

汽车/乘用车

上汽集团 (600104)

维持评级

报告原因：产销数据点评

产销优于市场，龙头优势尽显

买入

2018年08月07日

公司研究/事件点评

公司近一年市场表现



市场数据：2018年8月6日

收盘价(元)： 29.35
 年内最高/最低(元)： 37.66/29.01
 流通A股/总股本(亿)：115.03/116.83
 流通A股市值(亿)： 3376.26
 总市值(亿)： 3429.10

基础数据：2018年3月31日

基本每股收益 0.83
 每股净资产(元)： 20.06
 净资产收益率： 4.22%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：张湃

电话：18734901462

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司发布7月产销数据，公司2018年7月份生产汽车49.67万辆，同比-0.10%，1-7月累计生产410.02万辆，同比+9.47%，销售汽车48.37万辆，同比+6.36%，1-7月累计销售汽车400.37万辆，同比+10.31%。

事件点评

公司7月销量维持正增长，整体好于行业。2018年7月，上汽集团销售汽车48.37万辆，同比增加6.36%，环比降低12.69%；2018年1-7月，上汽集团累计销售汽车400.37万辆，同比增加10.32%。根据乘联会的统计数据，降税后消费者需求并未爆发叠加2017年7月份产销高速增长的情况下，乘用车市场表现不佳，2018年7月份前三周累计负增长12.8%，由此2018年7月乘用车销量预计出现较大幅度下滑，而上汽集团单月销量和累计销量均保持同比正增长，且累计销量同比增速高达10.32%，超出行业整体水平。

上汽大众超预期，上汽乘用车高速增长。1)上汽大众7月实现销量15.22万辆，同比增速回升至15.23%，累计销量117.26万辆，同比增速6.40%，整体表现较为稳定。我们认为这主要受益于品牌效应叠加轿车市场今年表现良好，上汽大众部分轿车车型放量拉动整体在市场情绪低迷的情况稳定发展。2)上汽通用7月实现销量13.54万辆，同比下降5.31%，较6月略有好转，但是单月销量表现与2018年一季度相比仍然存在差距，累计销量109.31万辆，同比增速持续下调至8.18%。上汽通用手握雪佛兰和凯迪拉克部分优质车型，随着厂家价格管控的放松，上汽通用近来表现疲软的状况大概率有所好转。3)上汽乘用车2018年7月实现销量48110辆，同比增加29.79%，累计销售汽车40.71万辆，同比增加50.40%。受益于名爵和荣威部分优质车型持续放量，上汽乘用车销量维持告诉增长，7月份虽然受到车市整体表现不佳的影响，增速有所放缓，但增速仍然维持高位，符合预期。

投资建议

预计公司2018-2020年EPS分别为3.18\3.59\3.81，对应公司2018年8月6日收盘价29.35元，2018-2020PE分别为9.22/8.18/7.71，维持“买入”评级。

存在风险：汽车行业景气度不及预期，宏观经济不达预期。

目录

1. 销量维持正增长，表现优于行业	3
2. 上汽大众超预期，上汽乘用车高速增长	4
3. 投资建议	5
4. 存在风险	6

图表目录

图 1：上汽集团汽车月产量（%，万辆）	3
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）	3
图 3：上汽集团月销量（%，万辆）	3
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）	3
图 5：上汽集团汽车累计产量（%，万辆）	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）	4
图 7：上汽集团汽车累计销量（%，万辆）	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）	4
图 9：上汽各品牌月销量	5
图 10：上汽个子公司累计销量	5
表 1：上汽集团重要财务数据（百万元）	5

