

## 逆流而上的巨舰，价值和成长兼修

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年报, 报告期内实现营业收入8706.4亿元(yoy +15.1%), 实现归母净利润344.1亿元(yoy +7.5%), 总体毛利率为14.4%, 同比提升0.66pp。
- **全年销量逆势增长, 龙头实力再次彰显, 费用率相对平稳。** 公司全年实现乘用车销售618.8万辆(yoy 9.2%), 远超出2.5%的行业增速表现, 其中上汽大众206万辆(yoy 3.1%), 上汽通用200万辆(yoy 6%), 通用五菱213万辆(yoy+0.9%), 上汽自主52万辆(yoy+62.3%)。17年上汽集团车型周期强势, 销量增长, 产品结构优化, 整车业务毛利率提升0.88pp。费用率方面, 销售费用率提升0.74pp, 管理费用降低0.14pp, 相对稳定。由于短期借款和长期借款增加导致利息支出增加, 使得财务费用增加4.8亿, 财务费用率由负转正。
- **合资企业表现强势, 产品周期带动单车均价提升。** 17-18年为上汽大众和上汽通用车型强势周期, 途观L、途昂、全新GL8、凯迪拉克系列等多款新车型集中推出, 产品结构向SUV倾斜, 产品结构优化。上汽大众、上汽通用单车均价提升1万元、0.6万元。上汽通用五菱车型处于低端市场, 竞争格局较差, 但品牌整体单车水平、净利率、销量均保持平稳, 优势地位仍旧稳固。
- **自主新车型周期再续, 增速远远领先行业。** 2018年整体车市萎靡, 分化加剧, 上汽自主前两月累计增速超过60%, 延续了17年的良好势头。2016年底推出首款爆款RX5, 17年月均销量超过1.7万台, 峰值月销超过2.3万台, RX3新上市月销破万在即, 18年RX8将于近期上市, 补齐自主中大型SUV产品线的同时有望再次拉动上汽自主单车均价水平。上汽自主是国内汽车网联化、智能化的领导者, 多车型搭载交互式虚拟仪表盘, 语音交互, 远程车辆控制等高科技配置, 如今已与Mobileye、四维图新、英特尔携手, 将在Mobileye技术上开发L3-L5级自动驾驶技术, 核心技术的领先优势奠定坚实的品牌力。
- **分化中的受益者, 具备估值安全边际。** 上汽集团作为整车龙头, 依靠大众、通用的品牌深度将获得确定性的业绩增长, 在分化市场中受益于集中度的提升。上汽自主研发背靠多家国际巨头, 成长只需时间验证, 我们预计18年自主销量将超过70万辆, 大概率扭亏为盈。公司股息率超过5%, 高于全球其他整车巨头水平, 具备高收益性。价值和成长为硬币的两面, 在整车的投资中展现的淋漓尽致, 公司在中国的高成长市场确定性最高, 又具备高股息的价值属性, 为难得的优质白马。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2018-2020年EPS分别为3.28元、3.63元、4.00元, 对应PE分别为10倍、9倍、8倍。公司品牌力强大, 将受益于集中度提升趋势, 自主品牌放量具备成长属性, 高股息低估值提供优秀价值, 我们给予公司19年11倍PE, 调整目标价至39.93元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车行业增速放缓; 新能源车发展不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	870639.43	955944.89	1043353.28	1099864.86
增长率	15.10%	9.80%	9.14%	5.42%
归属母公司净利润(百万元)	34410.34	38368.98	42396.84	46788.46
增长率	7.50%	11.50%	10.50%	10.36%
每股收益EPS(元)	2.95	3.28	3.63	4.00
净资产收益率ROE	17.32%	17.74%	16.89%	16.13%
PE	11	10	9	8
PB	1.41	1.29	1.11	0.96

数据来源: Wind, 西南证券

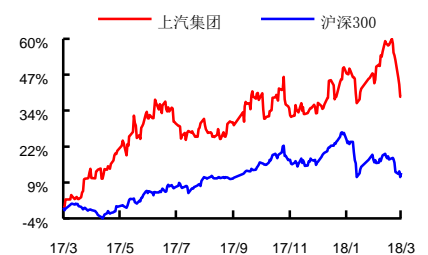
### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔  
执业证号: S1250515030001  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaox@swsc.com.cn

分析师: 张荫先  
执业证号: S1250517070001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川  
电话: 023-67898871  
邮箱: sc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	116.83
流通A股(亿股)	115.03
52周内股价区间(元)	24.65-37.32
总市值(亿元)	3,848.53
总资产(亿元)	7,235.33
每股净资产(元)	19.29

### 相关研究

1. 上汽集团(600104): 产品结构优化, 毛利率稳步提升 (2017-10-31)
2. 上汽集团(600104): 产品力提升, 霸主地位无可撼动 (2017-08-30)
3. 上汽集团(600104): 多款新车型上市, 增长确定的整车龙头 (2017-05-02)
4. 上汽集团(600104): 大众、通用、自主三驾马车驱动 (2017-04-06)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	870639.43	955944.89	1043353.28	1099864.86	净利润	47116.10	52880.19	58431.39	64483.92
营业成本	742382.41	814595.75	886571.23	931518.81	折旧与摊销	9084.51	5290.41	5782.91	6104.13
营业税金及附加	7881.68	8713.61	9776.39	10096.06	财务费用	143.23	-350.13	-1034.32	-1731.78
销售费用	61121.68	66916.14	73105.40	77040.21	资产减值损失	3739.59	3890.00	3950.00	4000.00
管理费用	31301.21	34414.02	38604.07	40585.01	经营营运资本变动	41976.60	-5290.16	16492.36	9537.48
财务费用	143.23	-350.13	-1034.32	-1731.78	其他	-77758.96	-36802.31	-38336.62	-39528.41
资产减值损失	3739.59	3890.00	3950.00	4000.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>24301.07</b>	<b>19618.00</b>	<b>45285.71</b>	<b>42865.34</b>
投资收益	30811.61	32965.40	34416.28	35561.67	资本支出	-18049.65	-2380.00	-2371.00	-2372.00
公允价值变动损益	-4.34	-53.10	-29.66	-33.25	其他	7137.87	58331.67	2635.37	2707.81
其他经营损益	15.70	15.70	15.70	15.70	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10911.78</b>	<b>55951.67</b>	<b>264.37</b>	<b>335.81</b>
<b>营业利润</b>	<b>54109.99</b>	<b>60693.50</b>	<b>66782.82</b>	<b>73900.66</b>	短期借款	6989.25	-5717.40	-4000.00	-6000.00
其他非经营损益	151.03	151.03	469.10	310.06	长期借款	2608.03	1000.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>54261.01</b>	<b>60844.53</b>	<b>67251.92</b>	<b>74210.72</b>	股权融资	15719.08	0.00	0.00	0.00
所得税	7144.92	7964.34	8820.53	9726.79	支付股利	0.00	-10557.25	-10536.80	-10693.20
净利润	47116.10	52880.19	58431.39	64483.92	其他	-25807.44	-32928.91	1034.32	1731.78
少数股东损益	12705.76	14511.20	16034.55	17695.46	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-491.08</b>	<b>-48203.57</b>	<b>-13502.48</b>	<b>-14961.42</b>
归属母公司股东净利润	34410.34	38368.98	42396.84	46788.46	<b>现金流量净额</b>	<b>12841.75</b>	<b>27366.11</b>	<b>32047.60</b>	<b>28239.72</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	121611.12	148977.23	181024.83	209264.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	103358.95	108608.15	120561.32	127066.61	销售收入增长率	15.10%	9.80%	9.14%	5.42%
存货	50041.76	54909.45	59761.10	62790.88	营业利润增长率	11.72%	12.17%	10.03%	10.66%
其他流动资产	114936.69	64910.21	70766.44	74213.34	净利润增长率	7.17%	12.23%	10.50%	10.36%
长期股权投资	67500.22	97537.23	129289.75	162099.02	EBITDA 增长率	13.10%	3.63%	8.99%	9.42%
投资性房地产	2909.33	2753.23	2751.95	2763.30	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	74703.63	73092.54	70979.96	68547.16	毛利率	14.73%	14.79%	15.03%	15.31%
无形资产和开发支出	12470.71	11354.91	10239.10	9123.30	三费率	10.63%	10.56%	10.61%	10.54%
其他非流动资产	176000.71	175817.19	175633.67	175450.15	净利率	5.41%	5.53%	5.60%	5.86%
<b>资产总计</b>	<b>723533.13</b>	<b>737960.14</b>	<b>821008.13</b>	<b>891318.31</b>	ROE	17.32%	17.74%	16.89%	16.13%
短期借款	15717.40	10000.00	6000.00	0.00	ROA	6.51%	7.17%	7.12%	7.23%
应付和预收款项	191906.93	203438.17	224991.85	236484.87	ROIC	-457.57%	-350.92%	-383.70%	-260.26%
长期借款	6894.02	7894.02	7894.02	7894.02	EBITDA/销售收入	7.27%	6.87%	6.86%	7.12%
其他负债	236908.96	218541.48	236141.21	247167.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>451427.31</b>	<b>439873.67</b>	<b>475027.08</b>	<b>491546.53</b>	总资产周转率	1.33	1.31	1.34	1.28
股本	11683.46	11683.46	11683.46	11683.46	固定资产周转率	16.54	15.67	16.16	16.92
资本公积	54868.43	54868.43	54868.43	54868.43	应收账款周转率	26.65	26.00	25.54	25.08
留存收益	142441.12	170252.85	202112.89	238208.15	存货周转率	16.73	15.52	15.46	15.20
归属母公司股东权益	225335.30	236804.75	268664.79	304760.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.27%	—	—	—
少数股东权益	46770.51	61281.72	77316.26	95011.73	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>272105.82</b>	<b>298086.47</b>	<b>345981.05</b>	<b>399771.78</b>	资产负债率	62.39%	59.61%	57.86%	55.15%
负债和股东权益合计	723533.13	737960.14	821008.13	891318.31	带息债务/总负债	6.58%	5.68%	4.41%	3.04%
					流动比率	1.00	1.00	1.04	1.10
					速动比率	0.87	0.85	0.90	0.95
					股利支付率	0.00%	27.52%	24.85%	22.85%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.95	3.28	3.63	4.00
					每股净资产	23.29	25.51	29.61	34.22
					每股经营现金	2.08	1.68	3.88	3.67
					每股股利	0.00	0.90	0.90	0.92
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	63337.73	65633.78	71531.41	78273.00					
PE	11.18	10.03	9.08	8.23					
PB	1.41	1.29	1.11	0.96					
PS	0.44	0.40	0.37	0.35					
EV/EBITDA	1.93	1.12	0.53	0.04					
股息率	0.00%	2.74%	2.74%	2.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn