

上汽集团（600104）：车市旺季到来，龙头地位凸显

审慎推荐（维持）

汽车

当前股价：31.74 元

报告日期：2017 年 10 月 12 日

主要财务指标（单位：百万元）

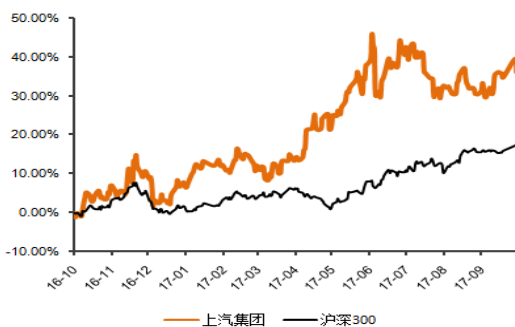
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 746,237 | 794,071 | 850,608 | 910,661 |
| (+/-) | 12.83% | 6.41% | 7.12% | 7.06% |
| 营业利润 | 48,415 | 48,922 | 54,244 | 59,004 |
| (+/-) | 25.77% | 13.20% | 21.68% | 15.42% |
| 归属母公司 净利润 | 32,009 | 37,215 | 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 | 12 | 10 | 9 | 8 |

公司基本情况（最新）

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/已流通股（亿股） | 116.83/110.26 |
| 流通市值（亿元） | 3499.51 |
| 每股净资产（元） | 17.62 |
| 资产负债率（%） | 61.34 |

股价表现（最近一年）

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师：徐鹏

执业证书编号：S1050516020001

邮箱：xupeng@cfsc.com.cn

电话：021-54967573

联系人：杨靖磊

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

公司发布 9 月产销快报，9 月公司实现销量 66.53 万辆，同比增长 15.78%；1-9 月共实现销量 482.14 万辆，同比增长 7.57%。

● **旺季到来，上汽大众表现亮眼。**9 月上汽大众实现销量 21.86 万辆，同比增长 22.39%，环比增长 43.92%，销量增幅显著。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，朗逸、凌渡等轿车产品销售持续向好所致；另一方面，公司新款 SUV 车型—途观 L、途昂、科迪亚克销量表现强劲，不断为公司贡献新的销售增量。四季度随着汽车消费旺季的到来，预计大众品牌将迎来销量的进一步提升，同时，由于途昂等 SUV 车型单车利润较高，公司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。**9 月上汽通用实现销量 18.67 万辆，同比增长 7.88%，环比增长 13.24%，上半年累计销量达到 136.21 万辆，同比增长 5.31%。英朗、昂科威和 GL8 等各主力车型销量继续保持强劲，其中 GL8 单月销量达到 1.4 万辆，持续领跑国内中高端 MPV 市场。同时，豪华品牌凯迪拉克销量表现强劲，9 月销量突破 1.6 万辆，带动公司产品结构持续改善。四季度，随着全新君威上市后销量的逐步释放以及全新 MPV 车型 GL6 的上市，上汽通用销量及盈利能力有望不断提升。

● **自主品牌单月销量突破 5 万，同比持续高速增长。**上汽自主品牌 9 月销量达到 5.00 万辆，同比增长 41.65%，环比增长 23.02%。荣威 RX5 单月销量再次达到 2.5 万辆以上，其中，纯电动车型 ERX5 在 7 月进入北京补贴目录后，订单饱满，显著带动荣威车型销量增长。纯电动版荣威 ERX5 续航里程达到 425KM，并支持快速充电技术，补贴后价格在 19-22 万元之间，具备较高的竞争力，未来销量值得期待。目前上汽自主品牌处于全新产品周期之中，未来将有全新 RX3、RX8 等车型陆续上市，随着旺季的到来，上汽自主品牌销量仍将保持快速增长。