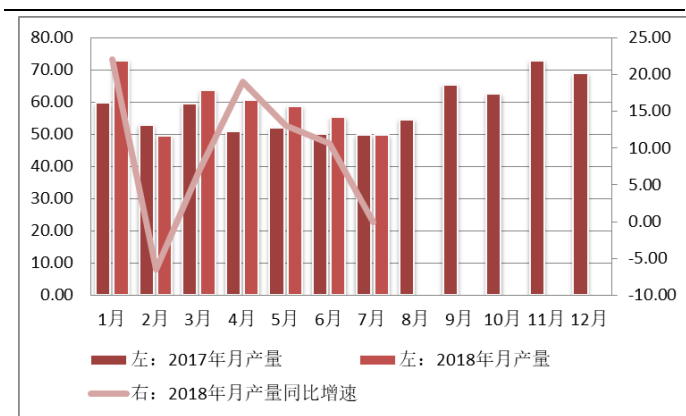
1. 销量维持正增长，表现优于行业

2018年7月，上汽集团生产汽车49.67万辆，同比降低0.10%，环比降低10.15%，销售汽车48.37万辆，同比增加6.36%，环比降低12.69%。

2018年1-7月，上汽集团累计生产汽车410.01万辆，同比增加9.47%，累计销售汽车400.37万辆，同比增加10.32%。

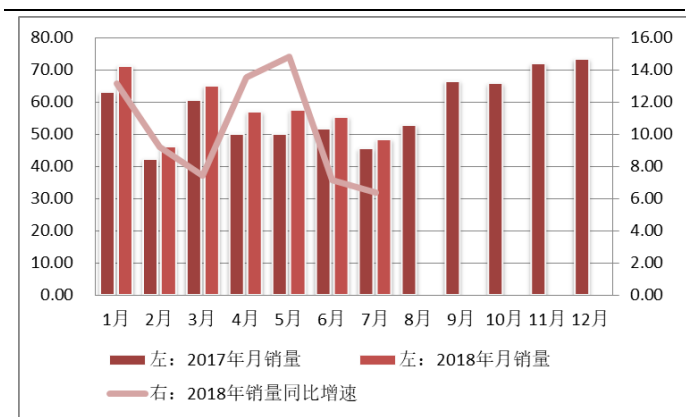
根据乘联会的统计数据，降税后消费者需求并未爆发叠加2017年7月份产销高增长的情况下，乘用车市场表现不佳，2018年7月份前三周乘用车市场零售分别负增长18.4%/8.6%/12.5%，前三周累计负增长12.8%。在此基础上，2018年7月乘用车销量预计出现较大幅度下滑，而上汽集团单月销量和累计销量均保持同比正增长，且累计销量同比增速高达10.32%，超出行业整体水平。

图1：上汽集团汽车月产量（%，万辆）



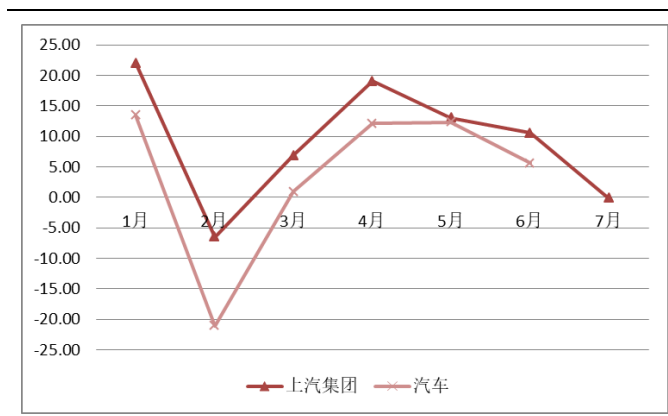
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：上汽集团月销量（%，万辆）



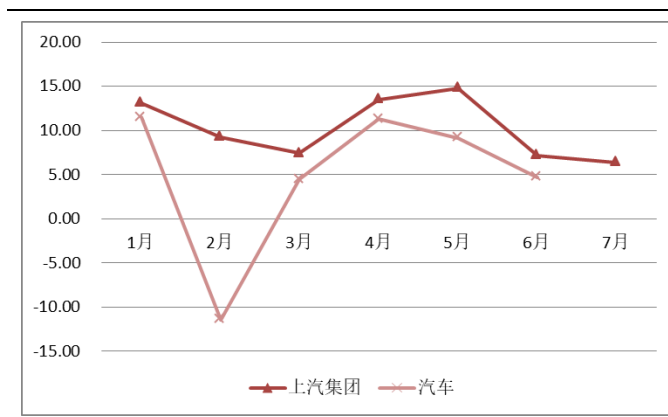
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



