



买入 **20%↑**
目标价格：人民币 38.50

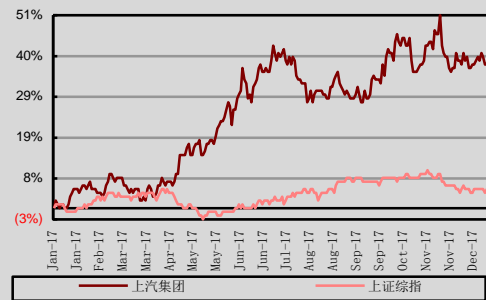
600104.CH

价格：人民币 32.04

目标价格基础：12倍17年市盈率

板块评级：中立

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|-----|-----|------|
| 绝对 | 41.5 | 3.3 | 6.1 | 47.6 |
| 相对上证指数 | 36.0 | 4.2 | 7.4 | 40.8 |

| | |
|------------------|---------|
| 发行股数(百万) | 11,683 |
| 流通股(%) | 94 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 353,259 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 884 |
| 净负债比率(%) (2018E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 上海汽车工业(集团)总公司 | 71 |

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2017年12月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

投资咨询资格编号:S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

上汽集团

合资自主新品周期延续，业绩稳定增长

公司是国内汽车行业龙头企业，前11月共销售汽车619.7万辆，同比增长7.5%，高出行业平均增速3.9个百分点。公司前三季度共实现营业收入6080.5亿元，同比增长14.4%；归属于上市公司股东的净利润246.4亿元，同比增长6.7%；扣非后净利润238.6亿元，同比增长8.2%；每股收益2.12元，业绩稳步增长。自主品牌新品推动销量增长70%，后续推出名爵6、RX3等车型，有望持续热销，并推动自主板块逐步扭亏为盈。上汽大众将推出斯柯达Karoq、大众Tharu等多款SUV车型，上汽通用将新增凯迪拉克SUV等多款车型，合资自主新品周期延续，2018年业绩增长确定性高。乘用车购置税优惠退出，行业竞争加剧，销量和业绩或将进一步分化。公司作为行业龙头，业绩增长确定性强，且股息率较高，是行业配置首选，继续强烈推荐。我们预计公司2017-2019年每股收益分别为3.16元、3.62元和3.88元，合理目标价38.50元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **销量持续领跑，业绩稳步增长。**公司前11月共销售汽车619.7万辆，同比增长7.5%，高出行业平均增速3.9个百分点，产销量持续领跑。公司前三季度共实现营业收入6080.5亿元，同比增长14.4%；归属于上市公司股东的净利润246.4亿元，同比增长6.7%；扣非后净利润238.6亿元，同比增长8.2%；每股收益2.12元，业绩稳步增长。
- **合资自主新品周期延续，2018年业绩增长确定性高。**2018年乘用车购置税优惠退出，行业竞争加剧，销量和业绩或将进一步分化。在现有市场环境下，有竞争力的新车是增长利器。自主乘用车后续有名爵6、RX3等新车陆续上市，加上销售渠道拓宽，有望再创佳绩，并逐步实现全口径扭亏为盈。上汽大众新增大众Tharu、斯柯达Karoq等多款SUV产品，上汽通用新增凯迪拉克SUV等多款产品，新品符合市场趋势，有望保持热销。合资自主新品周期延续，2018年业绩增长确定性高。
- **员工持股+低估值+高股息，未来收益有保障。**公司2017年增发募资，其中核心员工持股4845万股，与公司利益绑定，有效激励公司长期发展。此外公司估值水平较低，股息率约5%，未来收益有保障，是行业配置首选。

评级面临的主要风险

- 1) 市场竞争加剧，销量和利润率下滑；2) 原材料及人工成本上涨。

估值

- 我们预计公司2017-2019年每股收益分别为3.16元、3.62元和3.88元，给予公司2017年12倍市盈率，合理目标价38.50元，维持买入评级。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入(人民币 百万) | 670,448 | 756,416 | 850,968 | 923,130 | 969,287 |
| 变动(%) | 6 | 13 | 13 | 8 | 5 |
| 净利润(人民币 百万) | 29,794 | 32,009 | 36,893 | 42,287 | 45,344 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 2.702 | 2.903 | 3.158 | 3.619 | 3.881 |
| 变动(%) | 6.5 | 7.4 | 8.8 | 14.6 | 7.2 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 11.9 | 11.0 | 10.1 | 8.9 | 8.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 13.6 | 31.1 | 23.4 | 7.3 | 47.6 |
| 每股现金流量(人民币) | 2.36 | 1.03 | 1.37 | 4.38 | 0.67 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 13.8 | 10.3 | 11.1 | 7.9 | 7.2 |
| 每股股息(人民币) | 1.360 | 1.748 | 1.579 | 1.810 | 1.941 |
| 股息率(%) | 4.2 | 5.5 | 4.9 | 5.6 | 6.1 |

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 670,448 | 756,416 | 850,968 | 923,130 | 969,287 |
| 销售成本 | (591,43) | (657,73) | (742,89) | (806,81) | (848,12) |
| 经营费用 | (56,709) | (71,487) | (85,356) | (90,465) | (94,166) |
| 息税折旧前利润 | 22,308 | 27,191 | 22,717 | 25,850 | 26,995 |
| 折旧及摊销 | (5,952) | (7,484) | (5,780) | (6,876) | (7,993) |
| 经营利润 (息税前利润) | 16,356 | 19,706 | 16,937 | 18,974 | 19,001 |
| 净利息收入/(费用) | 231 | 332 | 745 | 1,493 | 1,845 |
| 其他收益/(损失) | 31,615 | 32,640 | 37,227 | 38,681 | 40,484 |
| 税前利润 | 48,202 | 52,678 | 54,909 | 59,147 | 61,331 |
| 所得税 | (5,736) | (6,530) | (7,136) | (7,687) | (7,971) |
| 少数股东权益 | (10,280) | (11,953) | (10,865) | (9,157) | (8,002) |
| 净利润 | 29,794 | 32,009 | 36,893 | 42,287 | 45,344 |
| 核心净利润 | 32,451 | 34,450 | 37,195 | 42,585 | 45,637 |
| 每股收益 (人民币) | 2.702 | 2.903 | 3.158 | 3.619 | 3.881 |
| 核心每股收益 (人民币) | 2.943 | 3.125 | 3.184 | 3.645 | 3.906 |
| 每股股息 (人民币) | 1.360 | 1.748 | 1.579 | 1.810 | 1.941 |
| 收入增长(%) | 6 | 13 | 13 | 8 | 5 |
| 息税前利润增长(%) | 24 | 20 | (14) | 12 | 0 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 24 | 22 | (16) | 14 | 4 |
| 每股收益增长(%) | 7 | 7 | 9 | 15 | 7 |
| 核心每股收益增长(%) | 11 | 6 | 2 | 14 | 7 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 72,673 | 105,933 | 127,631 | 173,996 | 183,826 |
| 应收帐款 | 70,687 | 67,661 | 103,951 | 83,753 | 115,490 |
| 库存 | 37,243 | 37,040 | 56,907 | 45,124 | 62,133 |
| 其他流动资产 | 89,327 | 120,312 | 128,292 | 149,560 | 145,928 |
| 流动资产总计 | 269,931 | 330,946 | 416,781 | 452,433 | 507,377 |
| 固定资产 | 50,547 | 60,320 | 63,056 | 65,375 | 67,251 |
| 无形资产 | 8,365 | 10,796 | 11,936 | 13,034 | 13,888 |
| 其他长期资产 | 80,866 | 89,650 | 94,703 | 99,034 | 102,524 |
| 长期资产总计 | 139,779 | 160,766 | 169,695 | 177,442 | 183,664 |
| 总资产 | 511,631 | 590,628 | 668,723 | 718,858 | 780,345 |
| 应付帐款 | 106,317 | 116,472 | 138,819 | 136,223 | 155,237 |
| 短期债务 | 4,908 | 8,728 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 其他流动负债 | 146,442 | 172,282 | 204,626 | 221,393 | 230,098 |
| 流动负债总计 | 257,668 | 297,481 | 348,445 | 362,616 | 390,335 |
| 长期借款 | 9,607 | 18,446 | 8,356 | 10,241 | 10,919 |
| 其他长期负债 | 33,439 | 39,604 | 44,555 | 48,333 | 50,750 |
| 股本 | 11,026 | 11,026 | 11,683 | 11,683 | 11,683 |
| 储备 | 152,066 | 168,855 | 201,643 | 222,787 | 245,459 |
| 股东权益 | 163,091 | 179,880 | 213,327 | 234,470 | 257,142 |
| 少数股东权益 | 35,789 | 43,175 | 54,040 | 63,197 | 71,199 |
| 总负债及权益 | 511,631 | 590,628 | 668,723 | 718,858 | 780,345 |
| 每股帐面价值 (人民币) | 14.79 | 16.31 | 18.26 | 20.07 | 22.01 |
| 每股有形资产 (人民币) | 14.03 | 15.34 | 17.24 | 18.95 | 20.82 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (6.02) | (8.43) | (10.50) | (14.46) | (15.31) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 税前利润 | 48,202 | 52,678 | 54,909 | 59,147 | 61,331 |
| 折旧与摊销 | 5,952 | 7,484 | 5,780 | 6,876 | 7,993 |
| 净利息费用 | (231) | (332) | (745) | (1,493) | (1,845) |
| 运营资本变动 | 4,145 | (9,851) | 9,674 | 12,503 | (697) |
| 税金 | 2,152 | 3,237 | (7,151) | (7,703) | (7,985) |
| 其他经营现金流 | (34,227) | (41,840) | (46,454) | (18,159) | (50,940) |
| 经营活动产生的现金流 | 25,993 | 11,377 | 16,013 | 51,172 | 7,857 |
| 购买固定资产净值 | 1,879 | 2,431 | 9,655 | 10,293 | 10,724 |
| 投资减少/增加 | 33,652 | 26,710 | 33,000 | 34,500 | 36,325 |
| 其他投资现金流 | (49,268) | (2,704) | (9,518) | (32,710) | (25,416) |
| 投资活动产生的现金流 | (13,737) | 26,437 | 33,137 | 12,083 | 21,633 |
| 净增权益 | 0 | 0 | 658 | 0 | 0 |
| 净增债务 | (3,117) | 10,406 | (6,930) | 827 | 529 |
| 支付股息 | (14,995) | (19,278) | (18,447) | (21,144) | (22,672) |
| 其他融资现金流 | (4,245) | 2,730 | (2,732) | 3,426 | 2,483 |
| 融资活动产生的现金流 | (22,357) | (6,142) | (27,451) | (16,890) | (19,660) |
| 现金变动 | (10,101) | 31,672 | 21,699 | 46,364 | 9,830 |
| 期初现金 | 87,949 | 72,673 | 105,933 | 127,631 | 173,996 |
| 公司自由现金流 | 12,256 | 37,813 | 49,150 | 63,255 | 29,490 |
| 权益自由现金流 | 8,908 | 47,887 | 41,475 | 62,589 | 28,174 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率 (%) | 3.3 | 3.6 | 2.7 | 2.8 | 2.8 |
| 息税前利润率 (%) | 2.4 | 2.6 | 2.0 | 2.1 | 2.0 |
| 税前利润率 (%) | 7.2 | 7.0 | 6.5 | 6.4 | 6.3 |
| 净利率 (%) | 4.8 | 4.5 | 4.3 | 4.6 | 4.7 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率 (倍) | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 利息覆盖率 (倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 净权益负债率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率 (倍) | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (倍) | 11.9 | 11.0 | 10.1 | 8.9 | 8.3 |
| 核心业务市盈率 (倍) | 10.9 | 10.3 | 10.1 | 8.8 | 8.2 |
| 目标价对应核心业务市盈率 (倍) | | | | | |
| 盈利 (倍) | 13.1 | 12.3 | 12.1 | 10.6 | 9.9 |
| 市净率 (倍) | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| 价格/现金流 (倍) | 13.6 | 31.1 | 23.4 | 7.3 | 47.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润 (倍) | 13.8 | 10.3 | 11.1 | 7.9 | 7.2 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 23.5 | 20.6 | 23.1 | 23.1 | 23.1 |
| 应收帐款周转天数 | 34.1 | 33.4 | 36.8 | 37.1 | 37.5 |
| 应付帐款周转天数 | 48.4 | 53.8 | 54.8 | 54.4 | 54.9 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率 (%) | 46.6 | 56.4 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 净资产收益率 (%) | 20.8 | 19.9 | 18.8 | 18.9 | 18.5 |
| 资产收益率 (%) | 3.1 | 3.1 | 2.3 | 2.4 | 2.2 |
| 已运用资本收益率 (%) | 3.7 | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 3.4 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测