事件点评

公司研究

证券研究报告

谨慎推荐 （维持）

风险评级：中风险

2019 年 2 月 15 日

主动去库存，1 月销量承压

上汽集团（600104）1 月销量点评

分析师：黄秀瑜（S0340512090001）电话：0769-22119455 邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：黎江涛（S0340117110042）电话：0769-22119416 邮箱：lijiangtao@dgzq.com.cn

事件：

公司发布 2019 年 1 月销量数据，1 月实现销售 61.15 万辆，同比下降 14.13%，环比下降 7.3%。

点评：

- **主动去库存、优化结构导致1月销量承压。**上汽大众1月销量19万辆，同比下降11%，环比增长11.75%，产量为16.2万辆，低于销量且同比下降幅度为19.73%。上汽通用销量18万辆，同比下降10.96%，环比增长约5%，产量18万辆，同比下降约21%。上汽自主销量6万辆，同比下降约18%，环比下降约14%。通用五菱销量16万辆，同比下降20%，环比下降29%。集团整体1月销量61.15万辆，同比下降14%，环比下降7%。由于公司主动去库存，优化结构导致公司1月销量承压，实际上公司1月终端零售同比数据显著好于-14%。根据乘联会数据，1月批发同比下降幅度约15%显著高于终端零售下降幅度约4%，表明汽车行业正处于去库存阶段。1月经销商库存预警指数为58.9，环比下降7.2，低于去年同期的67.2，仍处于较高位置，但行业正在向健康方向发展。

表 1：上汽集团 2019 年 1 月产销量（单位：辆）

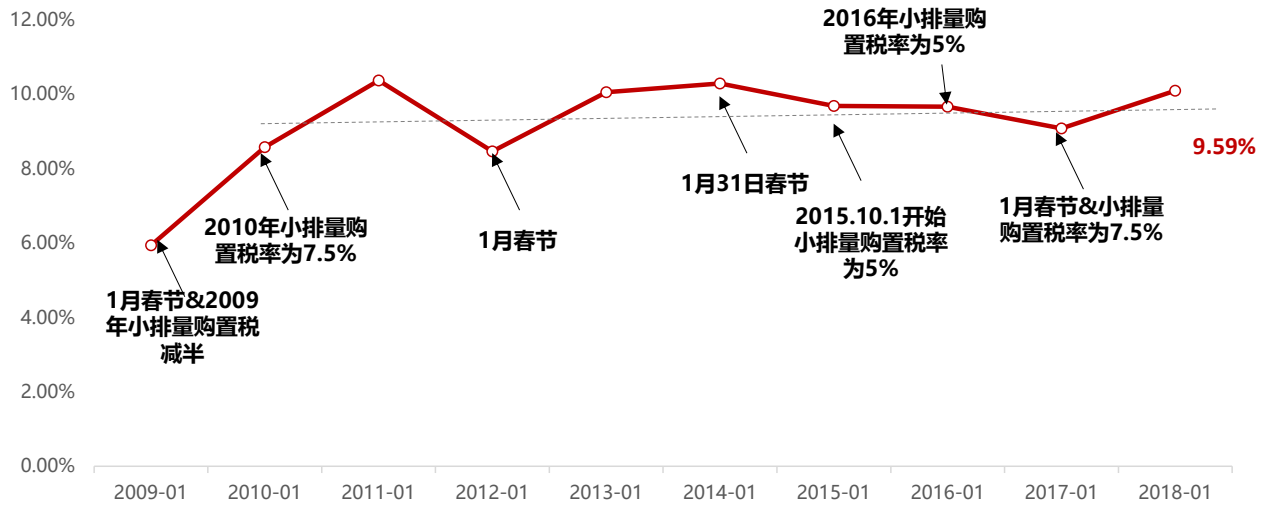
厂商	1月销量	销量同比	销量环比	1月产量	产量同比
上汽大众	190,000	-11.18%	11.75%	161,965	-19.73%
上汽通用	180,497	-10.96%	4.95%	179,976	-20.79%
上汽乘用车	60,003	-17.84%	-13.97%	58,663	-17.75%
通用五菱	160,000	-20.03%	-29.12%	200,456	-3.60%
集团合计	**611,502**	**-14.13%**	**-7.31%**	**622,640**	**-14.47%**

资料来源：公司公告，东莞证券研究所　注：集团合计包括集团其他厂商。

- **弱周期背景下，上汽集团逆势扩张逻辑仍存。**受去杠杠、对宏观经济担忧、贸易战等等因素影响，2018年汽车消费低迷，根据中汽协数据，2018年乘用车销量同比下降4.08%，上汽集团增长1.75%，占乘用车比重由2017年的28%进一步扩大到29.7%，预计2019年上汽表现依旧优于行业，继续扩张逻辑仍存。公司历年1月销量占全年比重均值（2010年-2018年）为9.59%，考虑到春节因素及政策干扰，2019年预计类似于2012年，不考虑2019年后续政策刺激因素，以2012年1月销量占全年销量比重（8.5%）测算，预计公司2019年全年销量增速约2%。

图 1：上汽集团 1 月销量（2009 年-2018 年）占全年比重

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

注：小排量指排量小于等于 1.6L 车型，以上均值（虚线）计算不包括 2009 年。

- **业绩稳健，高股息率，具备一定吸引力。**2013年以来，公司股利支付率均超过50%，在约50%-60%之间，参考2018年归母净利润360亿元，假设2018年公司分红率约为60%（2016为60%，2017为62%），按照当前（20190214）收盘价计算，股息率为6.7%。预计2019年行业弱复苏，上汽集团抗风险能力较强，目前公司PE（TTM）为8.6倍，PB为1.4倍。公司2017年定增发行价为22.8元/股，考虑到资金成本（假设年化10%）及2017年、2018年分红之后，成本价约24.1元/股，当前股价在此成本价上方约15%。

- **投资建议：维持“谨慎推荐”评级。**公司作为整车龙头，抵抗行业风险能力强，具备强大的资金实力、销售渠道、技术能力及产品持续开拓能力，有望继续实现超越行业的销量增长。根据我们对历史数据复盘，弱周期下稳健龙头取得相对收益确定性更高。考虑到行业因素，公司业绩压力仍存，下调业绩预测，预计公司2018年、2019年EPS分别为3.08元（原3.16元）、3.13元（原3.39元），对应2019年PE为8.8倍，维持“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：**汽车产销不及预期；竞争加剧导致盈利能力下降风险；贸易战；宏观经济波动。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn