上汽集团(600104.SH)

【联讯汽车三季报点评】上汽集团：自主品牌销量突出，合资品牌结构优化

2017 年 10 月 31 日

买入(维持评级)

当前价：	31.49 元
目标价：	37.80 元

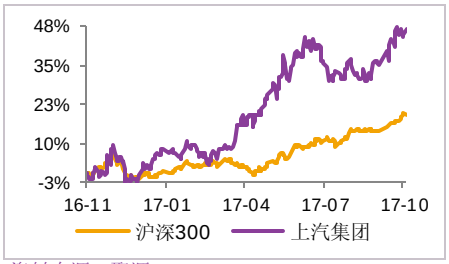
汽车及零部件行业研究组

分析师：王凤华
执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐昊
电话：010-66235635
邮箱：xuhao@lxsec.com

联系人：高通
邮箱：gaotong@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	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

投资要点

要点：公司发布 2017 年第三季度报告

10 月 30 日，上汽集团发布公司 2017 年第三季度报告，2017 年前三季度公司实现营收 5984 亿元，归母净利润 246.38 亿元，同比增长 6.70%，扣除非经常性损益的净利润为 2385 亿元，同比增长 8.16%，符合市场预期。

点评：

✧ 9 月上汽召回问题车辆，销售费用激增

三季报中显示，销售费用同比增加 99.74 亿，主要原因在于上汽在 9 月决定召回雪佛兰、别克等配置了未带干燥剂的硝酸铵气体发生器的车辆，共计 2.52 万辆，召回相关的费用计入了销售费用，所以第三季度的销售费用有大幅增加，同时报告期内销量增加，运输费、广告费和促销费等相应增加；卖出回购金融资产款比期初增加 65.04 亿，较上期同比增长 13,007.76%，主要原因为子公司上海汽车集团财务有限责任公司通过回购业务补充业务所需的流动资金；公司投资活动净现金流量比去年同期减少 203.44 亿，主要原因为子公司上海汽车集团财务有限责任公司本期在金融市场的操作频率减少，收回投资收到的现金减少。

✧ 前三季度广汽自主品牌销量突出，明年有望实现盈利

上汽乘用车 1-9 月份累计的销量为 36.1 万，同比增幅 88.2%，在国产自主品牌中，前三季度销量增幅最大，而 9 月份的销量更是创历史新高，达到 5 万辆，荣威及 MG 两大自主品牌均提供了一定贡献。去年上市的荣威 RX5 插电强混版及纯电动版，今年前九个月的销量更是达到 16.4 万辆。荣威 i6 三厢轿车也有着不错表现，月均销量保持在 6 千辆左右。公司计划于明年再陆续推出 4 款新车，其中包括全新一代荣威 750、荣威 950 新车型、荣威 550 混动版以及 MG 首款 SUV 车型，希望新车型的发布能带动总销量，完成荣威和 MG 品牌 24 万辆的销售目标。今年以来，上汽自主品牌荣威、宝骏致力于降低研发费用，费用率大幅改善，我们认为明年有望实现盈利。

✧ 上汽大众产品结构上行，上汽通用销量稳定增长

上汽大众和上汽通用今年推出的中高端产品，如途昂、途观 L，二三季度持续放量，销量表现亮眼，售价区间均在 20 万以上单车盈利能力强，有效改善上汽大众的产品结构，品牌逐渐趋向高端化。斯柯达表示将于 2018 年推出三款 SUV 车型，有望进一步带动上汽 SUV 的销量，保持净利润稳步上涨。近日推出的主打中端二胎家庭的 MPV 别克 GL6，与 GL8 相比性价比优势突出，有望月销量破万，看好 2018 年销量发展。除此之外，昂科威、威朗、英朗等车型都在 9 月份取得佳绩。三季报中扣非后净利润同比增加 8.16%，主要受益于上汽大众和上汽通用产品结构的上行，从而带动公司整体产品结

构的改善，公司盈利能力持续提升。

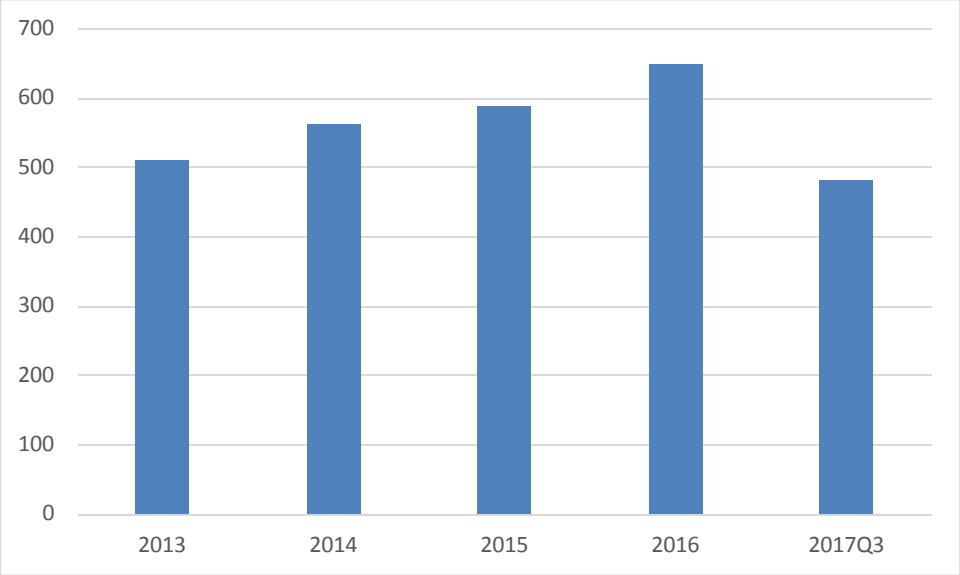
✧ 盈利预测

我们预测 2017，2018，2019 年营业收入分别为 8454 亿元、9179 亿元、9803 亿元，归母净利润为 367.5 亿元、408.1 亿元、439.4 亿元，EPS 分别为 3.15 元、3.49 元、3.76 元，当前公司股价为 31.47 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 10 倍、9 倍、8 倍。本着审慎原则，我们给予上汽集团 12 倍 PE，目标价为 37.80 元，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

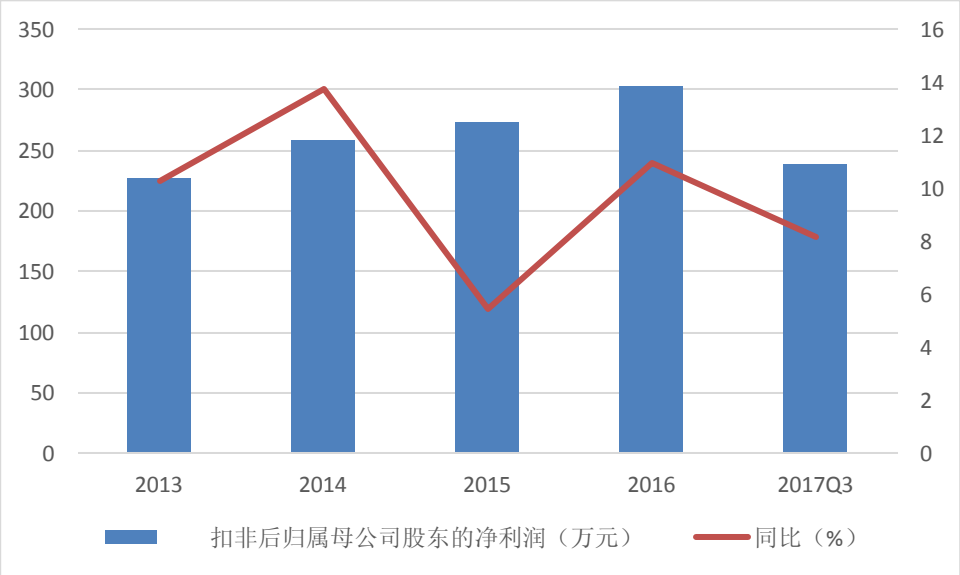
汽车销量整体不及预期、新能源汽车推广不及预期。

图表 1：公司近五年总销量（单位：万辆）



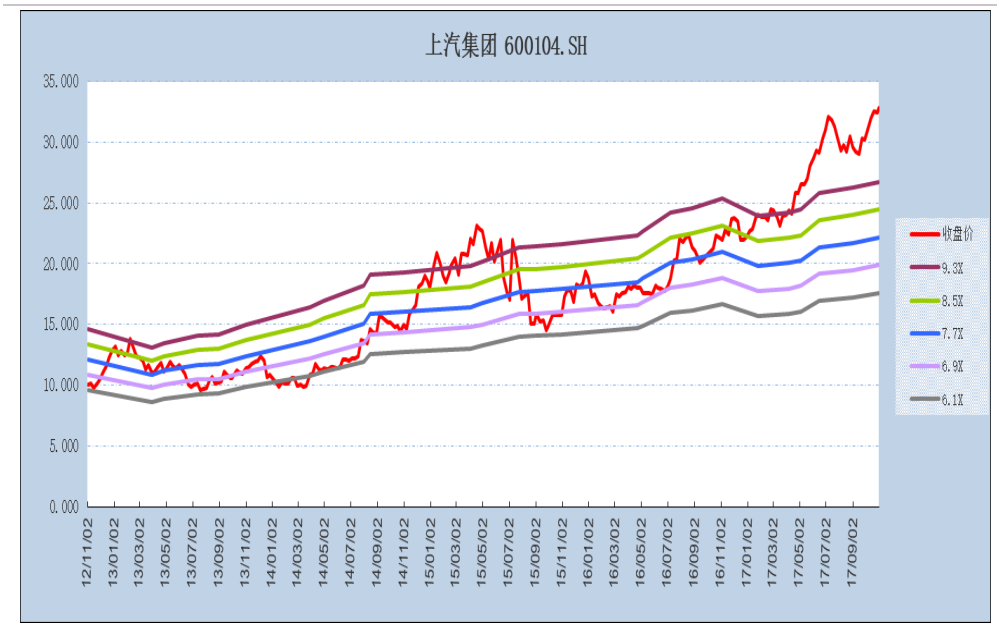
资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表 2：公司近五年扣非后归属母公司股东的净利润（单位：万元）