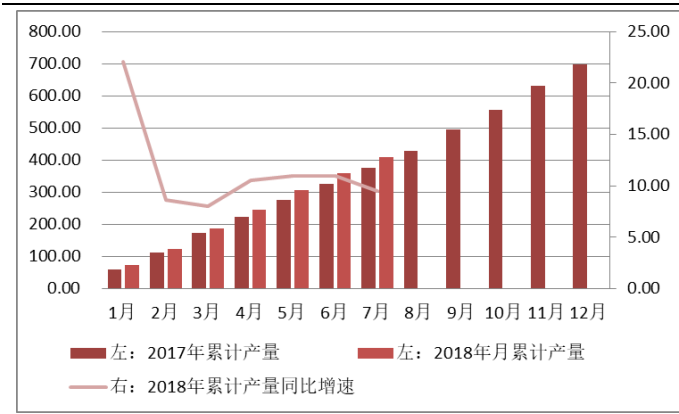
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



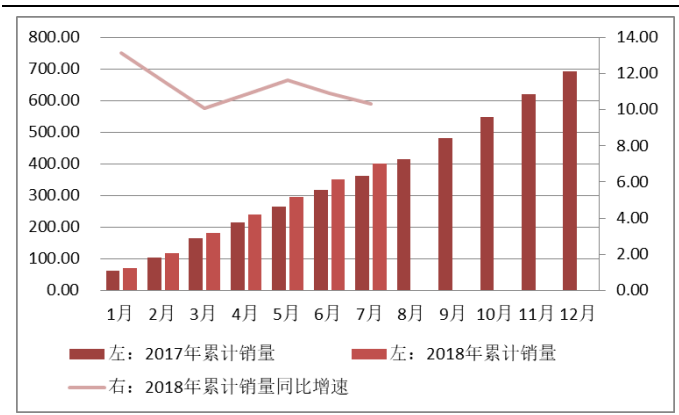
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：上汽集团汽车累计产量（%，万辆）



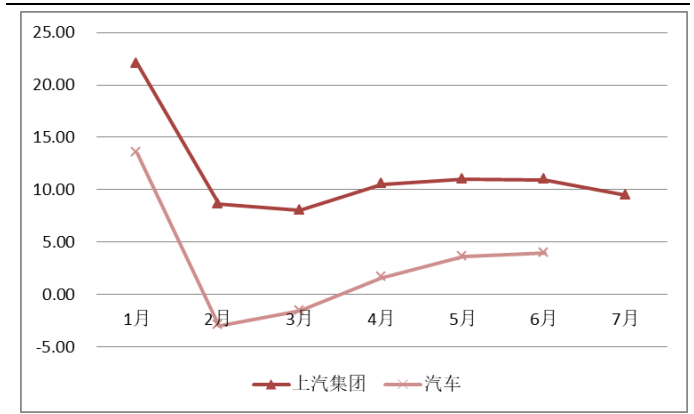
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：上汽集团汽车累计销量（%，万辆）



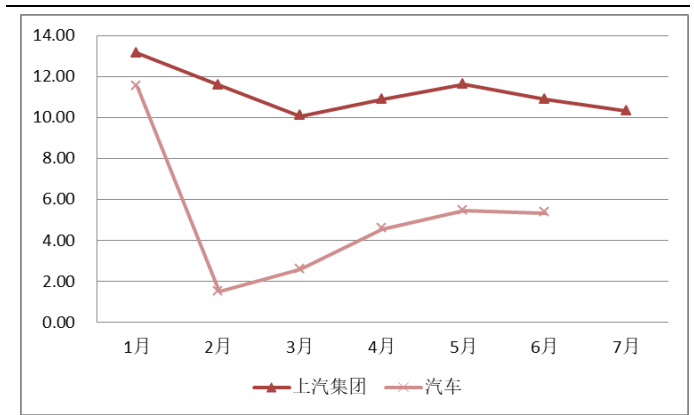
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.上汽大众超预期，上汽乘用车高速增长

按子公司口径来看，上汽集团子公司产销差异较大，其中：

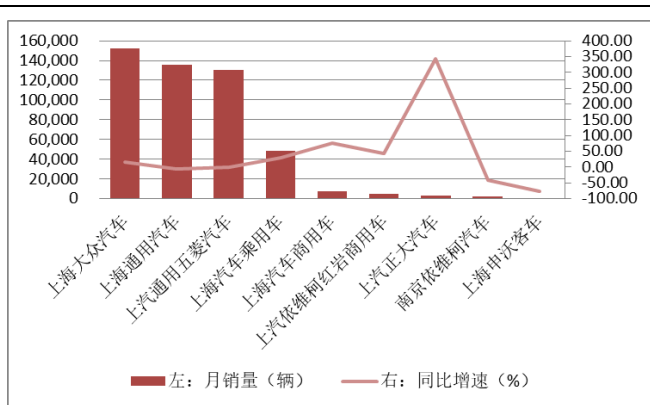
1) 上汽大众（上汽大众汽车有限公司）7月实现销量 15.22 万辆，同比增速回升至 15.23%，累计销量 117.26 万辆，同比增速 6.40%，整体表现较为稳定。我们认为这主要受益于品牌效应叠加轿车市场今年表现良好，上汽大众部分轿车车型放量拉动整体在市场情绪低迷的情况稳定发展。