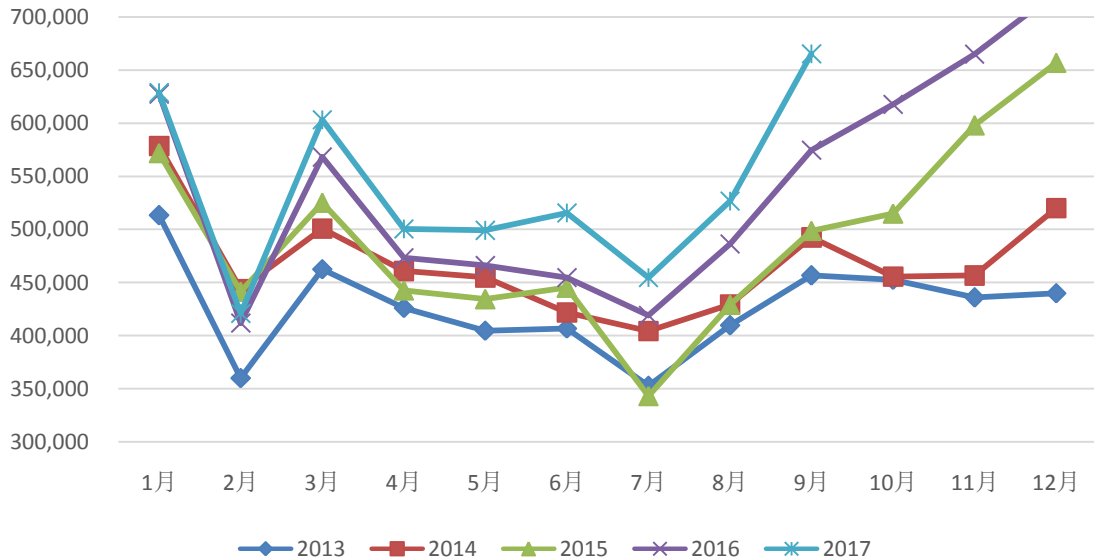
● **盈利预测与投资评级：**预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 7940.70、8506.08 和 9106.61 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 372.15、414.66 和 455.94 亿元，折合 EPS 分别为 3.19、3.55 和 3.90 元/股，对应于 10 月 11 日收盘价 31.74 元计算，市盈率分别为 10、9 和 8 倍，鉴于公司合资品牌与自主品牌均处于全新产品周期之中，销量有望持续提升，未来业绩增长确定性较强。同时，公司连年保持高分红率，安全边际稳定，长期



投资价值显著。我们维持公司“审慎推荐”的投资评级。

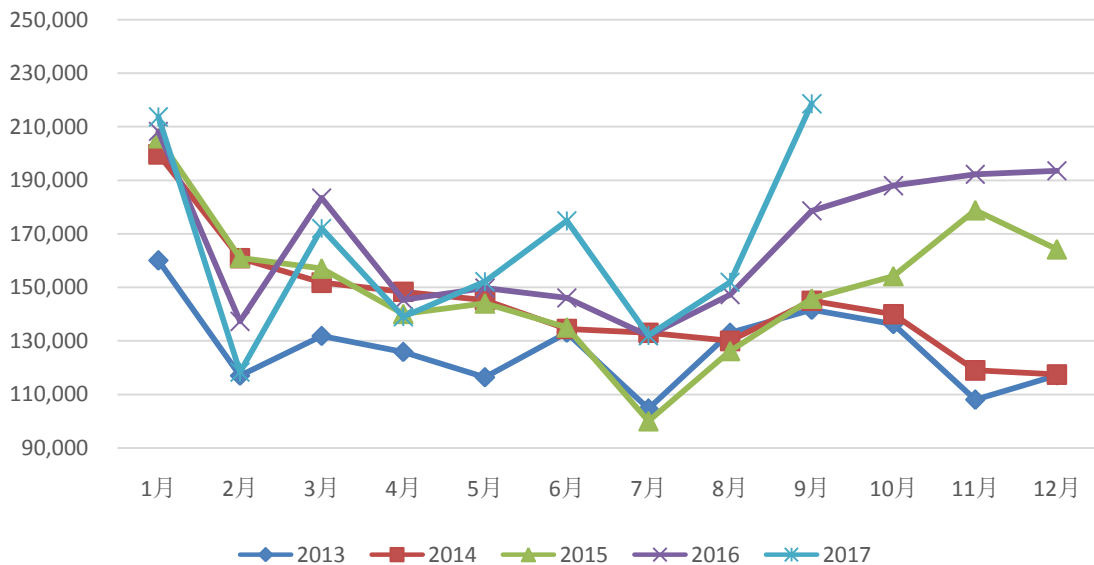
- **风险提示：**（1）汽车市场持续低迷；（2）新车销量不及预期

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

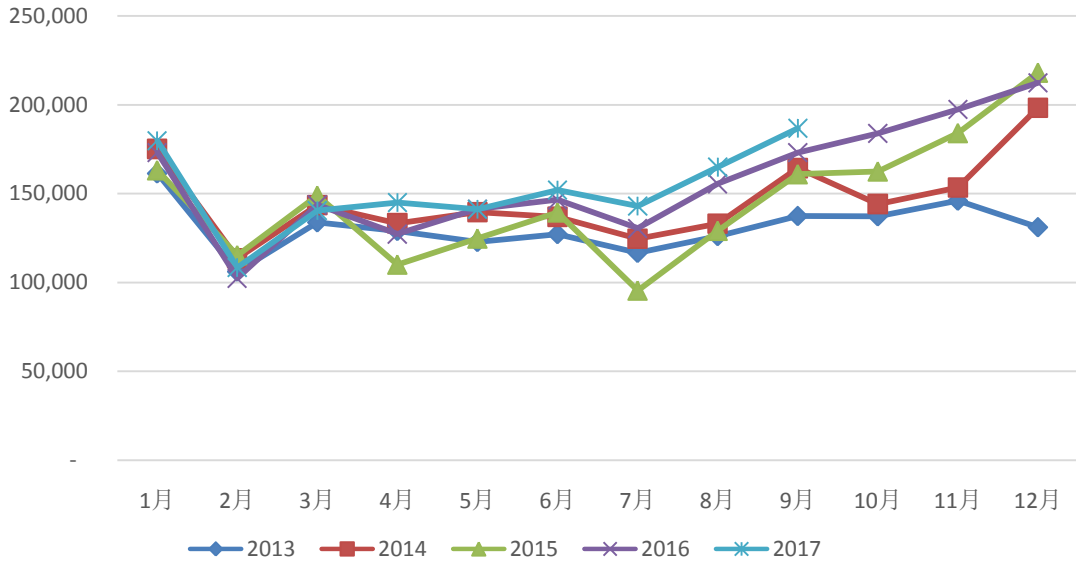
图表 2 上汽大众月度销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，华鑫证券研发部

