

2018年04月04日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：

021-50873259

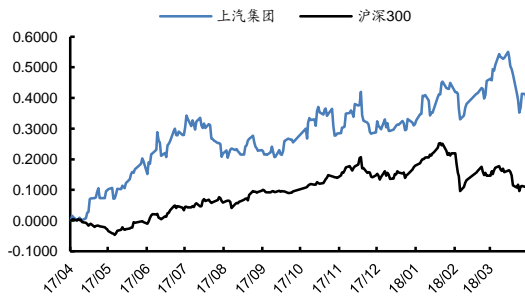
周绍倩 S0350516070001

zhousq01@ghzq.com.cn

合资自主两翼齐飞，推进新四化拥抱未来

——上汽集团（600104）2017年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
上汽集团	-5.5	5.0	37.6
沪深 300	-3.8	-6.5	11.8

市场数据 2018-04-03

当前价格（元）	33.11
52 周价格区间（元）	23.86 - 37.66
总市值（百万）	386839.41
流通市值（百万）	380878.66
总股本（万股）	1168346.14
流通股（万股）	1150343.29
日均成交额（百万）	856.23
近一月换手（%）	4.65

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

上汽集团发布 2017 年报：公司全年实现营业收入 8706.39 亿元，同比增长 15.1%，实现归属于上市公司股东净利润 344.10 亿元，同比增长 7.5%，扣非后归属于上市公司股东净利润 329.16 亿元，同比增长 8.5%。公司拟每 10 股派送现金红利 18.30 元（含税），共计 213.81 亿元。

2018 年公司计划实现整车销售 725.5 万辆，预计营业总收入 9115 亿元，营业总成本 7793 亿元。

投资要点：

■ **整车销量再上新高，带动营收利润稳健增长** 2017 年公司实现整车销售 693 万辆，同比增长 6.8%，在自身体量较大的基础上，增速远超行业（同比+3.3pct）。合资与自主均表现强劲，其中上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱的销量全部超过 200 万辆，分别达到了 206.3 万、200.0 万、215.0 万，同比分别增长 3.1%、6.0%、0.9%；自主品牌乘用车荣威和名爵销量达到 52.2 万辆，同比增速为 62.3%。整车销量的新高带动公司业绩稳健增长，报告期内公司营业收入 8706.39 亿元，同比增长 15.1%，实现归属于上市公司股东净利润 344.10 亿元，同比增长 7.5%。营收与利润增速均高于销量增速，主要是由于公司产品结构持续优化，上汽大众途昂、途观 L，上汽通用凯迪拉克品牌、别克 GL8 等合资高端产品实现热销。公司全年销售毛利率为 13.5%，同比增长 0.6 个百分点。三项费用率合计 10.6%，同比增长 0.7 个百分点，主要是销售费用略有提高，费率同比增长了 0.7 个百分点。

■ **四季度业绩呈现较高增长态势** 2017 年四季度，公司实现营业收入 2625.90 亿元，同比增长 16.8%；实现归属于上市公司股东净利润 97.72 亿元，同比增长 9.6%；毛利率为 14.1%（同比+0.2pct），三项费用率合计 10.0%（同比+0.1pct）。Q4 营收和利润高增长态势明显，相较同期提升较大，毛利率略有提升，费率保持稳定。

■ **自主品牌贡献重要增量，未来盈利可期** 自主品牌销量保持高增长，乘用车荣威和名爵销量同比增速达到 62.3%，上汽大通销量同比增速为 54%。上汽自主品牌在国内自主品牌表现分化的背景下，销量增速名列前茅。2017 年上汽新增的 44 万辆销量中，自主品牌新增销量达到 22.7 万辆，增量贡献占比达到 51.6%。自主品牌新能源汽车销量表现抢眼，达到 6.4 万辆，同比增速为 156%，其中荣威新能源车型平均售价超过 20 万元，立足于中高端市场。2017 年自主品牌报表口径减亏约 4 亿元

(母公司净利润-投资收益), 随着荣威 RX5、名爵 ZS 等车型的持续热销, 以及 2018 年荣威 RX8、光之翼等新车型的推出, 自主品牌销量有望维持高速增长, 未来盈利可期。