2) 上汽通用（上汽通用汽车有限公司）7月实现销量 13.54 万辆，同比下降 5.31%，较 6月略有好转，但是单月销量表现与 2018 年一季度相比仍然存在差距，累计销量 109.31 万辆，同比增速持续下调至 8.18%。

上汽通用手握雪佛兰和凯迪拉克部分优质车型，随着厂家价格管控的放松，上汽通用近来表现疲软的状况大概率有所好转。

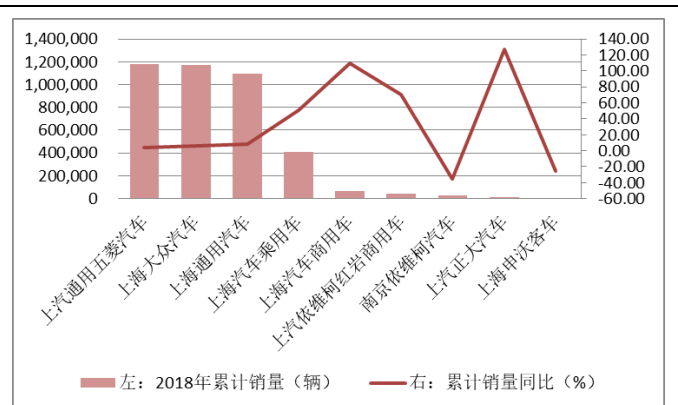
3) 上汽乘用车（上汽集团乘用车分公司）2018年7月实现销量48110辆，同比增加29.79%，累计销售汽车40.71万辆，同比增加50.40%。受益于名爵和荣威部分优质车型持续放量，上汽乘用车销量维持高速增长，7月份虽然受到车市整体表现不佳的影响，增速有所放缓，但增速仍然维持高位，符合预期。

图 9：上汽各品牌月销量



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：上汽各子公司累计销量



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

3.投资建议

公司作为乘用车行业龙头，开发经验丰富，技术优势明显；合资和自主共同发展，品牌形象稳步提升；产品结构持续优化，售价中枢上移；立足四化融化，积极布局海外市场；积极布局新能源汽车的关键节点；持续深化公司金融业务，产融结合持续深化。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.18\3.59\3.81，对应公司 2018 年 8 月 6 日收盘价 29.35 元，2018-2020PE 分别为 9.22/8.18/7.71，维持“买入”评级。

表 1：上汽集团重要财务数据（百万元）

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	870639	957703	1053282	1158084
收入同比(%)	15%	10%	10%	10%
归属母公司净利润	34410	37183	41899	44484



净利润同比(%)	8%	8%	13%	6%
毛利率(%)	14.7%	13.8%	14.2%	14.2%
ROE(%)	17.3%	17.9%	18.1%	17.0%
每股收益(元)	2.95	3.18	3.59	3.81
P/E	9.97	9.22	8.18	7.71
P/B	1.52	1.54	1.42	1.29
EV/EBITDA	2	5	4	3

