

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零部件 II

上汽集团 (600104)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017年07月05日

新车助推销量加速，业绩弹性犹存

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080001

事项：

上汽集团 6 月单月实现销量 51.71 万辆，同比增长 13.70%，1-6 月累计实现销量 317.46 万辆，同比增长 5.76%。此外，我们对上汽集团新车爬坡情况进行追踪，目前除科迪亚克销量爬坡仍需持续追踪外，上汽大众的途观 L、途昂，上汽通用的探界者、新款 GL8、上汽自主的 i6、名爵 ZS 处于销量稳步爬坡阶段，销量弹性值得期待。

评论：

■ 上汽集团六月销量改善明显，多车型稳步爬坡后期同比持续改善

上汽集团 6 月单月产量与销量分别达到 49.99 万辆与 51.71 万辆，分别同比增长 15.58% 与 13.70%，1-6 月累计产量与销量分别到达 324.83 万辆与 317.46 万辆，分别同比增长 7.16% 与 5.76%。

6 月单月销量层面，上汽大众实现销量 17.48 万辆，同比增长 19.64%，环比增长 14.92%；上汽通用实现销量 15.20 万辆，同期增长 3.75%，环比增长 7.57%；上汽通用五菱实现销量 14.01 万辆，同比增长 7.69%，环比下滑 6.66%；上汽乘用车实现销量 3.41 万辆，同比增长 83.33%，环比下滑 14.75%。部分子品牌环比下滑主要由于 6 月开始进入车市销量淡季。

1-6 月累计销量层面，上汽大众累计实现 97.00 万辆，同比持平；上汽通用累计实现 86.74 万辆，同比增长 3.97%；上汽通用五菱累计实现 101.32 万辆，同比增长 0.07%；上汽乘用车累计实现 23.36 万辆，同比增长 112.99%。

6 月销量相对 5 月整体改善，其中上汽大众最为显著。5 月上汽大众同比增长仅 1.60%，1-5 月累计销量尚未持平去年，一方面途观 L、途昂、科迪亚克新车型上市开始兑现销量并逐步爬坡，一方面大众桑塔纳、POLO 等车型外供变速箱供货不足问题逐步解决，销量下滑企稳部分回暖；上汽通用稳步改善，主要由于探界者新车上市爬坡迅速，新款 GL8 改款后提振销量；上汽通用五菱环比 5 月数据略微下滑，主要由于微面市场逐步萎缩拖累，同时宝骏 560 与宝骏 510 存在产品挤兑效应；上汽自主高增长持续，数据略微逊于 5 月，主要由于爆款车型 RX5 上市较长时间后月均销量中枢略微下滑导致，但后期仍有 i6 以及名爵 ZS 等新车型持续贡献销量增量。

表 1：上汽集团 6 月销量概况

	6 月单月销量 (万辆)	6 月单月销 量同比	1-6 月累计 销量(万辆)	1-6 月累计 销量同比	5 月单月销 量(万辆)	5 月单月销 量同比	1-5 月累计 销量(万辆)	1-5 月累计 销量同比
上汽集团合计	51.71	13.70%	317.46	5.76%	50.03	7.36%	264.75	4.34%
上汽大众	17.48	19.64%	97.00	0.00%	15.21	1.60%	79.52	-3.49%
上汽通用	15.20	3.75%	86.74	3.97%	14.13	0.00%	71.54	4.01%
上汽通用五菱	14.01	7.69%	101.32	0.07%	15.01	3.30%	87.31	1.06%
上汽自主乘用车	3.41	83.33%	23.36	112.99%	4.00	122.22%	19.96	119.08%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2: 上汽集团主要新车销量爬坡情况 (单位: 万辆)

