

# 信义如山 证见未来

汽车/乘用车

上汽集团 (600104.SH)

维持评级

报告原因: 产销数据点评

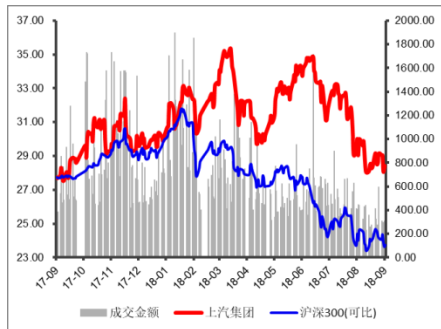
产销增速放缓, 基本符合预期

买入

2018年09月10日

公司研究/事件点评

公司近一年市场表现



市场数据: 2018年9月7日

收盘价(元): 28.41  
 年内最高/最低(元): 37.66/27.50  
 流通A股/总股本(亿): 115.03/116.83  
 流通A股市值(亿): 3268.13  
 总市值(亿): 3319.27

基础数据: 2018年6月30日

基本每股收益: 1.63  
 每股净资产(元): 18.86  
 净资产收益率: 8.52%

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8月产销数据, 公司2018年8月份生产汽车48.71万辆, 同比-10.78%, 销售汽车52.84万辆, 同比+0.33%; 1-8月累计生产458.73万辆, 同比+6.90%, 1-8月累计销售汽车453.20万辆, 同比+9.05%。

事件点评

- 8月产销同比增速放缓, 预计公司销量增速优于行业的情况继续维持。根据公司披露的2018年8月产销数据, 产销增速与上月相比均下调。考虑到2017年8月份产销基数较高, 部分厂家休假叠加销售旺季在即消费需求被挤压等多重因素影响的情况下, 乘用车市场表现不佳。根据乘联会的统计数据, 2018年8月1日-8月24日, 累计销售乘用车6.10万辆, 较去年同期降低14.5%, 尽管月末乘用车销量有所好转, 从整月角度来看大概率维持较大幅度下滑。上汽集团单月汽车销量同比微增, 预计公司月销量增速优于行业的情况继续维持。
- 上汽大众表现维稳, 上汽乘用车高速增长。1) 上汽大众8月实现销量15.60万辆, 同比增速2.70%, 较上月明显放缓, 累计销量132.87万辆, 同比增速5.96%。受益于品牌效应叠加新车型逐渐放量, 整体表现稳定。随着柯米克、柯珞克等新上市车型销量爬坡, 有望带动上汽大众销量提升。。2) 上汽通用受到部分搭载三缸发动机的车型销量不及预期, 销量同比增速受到一定影响, 2018年8月实现销量15.86万辆, 同比-3.81%, 同比增速持续回升; 累计销量125.17万辆, 同比增速持续下调至6.50%。而8月底凯迪拉克XT4上市, 有望为上汽通用带来一定增量; 3) 上汽乘用车2018年8月实现销量5.00万辆, 同比增加22.96%, 累计销售汽车45.71万辆, 同比增加46.82%。虽然受到市场整体低迷影响, 销量同比增速放缓, 但是受益于名爵和荣威部分优质车型持续放量, 销量仍然维持高速增长, 基本符合预期。

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9月7日收盘价28.41元, 2018-2020PE分别为8.93/7.92/7.46, 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; 汽车销量不及预期。

## 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 .....	6
4.存在风险 .....	6

## 图表目录

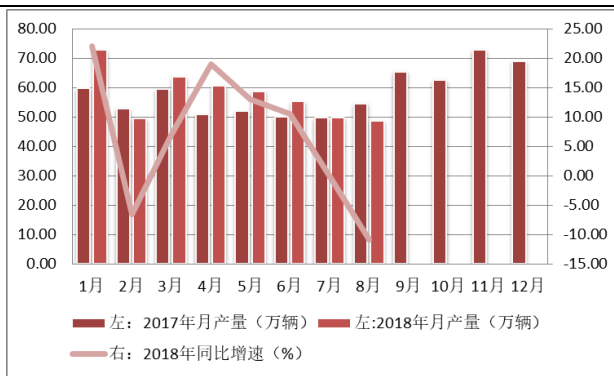
图 1：上汽集团汽车月产量（%，万辆） .....	3
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%） .....	3
图 3：上汽集团月销量（%，万辆） .....	3
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%） .....	3
图 5：上汽集团汽车累计产量（%，万辆） .....	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%） .....	4
图 7：上汽集团汽车累计销量（%，万辆） .....	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%） .....	4
图 9：上汽各品牌月销量 .....	5
图 10：上汽个子公司累计销量.....	5
表 1：上汽集团重要财务数据（百万元） .....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

## 1.产销同比增速放缓，预计仍然领先行业

2018年8月，上汽集团生产汽车48.71万辆，同比降低10.78%，环比降低1.94%，销售汽车52.84万辆，同比增加0.33%，环比降低12.69%。2018年1-8月，上汽集团累计生产汽车458.73万辆，同比增加6.90%，累计销售汽车453.20万辆，同比增加9.05%。产销增速与上月相比均有明显放缓。

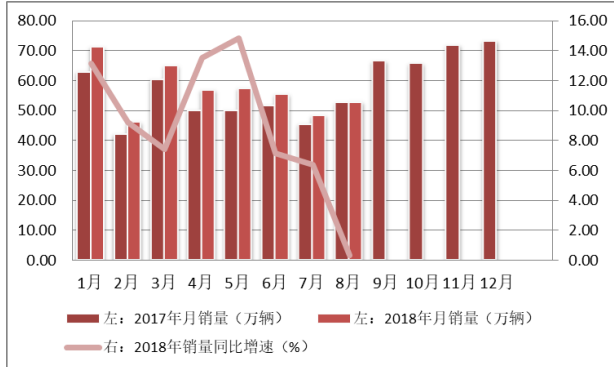
考虑到2017年8月份产销基数较高，部分厂家休假叠加销售旺季在即消费需求被挤压等多重因素影响的情况下，乘用车市场表现不佳。根据乘联会的统计数据，2018年8月1日-8月24日，累计销售乘用车6.10万辆，较去年同期降低14.5%，根据单周销量统计数据，月末乘用车销量有所好转，但是从整月角度来看大概率维持较大幅度下滑。上汽集团单月汽车销量同比微增，预计公司月销量增速优于行业的情况继续维持。

图1：上汽集团汽车月产量（%，万辆）



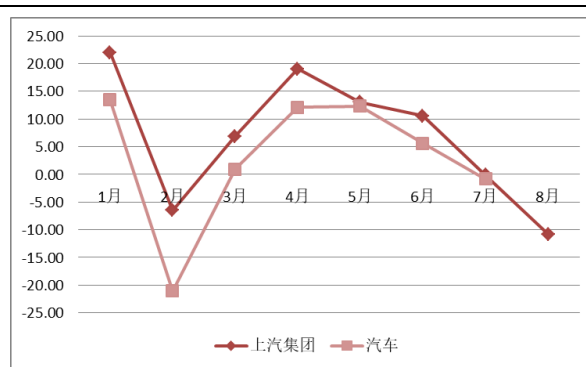
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：上汽集团月销量（%，万辆）



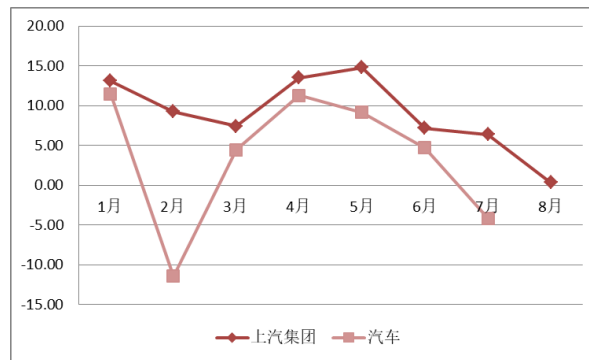
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



