

## 销量远超行业, 自主表现突出

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2018年8月份销量数据, 8月单月销售整车52.8万辆, 同比增长0.3%; 2018年1-8月累计销售整车453.2万辆, 同比增长9.1%。
- **销量稳增长, 合资、自主齐发力。** 根据乘联会数据, 8月1-24日, 整车的零售数据及批发数据的月累计增速分别为-14.5%和-11.0%, 尽管随着部分厂家休假结束及部分强势车企的发力, 单周数据在逐步好转, 但同比去年购置税退出之前的情况, 汽车市场表现较弱。公司凭借强大的产品实力, 在弱市中仍旧保持销售的正增长, 大幅超越行业平均水平。公司旗下合资品牌销量稳健、自主品牌增长显著, 公司表现强势。
- **自主持续突破, 荣威、名爵数据喜人。** 荣威、名爵是上汽自主的两大核心品牌, 8月单月共实现销售5.0万辆, 同比增长23.0%, 其中, 仅荣威RX5就贡献销量20777辆(同比增长143.0%, 环比增长17.0%), 销量再次突破2万辆; 2018年1-8月上汽乘用车累计销量45.7万辆, 同比大幅增长46.8%。随着传统“金九银十”的汽车销售旺季来临, 即将上市的荣威Marvel X和名爵HS有望推动自主板块销量继续增长。此外, 公司自主产品结构不断上移, 部分车型定位在提高, 产品不断向高端市场发力, 自主品牌的盈利能力正在向上提升。
- **新品周期继续, 大众、通用销量稳健。** 上汽大众8月销量15.6万辆, 同比增长2.7%; 上汽通用、上汽通用五菱8月销量分别达15.9万辆和14.6万辆。2018-2019年, 公司合资品牌大众及通用进入强产品周期, 预计共投放超30款新车, 从公司的历史表现来看, 新车型对公司的销量拉动明显。2018年1-8月, 公司旗下大众、通用、通用五菱累计销量分别为132.9万辆、125.2万辆和132.7万辆, 同比增长分别为6.0%、6.5%和2.3%, 增速远超行业平均。后续随着新车型的不断推出, 未来增长有保障。
- **整车领域绝对龙头, 分化中的受益者。** 上汽集团作为整车龙头, 依靠大众、通用的品牌深度将获得确定性的业绩增长, 在分化市场中受益于集中度的提升。上汽自主研发背靠多家国际巨头, 成长只需时间验证, 公司股息率超过5%, 高于全球其他整车巨头水平, 具备高收益性。公司在中国的高成长市场确定性最高, 又具备高股息的价值属性, 为难得的优质白马。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年归母净利润为385.3/419.1/462.0亿, EPS分别为3.30元、3.59元、3.95元, 对应PE分别为9倍、8倍、7倍。公司品牌力强大, 将受益于集中度提升趋势, 自主品牌放量具备成长属性, 高股息低估值提供优秀价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车行业增速放缓; 新能源车发展不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	870639.43	955944.89	1043353.28	1099864.86
增长率	15.10%	9.80%	9.14%	5.42%
归属母公司净利润(百万元)	34410.34	38527.91	41914.98	46201.79
增长率	7.50%	11.97%	8.79%	10.23%
每股收益EPS(元)	2.95	3.30	3.59	3.95
净资产收益率ROE	17.32%	18.31%	17.69%	17.35%
PE	10	9	8	7
PB	1.22	1.14	1.02	0.90

数据来源: Wind, 西南证券

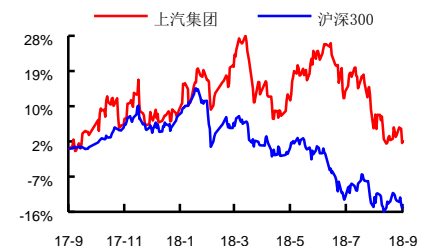
### 西南证券研究发展中心

分析师: 石川  
执业证号: S1250518070001  
电话: 023-67898871  
邮箱: sc@swsc.com.cn

联系人: 刘洋  
电话: 021-58351909  
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 丁逸朦  
电话: 021-58352138  
邮箱: dym@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	116.83
流通A股(亿股)	115.03
52周内股价区间(元)	28.03-37.32
总市值(亿元)	3,319.27
总资产(亿元)	7,361.69
每股净资产(元)	18.86

