国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

运输设备业/可选消费品

上汽集团（600104）

宏观压力开始体现

----上汽集团 9 月销量点评

	王炎学（分析师）	徐伟东（研究助理）	石金漫（分析师）
	010-59312757	021-38674744	010-59312859
	wangyanxue@gtjas.com	xuweidong@gtjas.com	shijinman@gtjas.com
证书编号	S0880514040001	S0880116100124	S0880517110001

本报告导读：

公司 9 月销量同比-8.2%，环比+15.6%，其中上汽乘用车 9 月销量同比+4%，增速继续回落。上汽通用同比-2%，降幅进一步收窄。上汽大众同比-14%，低于预期。

投资要点：

- **维持“增持”评级。公司 9 月销量为 61 万（同比增速为-8.2%），上汽乘用车 9 月同比+4%（1-8 月累计同比增 47%），增速进一步回落，略低于预期。上汽通用 9 月同比-2%，同比跌幅进一步收窄。上汽大众 9 月同比-14%，低于市场预期。由于宏观经济因素对汽车行业影响较大，**下调 2018/19/20 年 EPS 预测为至 3.26/3.56/4.03 元（原 3.33/3.73/4.19 元），下调目标价至 36 元。
- **上汽乘用车 9 月销量 5.2 万辆，同比+4%，受限于整车市场整体萎靡，增速继续回落。**和其他自主品牌（长城 9 月同比-14%，长安自主 9 月同比-20%，吉利 9 月同比+14%）相比，依然位列前茅。荣威 MARVEL X9 月底上市即完成交付 500 台，产品爬坡速度将快于造车新势力，并成为中国电动车的代表车型。
- **上汽通用 9 月销量 18.3 万辆，环比+11%，同比-2%，降幅继续收窄，**其中别克 GL89 月销量 11971 辆，1-9 月累计销量 11.1 万辆，同比+5%，在 20 万元以上 MPV 市场中销量占比近 4 成，30 万以上车型销量超 60%，GL8 高端款需求依然旺盛。上汽大众 9 月销量 18.8 万辆，同比-14%，主要原因是 17 年 9 月基数过大，若扣除去年过高基数影响，上汽大众 9 月增速约为-5%。
- **催化剂：季报业绩，MarvelX 销量提升。**
- **风险提示：宏观经济出现大幅下滑。**

财务摘要（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416	870,639	986,520	1,167,624	1,249,357
(+/-)%	*13%*	*15%*	*13%*	*18%*	*7%*
经营利润（EBIT）	20,748	25,139	31,264	37,674	47,725
(+/-)%	*23%*	*21%*	*24%*	*21%*	*27%*
净利润（归母）	32,009	34,410	38,033	41,589	47,099
(+/-)%	*7%*	*8%*	*11%*	*9%*	*13%*
每股净收益（元）	2.74	2.95	3.26	3.56	4.03
每股股利（元）	0.00	0.00	1.99	2.24	2.50

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率(%)	2.7%	2.9%	3.2%	3.2%	3.8%
净资产收益率(%)	16.7%	15.3%	15.8%	16.3%	17.2%
投入资本回报率(%)	37.6%	38.5%	21.9%	17.3%	17.9%
EV/EBITDA	9.8	8.7	7.4	6.7	5.4
市盈率	11.7	10.8	9.8	9.0	7.9
股息率（%）	0.0%	0.0%	6.2%	7.0%	7.8%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	36.00
上次预测：	40.00
当前价格：	29.35
	2018.10.12

交易数据

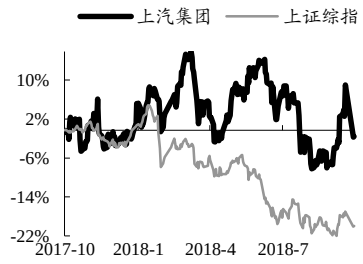
52 周内股价区间（元）	27.50-37.66
总市值（百万元）	342,910
总股本/流通 A 股（百万股）	11,683/11,503
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	98%
日均成交量（百万股）	14.48
日均成交值（百万元）	441.73

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	220,333
每股净资产	18.86
市净率	1.6
净负债率	-28.70%

EPS（元）	2017A	2018E
Q1	0.71	0.83
Q2	0.66	0.79
Q3	0.74	0.76
Q4	0.84	0.88
全年	2.95	3.26

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-11%	-2%
相对指数	1%	-7%	17%

相关报告

《随行业回落》2018.09.09

《逆市高速增长》2018.08.30

《依然在增长》2018.08.06

《新能源汽车渐入佳境》2018.07.04

《一骑绝尘》2018.06.07

模型更新时间：2018.10.12

股票研究

可选消费品

运输设备业

上汽集团（600104）

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**36.00**
上次预测:	40.00
当前价格:	29.35

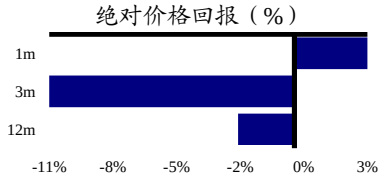
公司网址

www.saicmotor.com

公司简介

公司是国内 A 股市场最大的汽车上市公司，努力把握产业发展趋势，加快创新转型，正在从传统的制造型企业，向为消费者提供全方位汽车产品和出行服务的综合供应商发展。

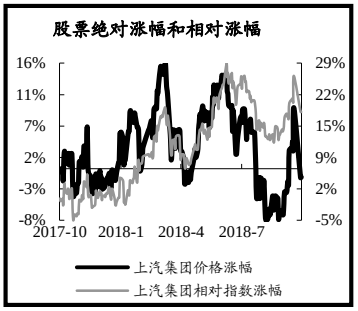
目前，上汽集团主要业务包括整车(含乘用车、商用车)的研发、生产和销售，正积极推进新能源汽车、互联网汽车的商业化，并开展智能驾驶等技术研究和产业化探索；零部件(含动力驱动系统、底盘系统、内外饰系统，以及电池、电驱、电力电子等新能源汽车核心零部件和智能产品系统)的研发、生产、销售；

