



2018年01月10日

买入(维持评级)

当前价: 32.44 元
目标价: 37.80 元

汽车及零部件行业研究组

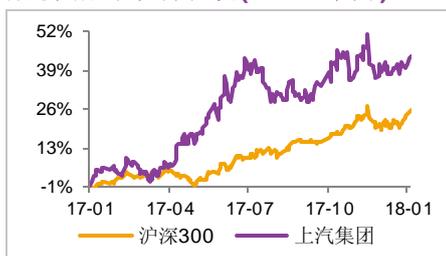
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐昊

电话: 186-0016-3976
邮箱: xuhao@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	8316	8936	9524
(+/-)	12.8%	10.0%	7.5%	6.6%
归母净利润	320	352	389	420
(+/-)	7.4%	10.0%	10.6%	7.7%
EPS(元)	2.90	3.01	3.33	3.59
P/E	8.1	10.8	9.7	9.0

资料来源: 联讯证券研究院

上汽集团(600104.SH)

【联讯汽车点评】上汽集团：销量增速明显优于行业，产品结构改善增强公司盈利能力

投资要点

要点:

上汽集团公布 12 月产销快报, 12 月产量 68.92 万辆, 本年累计 698.35 万辆, 同比增长 8.22%, 12 月销量 73.3 万辆, 累计销量 693.01 万辆, 同比增长 6.80%。其中上汽大众销量 19.14 万辆, 累计销量 206.30 万辆, 同比增长 3.06%, 上汽通用 21.97 万辆, 累计销量 20.00 万辆, 同比增长 5.99%, 上汽乘用车 5.50 万辆, 累计销量 52.20 万辆, 同比增长 62.27%。

点评:

◇ 上汽自主品牌新车型值得期待, 有望扭亏为盈

上汽乘用车 12 月销量 5.50 万辆, 本年累计销量 52.20 万辆, 累计同比增长 62.27%。其中, 荣威贡献了销量的很大部分, 荣威 RX5 系列 11 月销量达 2.23 万辆, 将本年的月均销量提高至 1.75 万辆左右, 荣威 i6 上市之后也持续热销, 荣威 ERX5、ei6、eRX5 也保持持续高增长。2017 年年底公司推出紧凑型 SUV 荣威 RX3, 将进一步为上汽自主提供销量支持。此外, 定位于年轻客户群体的名爵也表现亮眼, 名爵 ZS 11 月单月销量为 0.84 万辆, 环比增长 1.20%, 新推出的名爵 6 也订单量可观。新车型层面, 公司将在 2018 年推出 RX2、RX8, 将携手 RX3 继续提升自主销量。我们预计公司自主品牌将在 2018 年将保持高速增长的趋势, 有助于自主品牌的扭亏。

◇ 上汽大众深度布局 SUV 市场, 前景广阔

上汽大众 12 月销量达 19.14 万辆, 全年累计销量 206.30 万辆, 累计同比增长 3.06%, 相对 11 月增速略有放缓。2017 年, 上汽大众新产品进军 SUV 市场, 上半年上市的中型 SUV 途观 L、七座 SUV 途昂、科迪亚克三款车均取得不错成绩, 销量持续爬坡, 上汽大众在推出多款中大型乘用车的同时, 高价车占比提升, 公司的产品结构不断上移。2018 年, 大众还将陆续推出中小型紧凑型 SUV, 完成在 SUV 市场的全面布局。我们预计, 随着消费升级, SUV 销量有望持续上涨, 公司将持续受益。

◇ 上汽通用三大品牌齐发力, GL6 开端良好

上汽通用 12 月完成销量 21.97 万辆, 本年累计销量 20.00 万辆, 同比增长 5.99%, 旗下三大品牌凯迪拉克, 别克和雪佛兰从经济型乘用车到豪华乘用车均有覆盖。雪佛兰全年销售 60 万辆, 年底销量爬坡增速回弹, 其中, 探界者和科鲁兹表现抢眼, 探界者 11 月销量 7600 辆, 单月销量首次突破 7000 辆, 带动雪佛兰品牌整体销量回升。别克方面, 定位于中大型 MPV 的 GL8 持续放量, 10 月 GL6 新车型上市后, 11 月销量 0.69 万辆, 环比增长 10.19%, 开端良好, 预计明年销量破万。别克经典车型君威今年 7 月大幅改款, 新君威销量表现良好, 虽与老款的月均销量水平有一定差距, 但看好 2018 年销量增长。凯迪拉克品牌 2017 年实现销量 17.3 万辆, 同比增长 46.6%, 2017



年底 XTS 轿车进行换代，紧凑型 SUV XT4 预计明年上市，预计 2018 年仍将保持高增速。

◇ 盈利预测

2017 年汽车行业开始进入成熟期，行业增速明显放缓，预计未来长期将维持低个位数增长。上汽集团作为行业龙头，销量增速长期高于行业平均水平，且公司产品结构改善明显，单车盈利能力增强，优势逐步凸显。此外，明年上汽合资和自主均将推出多款 SUV，为盈利能力增长奠定基础。我们预计公司 2017/2018/2019 营业收入分别为 8316/8936/9524 亿元，归母净利润分别为 352/389/420 亿元，EPS 分别为 3.01/3.33/3.59 元，对应最新收盘价 PE 分别为 10.8x/9.7x/9.0x，综合考虑，给予目标价“37.80 元”，维持“买入”评级。

◇ 风险提示

2018 年汽车销量增速放缓、新能源汽车推广不及预期。

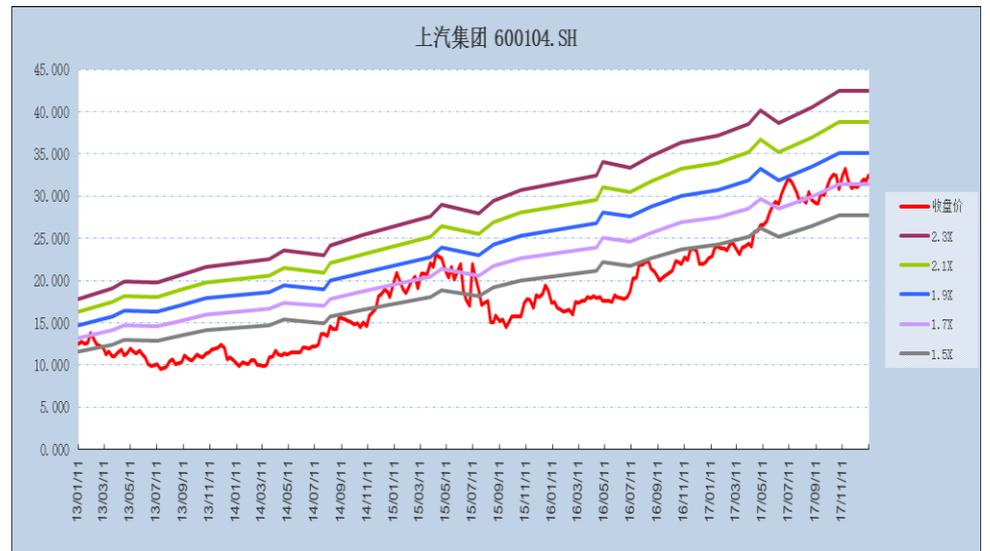


图表 1: P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 2: 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					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	330,946	380,587	418,646	452,138	经营活动现金流	11,377	35,268	22,925	10,316
现金	105,933	159,947	183,052	186,272	净利润	43,962	48,350	53,403	57,425
应收账款	30,662	33,728	36,427	39,341	折旧摊销	7,899	9,084	9,993	10,992
其它应收款	6,961	8,353	10,107	12,331	财务费用	-332	-365	-393	-418
预付账款	20,530	30,998	35,475	36,099	投资损失	-30,572	-33,629	-37,665	-39,925
存货	37,040	41,485	45,633	50,196	营运资金变动	21,201	-6,880	-15,042	-27,574
其他	129,821	106,077	107,953	127,899	其它	-30,781	18,709	12,629	9,816
非流动资产	259,683	303,829	337,250	381,092	投资活动现金流	26,437	13,218	11,236	5,618
长期投资	62,677	75,213	82,734	91,007	资本支出	17,266	20,720	25,900	32,374
固定资产	47,054	51,759	56,935	63,767	长期投资	62,677	75,213	82,734	91,007
无形资产	10,794	12,089	13,298	14,362	其他	-53,507	-82,714	-97,398	-117,764
其他	139,157	164,767	184,282	211,955	筹资活动现金流	-6,142	5,528	-11,055	-12,713
资产总计	590,628	684,416	755,896	833,230	短期借款	8,728	9,601	10,369	10,887
流动负债	297,481	354,003	407,103	468,169	长期借款	4,286	5,143	5,915	6,802
短期借款	8,728	9,601	10,369	10,887	其他	-19,156	-9,217	-27,339	-30,403
应付账款	104,731	115,204	124,420	134,374	现金净增加额	31,672	54,014	23,105	3,220
其他	184,023	229,198	272,314	322,908					
非流动负债	58,050	65,597	70,845	75,095	主要财务比率				
长期借款	4,286	5,143	5,915	6,802		2016	2017E	2018E	2019E
其他	53,764	60,454	64,930	68,294	成长能力				
负债合计	355,532	419,600	477,948	543,264	营业收入	13%	10%	7%	7%
少数股东权益	43,175	46,629	51,292	57,447	营业利润	11%	10%	11%	8%
归属母公司股东权益	191,921	218,187	226,656	232,518	归属母公司净利润	7%	10%	11%	8%
负债和股东权益	590,628	684,416	755,896	833,230	获利能力				
					毛利率	14%	14%	14%	14%
					净利率	4%	4%	4%	4%
					ROE	20%	19%	20%	20%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	60%	61%	63%	65%
					净负债比率				
					流动比率	111%	108%	103%	97%
					速动比率	99%	96%	92%	86%
					营运能力				
					总资产周转率	1.37	1.30	1.24	1.20
					应收账款周转率	25.22	25.83	25.47	25.14
					应付账款周转率	6.38	6.52	6.43	6.34
					每股指标(元)				
					每股收益	2.90	3.01	3.33	3.59
					每股经营现金	1.03	3.02	1.96	0.88
					每股净资产	21.32	22.67	23.79	24.82
					估值比率				
					P/E	8.08	10.45	9.45	8.77
					P/B	1.10	1.39	1.32	1.27
					EV/EBITDA	18.28	10.06	9.58	9.68

利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	756,416	831,585	893,584	952,380
营业成本	650,218	716,855	770,155	819,965
营业税金及附加	7,521	8,268	8,885	9,469
营业费用	47,503	50,561	54,330	57,905
管理费用	28,258	31,067	33,383	35,579
财务费用	-332	-365	-393	-418
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	53,268	59,158	63,861
营业外收入	3,314	3,643	3,659	3,674
营业外支出	1,254	1,379	1,482	1,579
利润总额	50,492	55,532	61,336	65,956
所得税	6,530	7,182	7,933	8,531
净利润	43,962	48,350	53,403	57,425
少数股东损益	11,953	13,141	14,455	15,467
归属母公司净利润	32,009	35,208	38,947	41,958
EBITDA	27,798	62,352	69,151	74,853
EPS（元）	2.90	3.01	3.33	3.59

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：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	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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，旨在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