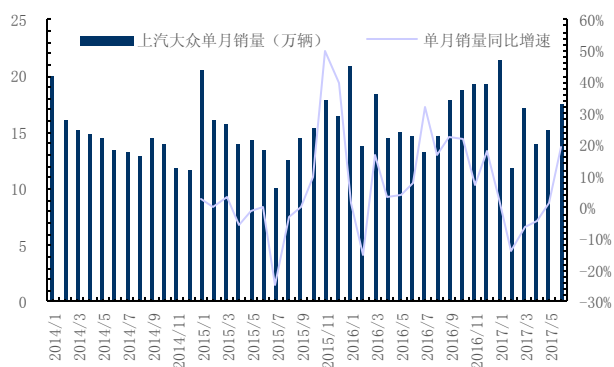
	途昂	科迪亚克	途观 L	探界者	新 GL8	宝骏 510	名爵 ZS	RX5	eRX5	ERX5	荣威 i6	荣威 ei6
上市时间	上汽大众 SUV	上汽大众 SUV	上汽大众 SUV	上汽通用 SUV	上汽通用 MPV	上海通用 SUV	上汽乘用车 SUV	上汽乘用车 SUV	上汽乘用车 SUV	上汽乘用车 SUV	上汽乘用车 轿车	上汽乘用车 轿车
	2017 年 3 月	2017 年 4 月 19 日	2017 年 1 月 18	2017 年 4 月	2016 年 11 月	2017 年 2 月	2017 年 3 月	2016 年 7 月	2016 年 11 月	2017 年 6 月	2017 年 2 月 17	2017 年 4 月 19
2016/7								0.16				
2016/8								0.85				
2016/9								1.40				
2016/10								2.00				
2016/11					0.65			2.10				
2016/12					0.50			2.50				
2017/1					0.29			2.00	0.01			
2017/2					0.61	0.81		1.10	0.06		0.18	
2017/3	0.19		1.61		1.07	1.80	0.43	2.00	0.25		0.52	
2017/4	0.54	0.90	1.33	0.53	1.27	2.20	0.98	1.60	0.26		0.70	
2017/5	0.60	0.26	2.00	0.67	1.32	2.41	0.91	1.49	0.19		0.71	
销量累计	1.33	1.16	4.94	1.20	5.71	7.22	2.32	17.20	0.76		2.11	
月均销售量	0.44	0.58	1.65	0.60	0.82	1.81	0.77	1.72	0.15		0.53	

资料来源:汽车之家, 新浪汽车, 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

■ 上汽大众: 途观 L、途昂、科迪亚克三驾马车爬坡提速, POLO 与桑塔纳销量回暖

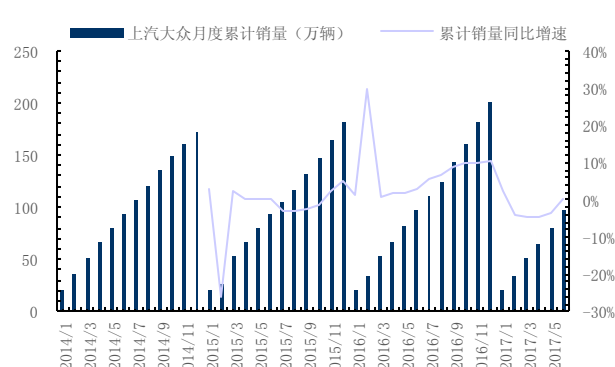
上汽大众 6 月单月销售 17.48 万辆, 同比增长 19.67%, 环比增长 14.92%, 1-6 月累计销售 97.00 万辆, 同比持平。上汽大众后期增量看点是途观 L (17 年 3 月上市)、途昂 (17 年 3 月上市)、科迪亚克 (17 年 4 月上市) 等大中型 SUV 新车上市销量爬坡的速度以及所能企及的销量天花板。此外由于 1-4 月变速箱外部供应不足导致 POLO、桑塔纳等车型销量下滑, 目前问题逐步解决, POLO 销量下滑企稳而桑塔纳改善显著。

图 1: 上汽大众单月销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 2: 上汽大众累计月度销量 (单位: 万辆)

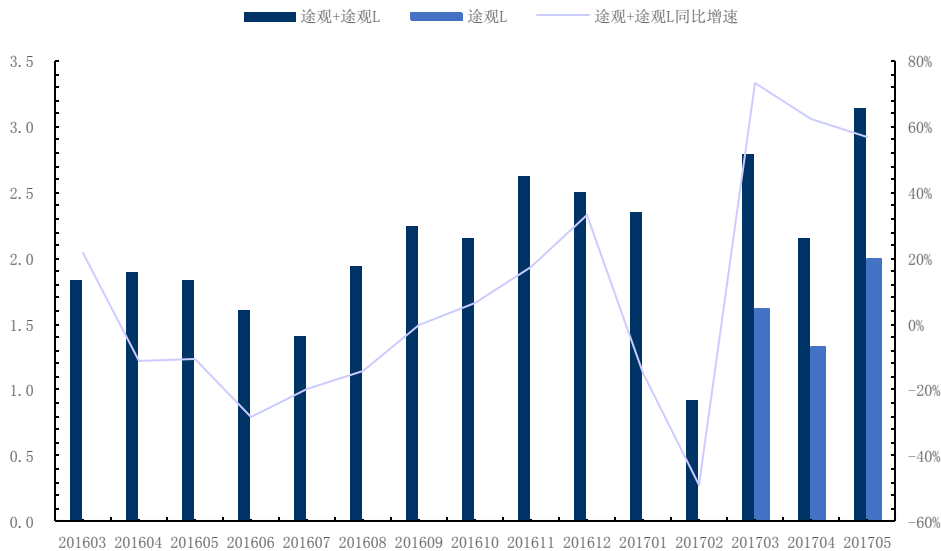


资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

途观 L 于 2017 年 3 月上市, 老款途观 2010 年上市后, 2016 年改款, 17 年年初 1-2 月销量下滑显著, 分别同比减少 14.86% 以及 49.18%, 主要由于消费者观望新车途观 L 上市延迟消费, 同时途观所处的紧凑型 SUV 竞争加剧而老款途观处于产品生命周期末端。途观 L 在 3 月份上市, 3-5 月单月销量分别为 1.61、1.33、2.00 万辆, 反超途观对应月度 1.18、0.83、1.14 万辆的月度销量。途观 L 主攻合资 SUV 细分市场, 有老款畅销途观作为品牌背书, 合计销量口径 (老款途观+途观 L) 2017 年 1-3 月同比增速分别达到 73.29%、62.41%、57%。我们认为在韩系、法系、长安福特等合资企业销量下滑的市场环境下, 一方面途观 L 已经顺利接替大众 SUV 主力老款途观, 并且新老途

观同时销售保障高销量，一方面有望抢占销量疲软的合资企业 SUV 市场份额。

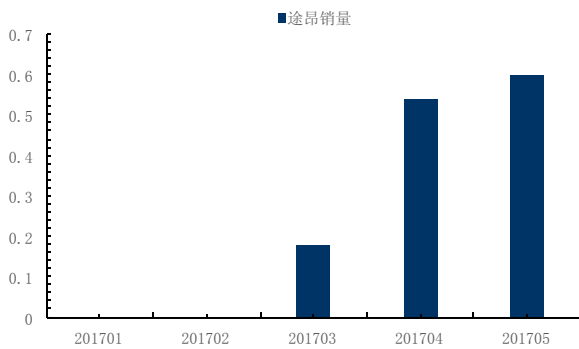
图 3: 途观以及途观 L 销量概况



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

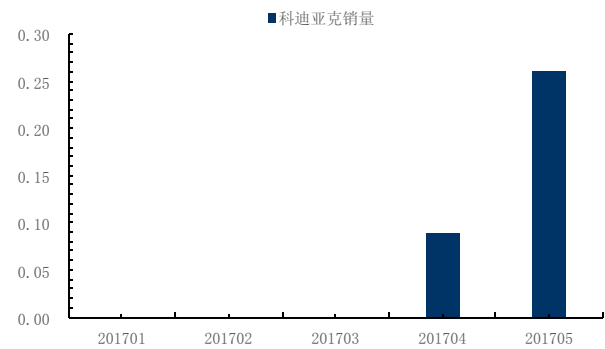
途昂与科迪亚克同样处于产销爬坡周期, 途昂 17 年 3 月上市 3 个月内销量爬坡至 0.6 万辆, 科迪亚克 4 月上市 2 个月内销量爬坡至 0.26 万辆, 途昂目前终端反应良好, 科迪亚克略微低于预期, 但仍有 3-4 个月销量爬坡空间。途昂主攻高端 SUV 下探市场, 科迪亚克主攻高端自主上扬市场, 大中型 SUV 是当下乘用车最火热市场, 我们认为两款车型当下仍然处于产销高速爬坡期, 预计爬坡后途昂月均销量可达 0.8 万辆, 科迪亚克月均销量可达 0.6 万辆。

图 4: 途昂销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

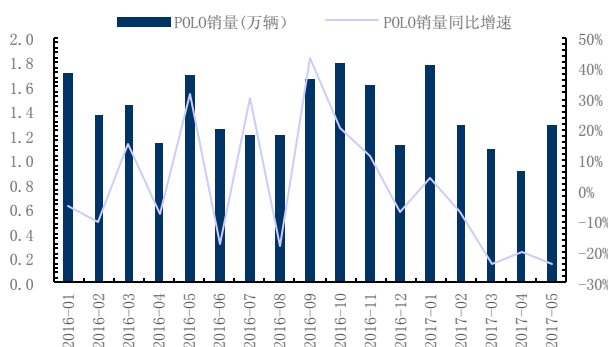
图 5: 科迪亚克销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

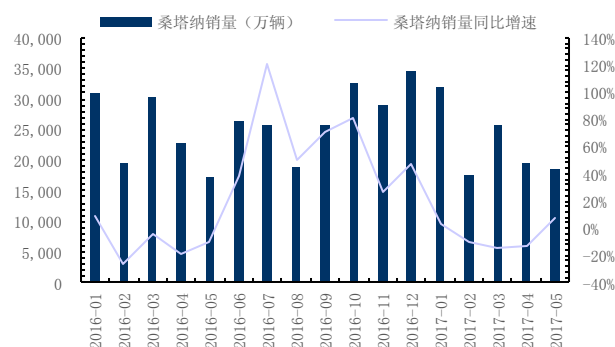
POLO 2017 年 1-5 月单月销量均同比下滑, 1-5 月累计销售 6.36 万辆, 同比下滑 13.62%。桑塔纳 2017 年 1-5 月单月销量同样均同比下滑, 单月销量增速 4 月开始下滑收窄, 1-5 月累计销售 11.34 万辆, 同比下滑 6.36%。POLO 与桑塔纳均是上汽大众销量占比较大车型, 年初由于外供变速箱供货不足拖累销量, 4 月开始逐步恢复正常供应, 但目前销量恢复不显著, 我们认为变速箱外部供应问题逐步解决但影响尚未完全消除, POLO 下滑企稳而桑塔纳销量回暖, 两款车型环比改善空间较大。

图 6: POLO 单月销量及同比增速 (单位: 万辆)



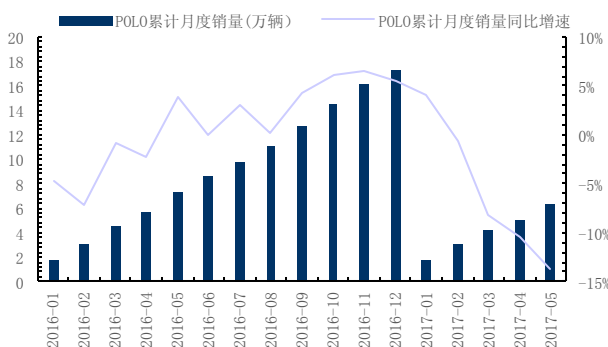
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 7: 桑塔纳单月销量及同比增速 (单位: 万辆)



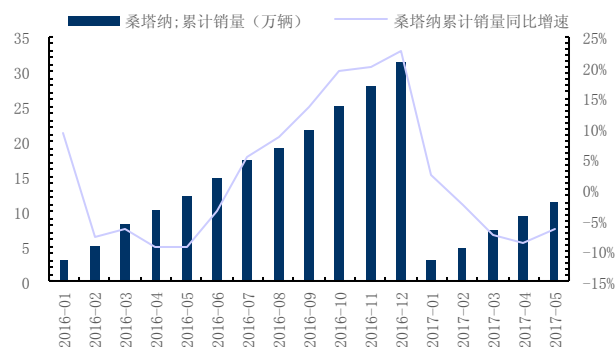
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 8: POLO 累计月度销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 9: 桑塔纳累计月度销量及同比增速 (单位: 万辆)

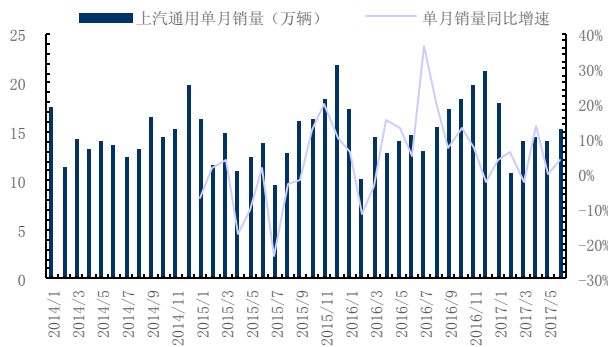


资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 上汽通用: 增速稳健, 探界者与新 GL8 是后期增量

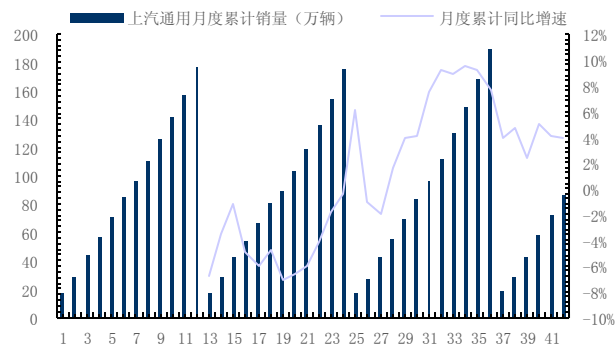
上汽通用 6 月单月销售 15.20 万辆, 同期增长 3.75%, 环比增长 7.57%, 1-6 月累计销售 86.74 万辆, 同比增长 3.97%;

图 10: 上汽通用单月销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

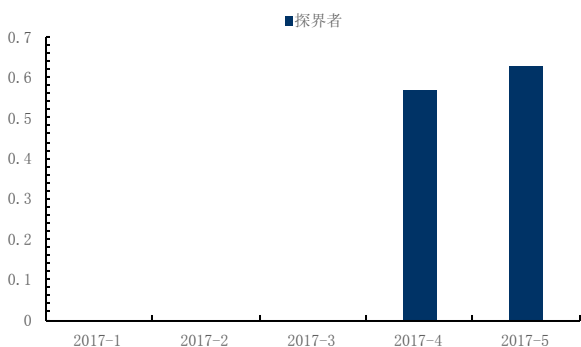
图 11: 上汽通用累计月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

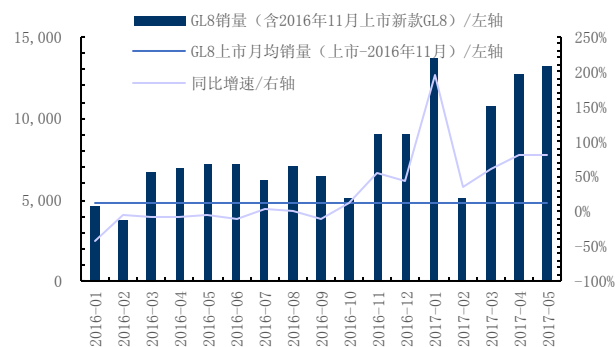
探界者 2017 年 4 月上市爬坡速度较快，两个月内销售爬坡至 0.63 万辆，我们预计后期过万可能性较大。新款 GL8 于 2016 年 11 月上市，上市后带动 GL8 车型远超上市月均销量 0.49 万辆。GL8 主攻市场为中高端 MPV，目前领域细分市场竞品车型较为欠缺，我们预计后期销量仍然存在提升空间。

图 12: 探界者销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 13: 新 GL8 销量 (单位: 万辆)

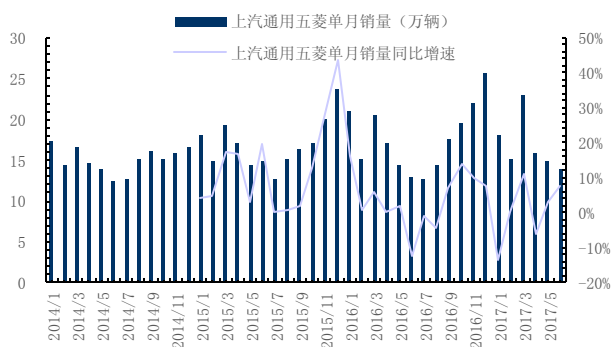


资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 上汽通用五菱: 受到微面市场萎缩与车型挤兑拖累, 6月累计销量持平去年

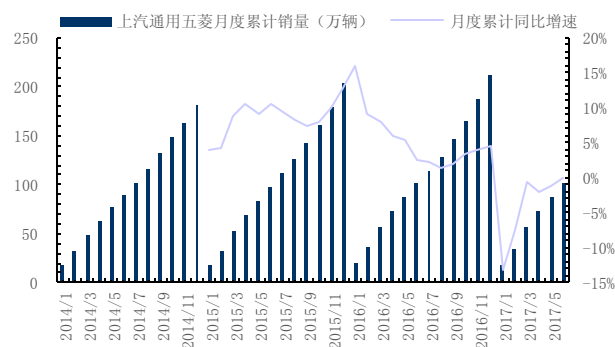
上汽通用五菱 6 月单月销售 14.01 万辆, 同期增长 7.71%, 环比下滑 6.66%, 1-6 月累计销售 101.32 万辆, 同比增长 0.07%; 2017 年开始上汽通用五菱下滑较为显著, 直到 2017 年 6 月累计销量才持平去年同期水平。上汽通用五菱主打车型仍为交叉型乘用车 (微面), 中长期来看持续受到微面市场萎缩影响, 微面 2017 年 1-5 月实现销量 21.79 万辆, 同比下滑 31.65%, 目前上汽通用五菱正在实施商转乘战略, 五菱子品牌新车规划有所放缓, 后期主要投放宝骏乘用车子品牌, 但当下畅销车型宝骏 560 受到宝骏 510 新车上市挤兑, 销量下滑较为显著, 目前公司正在着力解决, 整体而言, 宝骏 560 与宝骏 510 合计销量基本能够持平原有宝骏 560 销量水平, 后期公司对于两款车型的市场差异营销应对值得期待。

图 14: 上汽通用五菱单月销量 (单位: 万辆)



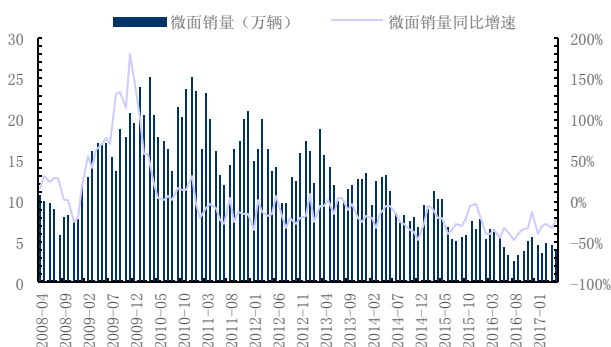
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 15: 上汽通用五菱累计月度销量 (单位: 万辆)



