

上汽集团（600104）：业绩增速稳健，未来增长确定性高

审慎推荐（维持）

汽车

当前股价：31.49 元

报告日期：2017 年 10 月 31 日

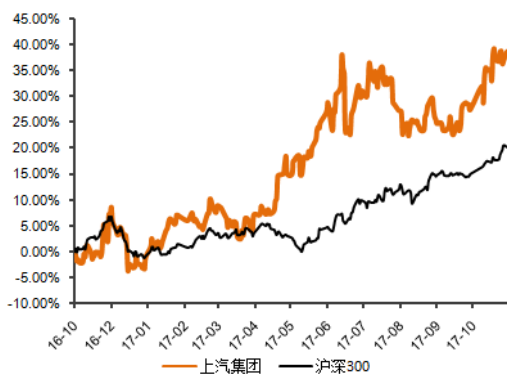
主要财务指标（单位：百万元）

	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	49,188	54,531	59,313
(+/-)	25.77%	14.70%	21.50%	15.33%
归属母公司				
净利润	32,009	37,447	41,716	45,863
(+/-)	7.43%	16.99%	11.40%	9.94%
EPS (元)	2.74	3.21	3.57	3.93
市盈率	11	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）	3471.95
每股净资产（元）	18.45
资产负债率（%）	60.48

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 2017 年三季报，前三季度公司实现营业收入 6080.50 亿元，同比增长 14.38%；营业利润 365.98 亿元，同比增长 3.91%，归属母公司净利润 246.39 亿元，同比增长 6.70%；折合 EPS 为 2.12 元/股。

● **营收实现快速增长，销售费用同比大幅增加。** 三季度公司实现营收 2116.43 亿元，同比增长 17.37%，归母净利润达到 86.80 亿元，同比增长 8.08%。受益于合资与自主品牌车型销量的增长，公司营收延续二季度以来快速增长的态势。但值得关注的是公司三季度销售费用达到 160.17 亿元，同比增长 46.69%，环比增长 25.73%，受此影响三季度公司期间费用率为 11.73%，同比上升 1.44 个百分点，影响三季度利润增速。我们认为，公司销售费用的上升主要由三季度高田安全气囊召回事件影响、营销费用提升以及运输费用增加所致。预计随着四季度销售旺季的到来，公司营收将进一步提升，销售费用增加的状况有望显著改善。

● **合资品牌销量稳定，未来业绩确定性高。** 前三季度，合资品牌销量实现稳定增长。上汽大众方面，前三季度累计销量达到 147.26 万辆，同比增长 3.12%，其中朗逸、凌渡等轿车产品销售稳定，为公司提供坚实的业绩支撑；新款 SUV 车型——途观 L、途昂、科迪亚克市场表现强劲，销量持续爬坡，未来将有效支撑公司业绩增长。同时，由于途昂等 SUV 车型单车利润较高，未来公司盈利能力有望显著增强。上汽通用方面，前三季度实现销量 136.21 万辆，同比增长 5.31%，其中英朗、昂科威和 GL8 等各主力车型销量继续保持强劲；豪华品牌凯迪拉克销量持续提升，带动公司产品结构不断改善。未来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。

● **自主品牌进入新品周期，有望延续高速增长。** 上汽自主品牌前三季度销量达到 36.14 万辆，同比增长 88.08%。荣威 RX5 持续热销，值得关注的是，荣威纯电动车型 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。目前上汽自主品牌仍处于全新产品周期之中，未来将有荣威 RX3、RX8、名爵 MG6 等重磅车型以及 E-Motion 等新能源



新车型陆续上市，在明年小排量购置税优惠政策退出带来整个行业增速放缓的背景下，上汽自主品牌销量有望保持快速增长。

● **盈利预测与投资评级：**预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 7940.71、8506.08 和 9106.61 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 374.47、417.16 和 458.63 亿元，折合 EPS 分别为 3.21、3.57 和 3.93 元/股，对应于 10 月 31 日收盘价 31.49 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。



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				
货币资金	83921.90	79436.57	114094.07	120776.46	营业收入	746236.74	794070.52	850608.34	910661.29
应收和预付款项	88190.93	99399.15	101420.73	113470.95	减: 营业成本	650218.11	691000.16	738242.98	788723.74
存货	37039.78	41902.53	42436.97	47669.63	营业税金及附加	7520.72	7997.08	8208.37	8789.70
其他流动资产	97828.66	97828.66	97828.66	97828.66	销售费用	47503.42	50582.29	54098.69	57735.93
长期股权投资	62677.19	91389.69	121041.18	151662.60	管理费用	28258.36	29460.02	31302.39	33421.27
投资性房地产	2546.83	2157.27	1767.71	1378.15	财务费用	-332.32	-456.91	-1028.08	-1493.15
固定资产和在建工程	60319.96	47089.11	33881.65	20686.79	资产减值损失	3209.47	3012.50	2989.10	2976.50
无形资产和开发支出	11465.10	9621.98	7778.86	5935.75	加: 投资收益	30572.26	28712.50	29651.49	30621.42
其他非流动资产	101821.25	101049.91	100278.58	100278.58	公允价值变动损益	-10.02	-15.80	-17.90	-21.60
资产合计	545811.60	569874.87	620528.41	659687.56	其他经营损益	7993.51	8016.38	8102.58	8206.17
负债					营业利润				
短期借款	8728.15	0.00	0.00	0.00	加: 其他非经营损益	2077.73	2224.06	2224.06	2224.06
应付和预收款项	184515.00	186603.24	203807.92	207198.70	利润总额	50492.46	51412.51	56755.13	61537.35
长期借款	18446.12	18446.12	18446.12	18446.12	减: 所得税	6530.50	2953.06	3525.80	4021.88
其他负债	0.00	0.00	92716.34	92716.34	净利润	43961.96	48459.46	53229.33	57515.47
负债合计	304405.61	297765.70	314970.38	318361.16	减: 少数股东损益	11953.35	11012.50	11513.50	11652.10
所有者权益					归属母公司净利润				
股本	11025.57	11025.57	11025.57	11025.57	32008.61	37446.96	41715.83	45863.37	
资本公积	39807.25	39807.25	39807.25	39807.25	主要财务指标				
留存收益	141088.16	160778.84	182714.20	206830.47	(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	191920.98	211611.65	233547.02	257663.28	营业收入	746236.74	794070.52	850608.34	910661.29
少数股东权益	43175.40	54187.90	65701.40	77353.50	增长率(%)	12.83%	6.41%	7.12%	7.06%
股东权益合计	235096.37	265799.55	299248.42	335016.78	归母净利润	32008.61	37446.96	41715.83	45863.37
负债和股东权益合计	539501.98	563565.25	614218.79	653377.94	增长率(%)	7.43%	16.99%	11.40%	9.94%
现金流量表					每股收益(EPS)				
(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	2.74	3.21	3.57	3.93	
经营性现金流量	11407.71	19536.42	51406.20	24936.36	每股经营现金流				
投资性现金流量	26436.50	1919.13	1917.03	1913.33	0.98	1.67	4.40	2.13	
筹资性现金流量	-6141.75	-25940.88	-18665.74	-20167.31	销售毛利率				
现金流量净额	32008.45	-4485.33	34657.50	6682.38	12.87%	12.98%	13.21%	13.39%	
					销售净利率				
					5.89%				
					净资产收益率(ROE)				
					0.17				
					市盈率(P/E)				
					11.49				
					市净率(P/B)				
					1.92				
					股息率(分红/股价)				
					4.06%				

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>