 月上汽通用实现销量 15.20 万辆，同比增长 3.79%，环比增长 7.56%，上半年累计销量达到 86.74 万辆，同比增长 3.97%。各主力车型销量维持强劲表现，其中，英朗、昂科威和 GL8 车型销量分别达到 3.58 万辆、1.61 万辆和 1.22 万辆。同时，豪华品牌凯迪拉克销量持续保持平稳增长。下半年，随着全新君威及 MPV 车型 GL6 的上市，上汽通用销量及盈利能力将持续改善。

● **自主品牌销量同比持续增长，环比下降。**上汽自主品牌 6 月销量达到 3.41 万辆，同比增长 83.16%，上半年累计销量达到 23.36 万辆，同比增长 112.99%。值得注意的是，上汽自主品牌 6 月销量环比下降 14.89%，主要由于热销车型荣威 RX5 销量环比下降所致。主力车型销量承压一方面归因于传统车市淡季的影响，另一方面也反映出国内紧凑级 SUV 市场日益激烈的市场竞争环境。目前上汽自主品牌处于全新产品周期之中，下半年将有全新 RX3、RX8 等新车型陆续上市，我们预计随着 8 月传统旺季的到来，上汽自主品牌销量仍将保持快速增长。

● **低估值高分红，公司长期投资价值显著。**公司本年度每股现金红利达到 1.65 元，分红率达到 60.23%，公司分红率已连续多年达到 50% 以上。按照分红公告当日收盘价计算，公司近三年股息率分别达到 7.25%、5.74% 和 6.50%，鉴于公司稳定的经营业绩，未来高股息率有望保持，公司长期投资价值显著。

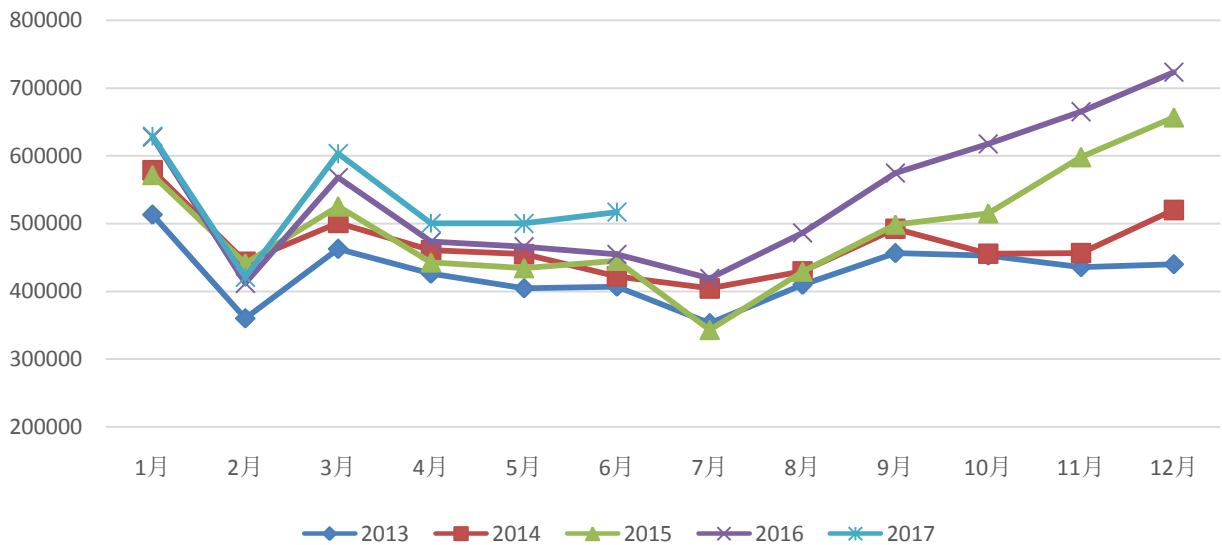
● **盈利预测与投资评级：**预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 7940.70、8506.08 和 9106.61 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 372.15、414.65 和 455.94 亿元，折合 EPS 分别为 3.19、3.55 和 3.90 元/股，对应于 7 月 4 日收盘价 30.78 元计算，市