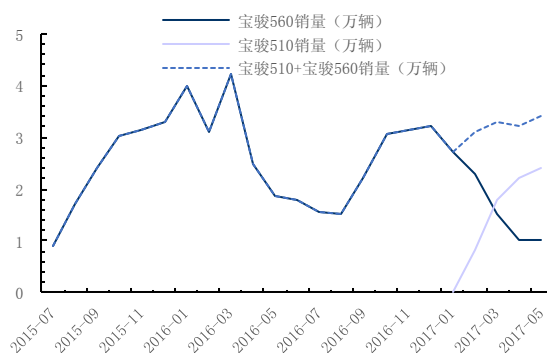
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 16: 微面销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 17: 宝骏 560 与宝骏 510 销量及同比增速 (单位: 万辆)

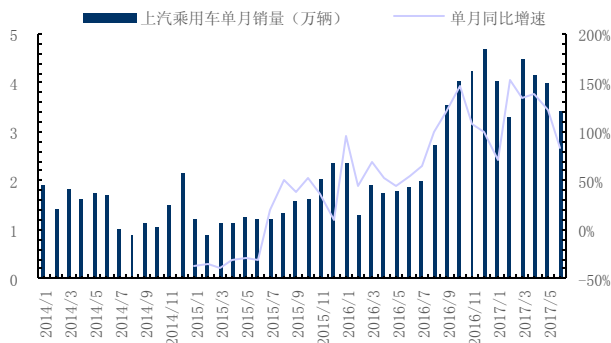


资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 上汽自主: 荣威 RX5 传统插电纯电企稳销量, 名爵 ZS 与 i6 持续贡献销量增量

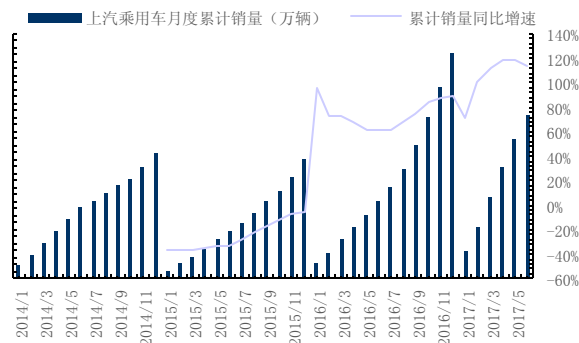
上汽自主 6 月单月销售 3.41 万辆, 同比增长 83.33%, 环比下滑 14.75%, 1-6 月累计销售 23.36 万辆, 同比增长 112.99%。主要由于荣威 RX5 销量中枢有所下滑, 后期销量看点一方面是纯电兑现销量与插电版本弥补 RX5 下滑部分, 名爵 ZS 以及 i6 快速爬坡。自主品牌 1-4 月制造口径利润 6 个亿持平去年全年, 2016 年自主品牌亏损约 48 亿, 今年亏损有望大幅度收窄。

图 18: 上汽自主单月销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

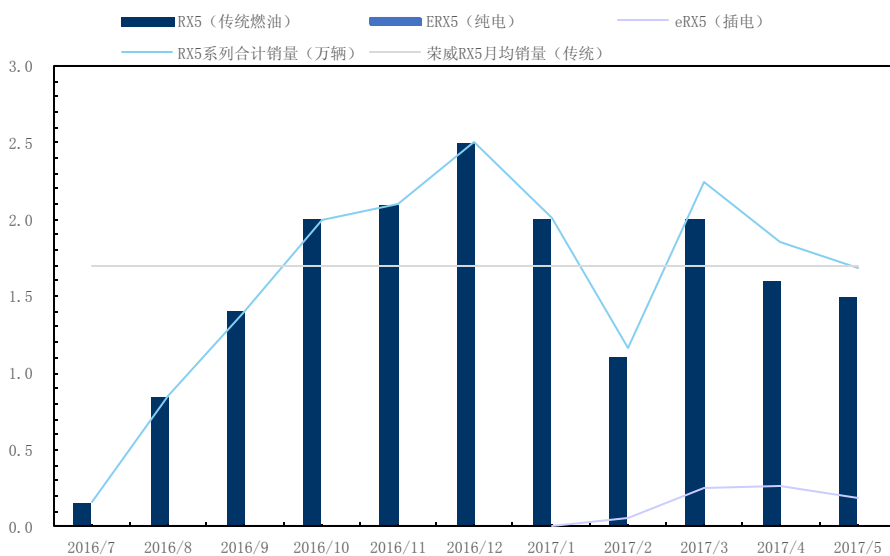
图 19: 上汽自主累计月度销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

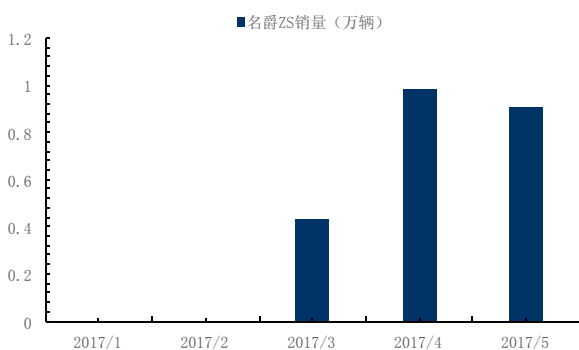
荣威 RX5 于 2016 年 7 月上市, 多次进入月度 SUV 销量排名前十, 月均销量 1.7 万辆。荣威 RX5 上市 10 个月销量有所下滑, 主要由于上市后遇到新款哈弗 H6、哈弗 H2s、传祺 GS 系列、吉利博越等多款中型及紧凑型 SUV 车型影响, 但是 17 年 2 月上市的插电版 eRX5 目前月均兑现销量 0.2 万辆, 纯电版本 ERX5 于 2017 年 6 月上市目前尚未兑现销量, 新能源系列 RX5 爬坡尚未完成, 我们预计三款 RX5 系列车型后期基本能够维持 1.8-2.0 万辆的月均销量水平。名爵 ZS 于 2017 年 3 月上市, 定位紧凑型 SUV, 目前仍处在销量爬坡期, 三个月内月均销量触及 1 万, 我们认为名爵 ZS 月均销量有望维持在 1 万左右, 轿车新车型 i6 于 2017 年 2 月上市, 预计爬坡完后月均销量维持在 1 万。据我们统计, 今年上汽自主预计上市荣威 RX5、插电 eRX5、纯电 ERX5、i6、ei6、名爵 ZS 以及新款荣威小型 SUV RX8, 后期新品丰富, 预计今年上汽自主 60 万辆销量目标大概率可兑现。

图 20: 荣威 RX5 销量概况 (单位: 万辆)



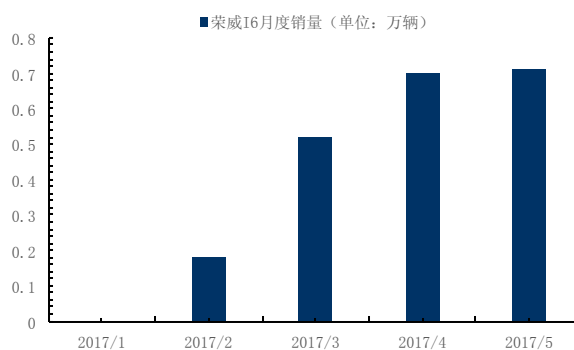
资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

图 21: 名爵 ZS 销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 22: i6 销量 (单位: 万辆)

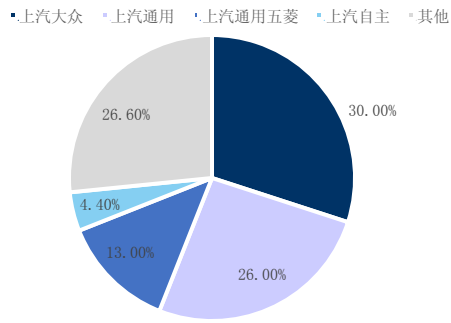


资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 核心观点: 龙头优势与新品周期共振

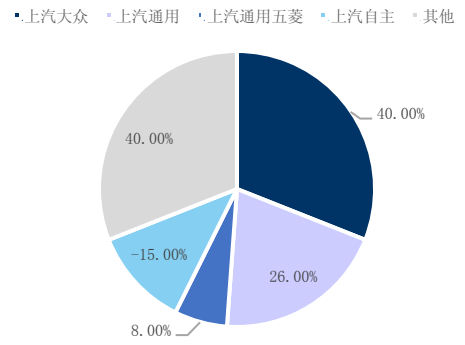
汽车行业高增长期逐步过去, 资源集中, 龙头优势逐步凸显; 上汽集团作为自主龙头企业, 随着汽车产业逐步成熟, 规模优势开始显现, 集中度有望进一步提升; 上汽集团的主要利润来自于与大众、通用的合资, 而中国作为两家大众、通用的重要市场, 将在新车投入上持续发力, 盈利能力有望进一步改善; SUV 仍然是增速较快的领域, 上汽自主和合资推出多款 SUV 新车, 产销增速有较好的保障。从耦合销量与利润结构分析, 后期利润增长途径为: 大众的单车利润高, 提升销量; 通用和通用五菱销量大, 提升单车利润; 自主规模小, 提升销量发挥规模优势。上汽乘用车传统、新能源汽车齐发力, 且合资上海大众、上海通用处于新车投放强周期, 我们追踪 17 年途观 L、科迪亚克、途昂、探界者、新款 GL8、宝骏 510、荣威 RX5 系列、名爵 ZS、荣威 i6 等多款新车型处于销量爬坡期, 后期空间仍然较大。我们持续看好公司龙头优势, 我们预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 3.06/3.27/3.64 元, 目前股价对应 PE 分别为 10.1/9.4/8.5 倍, 给予合理估值 36.72 元, 维持买入。

图 23: 上汽集团营收占比



资料来源: 公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 上汽集团净利润占比



资料来源: 公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	105933	94669	89152	94645
应收款项	67661	69668	75829	83680
存货净额	37040	40177	43682	48042
其他流动资产	65914	73743	80266	50905
流动资产合计	330946	365293	428187	500085
固定资产	60320	68615	78184	86373
无形资产及其他	10794	10362	9931	9499
投资性房地产	125891	125891	125891	125891
长期股权投资	62677	64722	67573	70424
资产总计	590628	634884	709766	792272
短期借款及交易性金融负债	17402	13211	44913	81336
应付款项	116472	130577	139782	153736
其他流动负债	163608	180146	195274	214841
流动负债合计	297481	323934	379969	449913
长期借款及应付债券	18446	18446	18446	18446
其他长期负债	39604	46371	53431	53432
长期负债合计	58050	64817	71877	71878
负债合计	355532	388751	451846	521791
少数股东权益	43175	46161	49350	52341
股东权益	191921	199972	208569	218140
负债和股东权益总计	590628	634884	709766	792272

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	2.90	3.06	3.27	3.64
每股红利	2.25	2.37	2.53	2.82
每股净资产	17.41	17.12	17.85	18.67
ROIC	14%	14%	20%	30%
ROE	17%	18%	18%	20%
毛利率	14%	14%	14%	14%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%
收入增长	13%	12%	9%	10%
净利润增长率	7%	12%	7%	11%
资产负债率	68%	69%	71%	72%
息率	7.3%	8.2%	8.7%	9.7%
P/E	10.6	10.1	9.4	8.5
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	22.9	26.0	23.2	21.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	756416	847622	922592	1018101
营业成本	650218	729443	794089	873876
营业税金及附加	7521	9748	10610	11708
销售费用	47503	55095	58123	63122
管理费用	28258	30946	32722	37083
财务费用	(332)	(2508)	(267)	1266
投资收益	30572	34729	35855	38959
资产减值及公允价值变动	(3219)	(3579)	(3311)	(3370)
其他收入	(2168)	0	0	0
营业利润	48433	56048	59859	66635
营业外净收支	2059	11	11	11
利润总额	50492	56059	59870	66646
所得税费用	6530	7007	7484	8331
少数股东损益	11953	13271	14173	15777
归属于母公司净利润	32009	35780	38213	42538

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	32009	35780	38213	42538
资产减值准备	361	1166	508	523
折旧摊销	7484	6385	7937	9242
公允价值变动损失	3219	3579	3311	3370
财务费用	(332)	(2508)	(267)	1266
营运资本变动	32911	25603	15712	51195
其它	2348	1820	2681	2467
经营活动现金流	78333	74333	68362	109335
资本开支	(13648)	(18993)	(20892)	(20892)
其它投资现金流	(23963)	(32639)	(52222)	(83555)
投资活动现金流	(41269)	(53677)	(75965)	(107298)
权益性融资	5515	0	0	0
负债净变化	2887	0	0	0
支付股利、利息	(24753)	(27730)	(29615)	(32967)
其它融资现金流	34413	(4191)	31702	36423
融资活动现金流	(3804)	(31920)	2087	3456
现金净变动	33260	(11264)	(5517)	5493
货币资金的期初余额	72673	105933	94669	89152
货币资金的期末余额	105933	94669	89152	94645
企业自由现金流	46699	32586	26423	67817
权益自由现金流	83999	30589	58359	103133

相关研究报告

- 《上汽集团-600104-重大事件快评：五月表现相对抢眼，多款 SUV 落地销量仍可期》 ——2017-06-07
- 《上汽集团-600104-重大事件快评：新能源汽车厚积薄发，巩固整车龙头地位》 ——2017-06-05
- 《上汽集团-600104-SUV 新车加速推出，自主、合资均发力》 ——2017-05-24
- 《上汽集团-600104-进攻性进一步增强》 ——2014-08-14
- 《上海汽车-600104-合资品牌推动公司稳健增长》 ——2011-08-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。