- **面向未来推进新四化, 智能网联和新能源展开布局** 公司推进实施“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的“新四化”发展战略, 在新能源汽车、智能网联汽车等核心技术关键领域进行了全面布局。在提升智能网联技术优势方面, 公司正式发布斑马智行 2.0 系统, 与 Mobileye 等高科技企业合作研究基于视觉的自动驾驶解决方案; 新能源方面, 公司与宁德时代、英飞凌分别在电池电芯、电池系统、IGBT 模块等核心部件上开展合资合作, 进一步完善新能源产业链布局。我们看好公司作为行业领先企业, 在未来实现新转变和新发展。
- **盈利预测和投资评级: 给予增持评级** 预估公司 2018/2019/2020 年 EPS 为 3.20/3.46/3.75 元, 对应当前股价 PE 分别为 10/10/9 倍, 首次覆盖给予增持评级。
- **风险提示:** 汽车行业销量增速放缓的风险; 自主品牌销量不及预期; 进口关税下降影响公司单车利润的风险; 智能网联、新能源拓展进程不及预期

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	870639	927485	998603	1085415
增长率(%)	15%	7%	8%	9%
净利润(百万元)	34410	37352	40381	43757
增长率(%)	8%	9%	8%	8%
摊薄每股收益(元)	2.95	3.20	3.46	3.75
ROE(%)	12.65%	12.81%	12.92%	13.05%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 上汽集团盈利预测表

证券代码:	600104.SH				股价:	33.11	投资评级:	增持	日期:	2018-04-03
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	13%	13%	13%	13%	EPS	2.95	3.20	3.46	3.75	
毛利率	15%	15%	15%	15%	BVPS	19.29	19.77	20.29	20.85	
期间费率	12%	11%	12%	12%	估值					
销售净利率	4%	4%	4%	4%	P/E	11.24	10.36	9.58	8.84	
成长能力					P/B	1.72	1.67	1.63	1.59	
收入增长率	15%	7%	8%	9%	P/S	0.44	0.42	0.39	0.36	
利润增长率	8%	9%	8%	8%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	1.20	1.23	1.27	1.31	营业收入	870639	927485	998603	1085415	
应收账款周转率	11.84	11.84	11.84	11.84	营业成本	742382	789231	848214	920487	
存货周转率	14.84	14.84	14.84	14.84	营业税金及附加	7882	8396	9040	9826	
偿债能力					销售费用	61122	67112	72259	78540	
资产负债率	62%	61%	60%	60%	管理费用	31301	35345	38055	41363	
流动比	1.00	1.06	1.13	1.19	财务费用	143	(2836)	(3331)	(3832)	
速动比	0.87	0.93	0.99	1.04	其他费用 / (-收入)	27083	28562	29209	29869	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	54110	58799	63576	68900	
现金及现金等价物	121611	205986	229517	253402	营业外净收支	151	100	100	100	
应收款项	73524	78324	84330	91661	利润总额	54261	58899	63676	69000	
存货净额	50042	53766	57785	62710	所得税费用	7145	7756	8385	9086	
其他流动资产	144772	150301	157217	165660	净利润	47116	51143	55291	59914	
流动资产合计	389949	428281	468753	513338	少数股东损益	12706	13792	14910	16157	
固定资产	58227	52474	47297	42637	归属于母公司净利润	34410	37352	40381	43757	
在建工程	16477	16507	16537	16567	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	11745	10571	9514	8562	经营活动现金流	24301	69898	72841	77310	
长期股权投资	67500	67500	67500	67500	净利润	47116	51143	55291	59914	
资产总计	723533	754968	789236	828240	少数股东权益	12706	13792	14910	16157	
短期借款	15717	15717	15717	15717	折旧摊销	8594	6997	6304	5681	
应付款项	137661	147905	158962	172509	公允价值变动	(4)	0	0	0	
预收帐款	27177	28952	31172	33882	营运资金变动	(44110)	(2034)	(3665)	(4442)	
其他流动负债	210417	210417	210417	210417	投资活动现金流	(10912)	5723	5147	4630	
流动负债合计	390973	402991	416268	432525	资本支出	(14384)	5723	5147	4630	
长期借款及应付债券	13966	13966	13966	13966	长期投资	(4823)	0	0	0	
其他长期负债	46489	46489	46489	46489	其他	8295	0	0	0	
长期负债合计	60455	60455	60455	60455	筹资活动现金流	70986	(31727)	(34300)	(37168)	
负债合计	451427	463446	476723	492980	债务融资	2509	0	0	0	
股本	11683	11683	11683	11683	权益融资	15425	0	0	0	
股东权益	272106	291522	312514	335260	其它	53052	(31727)	(34300)	(37168)	
负债和股东权益总计	723533	754968	789236	828240	现金净增加额	84375	43894	43688	44772	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业四年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。