

上汽集团 (600104) 7月销量点评

证券研究报告

2017年08月06日

合资产品结构持续优化 自主竞争中脱颖而出

事件

公司发布 2017 年 7 月产销快报：单月销售汽车 45.5 万辆，同比+8.5%；其中，上汽乘用车销售 3.7 万辆，同比+85.2%；上汽大众销售 13.2 万辆，与去年同期持平；上汽通用销售 14.3 万辆，同比+9.7%；上汽通用五菱销售 13.0 万辆，同比+3.2%。17 年上半年汽车累计销售 362.9 万辆，同比+6.1%。

点评

合资品牌“大众+通用”销量不减，均实现产品结构提升，驱动业绩增长。

1) 上汽大众 7 月销量同比持平，但是单车均价更高的 SUV 占比提升明显。根据乘联会公布的 7 月数据显示，主力产品途观 L 销量稳定在 2 万辆以上（产品升级、尺寸加大市场满意度极高），途昂预计已爬坡至产能上限（8,148 辆，大 7 座 SUV 在高端 SUV 市场尤其是 35-55 万元级别独领风骚），斯柯达科迪亚克销量接近 6 千辆（20 万元级别大型 SUV 性价比奠定核心竞争力）。7 月 SUV 占比达 27.2%（去年同期约为 11%，销量达千辆及以上仅途观一款），产品结构随 SUV 份额上升，总体利润率还有向上空间；

2) 上汽通用高端产品持续热销，轿车产品线丰富。轿车方面，别克全新君威、君越爬坡平稳，销量分别达 2,068/6,769 辆，预计在三季度末或四季度初有望突破万辆大关；雪佛兰科沃兹作为 17 年轿车增量车型，产品能力受终端认可，连续数月稳定在万辆以上。同时，通用产品结构高端化延续：

a) 凯迪拉克单月销量 1.2 万辆（同比+171%），国产化进程仍在加速，未来 1-2 年新车规划缜密；b) 全新别克 GL8 平均单价上调至 30 万元左右，满满做（7 月 1.1 万辆，同比+81%），盈利水平再上新台阶，产品量利齐增。

上汽乘用车 RX5 促销效果显著，行业竞争依然激烈。上汽自主 7 月 3.7 万辆（同比+85.2%，环比+8.8%）。1) 主力产品荣威 RX5 的销月量 1.8 万辆，复苏主要源于公司 6 月及时根据市场竞争情况实行降价促销（6 月底终端优惠 1 万元左右），三季度在车市逐步回暖临近“金九银十”黄金期的背景下，销量有望重新登上 2 万辆水平；同时，配合新能源车型 ERX5/eRX5 多地销售（ERX5 已进入北京目录），一线城市贡献可观增量（两款新能源车型 6 月单月销量 2 千辆不到）；2) 荣威 i6/名爵 ZS 月销量分别为 6 千/5 千辆，在自主细分领域内（中型轿车、小型 SUV）保持前三地位。自主品牌顶住行业竞争压力，足显雄厚实力，预计全年销量增速 80%+。

上汽乘用车 RX5 促销效果显著，行业竞争依然激烈。上汽自主 7 月 3.7 万辆（同比+85.2%，环比+8.8%）。1) 主力产品荣威 RX5 的销月量 1.8 万辆，复苏主要源于公司 6 月及时根据市场竞争情况实行降价促销（6 月底终端优惠 1 万元左右），三季度在车市逐步回暖临近“金九银十”黄金期的背景下，销量有望重新登上 2 万辆水平；同时，配合新能源车型 ERX5/eRX5 多地销售（ERX5 已进入北京目录），一线城市贡献可观增量（两款新能源车型 6 月单月销量 2 千辆不到）；2) 荣威 i6/名爵 ZS 月销量分别为 6 千/5 千辆，在自主细分领域内（中型轿车、小型 SUV）保持前三地位。自主品牌顶住行业竞争压力，足显雄厚实力，预计全年销量增速 80%+。

投资建议

公司是国内乘用车领域当之无愧的龙头，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（目前股价对应 5.6%），预计 17-19 年 EPS 分别为 3.10/3.40/3.93 元，对应 PE 为 9/9/7 倍。考虑自主的高成长性及合资公司稳定收益，给予 17 年 11 倍左右 PE，目标价 34.32 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	821,980.42	891,252.10	985,227.99
增长率(%)	6.42	12.82	8.67	8.43	10.54
EBITDA(百万元)	51,700.96	57,771.03	58,360.47	64,010.81	76,125.67
净利润(百万元)	29,793.79	32,008.61	36,201.47	39,679.26	45,923.84
增长率(%)	6.51	7.43	13.10	9.61	15.74
EPS(元/股)	2.55	2.74	3.10	3.40	3.93
市盈率(P/E)	11.50	10.70	9.46	8.63	7.46
市净率(P/B)	1.96	1.78	1.61	1.47	1.34
市销率(P/S)	0.51	0.45	0.42	0.38	0.35
EV/EBITDA	1.22	0.90	2.17	1.45	1.15

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	29.32 元
目标价格	34.32 元
上次目标价	34.32 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)	342,559.09
流通 A 股市值(百万元)	323,269.61
每股净资产(元)	18.45
资产负债率(%)	58.22
一年内最高/最低(元)	32.84/20.93

