



# 合资自主两翼齐飞，汽车金融再添助力

## ——上汽集团（600104）财报点评

2018年08月31日

推荐/首次

上汽集团

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

### 事件：

公司发布2018年半年度业绩公告，报告期内公司实现营业收入4648.52亿元，比上年同期增长17.27%；归属于母公司的净利润189.82亿元，同比增长18.95%。基本每股收益1.625元，同比增长17.84%。

表 1：公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	224830.69	196281.83	200124.49	211643.27	262589.83	238833.74	226018.35
增长率（%）	16.11%	5.72%	20.40%	17.32%	16.72%	21.58%	12.89%
毛利率（%）	13.92%	13.18%	12.51%	13.83%	14.14%	13.07%	13.19%
期间费用率（%）	10.00%	10.69%	10.80%	11.73%	10.09%	10.42%	11.28%
营业利润率（%）	6.01%	6.58%	5.84%	5.95%	6.75%	6.66%	6.48%
净利润（百万元）	11677.39	11527.76	10405.96	11532.65	13649.73	14042.03	12710.53
增长率（%）	08.42%	01.37%	04.66%	05.16%	16.89%	21.81%	22.15%
每股盈利（季度，元）	0.81	0.71	0.66	0.74	0.84	0.83	0.79
资产负债率（%）	60.17%	58.22%	61.34%	60.48%	62.39%	61.74%	63.91%
净资产收益率（%）	4.96%	4.40%	4.23%	4.47%	5.02%	4.93%	4.78%
总资产收益率（%）	1.98%	1.84%	1.63%	1.77%	1.89%	1.88%	1.73%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 主要观点：

- 自主与合资双翼齐飞，助力销量高速增长。上汽集团合资品牌为上汽大众、上汽通用，自主品牌为上汽乘用车、上汽通用五菱和上汽大通等。近两年合资和自主不断推出爆款新车，在行业增速下移的情况下，公司2018H1销量同比增长10.88%，比行业增速高5.54个百分点，市占率由23.1%提升至25%，充分体现了公司的龙头优势和产品竞争力。其中上汽大众、上汽通用和上汽通用五菱销量分别增长5.2%、10.41%和3.8%；而自主品牌上汽乘用车销量同比增长53.67%，增速领跑国内主流乘用车企业。我们认为随着未来两年合资品牌相继进入强产品周期，以及自主品牌继续推出畅销新车，上汽集团销量有望保持高速增长。
- 上汽大众、上汽通用进入强产品周期。上汽大众和上汽通用2018-2019年将分别投放超过16款、14款全新或改款车型，其中18年为上汽大众产品大年，19年为上汽通用产品大年，合资品牌即将进入强产品周期。其中，上汽大众将推出7款SUV、主力车型帕萨特、Polo、明锐等将迎来换代；上汽通用凯迪拉克

拉克和雪佛兰因多款畅销车型上市, 销量分别增长 38.5%、40.45%; 别克品牌目前处于产品空档期, 19 年将推出多款新车, 随着新车上市其销量将有望恢复。我们认为未来两年上汽大众和上汽通用将凭借强产品周期保持国内乘用车市场领先地位。

- **上汽乘用车强势崛起, 集团未来销量增长新引擎。** 自主品牌上汽乘用车近年来通过采用新的设计理念, 融合智能网联化技术, 推出的互联网汽车爆款迭出, 销量大幅上涨。2017-2018H1 上汽乘用车销量增速分别为 62%和 54%, 市占率分别提升了 0.66、0.74 个百分点, 贡献了集团市占率增量的 78%、73%。同时, 上汽乘用车荣威和名爵投放多款新能源汽车, 新能源乘用车从 5 月份起月销量迈过万辆级台阶。上汽乘用车在互联网汽车、新能源汽车领域中具备先发优势、产品极富竞争力, 我们认为上汽乘用车已经成为集团销量增长的新引擎。
- **汽车金融业务大幅增长, 未来业绩新增量。** 上汽集团近年来大力发展汽车金融业务, 其中以上汽财务和上汽通用金融经营的汽车贷款业务为主。2017 年国内汽车金融渗透率大约为 41%。与美国等发达国家相比还有很大的提升空间。随着 80 后、90 后成为汽车消费主力军, 汽车金融业务有望加速, 我们预计 2020 年渗透率有望达到 50%。2013-2017 年公司汽车金融业务营收复合增速为 51.4%, 2018H1 营收超过 80 亿, 同比增长 21%。我们认为未来 3-5 年仍将保持 20%以上的增速, 预计 2020 年汽车金融业务营收可达到 215 亿元, 成为公司业绩增长的重要驱动力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 9981.5 亿元、11170.3.4 亿元和 12389.7 亿元; 归母净利润分别为 382.8 亿元、425.2 亿元和 469 亿元; EPS 分别为 3.28 元、3.64 元和 4.01 元, 对应 PE 分别为 8.9X、8.01X 和 7.26X, 给予“推荐”评级。

