



# 业绩稳定增长，新车周期可期

## ——上汽集团（600104）三季度报点评

2018年10月30日

推荐/维持

上汽集团

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032

### 事件：

公司发布2018年三季度业绩公告，报告期内公司实现营业收入6747.4亿元，比上年同期增长10.97%；归属于母公司的净利润276.7亿元，同比增长12.3%，基本每股收益2.369元，同比增长11.64%。三季度单季实现营业收入2098.9亿元，同比增速-0.83%，实现归母净利润86.9亿元，同比增长0.12%。

表 1：公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	196281.83	200124.49	211643.27	262589.83	238833.74	226018.35	209888.54
增长率（%）	5.72%	20.40%	17.32%	16.72%	21.58%	12.89%	-1.12%
毛利率（%）	13.18%	12.51%	13.83%	14.14%	13.07%	13.19%	13.90%
期间费用率（%）	10.69%	10.80%	8.32%	12.83%	10.42%	11.28%	7.27%
营业利润率（%）	6.58%	5.84%	5.97%	6.73%	6.66%	6.48%	6.31%
净利润（百万元）	11527.76	10405.96	11532.65	13649.73	14042.03	12710.53	11413.85
增长率（%）	01.37%	04.66%	05.16%	16.89%	21.81%	22.15%	-01.03%
每股盈利（季度，元）	0.71	0.66	0.74	0.84	0.83	0.79	0.74
资产负债率（%）	58.22%	61.34%	60.48%	62.39%	61.74%	63.91%	61.97%
净资产收益率（%）	4.40%	4.23%	4.47%	5.02%	4.93%	4.78%	4.09%
总资产收益率（%）	1.84%	1.63%	1.77%	1.89%	1.88%	1.73%	1.55%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 主要观点：

- **行业下行周期，三季度销量下滑导致业绩增速放缓。**汽车行业处于下行周期，7-9月份销量连续3个月下滑，受行业周期影响，上汽集团三季度单季销量同比下滑1.23%。公司前三季度实现营收6747.4亿元，同比增长10.97%；归属于母公司的净利润276.7亿元，同比增长12.3%；三季度单季实现营业收入2098.9亿元，同比增速-0.83%，实现归母净利润86.9亿元，同比增长0.12%。公司业绩增速放缓。
- **上汽大众强产品周期。**2018年为上汽大众产品大年，不完全统计将有10款新车上市，进入强产品周期。下半年紧凑型SUV-Tharu上市，将承接老途观市场；小型SUV T-Cross发布，将预计19年上市，将在中低端SUV市场与自主品牌展开竞争，我们认为随着多款SUV上市，上未来上汽大众SUV销量占比将大幅提高，带动销量增长。另外上汽大众主力车型帕萨特、凌渡、Polo和明锐等将迎来换代，换代后将销量有小幅提升。我们认为新车上市放量后，2019年上汽大众将凭借强产品周期保持国内乘用车市场领

先地位。

- **上汽通用三缸机影响已消除，期待 19 年产品周期。**上汽通用上半年受三缸机影响，畅销车型英朗销量大幅下滑，从 7 月份开始，英朗销量逐渐开始恢复，三缸机得到了消费者认可。2018 年上汽通用推出新车较少，2019 年进入产品大年，将有 9 款新车上市，包括凯迪拉克引进的全新车型 CTS 等、雪佛兰品牌的全新 SUV 以及别克品牌车型换代等，我们预计 2019-2020 年上汽通用销量将有较大的提升。
- **自主品牌上汽乘用车逆势高增长。**三季度汽车行业销量大幅下滑的情况下，上汽乘用车单季度销量同比增长 17.5%，前三季度销量累计增长 40.9%，自主品牌的产品竞争力逐渐提高，且上汽集团新能源汽车月销量已经超过 1 万辆，其中以上汽乘用车为主。随着 i5 等车型的上市，上汽乘用车凭借互联网汽车、新能源汽车的先发优势，未来销量有望保持较高的增速。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 9648.3 亿元、10478.7 亿元和 11327.1 亿元；归母净利润分别为 376.3 亿元、409.3 亿元和 440.4 亿元；EPS 分别为 3.22 元、3.5 元和 3.77 元，对应 PE 分别为 8.4X、7.7X 和 7.3X。行业增速下移，考虑到公司的龙头优势和产品竞争力，我们认为公司销量和业绩将保持超越行业的增速，维持“推荐”评级。

**风险提示：**新车销量不及预期；终端优惠导致利润空间下降。

**表 2: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	330946	389949	433602	475472	517695	<b>营业收入</b>	756416	870639	964830	1047867	1132707
货币资金	105933	121611	135076	146701	158579	<b>营业成本</b>	650218	742382	827573	897018	967284
应收账款	30662	34668	38418	41725	45103	营业税金及附	7521	7882	8780	9511	10294
其他应收款	6961	9214	10211	11090	11988	营业费用	47503	61122	62714	68111	73626
预付款项	20530	29835	39566	50462	62024	管理费用	28258	31301	34734	37723	40777
存货	37040	50042	55784	60465	65202	财务费用	-332	143	137	149	154
其他流动资产	42453	52013	59897	66846	73947	资产减值损失	3209.47	3739.59	3265.75	3404.94	3470.09
<b>非流动资产合计</b>	259683	333585	345706	358618	371410	公允价值变动	-10.02	-4.34	-5.00	-5.00	-5.00
长期股权投资	62677	67500	68370	70450	72160	投资净收益	30572.26	30811.61	31811.61	32411.61	33011.61
固定资产	47053.91	58226.66	67526.06	76210.04	84181.69	<b>营业利润</b>	48433	54110	59434	64356	70108
无形资产	10794	11745	12571	13514	14662	营业外收入	3313.77	868.57	870.00	870.00	870.00
其他非流动资产	1617	2309	2778	3248	3718	营业外支出	1254.31	717.54	720.00	720.00	720.00
<b>资产总计</b>	590628	723533	779309	834090	889105	<b>利润总额</b>	50492	54261	59584	64506	70258
<b>流动负债合计</b>	297481	390973	422462	450853	476763	所得税	6530	7145	7776	8456	9190
短期借款	8728	15717	28567	38662	45592	<b>净利润</b>	43962	47116	51808	56050	61068
应付账款	104731	121119	133169	144343	155650	少数股东损益	11953	12706	14177	15124	17028
预收款项	22676	27177	32452	38025	44133	归属母公司净	32009	34410	37630	40926	44041
一年内到期的非	8674	16937	16937	16937	16937	EBITDA	65628	73925	68605	74878	81901
<b>非流动负债合计</b>	58050	60455	63470	67370	71520	<b>EPS (元)</b>	2.90	2.96	3.22	3.50	3.77
长期借款	4286	6894	9544	12244	14994	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	14160	7072	7072	7072	7072	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	355532	451427	485932	518223	548283	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	43175	46771	60948	76072	93100	营业收入增长	12.82%	15.10%	10.82%	8.61%	8.10%
实收资本(或股	11026	11683	11683	11683	11683	营业利润增长	11.12%	11.72%	9.84%	8.28%	8.94%
资本公积	39807	54868	54868	54868	54868	归属于母公司	9.36%	8.76%	9.36%	8.76%	7.61%
未分配利润	96793	104695	103942	103124	102243	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	191921	225335	218166	225533	233460	毛利率(%)	14.04%	14.73%	14.23%	14.40%	14.60%
<b>负债和所有者权</b>	590628	723533	779309	834090	889105	净利率(%)	5.81%	5.41%	5.37%	5.35%	5.39%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润	2.94%	5.42%	4.76%	4.83%	4.91%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	16.68%	15.27%	17.25%	18.15%	18.86%
<b>经营活动现金流</b>	11377	24301	20376	26541	32091	<b>偿债能力</b>					
净利润	43962	47116	51808	56050	61068	资产负债率(%)	60%	62%	63%	63%	63%
折旧摊销	17527.24	19672.03	1358.05	9116.02	10288.36	流动比率	1.11	1.00	1.03	1.05	1.08
财务费用	-332	143	137	149	154	速动比率	0.99	0.87	0.89	0.92	0.94
应收账款减少	0	0	-3751	-3306	-3378	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	5274	5573	6108	总资产周转率	1.37	1.33	1.28	1.30	1.31
<b>投资活动现金流</b>	26437	-10912	8323	4796	5074	应收账款周转	25	27	26	26	26
公允价值变动收	-10	-4	-5	-5	-5	应付账款周转	7.42	7.71	7.59	7.55	7.55
长期股权投资减	0	0	361	-2696	-1402	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	30572	30812	31812	32412	33012	每股收益(最新	2.90	2.96	3.22	3.50	3.77
<b>筹资活动现金流</b>	-6142	-491	-15234	-19712	-25288	每股净现金流	2.87	1.10	1.15	1.00	1.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	17.41	19.29	18.67	19.30	19.98
长期借款增加	0	0	2650	2700	2750	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	658	0	0	0	P/E	9.33	9.16	8.41	7.73	7.19
资本公积增加	867	15061	0	0	0	P/B	1.56	1.40	1.45	1.40	1.36
<b>现金净增加额</b>	31672	12898	13465	11625	11878	EV/EBITDA	3.48	3.27	3.55	3.27	2.96

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

---

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。