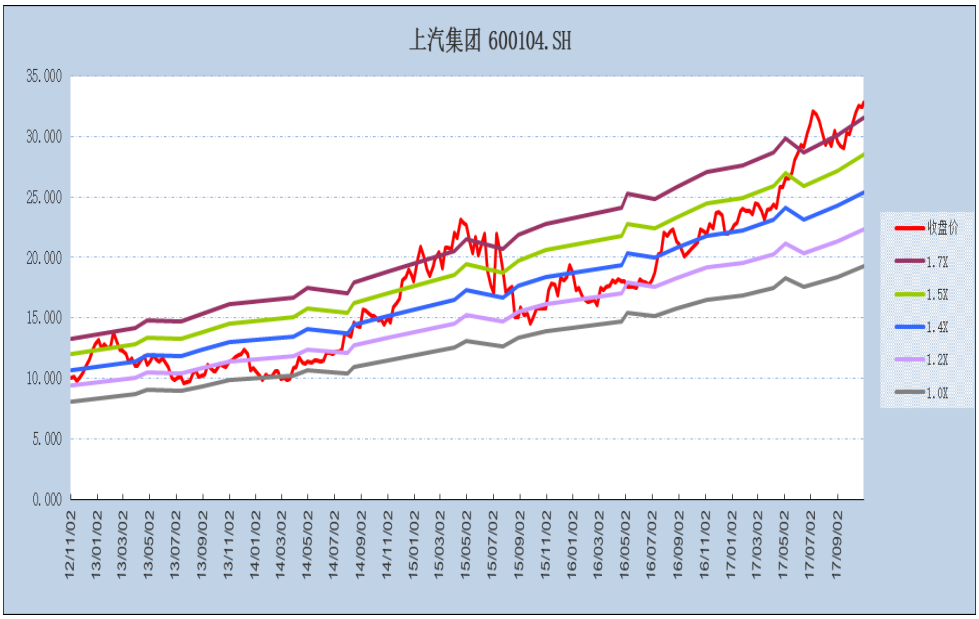
资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表 3：P/E Band 图



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表 4：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	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	330,946	380,587	418,646	452,138
现金	105,933	143,324	183,940	228,904
应收账款	30,662	33,728	36,427	39,341
其它应收款	6,961	8,353	10,107	12,331
预付账款	20,530	27,776	35,648	44,361
存货	37,040	41,485	45,633	50,196
其他	129,821	125,921	106,892	77,005
非流动资产	259,683	285,651	317,072	358,292
长期投资	62,677	75,213	82,734	91,007
固定资产	47,054	51,759	56,935	63,767
无形资产	10,794	12,089	13,298	14,362
其他	139,157	146,590	164,105	189,155
资产总计	590,628	666,238	735,719	810,430
流动负债	297,481	342,104	393,419	452,432
短期借款	8,728	9,601	10,369	10,887
应付账款	104,731	115,204	124,420	134,374
其他	184,023	217,299	258,630	307,171
非流动负债	58,050	66,758	72,099	76,424
长期借款	4,286	5,143	5,915	6,802
其他	53,764	61,615	66,184	69,623
负债合计	355,532	408,862	465,518	528,856
少数股东权益	43,175	46,629	51,292	57,447
归属母公司股东权益	191,921	210,747	218,908	224,126
负债和股东权益	590,628	666,238	735,719	810,430

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

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	11,377	13,652	15,700	18,055
净利润	43,962	50,107	55,501	59,661
折旧摊销	7,899	9,084	9,993	10,992
财务费用	-332	-371	-403	-431
投资损失	-30,572	-33,629	-37,665	-39,925
营运资金变动	21,201	5,020	-13,257	-25,521
其它	-30,781	-16,558	1,532	13,279
投资活动现金流	26,437	31,724	34,896	38,386
资本支出	17,266	20,720	25,900	32,374
长期投资	62,677	75,213	82,734	91,007
其他	-53,507	-64,208	-73,737	-84,996
筹资活动现金流	-6,142	-7,984	-9,980	-11,477
短期借款	8,728	9,601	10,369	10,887
长期借款	4,286	5,143	5,915	6,802
其他	-19,156	-22,728	-26,264	-29,167
现金净增加额	31,672	37,392	40,616	44,964

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	13%	12%	9%	7%
营业利润	11%	14%	11%	8%
归属母公司净利润	7%	15%	11%	8%
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	10.01	9.02	8.37
P/B	1.10	1.43	1.36	1.31
EV/EBITDA	18.28	9.85	9.08	8.63

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师简介

王凤华：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	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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，旨为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