

2018年10月29日

上汽集团 (600104.SH)

公司快报

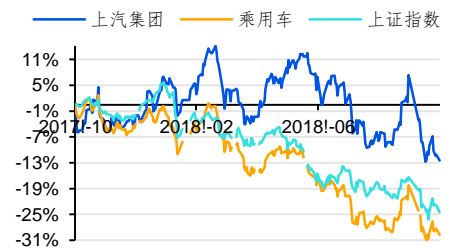
汽车 | 乘用车 III

 投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2018-10-29) 27.09 元

交易数据

总市值(百万元)	316,504.97
流通市值(百万元)	311,628.00
总股本(百万股)	11,683.46
流通股本(百万股)	11,503.43
12个月价格区间	26.51/37.66 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.7	-1.58	13.74
绝对收益	-18.6	-13.12	-11.86

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号: S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

 陆嘉敏
 lujiamin@huajinsec.cn
 021-20377038

相关报告

上汽集团: 自主与合资两翼齐飞, 业绩增长超预期 2018-08-31

上汽集团: 与奥迪合作落地, 产品结构及盈利能力持续向上 2018-06-27

上汽集团: 自主和合资表现上佳, 销量持续超预期 2018-06-08

上汽集团: 业绩稳增长, 分红创新高, 龙头优势进一步加强 2018-03-30

上汽集团: 合资与自主共振, 业绩增长符合预期 2017-10-31

市场份额稳步提升, 全年业绩目标仍有望达成

投资要点:

- ◆ **前三季度业绩增长符合预期, 子公司并表增厚净利润。**公司发布 2018 年三季度报, 前三季度实现营业收入 6747.41 亿元, 同比增长 10.97%; 归母净利润 276.72 亿元, 同比增长 12.31%; 毛利率 13.37%, 同比增长 0.18 个百分点; 净利率 5.76%, 同比增长 0.17 个百分点。前三季度公司业绩增长基本符合我们此前的预期, 增长动力主要来自: (1) 荣威 RX5、名爵 6 等车型热销, 自主品牌持续减亏; (2) 上汽大众、上汽通用等合资品牌销量增长稳健, 贡献了稳定的收益; (3) 子公司华域汽车收购上海小糸后, 原有的 50% 股权产生了一次性溢价计入当期投资收益 (扣非后归母净利润同比增长 6.13%)。
- ◆ **受行业景气度下滑的影响, 短期业绩面临下行压力。**Q3 单季度公司实现营业收入 2098.89 亿元, 同比下降 0.83%; 归母净利润 86.91 亿元, 同比增长 0.12%, 业绩增速较今年前两个季度有明显的放缓。从单季度的销量表现上看, 据中汽协数据, Q3 国内汽车销量 638.65 万辆, 同比下降 6.99%; 公司销量 162.29 万辆, 同比下降 1.45%, 表现优于行业平均水平。考虑到去年年末购置税优惠退出的消费预期所拉动的销量高基数, 以及居民财富缩水 (受股市、楼市下跌影响)、中美贸易纷争加剧 (消费者持币观望心态较浓)、油价连续上涨 (汽车使用成本上升) 等负面因素的影响, 我们预计行业及公司 Q4 销量同比仍将继续下滑, 公司短期业绩面临一定的下行压力。
- ◆ **市场份额稳步提升的行业龙头, 全年业绩目标仍有望达成。**1~9 月, 公司实现整车销售 514.66 万辆, 同比增长 6.74%, 国内市场占有率达到 25.41%, 同比提升 1.43 个百分点, 再创历史新高。其中: **自主品牌方面**, 荣威与名爵双品牌齐头并进, 上汽自主品牌汽车销量 50.91 万辆, 同比增长 40.88%, 延续了 2016 年以来的高增长态势; **合资品牌方面**, 上汽大众、上汽通用分别实现销量 151.66 万辆 (同比增长 2.99%) 和 143.43 万辆 (同比增长 5.30%), 继续保持了较为稳健的增长。前 9 月公司已完成全年销量目标 (725.5 万辆) 的 70.94%, 营收目标 (9115 亿元) 的 74.03%。虽然公司 Q4 销量同比或继续下滑, 但从历年销量走势上看, 年底冲量有望使得 Q4 销量环比增长较多 (2016 年、2017 年 Q4 销量在全年销量中占比分别为 30.43% 和 30.93%; Q4 营收在全年营收中占比分别为 29.40% 和 29.81%), 完成年度销量及营收目标应是大概率事件。
- ◆ **投资建议:** 由于国内汽车行业景气度下滑, 公司短期销量亦面临较大的下行压力, 我们调低公司 2018 年至 2020 年的盈利预测至每股收益为 3.14 元、3.27 元和 3.51 元, 净资产收益率分别为 16.1%、15.7% 和 16.0%。作为行业龙头, 公司拥有的品牌及技术优势有望对冲部分行业下行风险, 从而逆势扩大市场份额, 中长期业绩仍有望保持稳步提升, 故我们维持对公司的“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 汽车行业景气度下滑超预期; 自主及合资品牌新车推广不及预期。

