

2017年10月31日

姜以宁

C0067@capital.com.tw

目标价(元)

RMB 38.00

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2017/10/31)	31.49
上证指数(2017/10/31)	3393.34
股价 12 个月高/低	33.65/21.39
总发行股数(百万)	11683.46
A 股数(百万)	11025.57
A 市值(亿元)	3471.95
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (71.24%)
每股净值(元)	18.45
股价/账面净值	1.71
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.2 8.3 41.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-08-30	30.78	买入

产品组合

整车业务	74.6%
零部件业务	19.1%
劳务及其他	3.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.5%
一般法人	85.0%

股价相对大盘走势



上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

公司 2017 前三季度净利润 YOY+7%，业绩和销售增速较 H1 略有提升，符合预期

结论与建议：

公司发布 2017 年三季度报，营收 YOY+14.4%，净利润 YOY+6.7% (扣非后 YOY+8%)，业绩符合市场预期。1-9 月累计汽车销售 482 万辆，YOY+7.6%，销量增速较 H1 略有提升。我们认为 2017 年底乘用车市场在小排量车购置税到期政策刺激下，需求将集中释放，汽车行业四季度整体增速保持稳健向上走势，预计全年行业增幅在 6% 左右。公司作为行业龙头车企，主要合资企业 2017 年均迎来产品升级换代周期、并将密集推出多款 SUV。目前国内 SUV 持续热销，集团新 SUV 的不断推出将有效提升集团销量。

我们预计公司全年销售增速将略高于行业平均水平，维持原有的判断，预计公司 2017、18 年净利润分别为 356 和 381 亿元，YOY 分别为+11%和 7%；EPS 分别为 3.04 和 3.26 元，当前股价对应 PE 为 10.3 和 9.7 倍，股息率约 5%；维持买入建议。目标价 38 元（对应 18 年 PE 为 11x）。

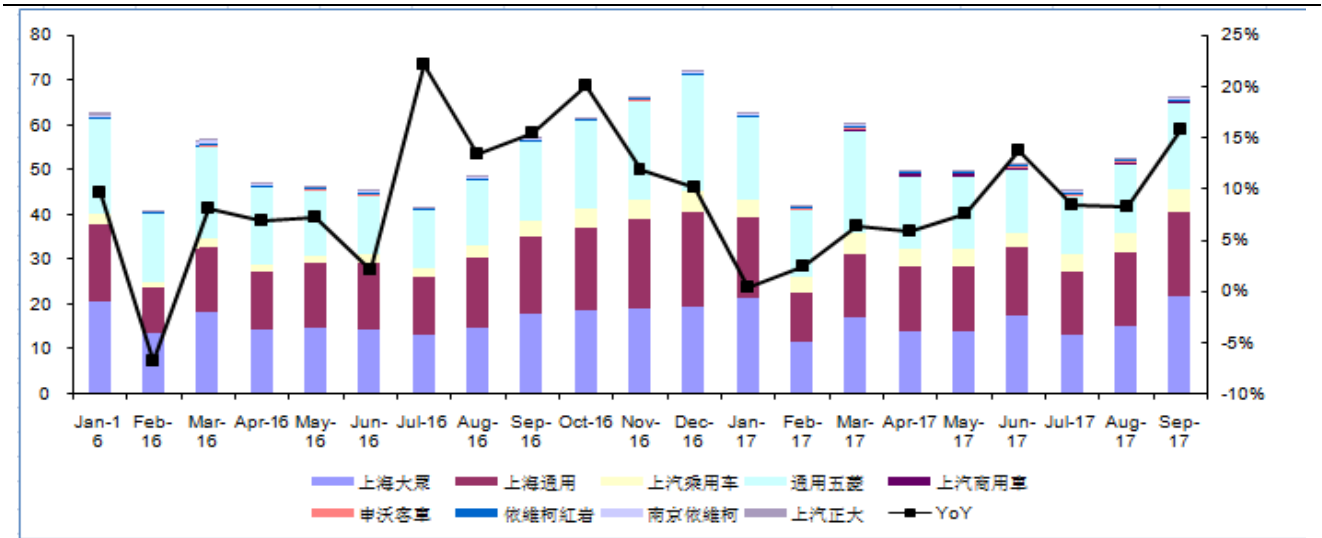
- **前三季度业绩稳定增长，趋势向好：**公司 2017 年前三季度累计实现营业收入 6080 亿元，YOY+14.4%，实现净利润 246 亿，YOY+6.7% (扣非后 YOY+8.2%)，折合 EPS 为 2.12 元，业绩符合市场预期。分季度来看，公司 2017Q3 实现营业收入 2116 亿元，YOY+17.4%，实现净利润 87 亿元，YOY+8%，公司业绩整体保持稳健向上的趋势。
- **销售规模继续扩大，盈利能力稳定提升：**公司报告期内业绩稳定增长主要由于 (1) 公司前三季度汽车销售保持稳定增长，市占率提升 0.6 个百分点达 23.8% (尤其自主品牌车型销售持续高速增长)。(2) 受销量持续快速增长带来的规模效应使单位成本下降，带动综合毛利率同比提升 0.77 个百分点，达 13.2% (3) 报告期内公司所得税率和少数股东权益占比均有所下降，均下降 2.1 个百分点至 10.7% 和 26.4%。从费用率来看，报告期内公司销售费用率同比增长 0.9 个百分点，带动三项费用率同比提高 0.9 个百分点至 10.9%，公司业绩整体保持稳健向上趋势。
- **销售增速优于行业平均水平，自主销售业绩亮眼：**从销售情况来看，公司 2017 年 1-9 月共实现汽车销量 482 万辆，YOY 分别+7.6%，销售增速稳定，优于行业平均水平 (上半年汽车行业总销量 YOY+4.8%，乘用车销量 YOY+2.7%)。分公司来看，上汽自主销售业绩亮眼，1-9 月累计销售 36 万，YOY +88%；上海通用和大众表现稳健，累计销售分别为 147 和 136 万辆，YOY 分别为+3.1%和 5.3%，通用五菱销售 149 万辆，YOY+2%；商用车方面，依维柯红岩抓住重卡市场高景气周期机遇，累计销售 3 万辆，YOY+175%，远超行业增速。
- **盈利预期：**受小排量车购置税优惠政策年底终止影响，Q4 全国汽车市场需求有望集中释放，行业销量增速有望进一步提升，全年销量增速将在 5%~6% 左右的增幅。我们预计公司全年销售增速将略高于行业平均水平，我们维持原有的判断，预计公司 2017、18 年净利润分别为 356 和 381 亿元，YOY 分别为+11%和 7%；EPS 分别为 3.04 和 3.26 元，当前股价对应 PE 为 10.3 和 9.7 倍，股息率约 5%；维持买入建议。目标价 38 元（对应 18 年 PE 为 11x 倍）。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB百万元	27973	29794	32009	35563	38062
同比增减	%	12.78%	6.51%	7.43%	11.11%	7.03%
每股盈余(EPS)	RMB元	2.537	2.702	2.903	3.044	3.258
同比增减	%	12.78%	6.51%	7.43%	4.85%	7.03%
A股市盈率(P/E)	X	9.42	8.84	10.60	10.34	9.67
股利(DPS)	RMB元	1.300	1.360	1.650	1.500	1.600
股息率(Yield)	%	5.44%	5.69%	5.36%	4.76%	5.08%

图表一： 上汽集团月度销量及 YoY

单位：万辆



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	630001	670448	756416	882266	962175
经营成本	550146	588225	738564	766325	834194
营业税金及附加	3757	5598	7521	6793	7697
销售费用	40074	35538	47503	51789	57249
管理费用	19309	24275	28258	35820	39064
财务费用	-165	-231	-332	-529	96
资产减值损失	4400	2848	3209	3000	3000
投资收益	27835	29663	30572	32879	34578
营业利润	40334	43588	48433	51978	55474
营业外收入	3329	3667	3314	4200	4600
营业外支出	974	1445	1254	1510	1530
利润总额	42689	45810	50492	54668	58544
所得税	4438	5736	6531	6833	7330
少数股东损益	10277	10280	11953	12271	13152
归属于母公司所有者的净利润	27973	29794	32009	35563	38062

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
货币资金	87949	72673	105933	91238	118013
应收帐款	51840	65606	60701	65557	70801
存货	38766	37243	37040	40003	43203
流动资产合计	237043	269931	330946	350802	371850
长期投资净额	63390	59020	62677	65811	69102
固定资产合计	31709	38691	47054	49407	51877
在建工程	10703	11856	13266	11939	10746
无形资产	6478	8361	10794	11010	11230
资产总计	414871	511631	590628	626051	663775
流动负债合计	199932	257668	297481	312355	327973
长期负债合计	29940	43046	58050	59792	61586
负债合计	229872	300713	355532	372147	389559
少数股东权益	27335	35789	43175	46629	50360
股东权益合计	184999	210917	235096	253904	274216
负债和股东权益总计	414871	511631	590628	626051	663775

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	23284	25993	11377	12173	13025
投资活动产生的现金流量净额	-5293	-13737	26437	-9616	18506
筹资活动产生的现金流量净额	-20185	-22357	-6142	-5405	-4756
现金及现金等价物净增加额	-2194	-10101	31672	-2847	26775

¹ 此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。