数据来源: wind, 山西证券研究所

4.存在风险

汽车行业景气度不及预期; 宏观经济不达预期。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	389,949	541,575	637,642	745,295	营业收入	870,639	957,703	1,053,282	1,158,084
现金	121,611	227,962	293,222	356,082	营业成本	742,382	825,567	903,828	993,180
应收账款	43,882	48,354	52,885	58,329	营业税金及附加	7,882	8,730	9,869	10,630
其他应收款	9,214	8,735	10,149	11,326	销售费用	61,122	59,381	68,466	76,128
预付账款	29,835	39,543	50,170	62,106	管理费用	31,301	34,962	38,556	42,101
存货	52,002	54,005	58,742	66,363	财务费用	143	(1,426)	(2,725)	(3,707)
其他流动资产	133,404	162,976	172,474	191,088	资产减值损失	3,740	329	117	271
非流动资产	333,585	238,076	236,170	237,247	公允价值变动收益	(4)	(2,403)	456	497
长期投资	67,500	63,066	64,414	64,993	投资净收益	30,827	30,366	30,594	30,596
固定资产	58,227	54,539	50,851	47,164	营业利润	54,110	58,124	66,222	70,572
无形资产	11,745	10,962	10,231	9,549	营业外收入	869	2,616	2,266	1,917
其他非流动资产	196,112	109,509	110,673	115,541	营业外支出	718	1,139	1,037	964
资产总计	723,533	779,651	873,813	982,542	利润总额	54,261	59,601	67,451	71,525
流动负债	390,973	424,095	476,033	537,480	所得税	7,145	8,940	10,118	10,729
短期借款	15,717	15,569	15,235	14,739	净利润	47,116	50,661	57,333	60,796
应付账款	121,119	135,742	147,216	162,370	少数股东损益	12,706	13,477	15,434	16,312
其他流动负债	254,136	272,784	313,582	360,372	归属母公司净利润	34,410	37,183	41,899	44,484
非流动负债	60,455	72,096	80,176	87,390	EBITDA	63,630	61,168	67,915	71,235
长期借款	6,894	6,894	6,894	6,894	EPS (元)	2.95	3.18	3.59	3.81
其他非流动负债	53,561	65,202	73,282	80,496					
负债合计	451,427	496,191	556,209	624,871					
少数股东权益	46,771	60,248	75,682	91,994	主要财务比率				
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	54,868	50,616	48,823	51,436	成长能力				
留存收益	142,441	160,912	181,415	202,558	营业收入	15.10%	10.00%	9.98%	9.95%
归属母公司股东权益	225,335	223,211	241,922	265,677	营业利润	11.72%	7.42%	13.93%	6.57%
负债和股东权益	723,533	779,651	873,813	982,542	归属于母公司净利润	7.50%	8.06%	12.68%	6.17%
					获利能力				
					毛利率(%)	14.73%	13.80%	14.19%	14.24%
					净利率(%)	3.95%	3.88%	3.98%	3.84%
					ROE(%)	17.32%	17.87%	18.05%	17.00%
					ROIC(%)	756.64%	-291.64%	34.06%	38.14%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	62.39%	63.64%	63.65%	63.60%
					净负债比率(%)	72.79%	62.39%	50.53%	43.54%
					流动比率	1.00	1.28	1.34	1.39
					速动比率	0.86	1.15	1.22	1.26
					营运能力				
					总资产周转率	1.33	1.27	1.27	1.25
					应收账款周转率	26.65	25.78	25.58	25.81
					应付账款周转率	7.71	7.46	7.44	7.48
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.95	3.18	3.59	3.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	2.12	4.59	4.67
					每股净资产(最新摊薄)	19.29	19.10	20.71	22.74
					估值比率				
					P/E	9.9	9.1	8.1	7.6
					P/B	1.5	1.5	1.4	1.3
					EV/EBITDA	2.08	4.54	3.66	3.05

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	24301.07	24772.04	53640.36	54585.07
净利润	47116.10	37183.35	41899.09	44484.23
折旧摊销	9084.51	4470.71	4418.51	4369.79
财务费用	1394.19	(1425.99)	(2725.15)	(3706.80)
投资损失	(30811.61)	(30349.00)	(30577.62)	(30579.41)
营运资金变动	22472.77	3489.25	24618.44	22937.16
其他经营现金流	(24954.88)	11403.73	16007.09	17080.10
投资活动现金流	(10911.78)	42403.47	30608.18	26540.89
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	(4823.03)	4434.53	(1348.67)	(579.06)
其他投资现金流	(6088.75)	37968.94	31956.85	27119.95
筹资活动现金流	(491.08)	(25687.77)	(18522.70)	(17700.61)
短期借款	6989.25	(148.41)	(334.38)	(495.32)
长期借款	2608.03	0.00	0.00	0.00
普通股增加	657.89	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	15061.19	(4252.18)	(1793.01)	2612.74
其他筹资现金流	(25807.44)	(21287.18)	(16395.30)	(19818.03)
现金净增加额	12898.21	41487.74	65725.84	63425.35

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。