



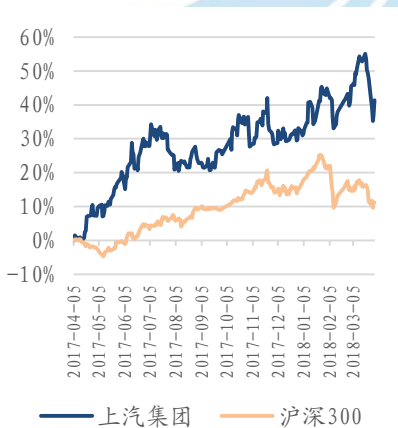
## 上汽集团 (600104): 稳健增长, 合资自主双引擎发动

行业分类: 新能源

2018年4月1日

投资评级	
当前价格	34.01
<b>买入</b>	
基本数据	
总股本 (万股)	1,168,346
流通 A 股市值 (亿元)	3,912.32
一年内最低/最高价	24.06/37.32
总市值 (亿元)	3,973.55
每股净资产	19.29
资产负债率	62.39

近一年公司与沪深 300 走势对比图



◆ **事件: 公司 2017 年归母净利润增长 7.5%, 分红率 62.1%**

公司发布 17 年年报, 17 年实现营业收入 8706.39 亿元, 同比增长 15.1%; 实现归母净利润 344.10 亿元, 同比增长 7.5%。公司拟每股现金分红 1.83 元 (含税), 分红率为 62.1%。

◆ **评论:**

**公司销量逆势而行, 盈利根基牢固。**2017 年公司实现整车销售 693 万辆, 同比增长 6.8%, 比总体市场增速高出 1 倍多。其中, 乘用车销售 618.8 万辆, 同比增长 9.2%, 商用车销售 74.2 万辆, 同比下降 9.8%。公司国内市场占有率达到 23.2%, 同比提升 0.6 个百分点。公司在国内市场占据领先优势, 销量逆势而行。

**合资自主双引擎发动, 自主增长更具亮点。**2017 年公司三家主要整车合资企业上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱的销量全部超过 200 万辆, 上汽在国内整车企业销量四强中占据三席。与此同时, 上汽自主品牌乘用车荣威和名爵销量达到 52.2 万辆, 同比增长 62.3%, 上汽大通销量超过 7.1 万辆, 同比增长 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%, 超过集团一半份额。另外, 2018 年荣威将推出两款新车 RX2 (小型 SUV) 和 RX8 (中大型 SUV), 自主品牌成为增长支柱。

**互联网和新能源车提供动力, 公司产销结构持续优化。**上汽“互联网汽车家族”日益壮大, 自主品牌乘用车中的互联网汽车产品占比超过 40%; 上汽新能源汽车全年销售 6.4 万辆, 同比增长 156%。上汽大通 FCV80 燃料电池轻客率先在国内实现商业化运营, 上汽通用五菱 E100 产品开创了全新的新能源商业模式。2017 年公司 15 万元以上车型销量占比从 30% 提升至 34%, 产销结构进一步优化, 新能源车持续高速增长, 占比不断提升。

◆ **风险提示:** 整体经济下行, 增速不及预期

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	870639.43	950738.25	1031551.01	1103759.58
增长率	15.10%	9.20%	8.50%	7.00%
归属母公司净利润 (百万)	34410.34	36874.60	38688.88	39672.06
增长率	7.50%	7.16%	4.92%	2.54%
每股收益 EPS (元)	2.95	3.16	3.31	3.40
净资产收益率 ROE	17.32%	17.66%	16.75%	15.64%
PE	12	11	10	10
PB	1.46	1.39	1.26	1.14

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 0755-83692635  
传 真: 0755-83688539

