

证券研究报告—动态报告公司快评

汽车汽配

上汽集团 (600104)
买入

汽车零部件 II

10 月产销数据点评

(维持评级)

2017 年 11 月 07 日

十月销量增长稳健，通用持续改善

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
 联系人：何俊艺 hejunyi@guosen.com.cn
 联系人：唐旭霞 tangxx@guosen.com.cn

事项：

上汽集团 10 月单月实现销量 65.72 万辆，同比增长 6.27%，1-10 月累计实现销量 547.86 万辆，同比增长 7.41%。

评论：

■ 1-10 月累计同比增长 7.41%，通用增速持续改善

上汽集团 10 月单月产量与销量分别达到 62.45 万辆与 65.72 万辆，分别同比增长 2.33%与 6.27%，1-10 月累计产量与销量分别到达 557.02 万辆与 547.86 万辆，分别同比增长 8.17%与 7.41%。

10 月单月销量层面，上汽大众实现销量 19.38 万辆，同比增长 3.09%，环比下降 11.34%；上汽通用实现销量 20.13 万辆，同比增长 9.43%，环比增长 7.82%；上汽通用五菱实现销量 19.23 万辆，同比下降 1.40%，环比增长 0.89%；上汽乘用车实现销量 5.16 万辆，同比增长 28.26%，环比增长 3.20%。

1-10 月累计销量层面，上汽大众累计实现 166.64 万辆，同比增长 3.12%；上汽通用累计实现 156.34 万辆，同比增长 5.82%；上汽通用五菱累计实现 168.07 万辆，同比增长 1.62%；上汽乘用车累计实现 41.30 万辆，同比增长 77.72%。

表 1：上汽集团 10 月销量概况

	10 月单月销量 (万辆)	10 月单月销量同比	1-10 月累计销量 (万辆)	1-10 月累计销量同比	9 月单月销量 (万辆)	9 月单月销量同比	1-9 月累计销量 (万辆)	1-9 月累计销量同比	8 月单月销量 (万辆)	8 月单月销量同比	1-8 月累计销量 (万辆)	1-8 月累计销量同比
上汽集团合计	65.72	6.27%	547.86	7.41%	66.53	15.78%	482.21	7.57%	52.67	8.29%	415.61	6.36%
上汽大众	19.38	3.09%	166.64	3.12%	21.86	22.40%	147.26	3.13%	15.20	3.19%	125.4	0.37%
上汽通用	20.13	9.43%	156.34	5.82%	18.67	7.86%	136.21	5.31%	16.50	6.04%	117.53	4.91%
上汽通用五菱	19.23	-1.40%	168.07	1.62%	19.06	8.85%	148.84	2.03%	15.45	6.40%	129.79	1.10%
上汽自主乘用车	5.16	28.36%	41.30	77.72%	5.00	41.64%	36.14	88.08%	4.07	50.18%	31.14	98.54%

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)

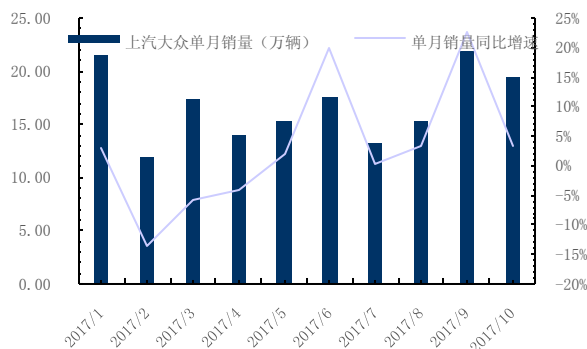
	途昂	科迪亚克	途观 L	探界者	新 GL8	宝骏 510	名爵 ZS	RX5	eRX5	ERX5	荣威 i6	荣威 ei6
上市时间	上汽大众 SUV 2017 年 3 月	上汽大众 SUV 2017 年 4 月 19 日	上汽大众 SUV 2017 年 1 月 18 日	上汽通用 SUV 2017 年 4 月	上汽通用 MPV 2016 年 11 月	上海通用 SUV 2017 年 2 月	上汽乘用车 SUV 2017 年 3 月	上汽乘用车 SUV 2016 年 7 月	上汽乘用车 SUV 2016 年 11 月	上汽乘用车 SUV 2017 年 6 月	上汽乘用车轿车 2017 年 2 月 17 日	上汽乘用车轿车 2017 年 4 月 19 日
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				
2017/2					0.61	0.81		1.10	0.02		0.18	
2017/3	0.19		1.61		1.07	1.80	0.43	2.00	0.14		0.52	
2017/4	0.54	0.90	1.33	0.57	1.27	2.20	0.98	1.60	0.13		0.70	
2017/5	0.60	0.26	2.00	0.63	1.32	2.41	0.91	1.68	0.13		0.71	
2017/6	0.67	0.52	1.88	0.54	1.22	3.07	0.64	1.54	0.12		0.65	
2017/7	0.81	0.59	1.52	0.51	1.13	3.30	0.53	1.81			0.59	
2017/8	0.84	0.50	1.49	0.60	1.31	3.80	0.64	2.08			0.6	
2017/9	0.88	0.62	2.56	0.50	1.39	4.10	0.67	2.51			0.66	
销量累计	4.53	3.39	12.39	3.35	10.76	21.49	4.80	22.92	0.54		4.61	
爬坡期达到最高销量水平	0.65	0.57	1.77	0.56	0.98	2.69	0.69	1.91	0.11		0.58	

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: 销量增速环比放缓, 10月单月增长 3.07%

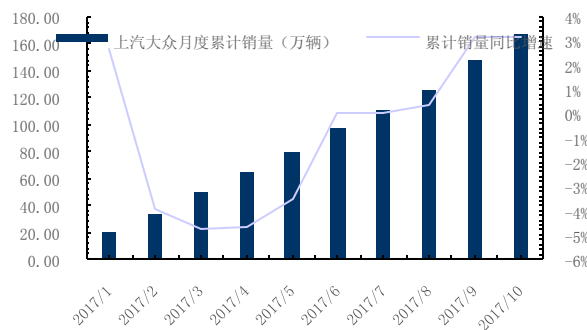
上汽大众 10 月上汽大众实现销量 19.38 万辆, 同比增长 3.09%, 1-10 月累计实现 166.64 万辆, 同比增长 3.12%。相对 1-9 月改善进度放缓。从科迪亚克、途昂、途观 L 的新车爬坡来看, 途昂单月销量维持在 8000-9000 辆区间, 上市 7 个月来单月销量持续爬坡, 9 月销量达到 0.88 万辆, 已经达到我们之前的保守预期水平, 我们预计途昂爬坡稳定后单月销量存在过万可能。科迪亚克销量爬坡持续增长, 上市 6 个月以来累计销量达到 3.39 万辆, 目前单月销量维持在 5000-6000 辆区间, 并于 9 月突破 6000 辆, 现阶段该车型受到排产限制影响较大, 我们估计产能跟上后单月销量有望触及 0.8 万辆水平。途观 L 上市后途观车型采取的是“双车型”战略, 新老车型同时上市, 9 月新老途观合并口径销售 3.35 万辆, 同比增长 48.89%, 环比增长 56.54%, 增速可观。

图 1: 上汽大众单月销量 (单位: 万辆)