盈率分别为 10、9 和 8 倍，鉴于公司合资品牌与自主品牌均处于全新产品周期之中，销量有望持续提升，未来业绩增长确定性较强。同时，公司连年保持高分红率，安全边际稳定，长期投资价值显著。我们维持公司“审慎推荐”的投资评级。

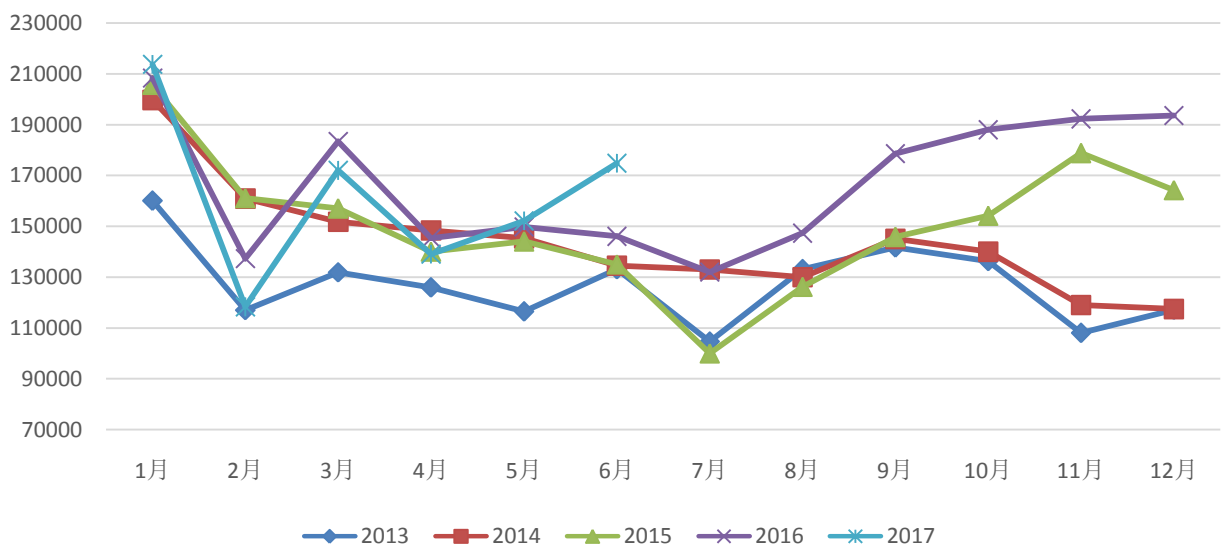
● **风险提示：**（1）汽车市场持续低迷；（2）新车销量不及预期

图表 1 上汽集团月度销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，华鑫证券研发部

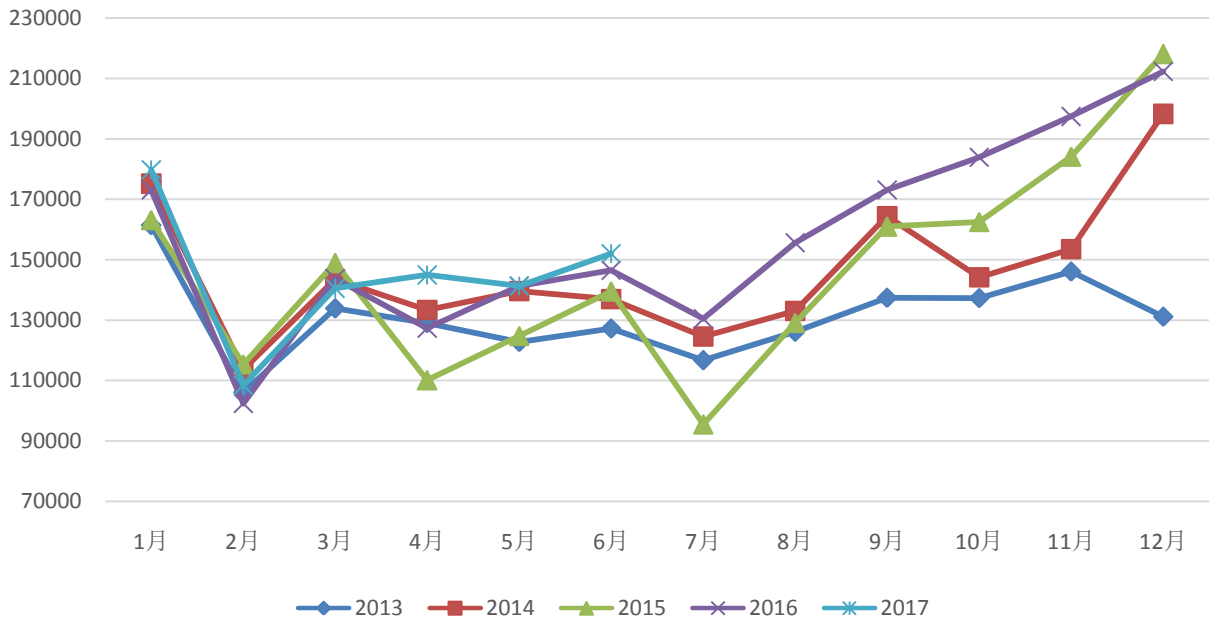
图表 2 上汽大众月度销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，华鑫证券研发部