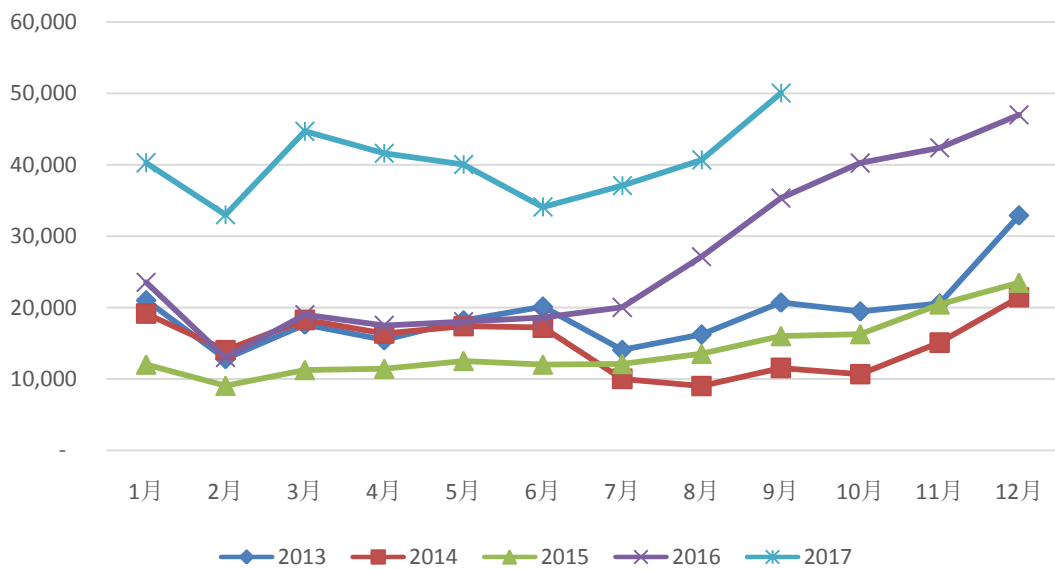


图表 3 上汽通用月度销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，华鑫证券研发部

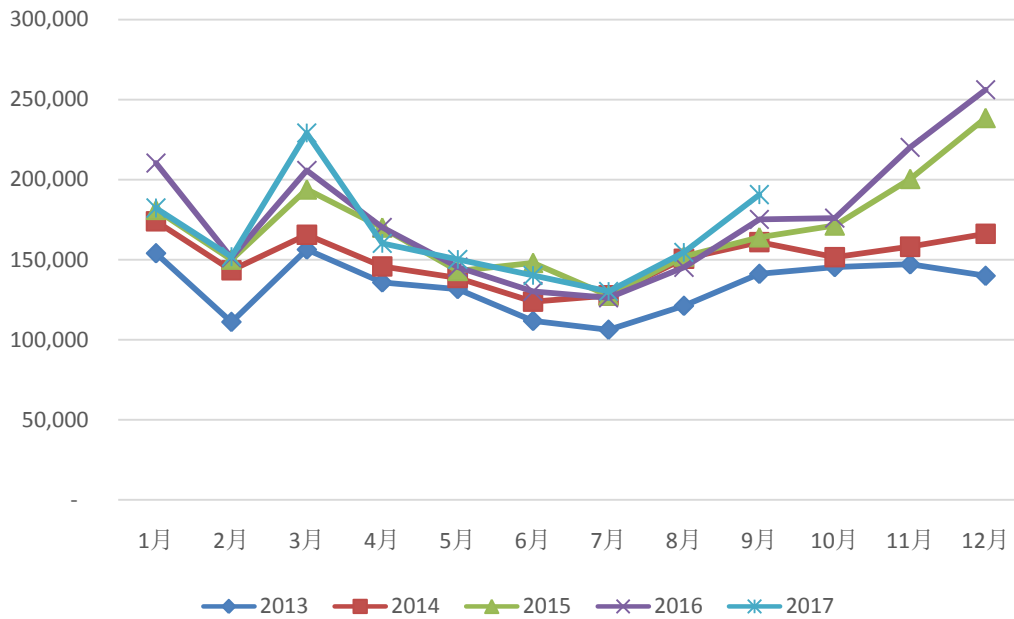
图表 4 上汽乘用车月度销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，华鑫证券研发部



图表5 上汽通用五菱月度销量（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) | 11.59 | 9.96 | 8.94 | 8.13 |
| 筹资性现金净流量 | -6141.75 | -26097.49 | -18834.48 | -20349.07 | 市净率(P/B) | 1.93 | 1.75 | 1.59 | 1.44 |
| 现金流量净额 | 32008.45 | -28181.63 | 56517.90 | -17146.64 | 股息率(分红/股价) | 4.04% | 4.76% | 5.30% | 5.83% |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

徐鹏：华鑫证券研究员，工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券研发部。

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>