### 相关研究

1. 上汽集团(600104): 业绩符合预期, 整车绝对龙头 (2018-08-31)
2. 上汽集团(600104): 上汽通用表现亮眼, 自主震撼发布Marvel X (2018-04-29)
3. 上汽集团(600104): 逆流而上的巨舰, 价值和成长兼修 (2018-03-30)
4. 上汽集团(600104): 产品结构优化, 毛利率稳步提升 (2017-10-31)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	870639.43	955944.89	1043353.28	1099864.86	净利润	47116.10	53099.22	57767.28	63675.37
营业成本	742382.41	814595.75	886571.23	931518.81	折旧与摊销	9084.51	8584.50	9077.00	9398.21
营业税金及附加	7881.68	8713.61	9776.39	10096.06	财务费用	143.23	84.39	-220.49	-743.53
销售费用	61121.68	66916.14	73105.40	77040.21	资产减值损失	3739.59	3890.00	3950.00	4000.00
管理费用	31301.21	34414.02	38604.07	40585.01	经营营运资本变动	40016.51	-5480.82	16302.32	9418.81
财务费用	143.23	84.39	-220.49	-743.53	其他	-75798.87	-37389.88	-38336.62	-39528.41
资产减值损失	3739.59	3890.00	3950.00	4000.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>24301.07</b>	<b>22787.41</b>	<b>48539.50</b>	<b>46220.45</b>
投资收益	30811.61	33552.98	34416.28	35561.67	资本支出	-18049.65	-2380.00	-2371.00	-2372.00
公允价值变动损益	-4.34	-53.10	-29.66	-33.25	其他	7137.87	58383.87	2635.37	2707.81
其他经营损益	15.70	15.70	15.70	15.70	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10911.78</b>	<b>56003.87</b>	<b>264.37</b>	<b>335.81</b>
<b>营业利润</b>	<b>54109.99</b>	<b>60846.55</b>	<b>65968.98</b>	<b>72912.41</b>	短期借款	6989.25	10282.60	-6000.00	-2000.00
其他非经营损益	151.03	250.00	518.58	367.80	长期借款	2608.03	1000.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>54261.01</b>	<b>61096.55</b>	<b>66487.57</b>	<b>73280.20</b>	股权融资	15719.08	0.00	0.00	0.00
所得税	7144.92	7997.33	8720.28	9604.83	支付股利	-19277.71	-18846.93	-21254.31	-23294.64
净利润	47116.10	53099.22	57767.28	63675.37	其他	-6529.72	-33363.44	220.49	743.53
少数股东损益	12705.76	14571.31	15852.31	17473.58	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-491.08</b>	<b>-40927.77</b>	<b>-27033.83</b>	<b>-24551.11</b>
归属母公司股东净利润	34410.34	38527.91	41914.98	46201.79	<b>现金流量净额</b>	<b>12841.75</b>	<b>37863.51</b>	<b>21770.04</b>	<b>22005.15</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	121611.12	159474.63	181244.67	203249.82	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	103358.95	108608.15	120561.32	127066.61	销售收入增长率	15.10%	9.80%	9.14%	5.42%
存货	50041.76	55100.11	60141.80	63290.25	营业利润增长率	11.72%	12.45%	8.42%	10.53%
其他流动资产	114936.69	64910.21	70766.44	74213.34	净利润增长率	7.17%	12.70%	8.79%	10.23%
长期股权投资	67500.22	98072.60	129825.13	162634.39	EBITDA 增长率	13.10%	9.75%	7.64%	9.01%
投资性房地产	2909.33	2753.23	2751.95	2763.30	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	74703.63	70490.51	65775.90	60741.07	毛利率	14.73%	14.79%	15.03%	15.31%
无形资产和开发支出	12470.71	10662.85	8854.99	7047.13	三费率	10.63%	10.61%	10.69%	10.63%
其他非流动资产	176000.71	175817.19	175633.67	175450.15	净利率	5.41%	5.55%	5.54%	5.79%
<b>资产总计</b>	<b>723533.13</b>	<b>745889.50</b>	<b>815555.87</b>	<b>876456.06</b>	ROE	17.32%	18.31%	17.69%	17.35%
短期借款	15717.40	26000.00	20000.00	18000.00	ROA	6.51%	7.12%	7.08%	7.27%
应付和预收款项	191906.93	203438.17	224991.85	236484.87	ROIC	-457.57%	-321.01%	-292.30%	-196.64%
长期借款	6894.02	7894.02	7894.02	7894.02	EBITDA/销售收入	7.27%	7.27%	7.17%	7.42%
其他负债	236908.96	218541.48	236141.21	247167.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>451427.31</b>	<b>455873.67</b>	<b>489027.08</b>	<b>509546.53</b>	总资产周转率	1.33	1.30	1.34	1.30
股本	11683.46	11683.46	11683.46	11683.46	固定资产周转率	16.54	16.01	17.20	18.81
资本公积	54868.43	54868.43	54868.43	54868.43	应收账款周转率	26.65	26.00	25.54	25.08
留存收益	142441.12	162122.10	182782.77	205689.92	存货周转率	16.37	14.94	14.88	14.63
归属母公司股东权益	225335.30	228674.00	249334.66	272241.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.27%	—	—	—
少数股东权益	46770.51	61341.82	77194.13	94667.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>272105.82</b>	<b>290015.82</b>	<b>326528.79</b>	<b>366909.53</b>	资产负债率	62.39%	61.12%	59.96%	58.14%
负债和股东权益合计	723533.13	745889.50	815555.87	876456.06	带息债务/总负债	6.58%	8.99%	7.15%	6.47%
					流动比率	1.00	0.98	1.01	1.04
					速动比率	0.87	0.84	0.87	0.90
					股利支付率	56.02%	48.92%	50.71%	50.42%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.95	3.30	3.59	3.95
					每股净资产	23.29	24.82	27.95	31.40
					每股经营现金	2.08	1.95	4.15	3.96
					每股股利	1.65	1.61	1.82	1.99
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	63337.73	69515.44	74825.49	81567.09					
PE	9.65	8.62	7.92	7.18					
PB	1.22	1.14	1.02	0.90					
PS	0.38	0.35	0.32	0.30					
EV/EBITDA	1.09	0.38	-0.02	-0.31					
股息率	5.81%	5.68%	6.40%	7.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn