

产销系数环比改善，去库存持续静待行业复苏

——上汽集团(600104.SH)5月销量点评报告

公司点评

◆事件：上汽集团发布5月产销快报：5月销量为48.1万辆，同比下滑16.3%；1-5月份累计销量为247.1万辆，同比下滑16.7%。5月上汽集团产量为41.2万辆，同比下滑29.8%，环比下降9.6%；1-5月份累计产量为239.3万辆，同比下滑21.6%。

◆车市持续低迷，上汽环比数据改善：2019年5月，国内车市延续低迷，乘用车销量同比下滑17.4%（中汽协），上汽集团5月份销量同比下滑16.28%，小幅跑赢行业。其中，上汽集团各子品牌表现分化，上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱销量分别同比增幅-9.71%、-8.95%、-6.15%和-33.99%；环比涨跌不一，增幅分别为7.53%、12.55%，-2.83%和4.07%，环比数据相比四月有所改善。

◆国六施行在即，行业全面进入去库存：国六切换7月1日施行在即，整车厂全面进入国五去库存阶段。受益于行业零售终端大力促销去库存，上汽集团本月销量跌幅环比收窄，4月同比跌幅19.73%，5月环比跌幅16.28%，环比收窄3.45个百分点。同时，产量同比下滑29.8%，环比下降9.6%。上汽集团产销对比，去库存信号明显。预计6月清库存态势仍将延续，国六车型比例持续提高，产销系数逐步改善，有望在Q3完成库存消化，触底企稳。

◆消费政策支持预期，乘用车市场有望回暖：三部委发布促进汽车消费方案意见稿，旨在增加目前限购城市车牌增量指标，限制其他城市实施限购政策。广州、深圳分别增加10万、8万个指标，广西开展“汽车下乡”并补贴合格车企。支持举措有望拉动一二线城市汽车消费，促进限购城市新能源汽车消费，将有效促进三四线城市汽车购置和更新需求，整车市场景气度有望企稳回升。

◆估值与评级：我们维持对公司的盈利预测。预测公司2019/2020/2021的净利润为379/407/431亿元，净利润增长率分别为5.16%/7.38%/6.10%，eps为3.24/3.48/3.69元，当前股价对应的PE分别为8x/7x/7x。维持“增持”评级不变，维持目标价29.16元。

◆风险提示：乘用车销量不及预期；宏观经济不及预期；竞争加剧风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	857,978	887,626	931,635	990,879	1,052,511
营业收入增长率	14.97%	3.46%	4.96%	6.36%	6.22%
净利润(百万元)	34,410	36,009	37,867	40,661	43,142
净利润增长率	7.50%	4.65%	5.16%	7.38%	6.10%
EPS(元)	2.95	3.08	3.24	3.48	3.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.27%	15.36%	14.74%	14.50%	14.13%
P/E	9	9	8	7	7
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月12日

增持(维持)

当前价/目标价：26.42元/29.16元

分析师

文姬(执业证书编号：S0930519030001)

021-52523658

wenji@ebscn.com

邵将(执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

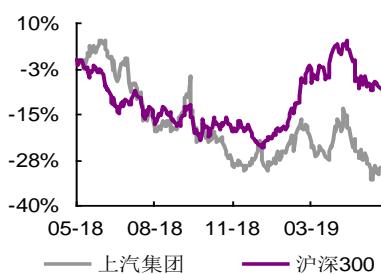
总股本(亿股)：116.83

总市值(亿元)：3086.77

一年最低/最高(元)：22.69/35.05

近3月换手率：20.60%

股价表现(一年)



收益表现

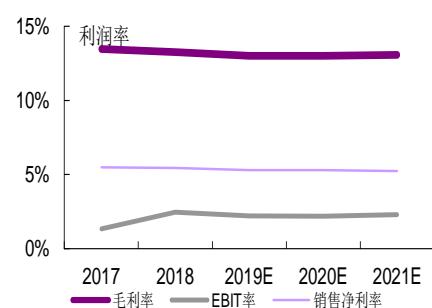
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.46	-7.70	-27.22
绝对	-6.76	-7.99	-28.82

资料来源：Wind

相关研报

穿越低点稳健回升，新四化与国际化龙头领航——上汽集团(600104.SH)2018年报点评报告

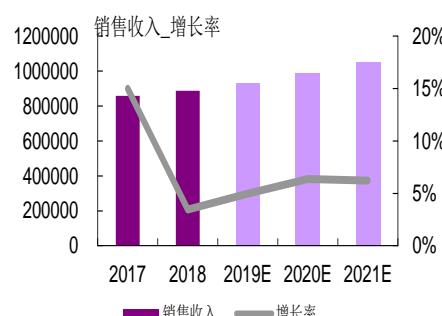
..... 2019-04-06



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	857,978	887,626	931,635	990,879	1,052,511
营业成本	742,382	769,986	810,522	861,965	915,053
折旧和摊销	9,085	11,484	6,833	7,074	7,248
营业税费	7,882	7,463	7,733	8,553	8,890
销售费用	61,122	63,423	64,283	68,866	73,659
管理费用	31,301	21,336	25,154	26,258	27,203
财务费用	143	195	203	211	220
公允价值变动损益	-4	-113	-42	-53	-69
投资收益	30,812	33,126	33,965	36,348	37,427
营业利润	54,110	53,674	54,340	57,879	61,345
利润总额	54,261	54,344	55,998	59,246	62,323
少数股东损益	12,706	12,395	11,522	11,771	12,070
归属母公司净利润	34,410	36,009	37,867	40,661	43,142



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	723,533	782,770	837,584	923,784	1,013,088
流动资产	389,949	453,376	480,195	569,379	668,576
货币资金	121,611	123,771	139,745	171,983	220,753
交易型金融资产	4,795	26,562	10,972	14,110	17,215
应收帐款	34,668	40,130	39,853	43,585	45,658
应收票据	29,642	20,960	27,093	26,107	29,170
其他应收款	9,214	13,569	12,123	14,021	14,295
存货	50,042	58,943	58,430	64,092	67,081
可供出售投资	64,368	23,930	46,261	44,853	38,348
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	67,500	70,930	70,930	70,930	70,930
固定资产	58,227	69,187	68,307	65,849	62,192
无形资产	11,745	14,008	13,308	12,643	12,010
总负债	451,427	498,050	518,854	569,741	622,077
无息负债	404,807	434,177	464,635	519,774	573,805
有息负债	46,620	63,873	54,220	49,968	48,271
股东权益	272,106	284,720	318,730	354,043	391,012
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
公积金	92,615	96,166	96,166	96,166	96,166
未分配利润	104,695	115,097	138,244	161,619	186,409
少数股东权益	46,771	50,352	61,874	73,646	85,715



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	24,301	8,976	21,766	13,084	21,479
净利润	34,410	36,009	37,867	40,661	43,142
折旧摊销	9,085	11,484	6,833	7,074	7,248
净营运资金增加	-21,185	20,057	8,133	18,313	12,183
其他	1,991	-58,574	-31,067	-52,965	-41,095
投资活动产生现金流	-10,912	9,845	14,968	34,418	40,713
净资本支出	-24,659	-30,319	352	-83	-72
长期投资变化	67,500	70,930	0	0	0
其他资产变化	-53,753	-30,766	14,617	34,501	40,785
融资活动现金流	-491	-19,114	-20,761	-15,264	-13,422
股本变化	658	0	0	0	0
债务净变化	10,772	17,253	-9,653	-4,252	-1,696
无息负债变化	85,123	29,369	30,458	55,139	54,031
净现金流	12,842	-727	15,974	32,237	48,770

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.97%	3.46%	4.96%	6.36%	6.22%
净利润增长率	7.50%	4.65%	5.16%	7.38%	6.10%
EBITDA 增长率	18.42%	61.91%	-17.83%	5.16%	8.96%
EBIT 增长率	21.25%	89.83%	-5.96%	5.70%	11.07%
估值指标					
PE	9	9	8	8	7
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	11	13	13	13
EV/EBIT	27	16	18	17	17
EV/NOPLAT	32	18	20	20	19
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	2	2	1	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	13.47%	13.25%	13.00%	13.01%	13.06%
EBITDA 率	2.41%	3.76%	2.95%	2.91%	2.99%
EBIT 率	1.35%	2.47%	2.21%	2.20%	2.30%
税前净利润率	6.32%	6.12%	6.01%	5.98%	5.92%
税后净利润率 (归属母公司)	4.01%	4.06%	4.06%	4.10%	4.10%
ROA	6.51%	6.18%	5.90%	5.68%	5.45%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.27%	15.36%	14.74%	14.50%	14.13%
经营性 ROIC	5.38%	8.33%	7.51%	7.78%	8.67%
偿债能力					
流动比率	1.00	1.09	1.11	1.21	1.30
速动比率	0.87	0.95	0.98	1.07	1.17
归属母公司权益/有息债务	4.83	3.67	4.74	5.61	6.32
有形资产/有息债务	14.68	11.53	14.65	17.62	20.11
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.95	3.08	3.24	3.48	3.69
每股红利	1.83	1.26	1.48	1.57	1.65
每股经营现金流	2.08	0.77	1.86	1.12	1.84
每股自由现金流(FCFF)	1.66	-1.36	1.76	0.98	1.71
每股净资产	19.29	20.06	21.98	24.00	26.13
每股销售收入	73.44	75.97	79.74	84.81	90.09

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
增持	未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
中性	未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
减持	未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
卖出	未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
评级	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路1266号恒隆广场1号 写字楼48层	西城区月坛北街2号月坛大厦东配楼2层 复兴门外大街6号光大大厦17层	福田区深南大道6011号NEO绿景纪元大厦A座17楼