**图表 1: 财务报表预测 (单位: 百万元)**

利润表					现金流量表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	870639.43	950738.25	1031551.01	1103759.58	净利润	47116.10	50390.53	52949.04	54271.83
营业成本	742382.41	810028.99	881976.11	945921.96	折旧与摊销	9084.51	14269.61	16183.61	17670.16
营业税金及附加	7881.68	8606.79	9338.37	9992.05	财务费用	143.23	612.36	1273.63	1860.75
销售费用	61121.68	68453.15	73240.12	78366.93	资产减值损失	3739.59	3739.59	3739.59	3739.59
管理费用	31301.21	36128.05	38167.39	40839.10	经营营运资本变动	40016.51	-7351.21	14134.25	11656.42
财务费用	143.23	612.36	1273.63	1860.75	其他	-75798.87	-38435.26	-40735.26	-43035.26
资产减值损失	3739.59	3739.59	3739.59	3739.59	<b>经营性现金流净额</b>	24301.07	23225.63	47544.86	46163.50
投资收益	30811.61	34700.00	37000.00	39300.00	资本支出	-16065.74	-6502.29	-6002.29	-5802.29
公允价值变动损益	-4.34	-4.34	-4.34	-4.34	其他	5153.96	18844.68	-36155.59	-35855.59
其他经营损益	15.70	16.00	16.00	16.00	<b>投资性现金流净额</b>	-10911.78	12342.39	-42157.88	-41657.88
<b>营业利润</b>	54109.99	57880.97	60827.46	62350.85	短期借款	6989.25	32551.72	22695.42	23965.95
其他非经营损益	151.03	151.03	151.03	151.03	长期借款	2608.03	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	54261.01	58032.00	60978.49	62501.88	股权融资	15719.08	-26.00	0.00	0.00
所得税	7144.92	7641.47	8029.45	8230.05	支付股利	-19277.71	-20724.19	-22208.33	-23301.01
净利润	47116.10	50390.53	52949.04	54271.83	其他	-6529.72	-26369.93	6247.85	5660.73
少数股东损益	12705.76	13515.93	14260.16	14599.77	<b>筹资性现金流净额</b>	-491.08	-14568.40	6734.94	6325.66
归属母公司股东净	34410.34	36874.60	38688.88	39672.06	<b>现金流量净额</b>	12841.75	20999.62	12121.91	10831.29

资产负债表					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	121611.12	142610.74	154732.65	165563.94	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	103358.95	114026.60	123843.23	132600.97	销售收入增长率	15.10%	9.20%	8.50%	7.00%
存货	50041.76	54780.22	59819.92	64299.15	营业利润增长率	11.72%	6.97%	5.09%	2.50%
其他流动资产	114936.69	65565.60	70731.08	75346.60	净利润增长率	7.17%	6.95%	5.08%	2.50%
长期股权投资	67500.22	99500.22	133500.22	169500.22	EBITDA 增长率	13.10%	14.88%	7.59%	4.59%
投资性房地产	2909.33	2909.33	2909.33	2909.33	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工	74703.63	69924.81	63365.61	55753.47	毛利率	14.73%	14.80%	14.50%	14.30%
无形资产和开发支	12470.71	10093.95	7716.90	5339.57	三费率	10.63%	11.06%	10.92%	10.97%
其他非流动资产	176000.71	216440.23	256246.41	295419.26	净利率	5.41%	5.30%	5.13%	4.92%
<b>资产总计</b>	723533.13	775851.70	872865.36	966732.52	ROE	17.32%	17.66%	16.75%	15.64%
短期借款	15717.40	48269.12	70964.53	94930.48	ROA	6.51%	6.49%	6.07%	5.61%
应付和预收款项	191906.93	210146.64	228624.38	245066.99	ROIC	155.06%	200.09%	291.57%	61258.64%
长期借款	6894.02	6894.02	6894.02	6894.02	EBITDA/销售收入	7.27%	7.65%	7.59%	7.42%
其他负债	236908.96	225138.05	250237.85	272725.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	451427.31	490447.82	556720.78	619617.12	总资产周转率	1.33	1.27	1.25	1.20
股本	11683.46	11683.46	11683.46	11683.46	固定资产周转率	16.54	15.81	17.10	19.91
资本公积	54868.43	54842.43	54842.43	54842.43	应收账款周转率	26.65	26.02	25.76	25.59
留存收益	142441.12	158591.53	175072.08	191443.12	存货周转率	16.37	14.90	14.88	14.78
归属母公司股东权	225335.30	225117.43	241597.98	257969.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收	110.27%	—	—	—
少数股东权益	46770.51	60286.45	74546.60	89146.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	272105.82	285403.87	316144.58	347115.40	资产负债率	62.39%	63.21%	63.78%	64.09%
负债和股东权益合	723533.13	775851.70	872865.36	966732.52	带息债务/总负债	6.58%	12.69%	15.26%	17.57%
					流动比率	1.00	0.89	0.85	0.82
					速动比率	0.87	0.76	0.73	0.70
					股利支付率	56.02%	56.20%	57.40%	58.73%

业绩和估值指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	63337.73	72762.95	78284.70	81881.77
PE	11.55	10.78	10.27	10.02
PB	1.46	1.39	1.26	1.14
PS	0.46	0.42	0.39	0.36
EV/EBITDA	2.126	1.239	0.786	0.434
股息率	0.049	0.052	0.056	0.059

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

全飏，SAC执业证书号：S0640513080002，2011年8月加入中航证券金融研究所，目前从事环保及新能源行业研究，探寻行业公司价值。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。