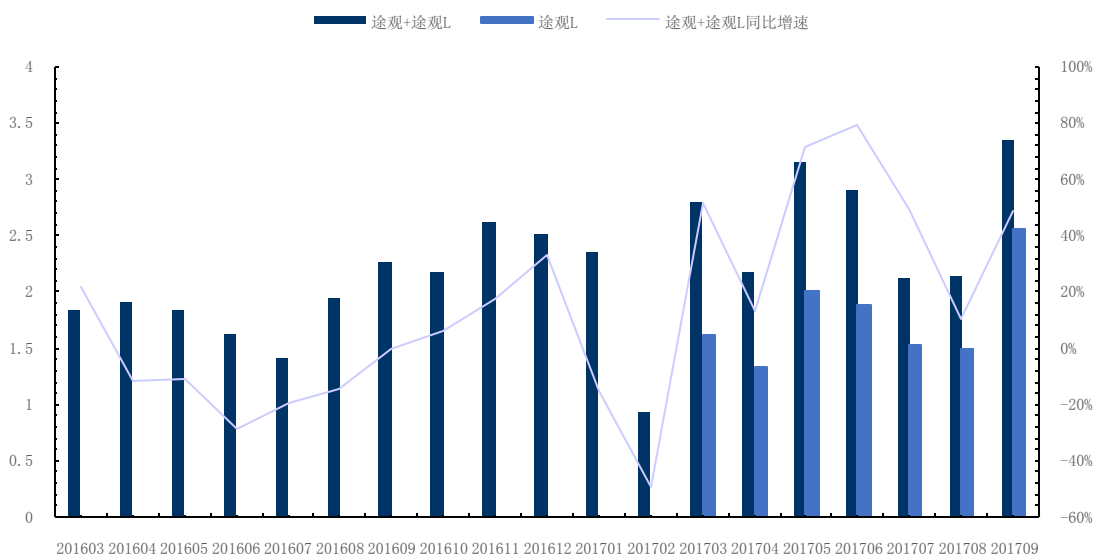
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 2: 上汽大众累计月度销量 (单位: 万辆)



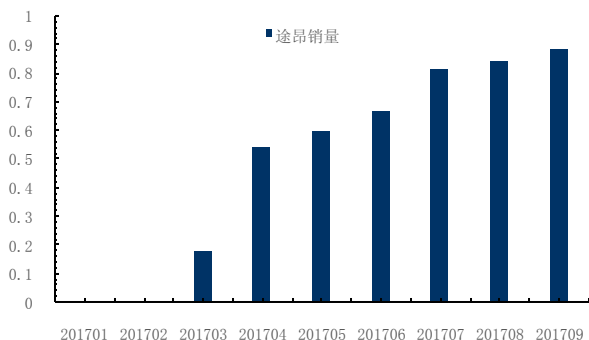
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 3: 途观以及途观 L 销量概况



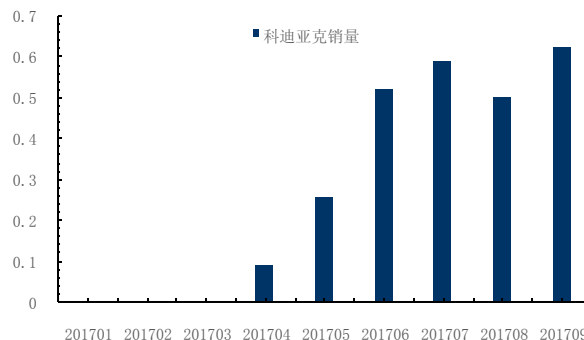
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

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

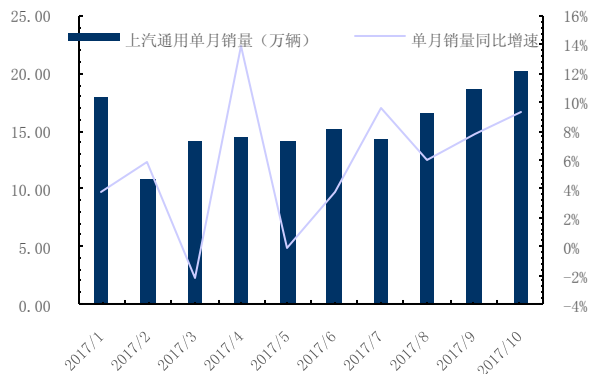
■ 上汽通用: 10月同比增长 9.43%, 单月增速持续改善

上汽通用 10 月单月实现销量 20.13 万辆, 同比增长 9.43%, 1-10 月累计实现 156.34 万辆, 同比增长 5.82%。

探界者爬坡第二到第四月单月销量出现持续略微下滑, 我们认为不太可能是产能问题导致, 下调对于探界者的销量预期, 预计后期稳定在 0.5-0.6 万辆的单月销量水平, 9 月销量 5000 辆符合我们调整后的预期。GL8 高增长持续, 9 月单月销量为 1.39 万辆, 单月同比增长幅度为 114.71%, 持续高于之前月份同比增速且增速提升显著, 后续预计保持相对稳定。新款 GL8 于 2016 年 11 月上市, 上市后带动 GL8 车型远超上市前月均销量 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。此外, 通用经典车型 B 级轿车君威 (2010 年上市) 于今年 7 月推出大幅度改款车型, 基于老款 0.72 万辆月均的销量水平, 我们预测爬坡后月均销量过万确定性较高, 将持续支撑通用品牌的同比改善。此外, 10 月上市的新车型 GL6 作为 GL8 下探的兄弟车型, 主要对标大众途安, 但定位稍高端, 我们预计有 GL8 作为背书且产品定位相互弥补, 预计上市后