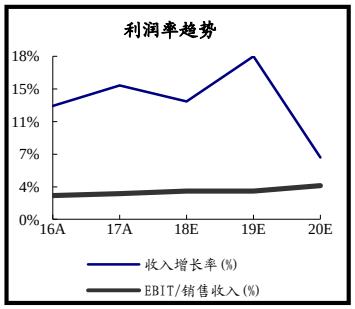


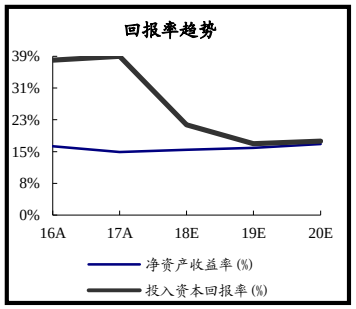
52 周价格范围	27.50-37.66
市值（百万）	342,910

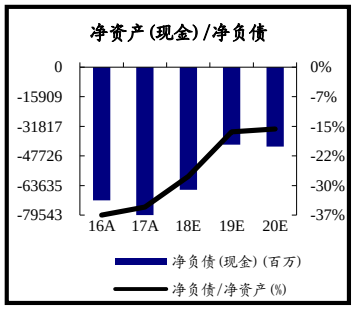
财务预测（单位：百万元）

损益表	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
营业总收入	**756,416**	**870,639**	**986,520**	**1,167,624**	**1,249,357**
营业成本	652,404	745,212	842,811	998,919	1,070,200
税金及附加	7,521	7,882	9,108	10,859	11,494
销售费用	47,503	61,122	68,366	78,721	78,085
管理费用	28,258	31,301	34,972	41,451	41,853
EBIT	**20,748**	**25,139**	**31,264**	**37,674**	**47,725**
公允价值变动收益	-10	-4	0	0	0
投资收益	30,572	30,812	31,298	31,018	30,100
财务费用	-332	143	-174	21	129
营业利润	**48,433**	**54,110**	**59,827**	**65,752**	**74,778**
所得税	6,530	7,145	8,071	8,825	9,994
少数股东损益	11,953	12,706	16,300	17,824	17,824
净利润	**32,009**	**34,410**	**38,033**	**41,589**	**47,099**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	107,492	126,406	96,783	76,505	76,863
其他流动资产	98,223	110,142	143,219	205,643	205,643
长期投资	117,666	138,754	135,845	132,927	130,009
固定资产合计	60,320	74,704	75,011	74,172	71,923
无形及其他资产	60,844	95,192	120,769	159,134	210,290
资产合计	**590,628**	**723,533**	**769,020**	**875,453**	**944,544**
流动负债	297,481	390,973	377,994	441,505	466,071
非流动负债	58,050	60,455	8,784	97,516	103,966
股东权益	191,921	225,335	240,120	255,538	273,428
投入资本(IC)	**47,998**	**56,651**	**124,287**	**189,183**	**231,600**
现金流量表					
NOPLAT	18,064	21,829	27,221	32,801	41,553
折旧与摊销	7,899	9,085	10,843	12,327	13,830
流动资金增量	25,593	14,195	-934	26,925	8,464
资本支出	-15,955	-24,659	-34,152	-47,368	-60,237
自由现金流	**35,602**	**20,449**	**2,978**	**24,685**	**3,610**
经营现金流	11,377	24,301	-16,530	10,402	53,471
投资现金流	26,437	-10,912	-2,854	-16,350	-30,137
融资现金流	-6,142	-491	-10,239	-14,330	-22,976
现金流净增加额	**31,672**	**12,898**	**-29,623**	**-20,278**	**358**
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.8%	15.1%	13.3%	18.4%	7.0%
EBIT 增长率	23.3%	21.2%	24.4%	20.5%	26.7%
净利润增长率	7.4%	7.5%	10.5%	9.4%	13.2%
利润率					
毛利率	13.8%	14.4%	14.6%	14.4%	14.3%
EBIT 率	2.7%	2.9%	3.2%	3.2%	3.8%
净利润率	4.2%	4.0%	3.9%	3.6%	3.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.7%	15.3%	15.8%	16.3%	17.2%
总资产收益率(ROA)	5.4%	4.8%	4.9%	4.8%	5.0%
投入资本回报率(ROIC)	37.6%	38.5%	21.9%	17.3%	17.9%
运营能力					
存货周转天数	21	21	22	20	20
应收账款周转天数	14	14	16	15	15
总资产周转天数	266	275	276	257	266
净利润现金含量	0.36	0.71	-0.43	0.25	1.14
资本支出/收入	2%	3%	3%	4%	5%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	62.4%	60.6%	61.6%	60.4%
净负债率	-37.3%	-35.3%	-27.5%	-16.3%	-15.6%
估值比率					
PE	11.7	10.8	9.8	9.0	7.9
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.8	8.7	7.4	6.7	5.4
P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
股息率	0.0%	0.0%	6.2%	7.0%	7.8%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com