

2017年10月11日

上汽集团 (600104.SH)

公司快报

汽车 | 乘用车 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6个月目标价 36.40元
 股价(2017-10-10) 30.49元

交易数据

总市值(百万元) 356,228.74
 流通市值(百万元) 336,169.53
 总股本(百万股) 11,683.46
 流通股本(百万股) 11,025.57
 12个月价格区间 21.96/32.84元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 升幅% | | | |
| 相对收益 | 3.82 | -8.27 | 34.58 |
| 绝对收益 | 4.35 | -3.14 | 47.17 |

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

刘文婷
 liuwenting@huajinsec.cn
 021-20377055

合资自主齐发力，9月销量增长再超预期

投资要点

- ◆ **“金九”交出满意答卷，销量同比增长 15.78%，远高于前 8 月增速 6.36%，超市场预期。**公司发布 9 月销量数据：集团合计销量 66.53 万辆，同比增长 15.78%，远高于前 8 月同比增速 6.36%，超市场预期。其中上汽大众销量 21.86 万辆，同比增长 22.39%；上汽通用销量 18.67 万辆，同比增长 7.88%；上汽通用五菱销量 19.06 万辆，同比 8.82%；自主品牌乘用车销量 5.00 万辆，同比增长 41.64%；上汽依维柯红岩商用车销量 3610 辆，同比增长 360.64%。1-9 月公司累计销量 482.14 万辆，同比增长 7.57%，较 1-8 月提升 1.21 个百分点，增速继续攀升。新车型周期带来的催化效应和自主品牌乘用车的持续高增长，使得“金九”旺季成色十足，我们预计今年接下来的几个月公司销量增速有望持续保持在较高水平。
- ◆ **合资企业上汽大众绽放异彩，上汽通用稳健增长。**公司两大合资品牌上汽大众与上汽通用 9 月销量分别同比增长 22.39% 和 7.88%，较前 8 月有所加快。其中上汽大众在新车型途观 L、途昂、科迪亚克的带动下销量提升明显，并有望维持较高的增长水平；上汽通用别克 GL8、凯迪拉克等多车型持续获得市场认可，助其销量稳健增长，即将上市的别克 GL6 等新车型有望加快未来几个月销量增长。
- ◆ **自主品牌乘用车 9 月销量破 5 万，创历史最高。**自主品牌乘用车 9 月销售 5.00 万辆，同比增长 41.64%，1-9 月累计销量为 36.14 万辆，同比增长高达 88.08%。由于荣威 RX5、i6 和名爵 MG3 的持续热销，公司销量和增速已经创历史新高，预计接下来在即将上市新车型名爵 MG6 和新能源车型 eRX5 的联合助力下，自主品牌乘用车有望实现全年 60 万辆左右的销量目标，并实现扭亏为盈。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 3.03 元、3.35 元和 3.63 元，净资产收益率分别为 16.7%、16.7% 和 16.9%。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 36.40 元，相当于 2018 年 11 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**国内汽车销量增速不及预期；公司自主及合资新车推广不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 主营收入(百万元) | 670,448.2 | 756,416.2 | 837,788.8 | 926,076.9 | 1,015,453.2 |
| 同比增长(%) | 6.4% | 12.8% | 10.8% | 10.5% | 9.7% |
| 营业利润(百万元) | 43,588.0 | 48,433.0 | 53,177.7 | 59,054.1 | 64,397.3 |
| 同比增长(%) | 8.1% | 11.1% | 9.8% | 11.1% | 9.0% |
| 净利润(百万元) | 29,793.8 | 32,008.6 | 35,385.0 | 39,161.5 | 42,409.4 |
| 同比增长(%) | 6.5% | 7.4% | 10.5% | 10.7% | 8.3% |
| 每股收益(元) | 2.55 | 2.74 | 3.03 | 3.35 | 3.63 |
| PE | 12.3 | 11.4 | 10.3 | 9.3 | 8.6 |
| PB | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

相关报告

- 上汽集团：自主发力合资稳健，业绩增长符合预期 2017-08-30
- 上汽集团：自主热销合资稳健，7 月销量淡季不淡 2017-08-08
- 上汽集团：大象共舞，开创新能源汽车发展新模式 2017-06-20
- 上汽集团：自主和合资新车型上量有望促业绩增长加速 2017-05-04

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 670,448.2 | 756,416.2 | 837,788.8 | 926,076.9 | 1,015,453.3 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 585,832.9 | 650,218.1 | 723,484.5 | 798,894.5 | 877,010.6 | 营业收入增长率 | 6.4% | 12.8% | 10.8% | 10.5% | 9.7% |
| 营业税费 | 5,598.4 | 7,520.7 | 7,372.5 | 7,686.4 | 8,225.2 | 营业利润增长率 | 8.1% | 11.1% | 9.8% | 11.1% | 9.0% |
| 销售费用 | 35,537.5 | 47,503.4 | 49,429.5 | 54,453.3 | 57,880.8 | 净利润增长率 | 6.5% | 7.4% | 10.5% | 10.7% | 8.3% |
| 管理费用 | 24,275.3 | 28,258.4 | 30,998.2 | 33,338.8 | 35,540.9 | EBITDA 增长率 | 12.8% | 11.8% | 1.3% | 11.6% | 8.2% |
| 财务费用 | -231.2 | -332.3 | -226.3 | -65.2 | -576.4 | EBIT 增长率 | 11.4% | 9.9% | 5.3% | 11.4% | 8.2% |
| 资产减值损失 | 2,848.2 | 3,209.5 | 3,000.0 | 3,000.0 | 3,000.0 | NOPLAT 增长率 | 5.4% | 10.4% | 10.0% | 11.4% | 8.2% |
| 加:公允价值变动收益 | -285.5 | -10.0 | -570.6 | 270.0 | 10.2 | 投资资本增长率 | -87.8% | -466.1 | -39.4% | -32.5% | 158.1% |
| 投资和汇兑收益 | 29,678.9 | 30,590.5 | 30,018.0 | 30,015.0 | 30,015.0 | 净资产增长率 | 14.0% | 11.5% | 13.8% | 13.9% | 10.4% |
| 营业利润 | 43,588.0 | 48,433.0 | 53,177.7 | 59,054.1 | 64,397.3 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 2,221.6 | 2,059.5 | 2,212.0 | 2,164.4 | 2,145.3 | 毛利率 | 12.6% | 14.0% | 13.6% | 13.7% | 13.6% |
| 利润总额 | 45,809.7 | 50,492.5 | 55,389.8 | 61,218.4 | 66,542.6 | 营业利润率 | 6.5% | 6.4% | 6.3% | 6.4% | 6.3% |
| 减:所得税 | 5,735.7 | 6,530.5 | 7,200.7 | 7,958.4 | 8,650.5 | 净利润率 | 4.4% | 4.2% | 4.2% | 4.2% | 4.2% |
| 净利润 | 29,793.8 | 32,008.6 | 35,385.0 | 39,161.5 | 42,409.4 | EBITDA/营业收入 | 7.7% | 7.6% | 7.0% | 7.0% | 6.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 6.8% | 6.6% | 6.3% | 6.4% | 6.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 资产负债率 | 58.8% | 60.2% | 61.1% | 57.9% | 56.9% |
| 货币资金 | 72,672.7 | 105,932.5 | 167,557.8 | 185,215.4 | 223,399.7 | 负债权益比 | 142.6% | 151.2% | 156.9% | 137.4% | 132.0% |
| 交易性金融资产 | 1,221.1 | 1,559.8 | 986.7 | 1,255.9 | 1,267.4 | 流动比率 | 1.05 | 1.11 | 1.14 | 1.20 | 1.27 |
| 应收帐款 | 34,413.3 | 37,622.8 | 36,847.3 | 45,470.6 | 44,791.9 | 速动比率 | 0.90 | 0.99 | 1.02 | 1.07 | 1.13 |
| 应收票据 | 36,274.0 | 30,038.5 | 44,431.7 | 37,886.3 | 52,376.2 | 利息保障倍数 | -197.88 | -151.32 | -233.99 | -904.64 | -110.72 |
| 预付帐款 | 13,388.7 | 20,529.7 | 19,663.9 | 24,719.1 | 24,003.7 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 37,243.4 | 37,039.8 | 43,347.4 | 45,418.7 | 56,899.2 | 固定资产周转天数 | 19 | 20 | 23 | 24 | 22 |
| 其他流动资产 | 74,717.6 | 98,222.6 | 104,000.0 | 105,629.0 | 103,671.0 | 流动营业资本周转天数 | -36 | -45 | -48 | -44 | -41 |
| 可供出售金融资产 | 65,495.0 | 50,484.7 | 50,809.3 | 55,596.4 | 52,296.8 | 流动资产周转天数 | 136 | 143 | 161 | 168 | 169 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 16 | 17 | 16 | 16 | 16 |
| 长期股权投资 | 59,019.7 | 62,677.2 | 65,677.2 | 68,677.2 | 71,677.2 | 存货周转天数 | 20 | 18 | 17 | 17 | 18 |
| 投资性房地产 | 2,685.0 | 2,546.8 | 2,496.8 | 2,446.8 | 2,396.8 | 总资产周转天数 | 249 | 262 | 275 | 274 | 266 |
| 固定资产 | 38,690.6 | 47,053.9 | 59,382.2 | 62,789.6 | 63,325.4 | 投资资本周转天数 | 10 | -3 | -5 | -3 | -4 |
| 在建工程 | 11,856.3 | 13,266.1 | 10,686.2 | 9,189.0 | 7,511.2 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 8,360.9 | 10,794.1 | 10,614.6 | 10,155.2 | 9,615.8 | 销售费用率 | 5.3% | 6.3% | 5.9% | 5.9% | 5.7% |
| 其他非流动资产 | 55,592.6 | 72,859.8 | 70,656.3 | 68,738.4 | 66,797.6 | 管理费用率 | 3.6% | 3.7% | 3.7% | 3.6% | 3.5% |
| 资产总额 | 511,630.7 | 590,628.1 | 687,157.4 | 723,187.5 | 780,030.0 | 财务费用率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | -0.1% |
| 短期债务 | 4,908.3 | 8,728.2 | 47,769.9 | 51,678.0 | 46,082.2 | 三费/营业收入 | 8.9% | 10.0% | 9.6% | 9.5% | 9.1% |
| 应付帐款 | 137,681.4 | 150,098.3 | 175,469.7 | 166,279.6 | 208,886.1 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | 7,282.8 | 11,740.9 | 8,355.9 | 9,397.3 | 7,655.7 | ROE | 17.0% | 16.7% | 16.7% | 16.7% | 16.9% |
| 其他流动负债 | 107,795.3 | 126,914.0 | 133,951.0 | 145,201.8 | 135,219.4 | ROA | 7.8% | 7.4% | 7.0% | 7.4% | 7.4% |
| 长期借款 | 1,398.8 | 4,286.0 | 9,145.8 | - | - | ROIC | 116.0% | 1049.5 | -315.3 | -579.4 | -929.2 |
| 其他非流动负债 | 41,646.8 | 53,764.4 | 45,000.0 | 46,000.0 | 46,000.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 300,713.4 | 355,531.8 | 419,692.2 | 418,556.7 | 443,843.3 | DPS(元) | 1.28 | 1.56 | 1.60 | 1.79 | 1.97 |
| 少数股东权益 | 35,788.5 | 43,175.4 | 55,979.5 | 70,078.1 | 85,560.7 | 分红比率 | 50.3% | 56.8% | 52.8% | 53.3% | 54.3% |
| 股本 | 11,025.6 | 11,025.6 | 11,683.5 | 11,683.5 | 11,683.5 | 股息收益率 | 4.1% | 5.0% | 5.1% | 5.7% | 6.3% |
| 留存收益 | 152,065.7 | 168,854.8 | 199,802.2 | 222,869.2 | 238,942.6 | | | | | | |
| 股东权益 | 210,917.3 | 235,096.4 | 267,465.1 | 304,630.8 | 336,186.8 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EPS(元) | 2.55 | 2.74 | 3.03 | 3.35 | 3.63 |
| 现金流量表 | | | | | | BVPS(元) | 14.99 | 16.43 | 18.10 | 20.08 | 21.45 |
| 净利润 | 40,074.0 | 43,962.0 | 35,385.0 | 39,161.5 | 42,409.4 | PE(X) | 12.3 | 11.4 | 10.3 | 9.3 | 8.6 |
| 加:折旧和摊销 | 6,114.3 | 7,767.0 | 5,431.0 | 6,149.2 | 6,681.4 | PB(X) | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 资产减值准备 | 2,848.2 | 3,209.5 | - | - | - | P/FCF | 6.0 | 5.5 | 5.3 | 13.4 | 8.3 |
| 公允价值变动损失 | 285.5 | 10.0 | -570.6 | 270.0 | 10.2 | P/S | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 财务费用 | 764.2 | 739.8 | -226.3 | -65.2 | -576.4 | EV/EBITDA | 3.4 | 2.4 | 2.5 | 1.9 | 1.4 |
| 投资损失 | -29,663.1 | -30,572.3 | -30,000.0 | -30,000.0 | -30,000.0 | CAGR(%) | 9.9% | 9.6% | 8.0% | 9.9% | 9.6% |
| 少数股东损益 | 10,280.2 | 11,953.4 | 12,804.1 | 14,098.6 | 15,482.6 | PEG | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 0.9 | 0.9 |
| 营运资金的变动 | -12,714.4 | -8,636.0 | 4,593.6 | -1,561.9 | 7,746.3 | ROIC/WACC | 12.4 | 112.2 | -33.7 | -62.0 | -99.4 |
| 经营活动产生现金流量 | 25,992.6 | 11,376.9 | 27,416.8 | 28,052.2 | 41,753.5 | | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -13,736.9 | 26,436.5 | 9,909.5 | 14,624.6 | 29,826.4 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -22,356.9 | -6,141.7 | 24,298.9 | -25,019.2 | -33,395.6 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn