证券研究报告

公司研究——年报点评

上汽集团（600104sh）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：增持，2018.1.23

范海波 行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 83326800
邮 箱：fanhaibo@cindasc.com

付盛刚 研究助理
联系电话：+86 21 61678581
邮 箱：fushenggang@cindasc.com

相关研究
《20180123 上汽集团（600104.sh）成熟龙头绝对霸主+自主起舞转型加码》2018.01

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

合资稳定保障自主崛起，成熟龙头展示成长潜能

2018 年 04 月 02 日

事件：2018 年 3 月 30 日，上汽集团发布 2017 年报。2017 年公司实现营业总收入 8706.39 亿元，同比增加 15.1％；实现归属母公司股东净利润 344.1 亿元，同比增加 7.51%，基本每股收益 2.959 元。每 10 股派发现金红利 18.3 元，股息率达 5.6%。

点评：

- **自主崛起合资稳定，新兴业务延续高增长。**合资与自主双翼齐振，公司龙头地位不可撼动。2017 年公司 3 家合资企业销量均超 200 万辆，保持稳定增长态势；自主业务强势崛起，乘用车销量达 52 万辆，增速高达 62.3%。途昂、凯迪拉克等畅销车型推动产品结构不断升级，15 万以上车型销量占比由 30%提高至 34%，整车收入同比增长 16.4%，远高于整车销量增速。自主板块超过 50 万辆，规模效应初步显现，整车业务板块盈利能力有所提升。2017 年公司整车业务毛利率水平是 11.82%，较 2016 年上涨 0.87 个百分点。汽车贷款余额超过 2000 亿元，汽车金融业务营收同比增长 24.39%，营收份额由 1.35%提高至 1.45%，新兴业务保持高速增长态势。
- **超高分红再展龙头魅力，国企改革更添几分活力。**2018 年，公司延续高额分红风格，每 10 股发放现金红利 18.3 元，合计分红 213.8 亿元，占 2017 年归母净利润的比重达 62.13%，股息率高达 5.6%。近三年公司累计现金分红 556.53 亿元，汽车行业成熟龙头魅力尽显。国企微改革持续推进，企业活力持续改善。2017 年，公司完善创新业务激励机制，实现创新交流平台多点突破，探索实施定制化的薪酬体系。全新机制应对产业大变革，企业活力助探新空间。
- **出行生态圈持续扩围，后市场蓄势未来空间。**2017 年，公司拓展出行生态圈， 完善后市场布局，探索企业增长新空间。公司成立物流人工智能实验室，车享电商销售整车超过 7 万辆，新技术加速向物流和销售等传统业务渗透。车享家线下服务网点达 1500 家，分时租赁业务上线网点超过 8000 个，汽车后市场战略布局效果初显，储备公司新盈利增长点。
- **新车投放金融助力，2018 稳增长可期。**中大型 SUV RX8 即将投放市场，RX3 销量有望持续释放，我们认为自主品牌强势增长态势延续。柯珞克等 SUV 车型进入市场，上汽大众 SUV 产品布局更趋完善。 凯迪拉克紧凑型 SUV 进入市场，上汽通用产品结构更趋高端化。产品结构持续优化升级，推动合资业务稳定增长。汽车金融业务有望延续高速增长态势，零部件业务板块有望稳定增长。综上所述，我们认为 2018 年公司经营基本面保持稳定增长。
- **盈利预测及评级：**自主业务延续强势崛起态势，产品结构优化提升合资贡献度。汽车金融延续高速增长，后市场业务蓄势新空间。我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 3.19 元、3.54 元、3.96 元。受中美贸易战事件催化影响，公司股

价出现较大波动。公司基本面保持稳定，短期扰动创造介入良机。有别于大众、丰田等国际成熟车企，成熟龙头再展成长潜能，我们给予公司 “增持”评级。

➢ **风险因素：**宏观经济大幅回落导致车市增速低于预期；新兴业务拓展进程不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756,416.17	870,639.43	958,308.53	1,080,404.19	1,208,454.58
增长率 YoY %	12.82%	15.10%	10.07%	12.74%	11.85%
归属母公司净利润(百万元)	32,008.61	34,410.34	37,226.85	41,341.35	46,300.32
增长率 YoY%	7.43%	7.50%	8.19%	11.05%	12.00%
毛利率%	14.04%	14.73%	14.93%	15.09%	15.29%
净资产收益率 ROE%	17.44%	16.49%	15.26%	14.60%	14.16%
每股收益 EPS(元)	2.74	2.95	3.19	3.54	3.96
市盈率 P/E(倍)	12	12	11	10	9
市净率 P/B(倍)	2.07	1.76	1.51	1.31	1.13

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2018 年 3 月 30 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	330,945.56	389,948.53	430,043.34	504,361.16	590,731.45
货币资金	105,932.54	121,611.12	148,556.68	203,167.16	269,003.00
应收票据	30,038.46	29,641.74	32,087.67	36,109.82	40,301.03
应收账款	30,662.08	34,667.81	37,528.47	42,232.61	47,134.48
预付账款	20,529.66	29,835.19	32,764.55	36,866.12	41,139.64
存货	37,039.78	50,041.76	54,955.08	61,834.54	69,002.41
其他	106,743.04	124,150.90	124,150.90	124,150.90	124,150.90
非流动资产	259,682.58	333,584.61	338,243.74	345,626.97	348,826.12
长期投资	62,677.19	67,500.22	63,297.00	63,297.00	63,297.00
固定资产	47,053.91	58,226.66	65,561.11	79,553.10	85,322.95
无形资产	10,794.05	11,745.32	12,411.70	13,033.44	13,663.50
其他	139,157.43	196,112.41	196,973.93	189,743.43	186,542.67
资产总计	590,628.14	723,533.13	768,287.09	849,988.12	939,557.58
流动负债	297,481.37	390,972.51	390,426.69	415,521.39	441,694.48
短期借款	8,728.15	15,717.40	15,717.40	15,717.40	15,717.40
应付账款	104,730.64	121,119.41	133,011.45	149,662.26	167,011.12
其他	184,022.59	254,135.70	241,697.84	250,141.73	258,965.96
非流动负债	58,050.39	60,454.81	54,782.00	54,782.00	54,782.00
长期借款	4,285.99	6,894.02	6,894.02	6,894.02	6,894.02
其他	53,764.40	53,560.79	47,887.98	47,887.98	47,887.98
负债合计	355,531.76	451,427.31	445,208.69	470,303.39	496,476.48
少数股东权益	43,175.40	46,770.51	60,516.25	75,781.23	92,877.27
归属母公司股东权益	191,920.98	225,335.30	262,562.15	303,903.51	350,203.82
负债和股东权益	590628.14	723533.13	768287.09	849988.12	939557.58

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.17	870,639.43	958,308.53	1,080,404.1	1,208,454.5
同比	12.82%	15.10%	10.07%	12.74%	11.85%
归属母公司净利润	32,008.61	34,410.34	37,226.85	41,341.35	46,300.32
同比	7.43%	7.50%	8.19%	11.05%	12.00%
毛利率	14.04%	14.73%	14.93%	15.09%	15.29%
ROE	17.44%	16.49%	15.26%	14.60%	14.16%
EPS（摊薄）(元)	2.74	2.95	3.19	3.54	3.96
P/E	12	12	11	10	9
P/B	2.07	1.76	1.51	1.31	1.13
EV/EBITDA	6.95	6.86	6.22	5.57	4.97

利润表 单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.17	870,639.43	958,308.53	1,080,404.1	1,208,454.5
营业成本	650,218.11	742,382.41	815,272.77	917,331.31	1,023,668.4
营业税金及附加	7,520.72	7,881.68	9,330.57	10,500.14	11,718.87
营业费用	47,503.42	61,121.68	66,165.22	74,458.94	83,101.27
管理费用	28,258.36	31,301.21	35,248.80	39,667.20	44,271.30
财务费用	-332.32	143.23	396.44	77.63	-582.04
资产减值损失	3,209.47	3,739.59	3,525.08	3,966.67	4,426.80
公允价值变动收益	-10.02	-4.34	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30,572.26	30,811.61	32,505.24	33,909.67	35,431.42
营业利润	48,433.00	54,109.99	57,224.94	63,713.02	71,532.72
营业外收入	3,313.77	868.57	2,616.33	2,616.33	2,616.33
营业外支出	1,254.31	717.54	1,138.96	1,138.96	1,138.96
利润总额	50,492.46	54,261.01	58,702.31	65,190.40	73,010.09
所得税	6,530.50	7,144.92	7,729.73	8,584.06	9,613.73
净利润	43,961.96	47,116.10	50,972.58	56,606.34	63,396.36
少数股东损益	11,953.35	12,705.76	13,745.73	15,264.98	17,096.04
归属母公司净利润	32,008.61	34,410.34	37,226.85	41,341.35	46,300.32
EBITDA	59,131.55	64,739.71	71,390.57	79,679.68	89,369.29
EPS	2.90	2.95	3.19	3.54	3.96

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	11,376.93	24,301.07	14,137.64	41,855.64	49,182.05
净利润	43,961.96	47,116.10	50,972.58	56,377.20	63,164.77
折旧摊销	7,899.33	9,084.51	10,900.62	12,701.65	14,571.56
财务费用	739.76	1,394.19	1,787.63	1,787.63	1,787.63
投资损失	-30,572.26	-30,811.61	-32,505.24	-33,909.67	-35,431.42
营运资金变动	-9,376.26	-3,073.45	1,265.52	1,420.70	1,211.84
其它	-1,275.60	591.34	-18,283.48	3,478.13	3,877.67
投资活动现金流	26,436.50	-10,911.78	14,595.55	14,313.34	18,209.83
资本支出	-15,955.28	-24,658.89	-17,909.69	-19,596.33	-17,221.59
长期投资	333,474.47	236,985.24	32,505.24	33,909.67	35,431.42
其他	-291,082.7	-223,238.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-6,141.75	-491.08	-23,168.37	-1,787.63	-1,787.63
吸收投资	5,514.89	15,424.99	0.00	0.00	0.00
借款	272.00	-624.46	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	24,753.28	29,228.42	23,168.37	1,787.63	1,787.63
现金净增加额	31977.67	12841.75	5564.83	54381.35	65604.24

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

付盛刚，汽车行业研究助理，先后服务于上汽集团、吉利汽车等知名汽车制造商，7 年战略研究、市场研究、产品规划工作经历，2017 年 6 月加入信达证券，从事汽车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪　辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐　蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上;	**看好：** 行业指数超越基准;
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％;	**中性：** 行业指数与基准基本持平;
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间;	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。