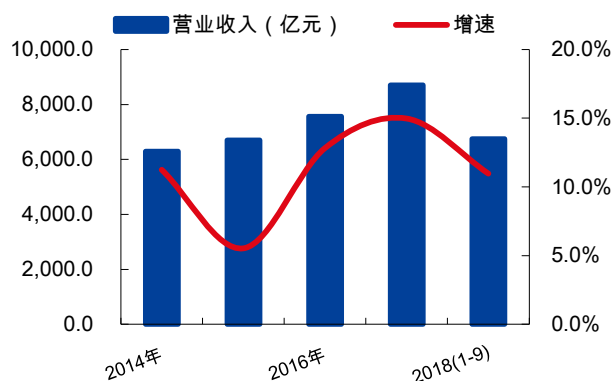
财务数据与估值

会计年度	TRUE	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	756,416.2	870,639.4	956,277.8	1,040,760.4	1,102,787.4
同比增长(%)	12.8%	15.1%	9.8%	8.8%	6.0%
营业利润(百万元)	48,433.0	54,110.0	55,844.8	58,479.9	63,084.7
同比增长(%)	11.1%	11.7%	3.2%	4.7%	7.9%
净利润(百万元)	32,008.6	34,410.3	36,663.8	38,166.3	41,038.4
同比增长(%)	7.4%	7.5%	6.5%	4.1%	7.5%
每股收益(元)	2.74	2.95	3.14	3.27	3.51
PE	9.9	9.2	8.6	8.3	7.7
PB	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

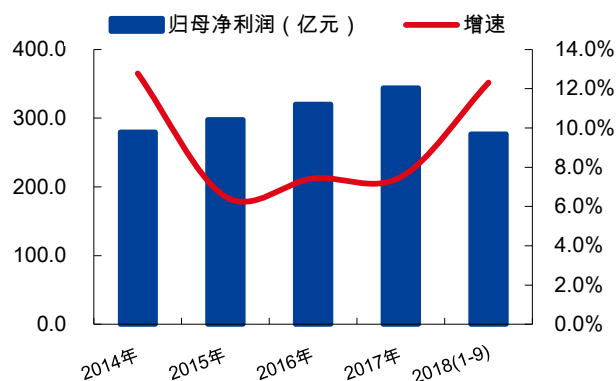
附图：

图 1：公司近五年营业收入及增速



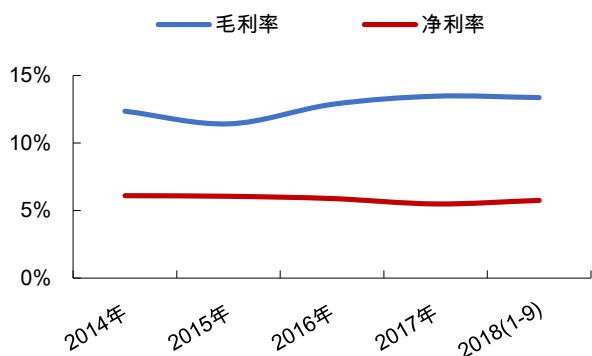
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司近五年归母净利润及增速



