



600104.CH

买入

市场价格:人民币 31.93

板块评级:中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.5	(4.8)	(8.7)	20.1
相对上证指数	8.5	(2.2)	4.7	22.3

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	367,305
3个月日均交易额(人民币 百万)	800
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2018年4月27日收市价为标准

相关研究报告

《2018年汽车行业投资策略—行业空间依旧广阔, 成长与价值共舞》20180108

《上汽集团—1月销量增长13%, 自主爆发助力开门红》20180209

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: 汽车整车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

上汽集团

业绩稳定增长, 外部扰动无需担忧

公司发布2018年一季报, Q1共实现营业收入2388.3亿元, 同比增长21.7%, 归属于上市公司股东的净利润为97.1亿元, 同比增长17.5%; 扣非后归母净利润88.3亿元, 同比增长8.0%; 每股收益0.83元, 业绩符合预期。公司控股子公司华域汽车收购上海小系车灯50%股权并确认其原持有的股权一次性溢价9.2亿元, 导致净利润快速增长。展望2018年, 公司旗下合资和自主品牌新品周期延续, 业绩增长可期。公司竞争力保持领先, 股比放开、关税下降等外部扰动无需担忧。作为行业龙头, 公司业绩增长确定性强, 估值较低且股息率高, 是行业配置首选。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为3.23元、3.53元和3.86元, 维持买入评级, 持续推荐。

支撑评级的要点

- 一季度自主和通用表现优异, 业绩稳定增长。公司一季度实现整车销售188.2万辆, 同比增长10.1%, 超出行业增速7.3个百分点。上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱一季度销量分别增长1.8%、14.5%、54.2%、2.2%。自主和合资共同推动公司业绩稳定增长。一季度毛利率为13.1%, 同比下降0.1个百分点, 此外销售费用率和管理费用率均下降0.2个百分点, 新增借款增加导致财务费用大幅上升936.8%。
- 合资自主新品周期延续, 推动业绩持续增长。2018年乘用车购置税优惠退出, 行业竞争加剧, 有竞争力的新车是增长利器。自主乘用车将有RX8、光之翼等新车陆续上市, 上汽大众新增大众Tharu、斯柯达Karoq/Kamiq等多款SUV产品, 上汽通用新增凯迪拉克紧凑型SUV XT4等多款产品。合资自主新品周期延续, 有望推动公司业绩持续增长。
- 公司竞争力保持领先, 外部扰动无需担忧。公司旗下上汽大众、上汽通用是国内领先的乘用车企业, 常年位居销量前三, 中外股东合作良好, 股比开放对于双方预计影响较小。关税降低对于汽车整体市场价格有所影响, 但豪华车国产相对于进口仍有成本等优势。上汽通用凯迪拉克车型大都已经国产化, 并取得较好销量; 上汽大众奥迪项目持续推进, 有望成为公司未来业绩增长点。公司竞争力保持领先, 外部扰动无需担忧。

评级面临的主要风险

- 1) 市场竞争加剧, 汽车销量和利润率下滑; 2) 原材料及人工成本上涨。

估值

- 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为3.23元、3.53元和3.86元, 当前股价对应2018年10倍市盈率, 维持买入评级, 持续推荐。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	756,416	870,639	975,116	1,072,628	1,158,438
变动(%)	13	15	12	10	8
净利润(人民币 百万)	32,009	34,410	37,703	41,259	45,078
全面摊薄每股收益(人民币)	2.740	2.945	3.227	3.531	3.858
变动(%)	7.4	7.5	9.6	9.4	9.3
全面摊薄市盈率(倍)	11.6	10.8	9.9	9.0	8.3
价格/每股现金流量(倍)	30.9	15.4	12.4	9.0	7.3
每股现金流量(人民币)	1.03	2.08	2.58	3.56	4.38
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	8.4	7.1	5.6	4.2
每股股息(人民币)	1.748	1.830	1.936	2.119	2.315
股息率(%)	5.5	5.7	6.1	6.6	7.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018Q1	2017Q1	同比变动(%)
营业收入	2,388.3	1,962.8	21.7
营业利润	156.3	127.4	22.7
净利润	140.4	115.3	21.8
归属于上市公司股东的净利润	97.1	82.6	17.5
扣非后归属于上市公司股东的净利润	88.3	81.7	8.0
销售成本	2,041.6	1,677.0	21.7
毛利润	346.7	285.8	21.3
销售费用	147.4	125.2	17.8
管理费用	93.4	81.0	15.3
财务费用	3.9	0.4	936.8
资产减值损失	3.5	1.9	85.3
销售费用率(%)	6.2	6.4	
管理费用率(%)	3.9	4.1	
财务费用率(%)	0.2	0.0	
毛利率(%)	13.1	13.2	
净利率(%)	5.9	5.9	

资料来源: 公司公告、中银证券

图表 2. 销量情况

公司	3月销量	同比增减(%)	Q1 累计	累计增减(%)
上汽大众	177,307	3.1	513,058	1.8
上汽通用	165,859	17.9	491,269	14.5
上汽乘用车	61,836	38.4	181,838	54.2
上汽通用五菱	220,061	(3.9)	575,137	2.2
总体	649,511	7.4	1,822,420	10.1

资料来源: 公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	756,416	870,639	975,116	1,072,62	1,158,43
销售成本	(657,739)	(750,264)	(841,52)	(925,14)	(998,57)
经营费用	(71,487)	(87,569)	(98,783)	(106,67)	(113,108)
息税折旧前利润	27,191	32,807	34,808	40,812	46,757
折旧及摊销	(7,484)	(8,594)	(6,870)	(8,284)	(9,682)
经营利润(息税前利润)	19,706	24,213	27,938	32,528	37,075
净利息收入/(费用)	332	(143)	(163)	(75)	(50)
其他收益/(损失)	32,640	30,974	31,607	32,528	33,969
税前利润	52,678	55,044	59,382	64,981	70,994
所得税	(6,530)	(7,145)	(7,717)	(8,445)	(9,227)
少数股东权益	(11,953)	(12,706)	(13,945)	(15,260)	(16,673)
净利润	32,009	34,410	37,703	41,259	45,078
核心净利润	32,450	35,213	37,911	41,435	45,218
每股收益(人民币)	2.740	2.959	3.227	3.531	3.858
核心每股收益(人民币)	3.125	3.014	3.245	3.547	3.870
每股股息(人民币)	1.748	1.830	1.936	2.119	2.315
收入增长(%)	13	15	12	10	8
息税前利润增长(%)	20	23	15	16	14
息税折旧前利润增长(%)	22	21	6	17	15
每股收益增长(%)	7	7	10	9	9
核心每股收益增长(%)	7	7	10	9	9

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	105,933	121,611	134,605	156,219	188,710
应收帐款	67,661	73,524	88,996	89,776	103,297
库存	37,040	50,042	46,999	59,683	55,466
其他流动资产	120,312	144,772	137,920	161,809	152,693
流动资产总计	330,946	389,949	408,519	467,487	500,165
固定资产	60,320	74,704	80,629	85,218	88,499
无形资产	10,796	11,747	12,643	13,090	13,633
其他长期资产	89,650	101,630	108,503	115,158	121,548
长期资产总计	160,766	188,080	201,774	213,466	223,680
总资产	590,628	723,533	730,040	806,448	853,208
应付帐款	116,472	137,661	144,218	165,667	168,813
短期债务	8,728	15,717	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	172,282	237,594	234,682	255,413	262,255
流动负债总计	297,481	390,973	383,900	426,080	436,068
长期借款	18,446	13,966	12,072	12,072	12,072
其他长期负债	39,604	46,489	49,278	51,742	53,812
股本	11,026	11,683	11,683	11,683	11,683
储备	168,855	197,310	212,391	228,894	246,925
股东权益	179,880	208,993	224,074	240,578	258,609
少数股东权益	43,175	46,771	60,715	75,976	92,648
总负债及权益	590,628	723,533	730,040	806,448	853,208
每股帐面价值(人民币)	16.31	17.89	19.18	20.59	22.13
每股有形资产(人民币)	15.34	16.88	18.10	19.47	20.97
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.43)	(8.47)	(10.67)	(12.52)	(15.30)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	52,678	55,044	59,382	64,981	70,994
折旧与摊销	7,484	8,594	6,870	8,284	9,682
净利息费用	(332)	143	163	75	50
运营资本变动	(9,851)	10,590	(7,437)	15,337	3,755
税金	3,237	4,778	(7,734)	(8,462)	(9,243)
其他经营现金流	(41,840)	(54,848)	(21,092)	(38,574)	(24,101)
经营活动产生的现金流	11,377	24,301	30,152	41,641	51,137
购买固定资产净值	2,431	951	13,691	13,321	13,506
投资减少/增加	26,710	25,934	25,113	26,282	28,000
其他投资现金流	(2,704)	(37,796)	(5,280)	(35,733)	(33,840)
投资活动产生的现金流	26,437	(10,912)	33,523	3,870	7,666
净增权益	0	658	0	0	0
净增债务	10,406	17,860	(11,595)	898	754
支付股息	(19,278)	(21,381)	(22,622)	(24,755)	(27,047)
其他融资现金流	2,730	2,371	(16,465)	(39)	(20)
融资活动产生的现金流	(6,142)	(491)	(50,682)	(23,897)	(26,313)
现金变动	31,672	12,898	12,994	21,614	32,491
期初现金	72,673	105,933	121,611	134,605	156,219
公司自由现金流	37,813	13,389	63,676	45,511	58,803
权益自由现金流	47,887	31,393	52,243	46,483	59,607

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.6	3.8	3.6	3.8	4.0
息税前利润率(%)	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2
税前利润率(%)	7.0	6.3	6.1	6.1	6.1
净利率(%)	4.5	4.0	3.9	3.8	3.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	169.0	171.3	433.7	741.5
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)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	11.6	10.8	9.9	9.0	8.3
核心业务市盈率(倍)	11.4	10.6	9.8	9.0	8.3
市净率(倍)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	30.9	15.4	12.4	9.0	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	8.4	7.1	5.6	4.2
周转率					
存货周转天数	20.6	21.2	21.0	21.0	21.0
应收帐款周转天数	33.4	29.6	30.4	30.4	30.4
应付帐款周转天数	53.8	53.3	52.8	52.7	52.7
回报率					
股息支付率(%)	56.4	60.8	60.0	60.0	60.0
净资产收益率(%)	19.9	18.1	17.4	17.8	18.1
资产收益率(%)	3.1	3.2	3.3	3.7	3.9
已运用资本收益率(%)	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371