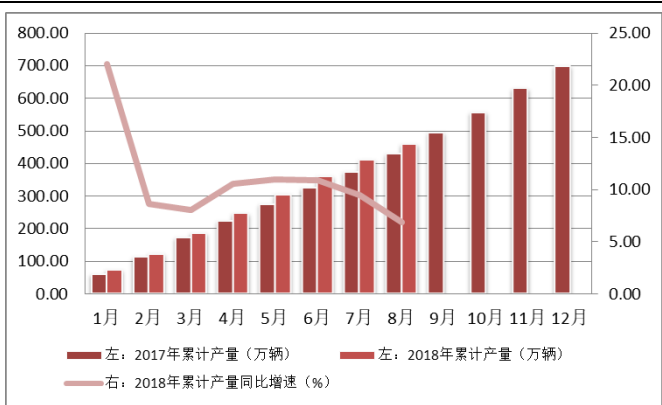
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



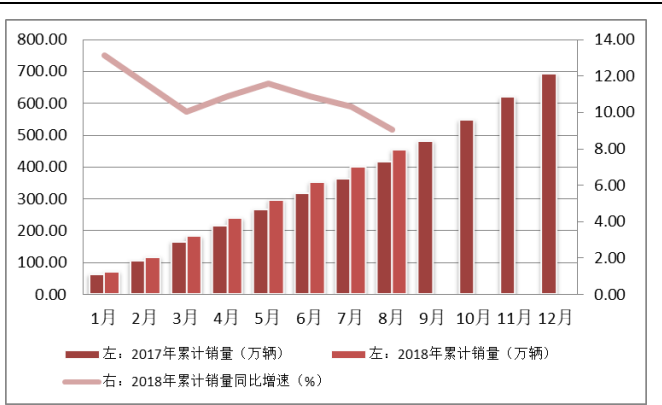
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：上汽集团汽车累计产量（%，万辆）



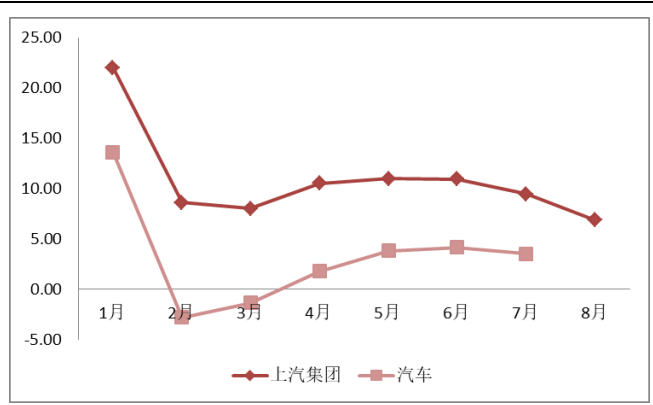
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：上汽集团汽车累计销量（%，万辆）



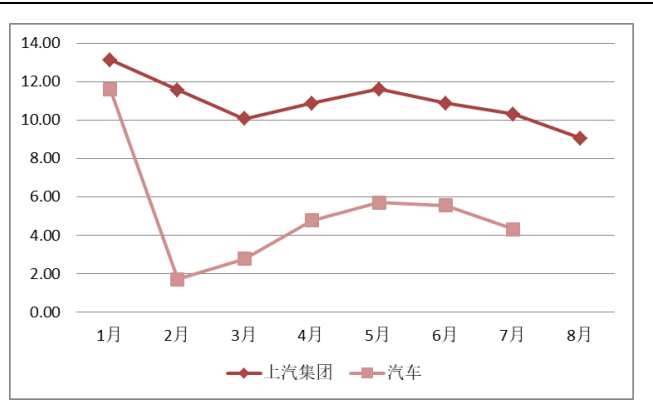
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

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.上汽大众表现维稳，上汽乘用车高速增长

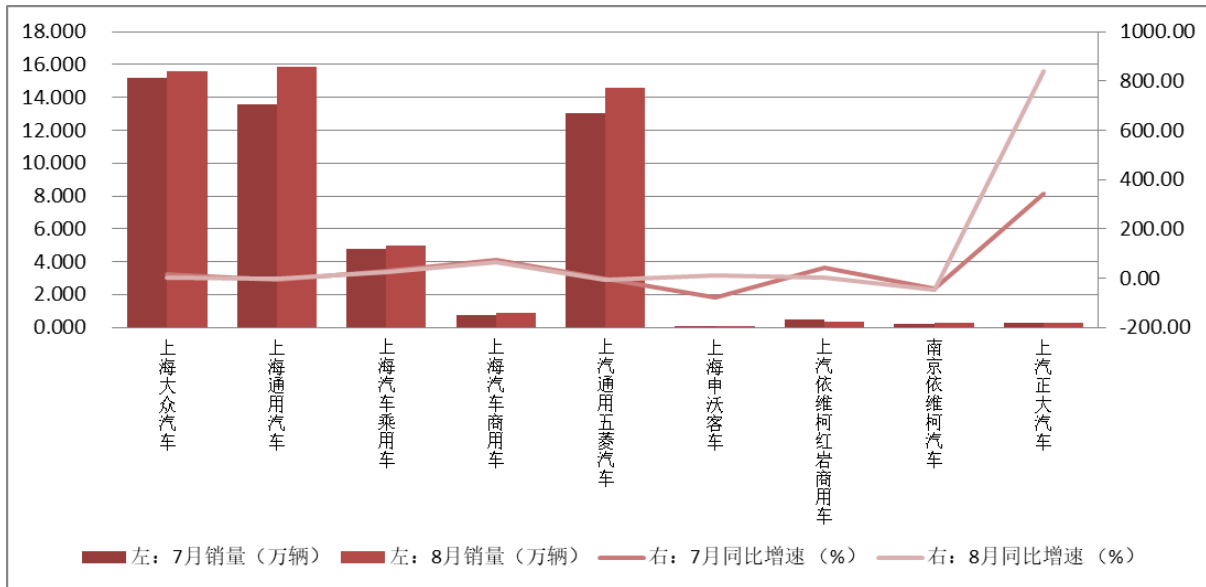
按子公司口径来看，上汽集团子公司产销差异较大，其中：

- 1) 上汽大众（上汽大众汽车有限公司）8月实现销量 15.60 万辆，同比增速 2.70%，较上月明显放缓，累计销量 132.87 万辆，同比增速 5.96%。受益于品牌效应叠加新车型逐渐放量，整体表现稳定。随着柯米克、柯珞克等新上市车型销量爬坡，有望带动上汽大众销量提升。
- 2) 上汽通用（上汽通用汽车有限公司）8月实现销量 15.86 万辆，同比下降 3.81%，同比增速持续回升；累计销量 125.17 万辆，同比增速持续下调至 6.50%。上汽通用受到部分搭载三缸发动机的车型销量不及预期，销量同比增速受到一定影响，8月底凯迪拉克 XT4 上市，有