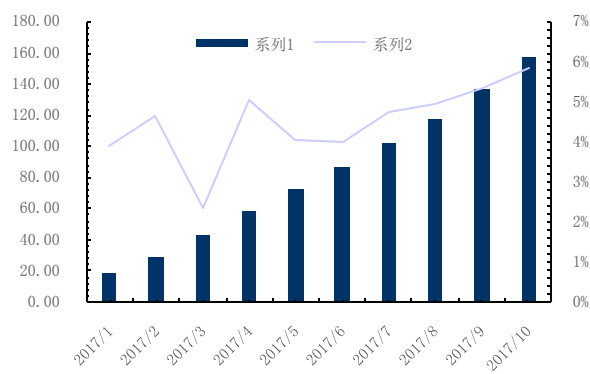
销量可过万。

图 6: 上汽通用单月销量 (单位: 万辆)



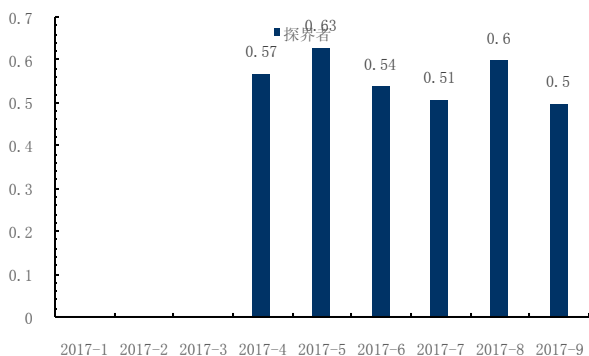
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 7: 上汽通用累计月度销量 (单位: 万辆)



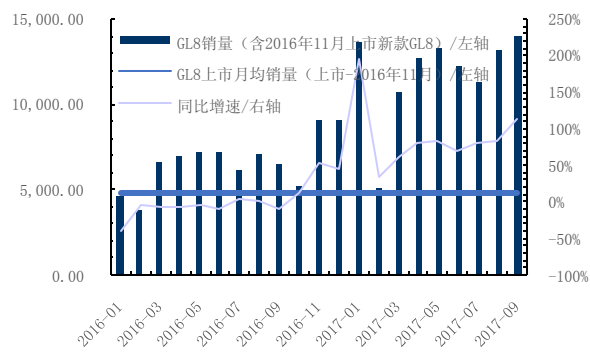
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 8: 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 9: 新 GL8 销量 (单位: 辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 10: 老款君威销量水平 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 11: 新君威外观



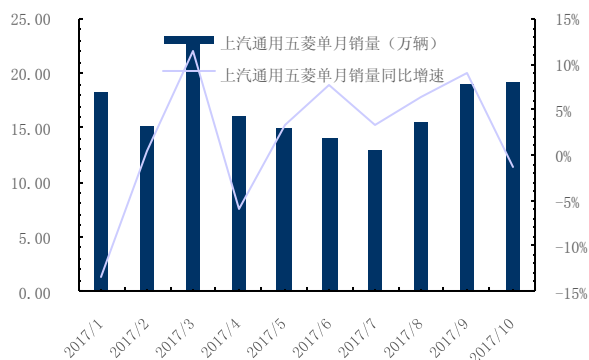
资料来源: 通用官网、国信证券经济研究所整理

■ 上汽通用五菱: 10 月整体销量小幅度同比下滑, 宝骏 510 持续超预期

上汽通用五菱 10 月单月实现销量 19.23 万辆，同比下降 1.40%，1-10 月累计实现 168.07 万辆，同比增长 1.62%。

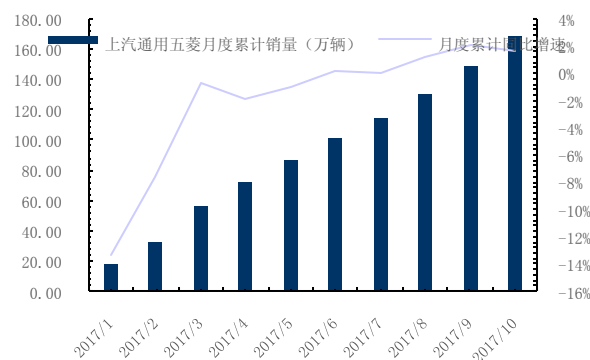
2017 年开始上汽通用五菱下滑较为显著，直到 2017 年 6 月累计销量才持平去年同期水平。上汽通用五菱主打车型仍为交叉型乘用车（微面），中长期来看持续受到微面市场萎缩影响，目前上汽通用五菱正在实施商转乘战略，五菱子品牌新车规划有所放缓，后期主要投放宝骏乘用车子品牌，宝骏 510 上市 8 个月仍然处于爬坡阶段，9 月单月销量高达 4.1 万辆，增长势头不减且持续提速，销量爬坡高于预期，我们提高对宝骏 510 的预期，预计爬坡完成后单月销量有望达到 4.5 万辆的水平。目前宝骏 510 与宝骏 560 的挤兑效应在持续减弱，公司正规划新款宝骏 560 车型，预计明年上市，我们认为上汽通用五菱商转乘逐步兑现，来自于微面的拖累将有所减弱，同时随着爆款车型宝骏 510 以及改款后的宝骏 560 有望持续拔高销量水平。

图 12: 上汽通用五菱单月销量 (单位: 万辆)



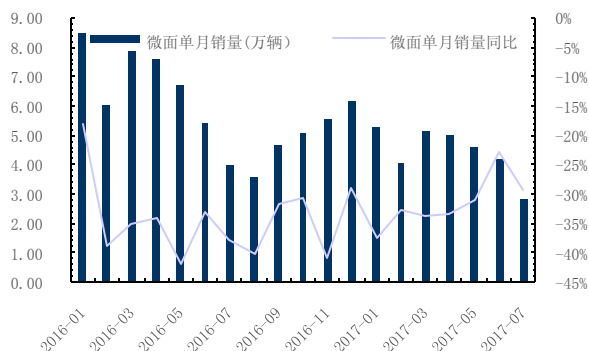
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 13: 上汽通用五菱累计月度销量 (单位: 万辆)



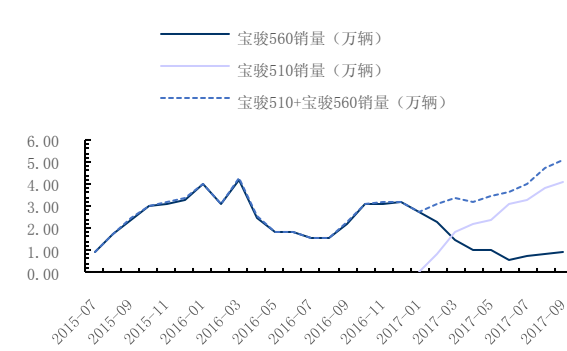
资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 14: 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 15: 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

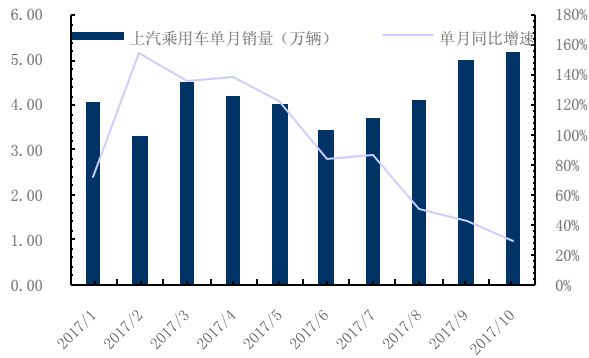
■ 上汽自主: 进入稳定增长区间, 期待新车型再次发力

上汽自主 10 月单月实现销量 5.16 万辆, 同比增长 28.26%, 累计实现 41.30 万辆, 同比增长 77.72%。

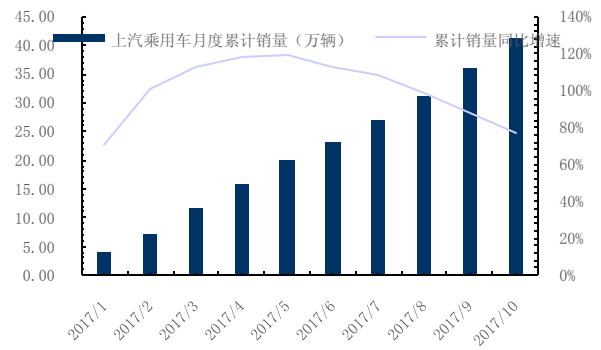
荣威 RX5 系列 9 月销量 2.51 万辆, 月均销量由 1.7 万辆左右提升至 1.91 万辆, 单月销量持续走高。名爵 ZS 和 i6 新车爬坡基本结束, 名爵 9 月单月销量为 0.67 万辆, 预计后期保持 0.5-0.7 万辆月均区间, i6 单月销量稳中有升, 9 月销量为 0.66 万辆, 我们预计后期稳定在月均 0.5-0.6 万辆区间水平。公司预计下半年推出荣威 RX3 新车型, 主要定位紧凑型 SUV, 名爵方面在 11 月推出新车型名爵 6。

图 16: 上汽自主单月销量及同比增速 (单位: 万辆)

图 17: 上汽自主累计月度销量及同比增速 (单位: 万辆)

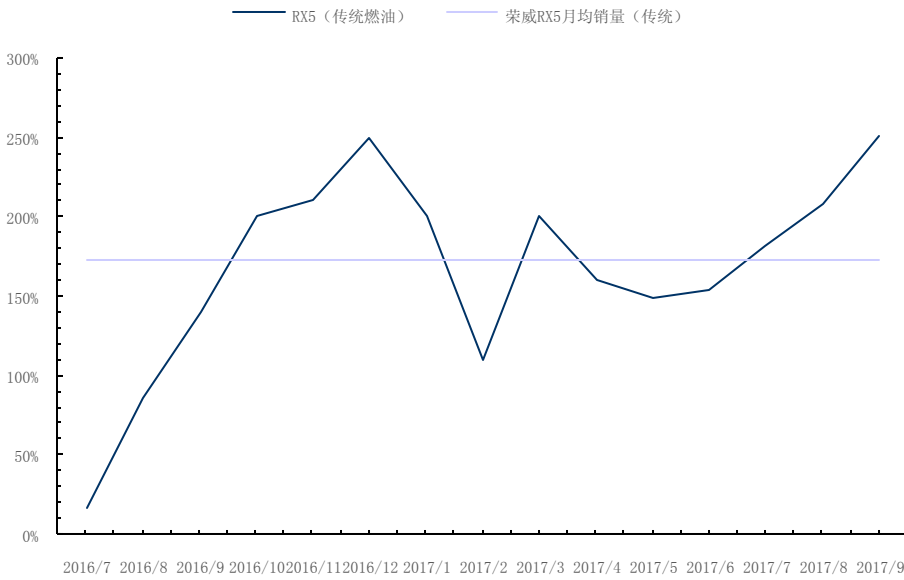


资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理



资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理

图 18: 荣威 RX5 销量概况 (单位: 万辆)



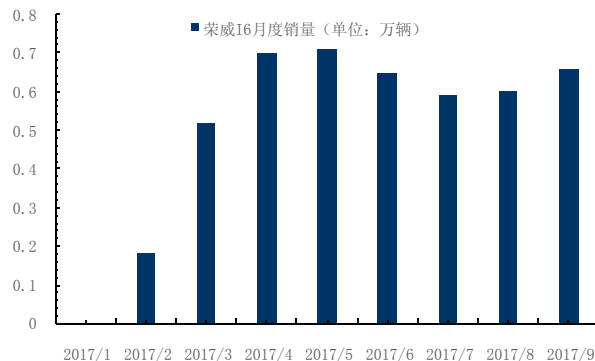
资料来源：搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