**风险提示:** 新车销量不及预期; 终端优惠导致利润空间下降。

**表 2: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	330946	389949	446158	501874	558749	<b>营业收入</b>	756416	870639	998150	1117027	1238971
货币资金	105933	121611	139741	156384	173456	<b>营业成本</b>	650218	742382	856478	956737	1058559
应收账款	30662	34668	39745	44479	49334	营业税金及附	7521	7882	9083	10139	11260
其他应收款	6961	9214	10564	11822	13112	营业费用	47503	61122	64880	72607	80533
预付款项	20530	29835	39906	51527	64180	管理费用	28258	31301	35933	40213	44603
存货	37040	50042	57733	64491	71354	财务费用	-332	143	137	149	154
其他流动资产	42453	52013	62685	72635	82841	资产减值损失	3209.47	3739.59	3265.75	3404.94	3470.09
<b>非流动资产合计</b>	259683	333585	345706	358618	371410	公允价值变动	-10.02	-4.34	-5.00	-5.00	-5.00
长期股权投资	62677	67500	68370	70450	72160	投资净收益	30572.26	30811.61	31811.61	32411.61	33011.61
固定资产	47053.91	58226.66	67526.06	76210.04	84181.69	<b>营业利润</b>	48433	54110	60180	66185	73398
无形资产	10794	11745	12571	13514	14662	营业外收入	3313.77	868.57	870.00	870.00	870.00
其他非流动资产	1617	2309	2778	3248	3718	营业外支出	1254.31	717.54	720.00	720.00	720.00
<b>资产总计</b>	590628	723533	791864	860492	930159	<b>利润总额</b>	50492	54261	60330	66335	73548
<b>流动负债合计</b>	297481	390973	434901	476852	516898	所得税	6530	7145	7873	8696	9620
短期借款	8728	15717	35528	53171	67883	<b>净利润</b>	43962	47116	52457	57639	63928
应付账款	104731	121119	137820	153953	170338	少数股东损益	11953	12706	14177	15124	17028
预收款项	22676	27177	32634	38575	45256	归属母公司净	32009	34410	38279	42515	46901
一年内到期的非	8674	16937	16937	16937	16937	EBITDA	65628	73925	69352	76707	85192
<b>非流动负债合计</b>	58050	60455	63470	67370	71520	<b>EPS (元)</b>	2.90	2.96	3.28	3.64	4.01
长期借款	4286	6894	9544	12244	14994	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	14160	7072	7072	7072	7072	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	355532	451427	498371	544222	588419	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	43175	46771	60948	76072	93100	营业收入增长	12.82%	15.10%	14.65%	11.91%	10.92%
实收资本(或股	11026	11683	11683	11683	11683	营业利润增长	11.12%	11.72%	11.22%	9.98%	10.90%
资本公积	39807	54868	54868	54868	54868	归属于母公司	11.24%	11.07%	11.24%	11.07%	10.32%
未分配利润	96793	104695	103929	103079	102141	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	191921	225335	218283	225936	234378	毛利率(%)	14.04%	14.73%	14.19%	14.35%	14.56%
<b>负债和所有者权</b>	590628	723533	791864	860492	930159	净利率(%)	5.81%	5.41%	5.26%	5.16%	5.16%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润	2.94%	5.42%	4.76%	4.83%	4.94%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	16.68%	15.27%	17.54%	18.82%	20.01%
<b>经营活动现金流</b>	11377	24301	18612	25315	31848	<b>偿债能力</b>					
净利润	43962	47116	52457	57639	63928	资产负债率(%)	60%	62%	63%	63%	63%
折旧摊销	17527.24	19672.03	1358.05	9116.02	10288.36	流动比率	1.11	1.00	1.03	1.05	1.08
财务费用	-332	143	137	149	154	速动比率	0.99	0.87	0.89	0.92	0.94
应收账款减少	0	0	-5077	-4734	-4856	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	5456	5941	6681	总资产周转率	1.37	1.33	1.32	1.35	1.38
<b>投资活动现金流</b>	26437	-10912	8323	4796	5074	应收账款周转	25	27	27	27	26
公允价值变动收	-10	-4	-5	-5	-5	应付账款周转	7.42	7.71	7.71	7.66	7.64
长期股权投资减	0	0	361	-2696	-1402	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	30572	30812	31812	32412	33012	每股收益(最新	2.90	2.96	3.28	3.64	4.01
<b>筹资活动现金流</b>	-6142	-491	-8805	-13468	-19850	每股净现金流	2.87	1.10	1.55	1.42	1.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	17.41	19.29	18.68	19.34	20.06
长期借款增加	0	0	2650	2700	2750	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	658	0	0	0	P/E	10.04	9.85	8.90	8.01	7.26
资本公积增加	867	15061	0	0	0	P/B	1.67	1.51	1.56	1.51	1.45
<b>现金净增加额</b>	31672	12898	18130	16643	17072	EV/EBITDA	3.83	3.59	3.89	3.57	3.22

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

---

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

---

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。