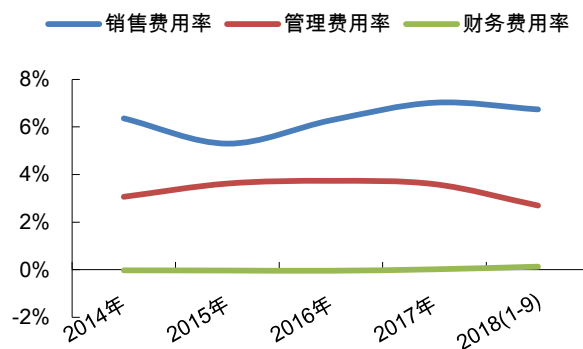
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司近五年毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司近五年三项费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	TRUE	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.2	870,639.4	956,277.8	1,040,760.	1,102,787.
减:营业成本	650,218.1	742,382.4	827,441.1	897,737.9	948,614.0
营业税费	7,520.7	7,881.7	8,128.4	9,054.6	9,650.4
销售费用	47,503.4	61,121.7	63,592.5	69,210.6	73,336.4
管理费用	28,258.4	31,301.2	33,947.9	37,732.2	39,993.9
财务费用	-332.3	143.2	552.5	100.5	-54.1
资产减值损失	3,209.5	3,739.6	3,000.0	3,199.3	3,287.1
加:公允价值变动收益	-10.0	-4.3	201.2	-265.5	109.9
投资和汇兑收益	30,590.5	30,827.3	36,028.0	35,020.0	35,015.0
营业利润	48,433.0	54,110.0	55,844.8	58,479.9	63,084.7
加:营业外净收支	2,059.5	151.0	920.0	800.0	650.0
利润总额	50,492.5	54,261.0	56,764.8	59,279.9	63,734.7
减:所得税	6,530.5	7,144.9	6,811.8	7,054.3	7,648.2
净利润	32,008.6	34,410.3	36,663.8	38,166.3	41,038.4

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	105,932.5	121,611.1	191,255.6	208,152.1	242,613.2
交易性金融资产	1,559.8	4,795.2	5,000.0	4,800.0	4,865.1
应收帐款	37,622.8	43,882.0	43,814.4	53,515.5	48,984.5
应收票据	30,038.5	29,641.7	34,110.1	33,539.3	36,916.5
预付帐款	20,529.7	29,835.2	27,166.3	35,675.3	31,781.6
存货	37,039.8	50,041.8	46,493.0	57,707.5	52,975.8
其他流动资产	98,222.6	110,141.5	108,000.0	110,000.0	108,000.0
可供出售金融资产	50,484.7	64,368.2	50,000.0	50,000.0	50,000.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	62,677.2	67,500.2	73,500.2	76,500.2	79,500.2
投资性房地产	2,546.8	2,909.3	2,959.3	3,009.3	3,059.3
固定资产	47,053.9	58,226.7	65,200.8	67,433.4	66,377.9
在建工程	13,266.1	16,477.0	15,581.6	13,665.3	12,132.2
无形资产	10,794.1	11,745.3	11,470.8	10,916.3	10,281.7
其他非流动资产	72,859.8	112,358.0	107,215.9	91,308.6	97,258.1
资产总额	590,628.1	723,533.1	781,768.0	816,222.9	844,746.2
短期债务	8,728.2	15,717.4	80,310.7	47,664.3	69,010.8
应付帐款	150,098.3	180,161.2	178,396.6	210,623.1	191,238.2
应付票据	11,740.9	16,541.4	15,636.8	20,272.7	19,252.9
其他流动负债	126,914.0	178,552.5	163,066.5	167,666.6	165,736.4
长期借款	4,286.0	6,894.0	11,986.7	7,300.0	7,400.0
其他非流动负债	53,764.4	53,560.8	45,000.0	46,000.0	46,000.0
负债总额	355,531.8	451,427.3	494,397.4	499,526.7	498,638.3
少数股东权益	43,175.4	46,770.5	60,059.7	74,118.9	89,167.0
股本	11,025.6	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5
留存收益	168,854.8	197,309.6	215,627.4	230,893.9	245,257.4
股东权益	235,096.4	272,105.8	287,370.5	316,696.3	346,107.8

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43,962.0	47,116.1	36,663.8	38,166.3	41,038.4
加:折旧和摊销	7,767.0	8,941.2	6,195.8	7,538.2	8,523.2
资产减值准备	3,209.5	3,739.6	-	-	-
公允价值变动损失	10.0	4.3	201.2	-265.5	109.9
财务费用	739.8	1,394.2	552.5	100.5	-54.1
投资损失	-30,572.3	-30,811.6	-36,000.0	-35,000.0	-35,000.0
少数股东损益	11,953.4	12,705.8	13,289.2	14,059.2	15,048.1
营运资金的变动	-8,636.0	-6,549.9	-14,685.2	30,877.0	-19,119.8
经营活动产生现金流量	11,376.9	24,301.1	6,217.3	55,475.8	10,545.7
投资活动产生现金流量	26,436.5	-10,911.8	34,408.8	25,550.0	31,019.9
融资活动产生现金流量	-6,141.7	-491.1	29,018.4	-64,129.3	-7,104.4

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	12.8%	15.1%	9.8%	8.8%	6.0%
营业利润增长率	11.1%	11.7%	3.2%	4.7%	7.9%
净利润增长率	7.4%	7.5%	6.5%	4.1%	7.5%
EBITDA 增长率	11.8%	10.1%	-1.4%	5.6%	8.2%
EBIT 增长率	9.9%	9.4%	2.5%	3.9%	7.6%
NOPLAT 增长率	10.4%	12.5%	5.3%	4.0%	7.5%
投资资本增长率	-466.1	186.8%	-51.2%	83.9%	-20.8%
净资产增长率	11.5%	15.7%	5.6%	10.2%	9.3%
盈利能力					
毛利率	14.0%	13.5%	13.5%	13.7%	14.0%
营业利润率	6.4%	6.2%	5.8%	5.6%	5.7%
净利润率	4.2%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%
EBITDA/营业收入	7.6%	7.3%	6.5%	6.4%	6.5%
EBIT/营业收入	6.6%	6.3%	5.9%	5.6%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	62.4%	63.2%	61.2%	59.0%
负债权益比	151.2%	165.9%	172.0%	157.7%	144.1%
流动比率	1.11	1.00	1.04	1.13	1.18
速动比率	0.99	0.87	0.94	1.00	1.06
利息保障倍数	-151.32	384.24	102.08	582.78	-1,164.
营运能力					
固定资产周转天数	20	22	23	23	22
流动营业资本周转天数	-45	-54	-55	-52	-50
流动资产周转天数	143	149	159	166	168
应收帐款周转天数	17	17	17	17	17
存货周转天数	18	18	18	18	18
总资产周转天数	262	272	283	276	271
投资资本周转天数	-3	-12	-12	-10	-11
费用率					
销售费用率	6.3%	7.0%	6.7%	6.7%	6.7%
管理费用率	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	10.0%	10.6%	10.3%	10.3%	10.3%
投资回报率					
ROE	16.7%	15.3%	16.1%	15.7%	16.0%
ROA	7.4%	6.5%	6.4%	6.4%	6.6%
ROIC	1049.5	-322.5	-118.5	-252.5	-147.6
分红指标					
DPS(元)	1.56	1.83	1.88	1.96	2.28
分红比率	56.8%	62.1%	60.0%	60.0%	65.0%
股息收益率	5.7%	6.8%	7.0%	7.2%	8.4%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	2.74	2.95	3.14	3.27	3.51
BVPS(元)	16.43	19.29	19.46	20.76	21.99
PE(X)	9.9	9.2	8.6	8.3	7.7
PB(X)	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
P/FCF	4.7	4.4	4.0	22.3	6.0
P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.6	0.8	1.1	0.5	0.4
CAGR(%)	5.9%	6.0%	7.6%	5.9%	6.0%
PEG	1.7	1.5	1.1	1.4	1.3
ROIC/WACC	119.7	-36.8	-13.5	-28.8	-16.8

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn