证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零配件 II

上汽集团（600104）

2018 年 4 月产销数据点评

买入

（维持评级）

2018 年 05 月 10 日

销量超预期，上半年高增长无忧

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码：S0980515080001
联系人： 何俊艺 hejunyi@guosen.com.cn

事项：

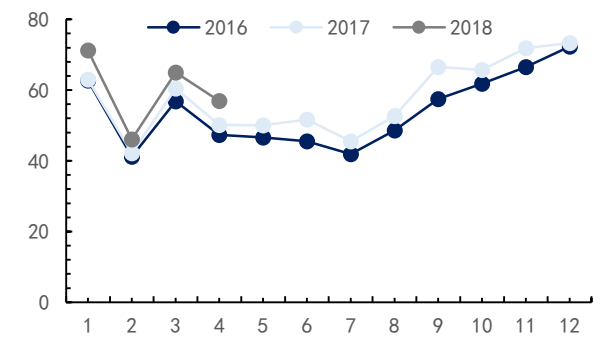
上汽集团 2018 年 4 月单月实现销量 56.9 万辆，同比增长 13.5%，1-4 月累计实现销量 239.2 万辆，同比增长 10.9%。

评论：

■ **4 月单月同比增长 13.5%，1-4 月累计同比增长 10.9%**

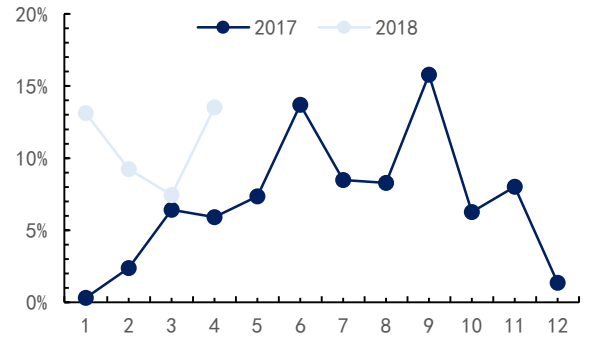
上汽集团 4 月单月实现销量 56.9 万，同比增长 13.5%，1-4 月累计实现销量 239.2 万辆，同比增长 10.9%。上汽大众 4 月单月销售 16.0 万辆，同比增长 15.1%，1-4 月，上汽大众累计销售 67.3 万辆，同比增长 4.7%。上汽通用 4 月单月销售 17.12 万辆，同比增长 18%，1-4 月，上汽通用累计销售 66.24 万辆，同比增长 15.4%。上汽通用五菱 4 月单月销售 15.27 万辆，同比增长-4.6%，1-4 月，上汽通用五菱累计销售 72.78 万辆，同比增长 0.7%。上汽乘用车 4 月单月销售 6.23 万辆，同比增长 49.7%，1-4 月，上汽乘用车累计销售 24.41 万辆，同比增长 53%。整体而言，旗下大众销量高于我们预期，其余符合预期。

图 1：上汽集团单月销量（单位：万辆）



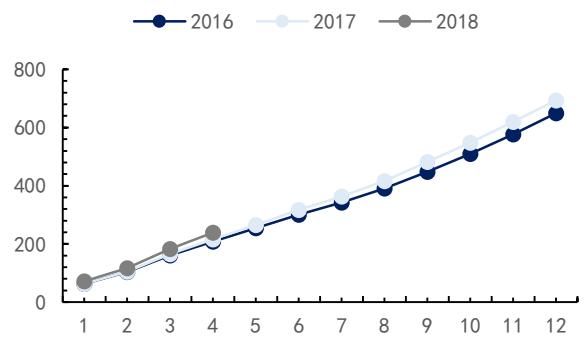
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：上汽集团单月销量同比增速



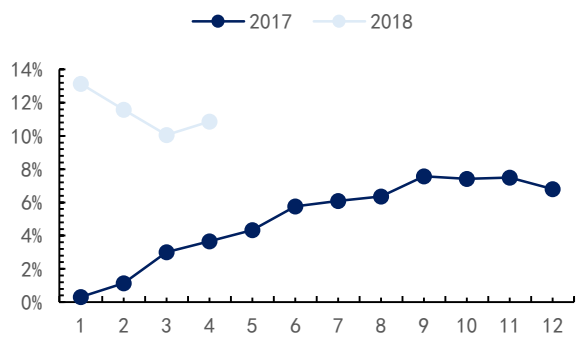
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：上汽集团累计销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：上汽集团累计销量同比增速



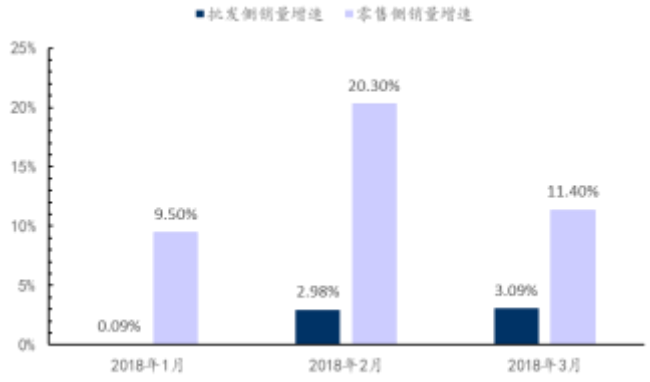
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 上汽大众：补库存动力足与后期新车型上市，高增速可持续

4 月单月，上汽大众销售 16.0 万辆，同比增长 15.1%，1-4 月，上汽大众累计销售 67.3 万辆，同比增长 4.7%。

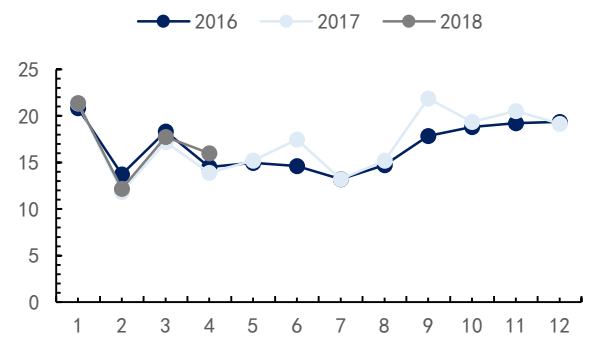
从零售侧和批发侧数据来看，零售侧数据持续走强且显著高于批发侧数据，未来 2-3 个月补库存动力较为充足。从车型增量来看，4 月单月，上汽大众增量最大的车型主要是科迪亚克、凌度、途昂、科洛克以及昕锐，下滑车型主要包括 Polo、昕动、野帝和晶锐。上汽大众旗下大众子品牌增量主要依靠途昂和凌度，科迪亚克子品牌正处于产品更替阶段，后期以科洛克、科迪亚克、柯米克等全新 SUV 产品组合将对野帝、晶锐、明锐以及昕动等轿车老产品组合全面替代，结合 5 月新车型朗逸 PLUS、6 月柯米克上市以及 9 月帕萨特换代，我们预计上汽大众 5-6 月销量仍然有望维持 10%以上销量增长，全年增速可观。

图 5：上汽大众批发侧、零售侧销量增速



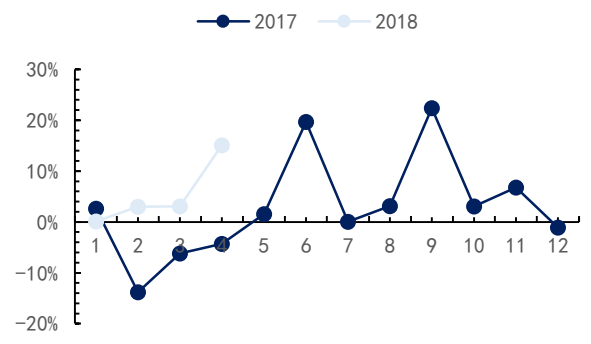
资料来源:乘联会，国信证券经济研究所整理

图 6：上汽大众单月销量（单位：万辆）



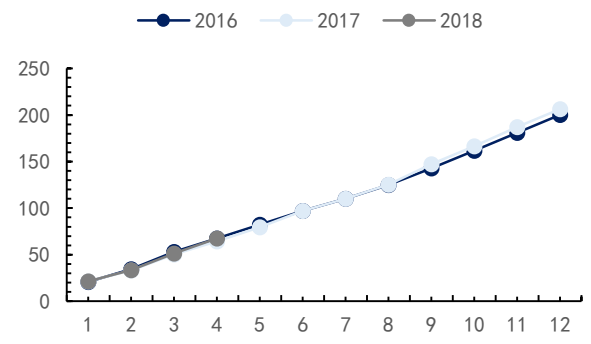
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：上汽大众单月销量同比增速



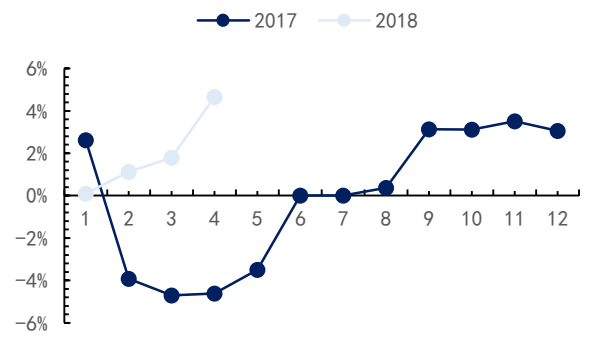
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：上汽大众累计销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：上汽大众累计销量同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1：上汽大众分车型数据（单位：辆）

制造商	车系	2018 年 4 月	2017 年 4 月	销量增量	同比增速
上汽大众	明锐 Combi	395	0	395	-
上汽大众	柯珞克	2,668	0	2,668	-
上汽大众	柯迪亚克	5,308	308	5,000	1623.4%
上汽大众	辉昂	2,240	346	1,894	547.4%
上汽大众	途昂	7,689	4,218	3,471	82.3%
上汽大众	凌渡	11,100	6,465	4,635	71.7%
上汽大众	昕锐	7,067	4,501	2,566	57.0%
上汽大众	速派	3,839	2,813	1,026	36.5%
上汽大众	朗行	4,107	3,105	1,002	32.3%
上汽大众	途安	3,414	2,693	721	26.8%
上汽大众	途观	26,816	25,876	940	3.6%
上汽大众	桑塔纳	18,523	17,883	640	3.6%
上汽大众	新朗逸	30,449	30,553	(104)	-0.3%
上汽大众	明锐	8,339	8,581	(242)	-2.8%
上汽大众	帕萨特	13,561	14,159	(598)	-4.2%
上汽大众	波罗	12,683	13,850	(1,167)	-8.4%
上汽大众	昕动	1,051	2,056	(1,005)	-48.9%
上汽大众	桑塔纳•浩纳	678	1,532	(854)	-55.7%

上汽大众	晶锐	83	1,113	(1,030)	-92.5%
上汽大众	野帝	0	1,036	(1,036)	-100.0%
上汽大众	合计	160,010	141,088		13.4%

资料来源:乘联会、国信证券经济研究所整理

图 10: 朗逸 PLUS

资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

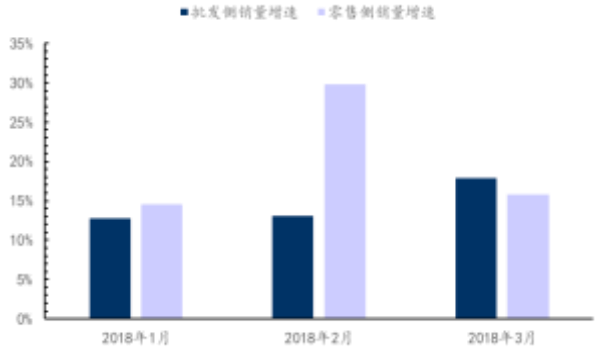
图 11: 柯米克

资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

■ **上汽通用：雪佛兰销量复苏，别克低基数，凯迪拉克持续高增长，两位数增长可持续**

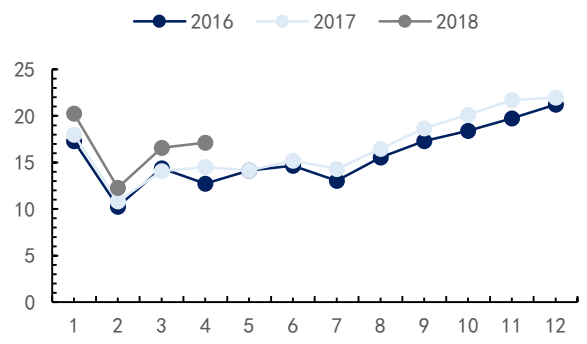
4 月单月，上汽通用销售 17.12 万辆，同比增长 18%，1-4 月，上汽通用累计销售 66.24 万辆，同比增长 15.4%。4 月单月，上汽通用高增长主要来源于：第一，别克子品牌新车型对应低基数，全新君威、阅朗以及 GL6 对应去年 0 基数；第二，迈锐宝 XL、迈锐宝、科沃兹、赛欧 3、全新科鲁兹等雪佛兰子品牌车型销量复苏；第三，凯迪拉克持续高增长。从批发侧数据和零售侧数据来看，上汽通用 1-2 月处于去库存阶段，2 月尤为显著，3 月份出现补库存。由于主要贡献增量的全新君威是去年 7 月份上市，阅朗和 GL6 是去年 10 月份上市，我们预计上半年通用均有望维持 10%以上的销量增速。

图 12: 上汽通用批发侧、零售侧销量增速



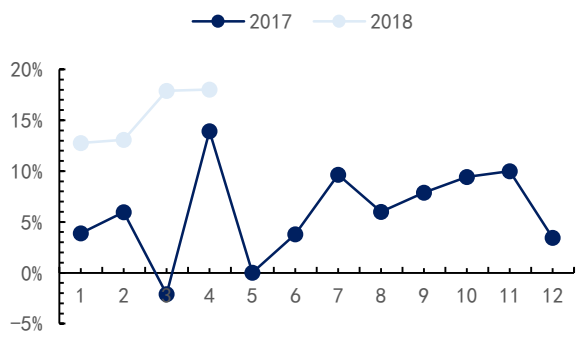
资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理

图 13：上汽通用单月销量（单位：万辆）



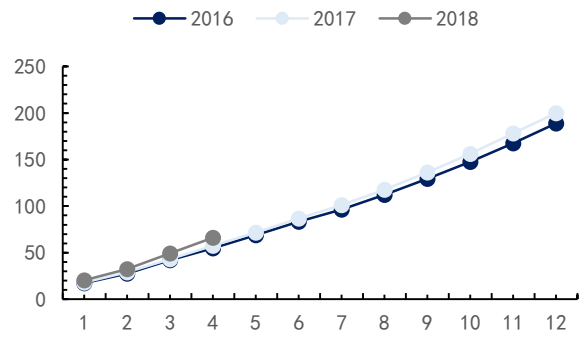
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14：上汽通用单月销量同比增速



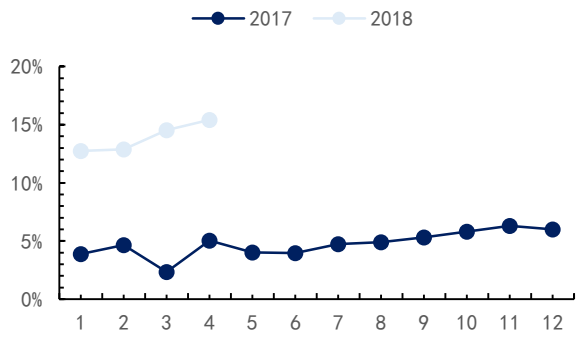
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15：上汽通用累计销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16：上汽通用累计销量同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：上汽通用分车型数据（单位：辆）

制造商	车系	2018 年 4 月	2017 年 4 月	销量增量	同比增速
上汽通用	全新君威	7,632		7,632	
上汽通用	阅朗	2,042		2,042	
上汽通用	GL6	2,174		2,174	
上汽通用	VELITE5	281	67	214	319.4%
上汽通用	迈锐宝 XL	3,841	1,699	2,142	126.1%
上汽通用	乐风 RV	700	312	388	124.4%
上汽通用	科沃兹	19,448	10,653	8,795	82.6%
上汽通用	赛欧 3	13,619	8,046	5,573	69.3%
上汽通用	迈锐宝	7,166	4,600	2,566	55.8%
上汽通用	威朗	14,441	9,510	4,931	51.9%
上汽通用	科迈罗	15	10	5	50.0%
上汽通用	全新科鲁兹	7,087	5,012	2,075	41.4%
上汽通用	探界者	7,429	5,693	1,736	30.5%
上汽通用	凯迪拉克	18,024	14,020	4,004	28.6%
上汽通用	GL8	15,091	12,675	2,416	19.1%
上汽通用	昂科威	22,450	19,016	3,434	18.1%
上汽通用	全新君越	6,561	6,944	(383)	-5.5%
上汽通用	全新英朗	20,115	32,962	(12,847)	-39.0%

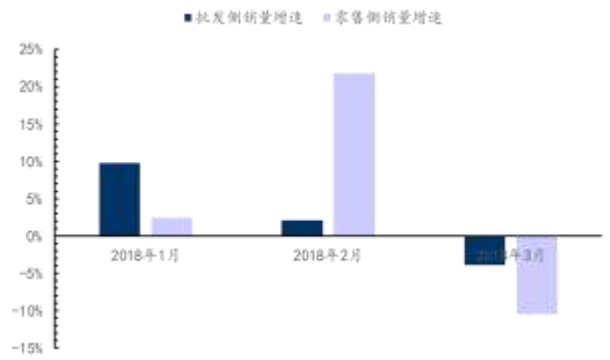
上汽通用	创酷	686	1,578	(892)	-56.5%
上汽通用	威朗 HB	460	1,149	(689)	-60.0%
上汽通用	赛欧	432	1,199	(767)	-64.0%
上汽通用	昂科拉	1,450	4,290	(2,840)	-66.2%
上汽通用	全新科鲁兹 HB	32	318	(286)	-89.9%
上汽通用	新君威	1	5,210	(5,209)	-100.0%
上汽通用	科鲁兹		3	(3)	-100.0%
上汽通用	科帕奇		4	(4)	-100.0%
上汽通用	昂科雷		61	(61)	-100.0%
上汽通用	合计	171177	145031	26,146	18.0%

资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 上汽通用五菱：新产品系列替换老产品系列，预计下半年有望实现正增长

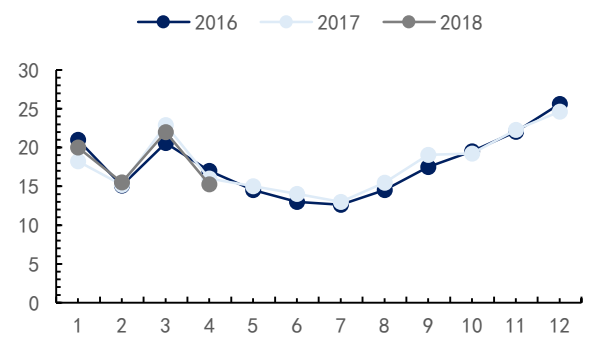
4 月单月，上汽通用五菱销售 15.27 万辆，同比增长-4.6%。1-4 月，上汽通用五菱累计销售 72.78 万辆，同比增长 0.7%。4 月单月，上汽通用五菱增量车型主要来自宝骏 530 和宝骏 510，其中宝骏 560 和宝骏 730 下滑较为显著。从零售侧和批发侧数据来看，2 月补库存较多，3 月零售侧和批发侧数据均下滑，3 月出现压库存现象。宝骏在 18 年新车型较多，目前 3 月上市了紧凑型 SUV 530、4 月上市了紧凑型 SUV 310W 以及 5 月上市了 MPV 360，后期预计在宝骏 530 达到稳定月均后，新产品系列 530、310W、510 对老产品系列 730、310 完全替代，销量增速有望正增长。

图 17：上汽通用五菱批发侧、零售侧销量增速



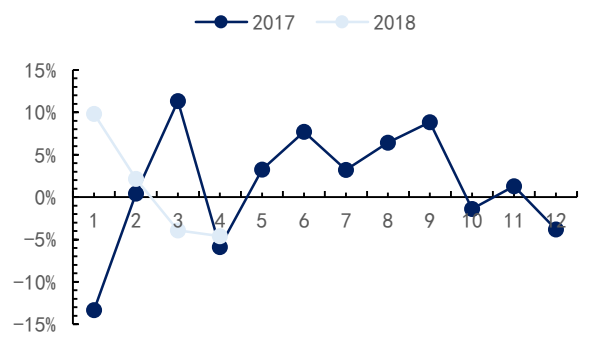
资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理

图 18：上汽通用五菱单月销量（单位：万辆）



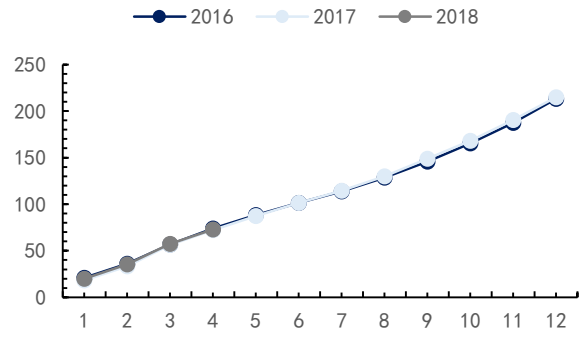
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19：上汽通用五菱单月销量同比增速



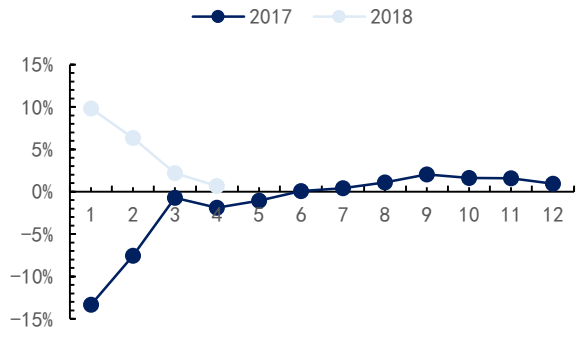
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20：上汽通用五菱累计销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21：上汽通用五菱累计销量同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3：上汽通用五菱车型数据（单位：辆）

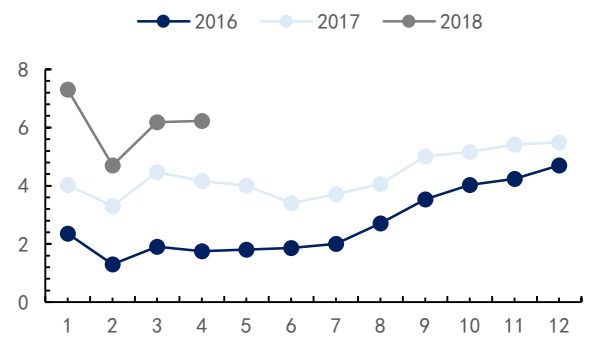
制造商	车系	2018 年 4 月	2017 年 4 月	销量增量	同比增速
上汽通用五菱	宝骏 530	15,066	0	15,066	
上汽通用五菱	宝骏 E100	3,760	0	3,760	
上汽通用五菱	宝骏 630	480	150	330	220.0%
上汽通用五菱	宝骏 510	33,007	21,987	11,020	50.1%
上汽通用五菱	宝骏 310	10,372	10,006	366	3.7%
上汽通用五菱	五菱宏光系列	31,805	36,143	(4,338)	-12.0%
上汽通用五菱	宝骏 730	8,000	16,019	(8,019)	-50.1%
上汽通用五菱	宝骏 560	0	10,019	(10,019)	-100.0%
上汽通用五菱	五菱征程	0	2,100	(2,100)	-100.0%
上汽通用五菱	合计	102490	96424	6,066	6.3%

资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 上汽自主：RX3+RX8+名爵 6 构成核心增量，后期销量增速有望持续提升

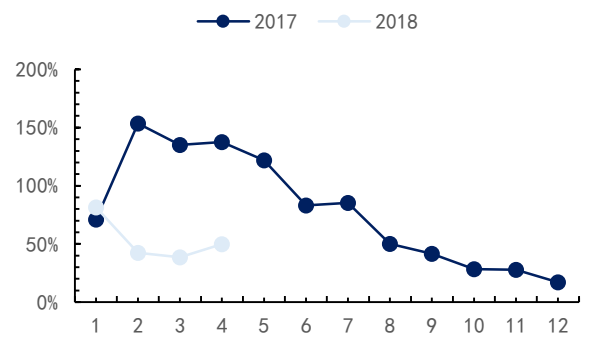
4 月单月，上汽自主销售 6.23 万辆，同比增长 49.7%，1-4 月，上汽自主累计销售 24.4 万辆，同比增长 53%。4 月单月，增量车型主要来自 MG6 和 RX3，此外 RX5 维持 15%的同比增速。4 月新上的 RX8 产品力十足，后续有望接力增长，我们预计上汽自主增速后期有望持续提升，全年实现 70 万的销量目标概率较大。

图 22：上汽自主单月销量（单位：万辆）



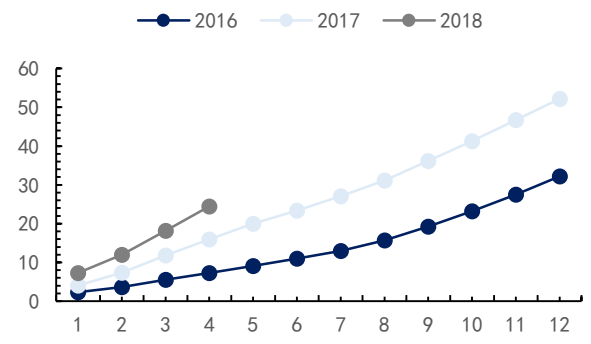
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23：上汽自主单月销量同比增速



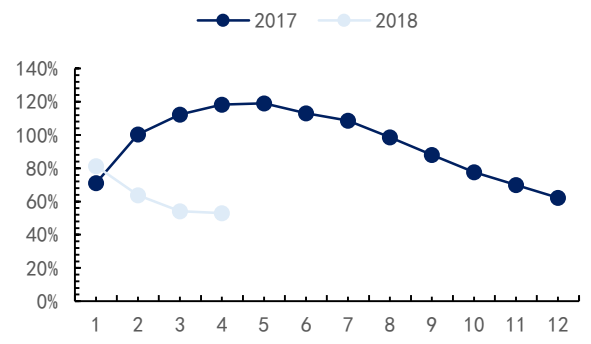
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24：上汽自主累计销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25：上汽自主累计销量同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4：上汽自主分车型数据（单位：辆）

制造商	车系	2018 年 4 月	2017 年 4 月	销量增量	同比增速
上汽乘用车	荣威 Ei5	1,397	0	1,397	
上汽乘用车	荣威 RX3	5,204	0	5,204	
上汽乘用车	荣威 RX8	998	0	998	
上汽乘用车	MG6	8,006	2	8,004	400200.0%
上汽乘用车	荣威 950	379	5	374	7480.0%
上汽乘用车	荣威 i6	9,748	7,021	2,727	38.8%
上汽乘用车	MG GT	1,056	787	269	34.2%
上汽乘用车	MG3	1,174	892	282	31.6%
上汽乘用车	MG ZS	11,755	9,768	1,987	20.3%
上汽乘用车	荣威 RX5	18,480	16,023	2,457	15.3%
上汽乘用车	荣威 360	3,191	3,552	(361)	-10.2%
上汽乘用车	MG GS	902	2,405	(1,503)	-62.5%
上汽乘用车	荣威 350	0	1,041	(1,041)	-100.0%
上汽乘用车	荣威 550 混动	(1)	111	(112)	-100.9%
上汽乘用车	合计	62289	41607	20,682	49.7%

资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理

■ **核心观点：短期销量可观但估值存压力，长期业绩稳健高股息**

短期来看。上汽大众增速较高可持续，第一，去年新上市车型主要集中在 3-4 月份，按产销爬坡 3-6 个月来看，未来 3-6 个月基数较低；第二，目前零售侧数据走势较强，且前三月经销商库存持续走低，后期补库存动力充足；第三，后期持续有科洛克、柯米克、塔鲁新车型以及朗逸 PLUS、帕萨特等换代车型接力。上汽通用核心增量车型 GL6 与阅朗去年年底上市，全年对应低基数，但鉴于零售侧和批发侧数据，3 月经销商库存提升，预计下半年增速相对上半年较慢。通用五菱目前新产品 530、360 以及 510 组合将逐步替代 730、560 等老产品，预计下半年可实现正增长。上汽自主乘用车目前增量主要来源于名爵 6 和 RX3，且均为去年年底上市，叠加 4 月新上市的 RX8 后销量增速有望持续提升，全年 70 万目标较大概率实现。估值层面来看，短期受到汽车行业股比放开，关税下降等市场情绪影响，但我们认为关税下降对国内整车市场价格体系冲击有限，而股比放开时间仍然较长，留给自主品牌产品升级时间足够。长期来看，公司属于高股息稳增长汽车股，2018-2020 年销量增速有望稳定维持在 7-10%区间，股息率有望维持在 5%以上，我们预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为 3.18/3.45/3.72 元，目前股价对应 PE 分别为 10.0/9.2/8.6 倍，维持“买入”评级。

表 5：公司主要车型上市时间

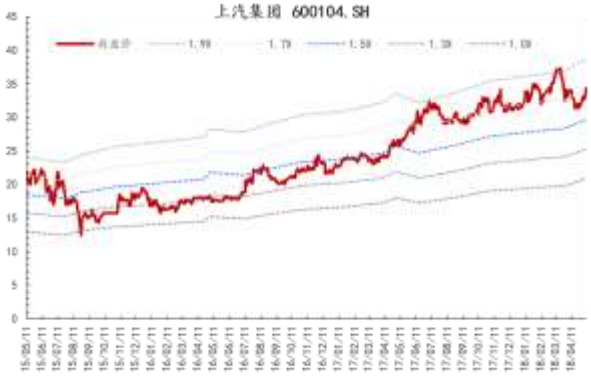
月份	上汽大众		上汽通用		上汽通用五菱		上汽乘用车	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
1 月	途观 L【中型 SUV】				宝骏 510【小型 SUV】			
2 月							名爵 ZS【小型 SUV】	
3 月	途昂【中大型 SUV】	科洛克【紧凑型 SUV】				宝骏 530【紧凑型 SUV】		
4 月	科迪亚克【中型 SUV】		探界者【中型 SUV】			宝骏 310W【紧凑型车】		RX8【中大型 SUV】
5 月						宝骏 360【MPV】		
6 月		柯米克【小型 SUV】						
7 月								
8 月				XT3【紧凑型 SUV】				
9 月								
10 月		塔鲁【紧凑型 SUV】	GL6【MPV】/阅朗【紧凑型车】				RX3【小型 SUV】	
11 月							名爵 6【紧凑型 SUV】	
12 月								

资料来源:公司公告、各子公司官网、国信证券经济研究所整理
备注：其中野帝欧洲版、雪佛兰 MPV、塔鲁为预测时间

图 26：上汽集团 PE-Band

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27：上汽集团 PB-Band



资料来源：公司公告、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）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	121611	100072	109205	110296
应收款项	73524	77284	86558	94348
存货净额	50042	44114	49345	53761
其他流动资产	84676	81805	91622	57395
流动资产合计	389949	399428	490574	561952
固定资产	74704	92630	112207	130456
无形资产及其他	11745	11276	10806	10336
投资性房地产	179635	179635	179635	179635
长期股权投资	67500	68870	71967	75064
资产总计	723533	751840	865189	957442
短期借款及交易性金融负债	32654	53019	106416	144453
应付款项	137661	143371	160370	174722
其他流动负债	220658	204374	228213	248391
流动负债合计	390973	400763	494999	567566
长期借款及应付债券	13966	13966	13966	13966
其他长期负债	46489	53588	60305	67205
长期负债合计	60455	67554	74271	81171
负债合计	451427	468318	569270	648737
少数股东权益	46771	49826	53143	56158
股东权益	225335	233697	242776	252547
负债和股东权益总计	723533	751840	865189	957442

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	2.95	3.18	3.45	3.72
每股红利	2.50	2.46	2.68	2.88
每股净资产	19.29	20.00	20.78	21.61
ROIC	14%	12%	15%	18%
ROE	15%	16%	17%	17%
毛利率	15%	15%	15%	15%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%
收入增长	15%	8%	12%	9%
净利润增长率	8%	8%	9%	8%
资产负债率	69%	69%	72%	74%
息率	7.8%	7.7%	8.4%	9.0%
P/E	10.8	10.0	9.2	8.6
P/B	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	22.6	26.3	24.3	23.3

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	870639	940291	1053125	1147907
营业成本	742382	800845	895894	976524
营业税金及附加	7882	10813	12111	13201
销售费用	61122	68641	76878	82649
管理费用	31301	35073	37329	40647
财务费用	143	(231)	1584	3514
投资收益	30812	34729	35855	38959
资产减值及公允价值变动	(3744)	(3366)	(3443)	(3518)
其他收入	(767)	0	0	0
营业利润	54110	56512	61741	66814
营业外净收支	151	1477	1229	953
利润总额	54261	57989	62970	67766
所得税费用	7145	7249	7871	8471
少数股东损益	12706	13579	14745	15868
归属于母公司净利润	34410	37162	40354	43427

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	34410	37162	40354	43427
资产减值准备	530	86	265	389
折旧摊销	8594	7045	7934	9063
公允价值变动损失	3744	3366	3443	3518
财务费用	143	(231)	1584	3514
营运资本变动	(5717)	1650	23498	63840
其它	1383	2969	3053	2625
经营活动现金流	42944	52278	78547	122863
资本开支	(19097)	(27954)	(30749)	(30749)
其它投资现金流	(5698)	(36057)	(57692)	(92307)
投资活动现金流	(29617)	(65381)	(91537)	(126152)
权益性融资	15425	0	0	0
负债净变化	2608	0	0	0
支付股利、利息	(29228)	(28800)	(31274)	(33656)
其它融资现金流	40167	20364	53398	38037
融资活动现金流	2352	(8436)	22123	4380
现金净变动	15679	(21539)	9133	1091
货币资金的期初余额	105933	121611	100072	109205
货币资金的期末余额	121611	100072	109205	110296
企业自由现金流	8052	2545	27733	72679
权益自由现金流	50827	23111	79744	107641

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报

《上汽集团-600104-2017 年年报点评：2017 年利润增长 7.5%，业绩符合预期》 ——2018-03-30
《上汽集团-600104-2018 年 2 月产销数据点评：通用进入产品周期前序，智能化再下一城》 ——2018-03-06
《上汽集团-600104-2017 年公司业绩预告点评：2017 年利润预计增长约 7%，后期持续看好》 ——2018-01-19
《上汽集团-600104-12 月产销数据点评：增幅略放缓，自主仍是强周期》 ——2018-01-04
《上汽集团-600104-11 月产销数据点评：通用销量增长较快，整体销量稳健向上》 ——2017-12-07

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，并向客户发布的行为。