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

- 《上汽集团-公司点评:上汽大众销量超预期 自主品牌短期价格战打响》 2017-07-04
- 《上汽集团-公司点评:自主品牌维持翻倍增速 合资品牌 SUV 新品成为增长引擎》 2017-06-07
- 《上汽集团-公司点评:4 月自主继续向上 大众期待新车型放量》 2017-05-07

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	123,297.06	159,279.56	176,269.07
应收账款	34,413.27	37,622.81	44,575.24	44,549.97	59,446.31
预付账款	13,388.65	20,529.66	14,879.71	23,238.98	18,615.53
存货	37,243.44	37,039.78	50,505.68	42,912.64	60,386.35
其他	112,212.67	129,820.78	149,705.62	141,178.48	162,467.08
流动资产合计	269,930.70	330,945.56	382,963.31	411,159.64	477,184.35
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	658,750.51	703,966.39	789,611.83
短期借款	4,908.35	8,728.15	13,135.14	6,374.00	6,293.00
应付账款	137,681.41	150,098.35	180,389.08	175,385.32	215,256.73
其他	115,078.07	138,654.88	135,830.82	153,570.31	153,898.21
流动负债合计	257,667.82	297,481.37	329,355.05	335,329.63	375,447.94
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	388,515.67	398,461.09	441,462.96
少数股东权益	35,788.55	43,175.40	57,253.75	72,684.57	92,366.22
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	201,297.63	221,137.26	244,099.19
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	270,234.84	305,505.29	348,148.86
负债和股东权益总	511,630.69	590,628.14	658,750.51	703,966.39	789,611.83

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40,073.97	43,961.96	36,201.47	39,679.26	45,923.84
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	(284.59)	(788.23)	(1,415.60)
投资损失	(29,663.13)	(30,572.26)	(32,100.88)	(33,063.90)	(34,717.10)
营运资金变动	13,383.49	2,906.03	(2,308.00)	24,654.53	(5,243.22)
其它	(4,809.68)	(13,557.89)	13,512.80	15,692.47	19,700.73
经营活动现金流	25,992.57	11,376.93	18,669.11	50,742.79	29,900.70
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)	(5,503.37)	(12,278.20)
投资活动现金流	(13,736.86)	26,436.50	11,833.07	9,117.41	7,438.61
债权融资	19,489.52	35,847.89	37,541.83	32,667.90	33,904.57
股权融资	2,940.03	1,458.18	3,524.41	1,116.31	1,703.53
其他	(44,786.41)	(43,447.82)	(54,203.89)	(57,661.91)	(55,957.90)
筹资活动现金流	(22,356.87)	(6,141.75)	(13,137.65)	(23,877.70)	(20,349.80)
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	17,376.55	35,997.85	17,004.72

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	821,980.42	891,252.10	985,227.99
营业成本	585,832.88	650,218.11	708,187.34	762,373.71	837,090.11
营业税金及附加	5,598.40	7,520.72	8,219.80	8,912.52	9,852.28
营业费用	35,537.52	47,503.42	49,318.83	56,148.88	62,069.36
管理费用	24,275.28	28,258.36	29,591.30	33,867.58	36,453.44
财务费用	(231.19)	(332.32)	(284.59)	(788.23)	(1,415.60)
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	33,079.25	34,732.31
其他	(56,394.25)	(58,975.10)	(63,094.70)	(66,681.80)	(69,502.79)
营业利润	43,588.03	48,433.00	54,996.77	60,230.38	71,889.24
营业外收入	3,666.66	3,313.77	3,976.52	4,374.17	4,724.10
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	57,748.82	63,296.62	75,351.11
所得税	5,735.71	6,530.50	7,469.01	8,186.54	9,745.62
净利润	40,073.97	43,961.96	50,279.82	55,110.08	65,605.49
少数股东损益	10,280.18	11,953.35	14,078.35	15,430.82	19,681.65
归属于母公司净利润	29,793.79	32,008.61	36,201.47	39,679.26	45,923.84
每股收益(元)	2.55	2.74	3.10	3.40	3.93

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.42%	12.82%	8.67%	8.43%	10.54%
营业利润	8.07%	11.12%	13.55%	9.52%	19.36%
归属于母公司净利润	6.51%	7.43%	13.10%	9.61%	15.74%
获利能力					
毛利率	12.62%	14.04%	13.84%	14.46%	15.04%
净利率	4.44%	4.23%	4.40%	4.45%	4.66%
ROE	17.01%	16.68%	17.00%	17.04%	17.95%
ROIC	115.92%	1048.37%	-326.13%	-1945.51%	-357.20%
偿债能力					
资产负债率	58.78%	60.20%	58.98%	56.60%	55.91%
净负债率	59.18%	88.71%	79.10%	74.52%	59.32%
流动比率	1.05	1.11	1.16	1.23	1.27
速动比率	0.90	0.99	1.01	1.10	1.11
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	18.78	19.08	19.08
总资产周转率	1.45	1.37	1.32	1.31	1.32
每股指标(元)					
每股收益	2.55	2.74	3.10	3.40	3.93
每股经营现金流	2.22	0.97	1.60	4.34	2.56
每股净资产	14.99	16.43	18.23	19.93	21.89
估值比率					
市盈率	11.50	10.70	9.46	8.63	7.46
市净率	1.96	1.78	1.61	1.47	1.34
EV/EBITDA	1.22	0.90	2.17	1.45	1.15
EV/EBIT	1.37	1.03	2.32	1.56	1.24

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com