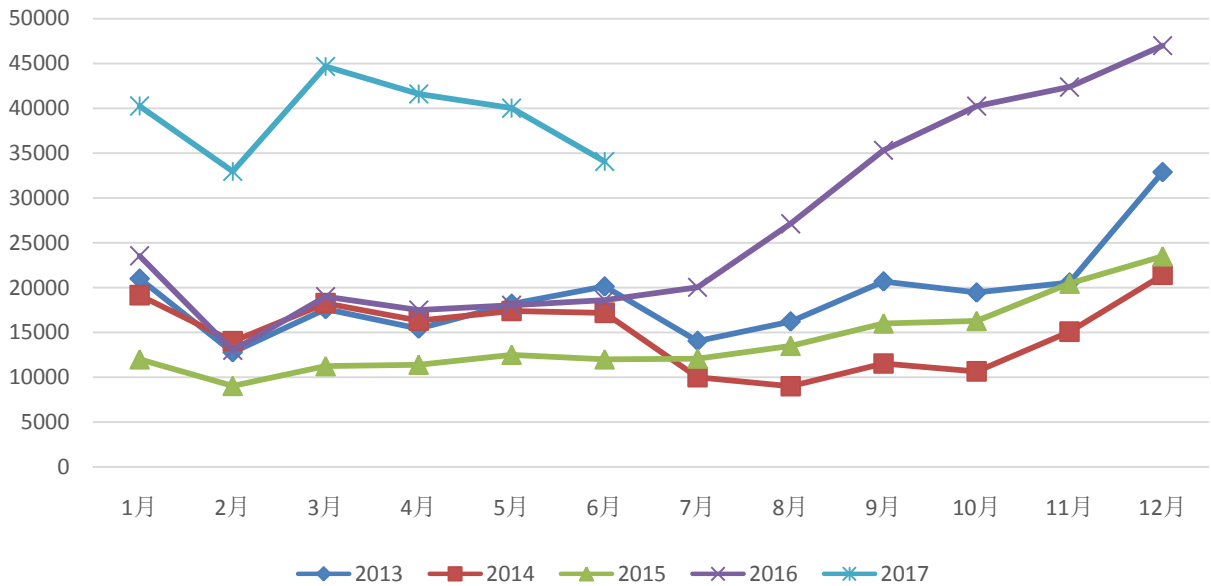


图表 3 上汽通用月度销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，华鑫证券研发部

图表 4 上汽乘用车月度销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，华鑫证券研发部



公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
资产					营业收入	746236.74	794070.52	850608.34	910661.29
货币资金	83921.90	55740.27	112258.17	95111.53	减: 营业成本	650218.11	691000.16	738242.98	788723.74
应收和预付款项	88190.93	99399.15	101420.73	113470.95	营业税金及附加	7520.72	7997.08	8208.37	8789.70
存货	37039.78	41902.53	42436.97	47669.63	销售费用	47503.42	50582.29	54098.69	57735.93
其他流动资产	97828.66	97828.66	97828.66	97828.66	管理费用	28258.36	29460.02	31302.39	33421.27
长期股权投资	62677.19	91389.69	121041.18	151662.60	财务费用	-332.32	-190.32	-740.84	-1183.77
投资性房地产	2546.83	2157.27	1767.71	1378.15	资产减值损失	3209.47	3012.50	2989.10	2976.50
固定资产和在建工程	60319.96	47089.11	33881.65	20686.79	加: 投资收益	30572.26	28712.50	29651.49	30621.42
无形资产和开发支出	11465.10	9621.98	7778.86	5935.75	公允价值变动损益	-10.02	-15.80	-17.90	-21.60
其他非流动资产	101821.25	101049.91	100278.58	100278.58	其他经营损益	7993.51	8016.38	8102.58	8206.17
资产合计	545811.60	546178.57	618692.51	634022.64	营业利润	48414.73	48921.87	54243.83	59003.91
负债					加: 其他非经营损益	2077.73	2224.06	2224.06	2224.06
短期借款	8728.15	0.00	0.00	0.00	利润总额	50492.46	51145.93	56467.89	61227.97
应付和预收款项	184515.00	163028.89	202225.37	181928.67	减: 所得税	6530.50	2918.40	3488.46	3981.66
长期借款	18446.12	18446.12	18446.12	18446.12	净利润	43961.96	48227.53	52979.43	57246.31
其他负债	0.00	0.00	92716.34	92716.34	减: 少数股东损益	11953.35	11012.50	11513.50	11652.10
负债合计	304405.61	274191.35	313387.83	293091.13	归属母公司净利润	32008.61	37215.03	41465.93	45594.21
所有者权益					主要财务指标				
股本	11025.57	11025.57	11025.57	11025.57	(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	39807.25	39807.25	39807.25	39807.25	营业收入	746236.74	794070.52	850608.34	910661.29
留存收益	141088.16	160656.88	182460.85	206435.58	增长率(%)	12.83%	6.41%	7.12%	7.06%
归属母公司股东权益	191920.98	211489.70	233293.66	257268.39	归母净利润	32008.61	37215.03	41465.93	45594.21
少数股东权益	43175.40	54187.90	65701.40	77353.50	增长率(%)	7.43%	16.27%	11.42%	9.96%
股东权益合计	235096.37	265677.59	298995.06	334621.89	每股收益(EPS)	2.74	3.19	3.55	3.90
负债和股东权益合计	539501.98	539868.95	612382.89	627713.02	每股经营现金流	0.98	-0.34	6.29	0.11
现金流量表					销售毛利率	12.87%	12.98%	13.21%	13.39%
(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	5.89%	6.07%	6.23%	6.29%
经营性现金净流量	11407.71	-4003.27	73435.35	1289.09	净资产收益率(ROE)	0.17	0.18	0.18	0.18
投资性现金净流量	26436.50	1919.13	1917.03	1913.33	市盈率(P/E)	11.24	9.66	8.67	7.89
筹资性现金净流量	-6141.75	-26097.49	-18834.48	-20349.07	市净率(P/B)	1.87	1.70	1.54	1.40
现金流量净额	32008.45	-28181.63	56517.90	-17146.64	股息率(分红/股价)	4.17%	4.91%	5.47%	6.01%

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



研究员简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：机械行业

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：（+86 21）64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>