望为上汽通用带来一定增量。

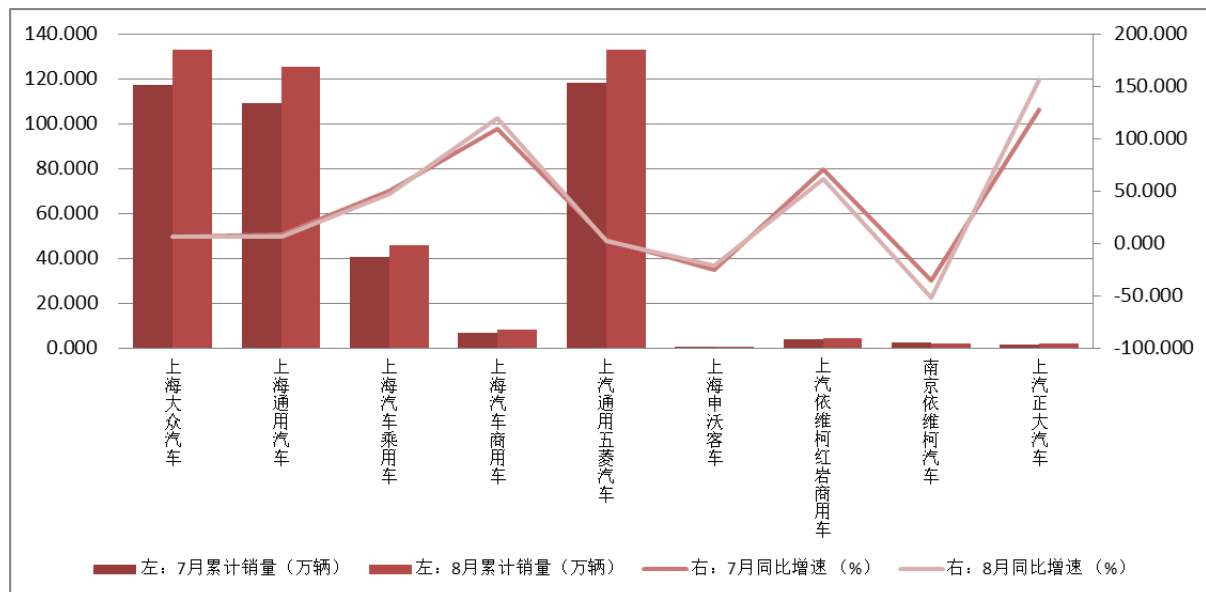
3) 上汽乘用车（上汽集团乘用车分公司）2018年8月实现销量5.00万辆，同比增加22.96%，累计销售汽车45.71万辆，同比增加46.82%。虽然受到市场整体低迷影响，销量同比增速放缓，但是受益于名爵和荣威部分优质车型持续放量，销量仍然维持高速增长，基本符合预期。

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，技术优势明显，品牌销量稳步提升，市占率一直以来在行业遥遥领先；另一方面，公司车型覆盖面广，立足四化，合资和自主共同进步，国内与海外积极布局，为公司提供了较高的安全边际。在此基础上，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.18\3.59\3.81,对应公司 2018 年 9 月 7 日收盘价 28.41 元,2018-2020PE 分别为 8.93/7.92/7.46，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	9.65	8.93	7.92	7.46
P/B	1.47	1.49	1.37	1.25
EV/EBITDA	2	4	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；汽车销量不及预期。





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
<b>流动资产</b>	389,949	541,575	637,642	745,295	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	723,533	779,651	873,813	982,542	<b>利润总额</b>	54,261	59,601	67,451	71,525
<b>流动负债</b>	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	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	34,410	37,183	41,899	44,484
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	451,427	496,191	556,209	624,871					
少数股东权益	46,771	60,248	75,682	91,994					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
资本公积	54,868	50,616	48,823	51,436					
留存收益	142,441	160,912	181,415	202,558					
归属母公司股东权益	225,335	223,211	241,922	265,677					
<b>负债和股东权益</b>	723,533	779,651	873,813	982,542					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(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
<b>筹资活动现金流</b>	(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)
<b>现金净增加额</b>	12898.21	41487.74	65725.84	63425.35

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.10%	10.00%	9.98%	9.95%
营业利润	11.72%	7.42%	13.93%	6.57%
归属于母公司净利润	7.50%	8.06%	12.68%	6.17%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	9.6	8.9	7.9	7.5
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	2.08	4.42	3.55	2.94

## 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。