



自主延续增长势头 合资静待行业复苏

上汽集团 (600104)

事件概述

公司发布2019年10月产销快报：单月汽车批发总销量54.4万辆，同比减少9.6%，环比减少1.0%。其中，上汽乘用车（自主）单月销量6.1万辆，同比增长0.9%；上汽大众16.9万辆，同比减少6.4%；上汽通用13.7万辆，同比减少25.3%；上汽通用五菱销量15.0万辆，同比减少6.7%。2019年1-10月公司累计汽车销量495.8万辆，同比减少13.7%。

分析判断：

► 自主：上汽乘用车维持增长，通用五菱下滑明显收窄

1) 上汽乘用车自2019年7月起批发销量持续正增长，本月实现同环比双升，同比增长0.9%，环比增长6.1%，继2019年1月后销量首次重返6万辆以上；2019年10月乘用车行业批发销量同比减少6%，零售销量同比减少3%，上汽乘用车表现优于行业，主要受益于“金九银十”车市旺季老产品销量修复。主力SUV车型荣威RX5、名爵ZS 10月销量分别为1.9、1.4万辆，环比增长13.7%、78.4%；轿车车型荣威i5、名爵6表现不俗，10月销量分别为1.0、0.6万辆。2) 上汽通用五菱10月销量同比减少6.7%，环比增长2%，同比下滑幅度明显收窄（9月同比减少13.7%），主要得益于宝骏产品周期上行，新产品上市贡献可观增量。宝骏系列新产品RM-5、RS3、RS5、RC-6于10月销量分别为0.8、0.4、0.2、0.3万辆，总计1.8万辆新车型销售助力上汽通用五菱实现同比大幅改善。

► 合资：上汽大众及通用底部蓄力，静待行业复苏

1) 上汽大众10月销量同比减少6.4%，环比减少4.9%，预计2019Q4末同比转正。上汽大众品牌产品结构合理，SUV车型及销量占比提升（途观、途岳、途铠、途昂10月销量分别为1.8、1.2、0.7、0.8万辆，大众四款SUV车型总计贡献4.4万辆销量，占上汽大众总销量的26.4%）；2019年三款新能源车型（途观PHEV/帕萨特PHEV/朗逸EV）上市，贡献销量增量的同时，缓解品牌双积分压力。中长期有奥迪合资公司预期注入，驱动单车均价、利润趋势上行。2) 上汽通用10月销量同比减少25.3%，环比减少2.3%。中高端合资品牌别克&雪佛兰被高性价比日系品牌抢占部分市场，唯MPV商务车型别克GL8产品稀缺，竞争优势明显，10月销量1.5万辆，同比增长30.8%；未来上汽通用重点关注二线豪华品牌凯迪拉克车型及销量同步增长，驱动产品结构优化。公司旗下两大合资品牌上汽大众及通用仍处于底部蓄力阶段，静待行业复苏，驱动销量修复。

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：26.7
最新收盘价：23.75

股票代码：600104
52周最高价/最低价：30.22/23.07
总市值(亿)：2,775
自由流通市值(亿)：2,732
自由流通股数(百万)：11,503



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006

分析师：周沐
邮箱：zhoumu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090004

相关研究

1. 上汽集团 (600104) 季报点评：Q3 业绩环比改善 投资收益增速反转
2019.10.30
2. 上汽集团 (600104) 9月销量点评：自主趋势上行 合资底部蓄力
2019.10.13
3. 上汽集团 (600104) 8月销量点评：销量如期好转 静待金九银十
2019.09.06

投资建议

乘用车行业底部特征明显，叠加汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望开启周期性复苏；公司作为乘用车龙头，自主已实现持续性增长，合资有待修复，在合资销量回升过程中，规模效应突显，业绩逐季修复。我们维持盈利预测：预计公司 2019 至 2021 年归母净利分别为 312/360/389 亿元，同比下滑 13%/增长 15%/增长 8%；EPS 分别为 2.67/3.08/3.33 元，对应 PE 8.9/7.7/7.1 倍。给予乘用车龙头 2019 年 10 倍 PE，维持目标价 26.7 元，维持“增持”评级。

风险提示

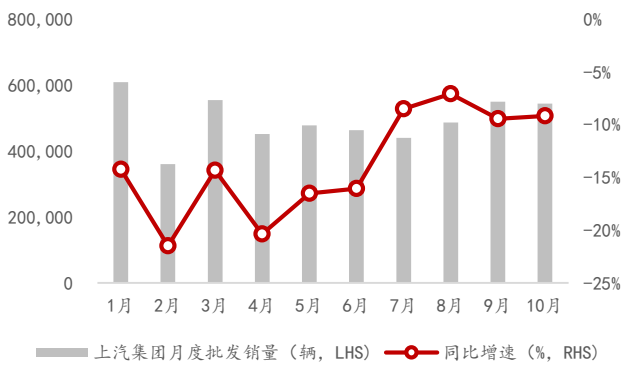
车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期；汽车消费刺激政策效果不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	870639.43	902194.06	832610.40	888663.95	932929.87
YoY (%)	15.10	3.62	-7.71	6.73	4.98
归母净利润(百万元)	34410.34	36009.21	31200.65	35985.88	38898.06
YoY (%)	7.51	4.65	-13.35	15.34	8.09
毛利率 (%)	14.41	14.22	14.07	14.71	15.12
每股收益 (元)	2.95	3.08	2.67	3.08	3.33
ROE	15.27	15.36	12.11	12.26	11.70
市盈率	8.06	7.71	8.89	7.71	7.13

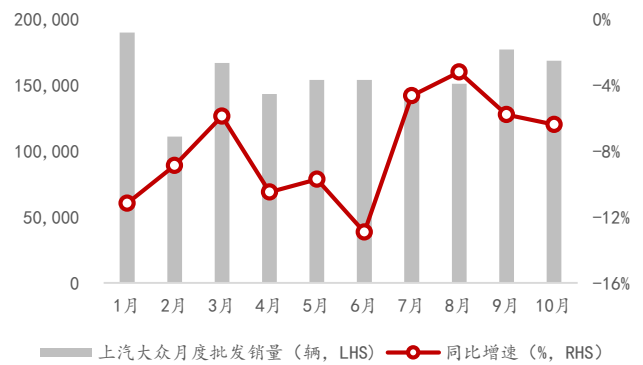
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 1 上汽集团 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



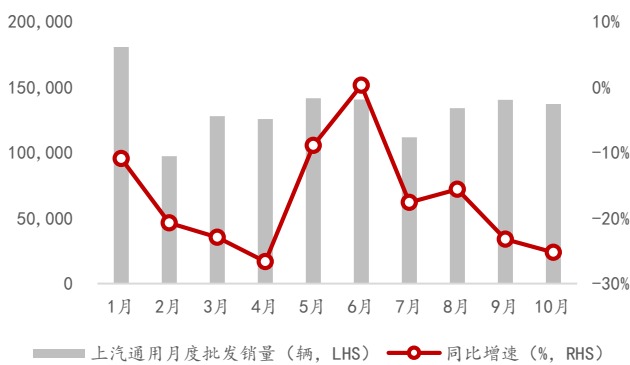
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 2 上汽大众 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



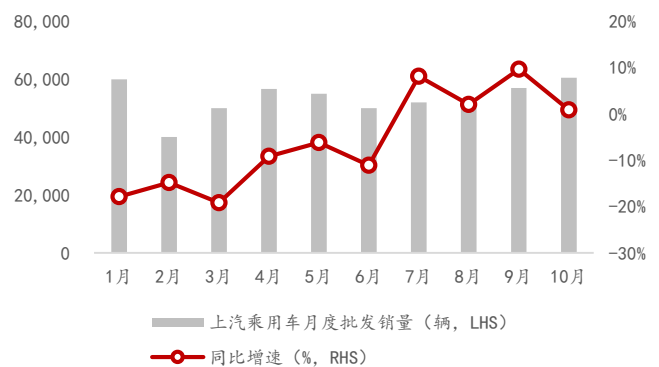
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 3 上汽通用 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



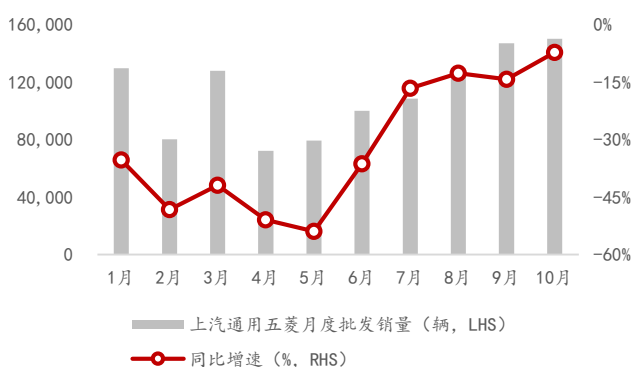
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 4 上汽乘用车 2019 年月度批发及同比 (辆; %)



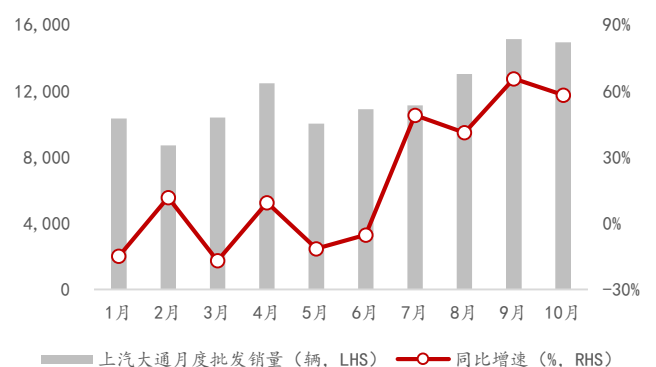
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 上汽通用五菱 2019 年月度批发及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 6 上汽大通 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	902194.06	832610.40	888663.95	932929.87	净利润	48404.66	41940.85	48373.30	52287.94
YoY (%)	3.62%	-7.71%	6.73%	4.98%	折旧和摊销	11483.72	12249.03	13879.62	15556.23
营业成本	773878.43	715488.04	757921.56	791866.01	营运资金变动	-20297.06	-16732.10	3347.28	2056.78
营业税金及附加	7463.33	6244.58	6664.98	6996.97	经营活动现金流	8975.65	13755.39	41137.70	45602.64
销售费用	63423.03	55784.90	60429.15	64372.16	资本开支	-30319.27	-16195.63	-17078.78	-16923.96
管理费用	21336.02	20815.26	22216.60	23323.25	投资	6863.33	-3200.00	-3000.00	-1900.00
财务费用	195.44	2573.82	2305.80	1905.88	投资活动现金流	9844.85	9955.13	10438.01	11996.00
资产减值损失	3490.50	3144.43	3528.96	4149.82	股权募资	1169.06	0.00	0.00	0.00
投资收益	33125.86	29150.76	30316.79	30619.96	债务募资	6404.88	1000.00	-5000.00	3000.00
营业利润	53673.82	47165.15	54571.32	58946.95	筹资活动现金流	-19113.69	-8404.76	-11223.71	909.89
营业外收支	670.03	500.00	300.00	300.00	现金净流量	-293.18	15305.76	40352.01	58508.53
利润总额	54343.85	47665.15	54871.32	59246.95	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	5939.19	5724.30	6498.02	6959.00	成长能力 (%)				
净利润	48404.66	41940.85	48373.30	52287.94	营业收入增长率	3.62%	-7.71%	6.73%	4.98%
归属于母公司净利润	36009.21	31200.65	35985.88	38898.06	净利润增长率	4.65%	-13.35%	15.34%	8.09%
YoY (%)	4.65%	-13.35%	15.34%	8.09%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.08	2.67	3.08	3.33	毛利率	14.22%	14.07%	14.71%	15.12%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	5.37%	5.04%	5.44%	5.60%
货币资金	123771.38	139077.14	179429.14	237937.67	总资产收益率 ROA	4.60%	3.93%	4.24%	4.25%
预付款项	18693.77	21942.53	22782.05	23184.19	净资产收益率 ROE	15.36%	12.11%	12.26%	11.70%
存货	58942.62	47521.81	51349.66	53297.86	偿债能力 (%)				
其他流动资产	251968.07	248071.97	250924.38	253315.85	流动比率	1.09	1.18	1.25	1.37
流动资产合计	453375.84	456613.45	504485.23	567735.57	速动比率	0.91	1.00	1.07	1.19
长期股权投资	70930.41	72430.41	74230.41	75430.41	现金比率	0.30	0.36	0.45	0.58
固定资产	69187.28	68433.41	66347.32	62623.10	资产负债率	63.63%	59.85%	56.73%	54.18%
无形资产	14008.33	15568.95	16963.81	18320.61	经营效率 (%)				
非流动资产合计	329394.01	337097.38	343684.92	347360.93	总资产周转率	1.20	1.06	1.08	1.06
资产合计	782769.85	793710.83	848170.15	915096.51	每股指标 (元)				
短期借款	16726.44	16726.44	16726.44	16726.44	每股收益	3.08	2.67	3.08	3.33
应付账款及票据	154826.71	130807.09	140119.36	145853.41	每股净资产	20.06	22.04	25.12	28.45
其他流动负债	242769.99	240803.78	245577.53	250481.89	每股经营现金流	0.77	1.18	3.52	3.90
流动负债合计	414323.14	388337.32	402423.33	413061.75	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	19157.93	20157.93	15157.93	18157.93	估值分析				
其他长期负债	64568.55	66568.55	63568.55	64568.55	PE	7.71	8.89	7.71	7.13
非流动负债合计	83726.48	86726.48	78726.48	82726.48	PB	1.33	1.08	0.95	0.83
负债合计	498049.62	475063.80	481149.81	495788.23					
股本	11683.46	11683.46	11683.46	11683.46					
少数股东权益	50351.66	61091.86	73479.29	86869.17					
股东权益合计	284720.23	318647.03	367020.33	419308.28					
负债和股东权益合计	782769.85	793710.83	848170.15	915096.51					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。