图 19: 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 20: i6 销量 (单位: 万辆)

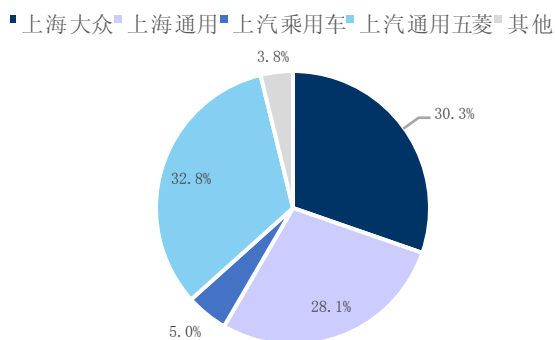


资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 核心观点: 龙头优势与新品周期共振

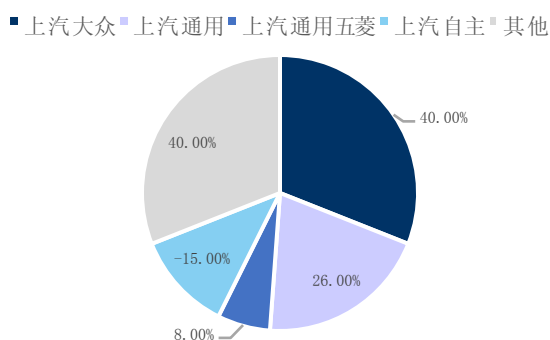
汽车行业高增长期逐步过去,资源集中,龙头优势逐步凸显;上汽集团作为自主龙头企业,随着汽车产业逐步成熟,规模优势开始显现,集中度有望进一步提升;上汽集团的主要利润来自于与大众、通用的合资,而中国作为两家大众、通用的重要市场,将在新车投入上持续发力,盈利能力有望进一步向好; SUV 仍然是增速较快的领域,上汽自主和合资推出多款 SUV 新车,产销增速有较好的保障,产品结构持续改善。从耦合销量与利润结构分析,后期利润增长途径为:大众的单车利润高,提升销量;通用和通用五菱销量大,提升单车利润;自主规模小,提升销量发挥规模优势。上汽乘用车传统、新能源汽车齐发力,且合资上海大众、上海通用处于新车投放强周期,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。公司三季度费用提升较大,我们预计四季度有望回归正常,业绩增速或加快,我们持续看好公司龙头优势,预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 3.02/3.40/3.78 元,目前股价对应 PE 分别为 10.2/9.1/8.2 倍,给予合理估值 36.24 元,维持“买入”评级。

图 21: 上汽集团销量占比 (2016 年)



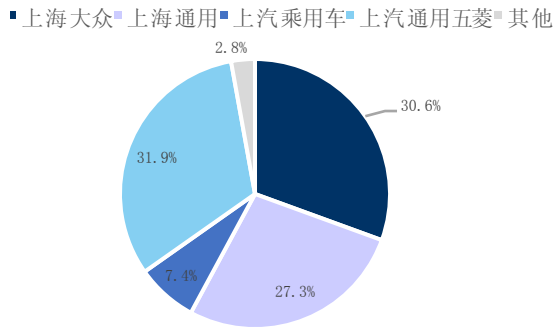
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 上汽集团净利润占比 (2016 年)



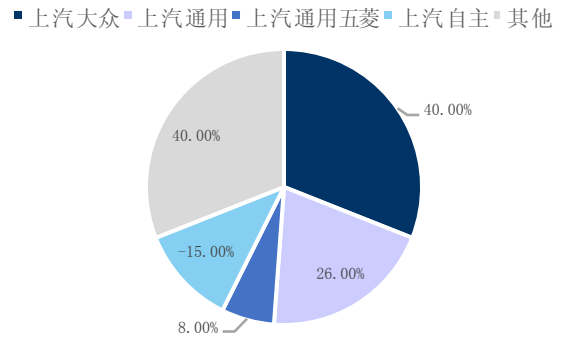
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 上汽集团销量占比 (2016 年)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 上汽集团净利润占比 (2016 年)



资料来源: 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)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	105933	97360	89152	94645	营业收入	756416	847640	922571	1018057
应收款项	67661	69669	75828	83676	营业成本	650218	729479	794057	873799
存货净额	37040	40215	43765	48151	营业税金及附加	7521	9748	10610	11708
其他流动资产	65914	73745	80264	50903	销售费用	47503	55944	58122	63120
流动资产合计	330946	368025	428267	500188	管理费用	28258	31625	32722	37082
固定资产	60320	70453	81974	92561	财务费用	(332)	(1130)	(383)	976
无形资产及其他	10794	10362	9931	9499	投资收益	30572	34729	35855	38959
投资性房地产	125891	125891	125891	125891	资产减值及公允价值变动	(3219)	(3579)	(3311)	(3370)
长期股权投资	62677	64722	67573	70424	其他收入	(2168)	0	0	0
资产总计	590628	639454	713636	798564	营业利润	48433	53124	59989	66964
短期借款及交易性金融负债	17402	13211	41242	72104	营业外净收支	2059	2212	2164	2145
应付款项	116472	130698	142236	156490	利润总额	50492	55336	62153	69109
其他流动负债	163608	184738	200053	220168	所得税费用	6530	6917	7769	8639
流动负债合计	297481	328646	383532	448762	少数股东损益	11953	13100	14714	16361
长期借款及应付债券	18446	18446	18446	18446	归属于母公司净利润	32009	35319	39670	44110
其他长期负债	39604	46371	53431	60095					
长期负债合计	58050	64817	71877	78541	现金流量表 (百万元)				
负债合计	355532	393463	455409	527304	净利润	32009	35319	39670	44110
少数股东权益	43175	46123	49433	52542	资产减值准备	361	(27)	106	183
股东权益	191921	199868	208793	218718	折旧摊销	7484	5740	6387	7184
负债和股东权益总计	590628	639454	713636	798564	公允价值变动损失	3219	3579	3311	3370
					财务费用	(332)	(1130)	(383)	976
					营运资本变动	32911	29082	17792	58343
					其它	2348	2975	3204	2925
关键财务与估值指标					经营活动现金流	78333	76667	70470	116115
每股收益	2.90	3.02	3.40	3.78	资本开支	(13648)	(18993)	(20892)	(20892)
每股红利	2.25	2.34	2.63	2.93	其它投资现金流	(23963)	(32639)	(52222)	(83555)
每股净资产	17.41	17.11	17.87	18.72	投资活动现金流	(41269)	(53677)	(75965)	(107298)
ROIC	14%	14%	21%	32%	权益性融资	5515	0	0	0
ROE	17%	18%	19%	20%	负债净变化	2887	0	0	0
毛利率	14%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(24753)	(27372)	(30744)	(34185)
EBIT Margin	3%	2%	3%	3%	其它融资现金流	34413	(4191)	28031	30862
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%	融资活动现金流	(3804)	(31563)	(2713)	(3323)
收入增长	13%	12%	9%	10%	现金净变动	33260	(8572)	(8208)	5493
净利润增长率	7%	10%	12%	11%	货币资金的期初余额	72673	105933	97360	89152
资产负债率	68%	69%	71%	73%	货币资金的期末余额	105933	97360	89152	94645
息率	7.3%	8.0%	9.0%	10.0%	企业自由现金流	46699	34068	26965	72941
P/E	10.7	10.2	9.1	8.2	权益自由现金流	83999	30865	55331	102949
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7					
EV/EBITDA	22.9	28.4	24.4	22.5					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《上汽集团-600104-2017年三季度点评：三季度业绩符合预期，环比改善可持续》——2017-10-31
- 《上汽集团-600104-9月产销数据点评：“金九”数据抢眼，销量持续向上》——2017-10-11
- 《上汽集团-600104-8月产销数据点评：销量稳健增长，结构持续向好》——2017-09-07
- 《上汽集团-600104-2017年半年报点评：增速稳健，基本面持续向好》——2017-08-30
- 《上汽集团-600104-重大事件快评：七月通用增长较快，累计销量增速持续改善》——2017-08-08

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±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±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