

汽车

上汽集团 (600104.SH)

维持评级

报告原因：产销快报点评

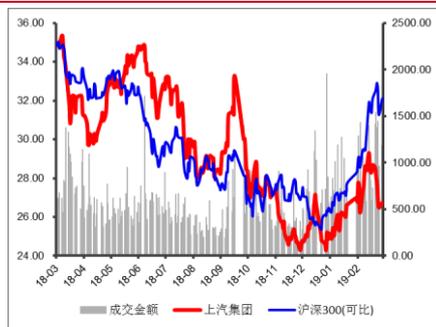
去库存持续推进，自主品牌销量回暖

买入

2019年3月14日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年3月13日

收盘价(元):	25.56
年内最高/最低(元):	29.40/24.23
流通A股/总股本(亿):	115.03/116.83
流通A股市值(亿):	2940.28
总市值(亿):	2986.29

基础数据：2018年9月30日

基本每股收益	2.37
每股净资产(元):	19.75
净资产收益率:	12.14%

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：0351-8686775

李召麒：010-83496307

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2019年2月产销快报，2019年2月公司汽车产销量分别为328265和362945辆，本年累计产销量分别为950905和974447辆，同比分别下降22.23%和16.92%。

事件点评

春节因素叠加2018年高基数，公司整体产销下滑。整体来看，受春节长假及2018年高产销基数因素影响，公司汽车产销量快速下滑。按子公司口径来看，上汽通用受到去年销量高基数影响，销量延续下滑趋势，而上汽大众、上汽乘用车、上汽商用车、南京依维柯销量同比下降幅度不同程度收窄，销售情况有所改善。从单月销量数据来看：上汽大众、上汽通用、上汽大通、上汽通用五菱、上汽乘用车、依维柯红岩、南京依维柯、上汽正大2019年2月销量分别为111017（同比-8.88%）、97177（同比-20.80%）、8694（同比+11.63%）、99012（同比-36.12%）、40005（同比-14.82%）、3020（同比+0.13%）、1107（同比-14.91%）、1901（同比-11.70%）辆。从本年累计销量来看：上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱、上汽大通、上海申沃、依维柯红岩、南京依维柯、上汽正大2019年累计销量分别为301017（同比-10.35%）、277674（同比-14.67%）、100008（同比-16.66%）、259012（同比-27.05%）、19022（同比-4.58%）、1（同比-97.44%）、9537（同比+14.45%）、3110（同比-31.01%）、3507（同比-9.00%）辆。

去库存持续推进，销量情况有望回暖。2018年年底开始汽车市场表现出去库存的特征，根据乘联会相关数据，2月狭义乘用车生产110.2万台，厂家批发120.8万台，厂家库存下降10.6万台，渠道库存增长0.4万台，去库存特征仍然显著。根据乘联会公布的零售端、批发端销量情况，上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱仍然表现优异，随着行业库存压力减缓，公司作为国内整车龙头，产品线布局完善、技术积累雄厚，销量情况有望回暖，并凭借自身优势提升市占率。

投资建议

预计公司2018-2020年EPS分别为3.08\3.25\3.46，对应公司2019年3月13日收盘价25.56元，2018-2020PE分别为8.29/7.86/7.39，维持“买入”评级。

存在风险：行业政策大幅调整；海外业务推进不及预期；宏观经济持续下行。

目录

1. 产销量仍然承压，自主品牌销量回暖	3
1.1 春节因素+高基数，公司整体产销下滑	3
1.2 上汽通用持续下滑，自主品牌销售回暖	4
2. 去库存持续推进，销量情况有望回暖	6
3. 盈利预测及投资建议	6
4. 存在风险	7

图表目录

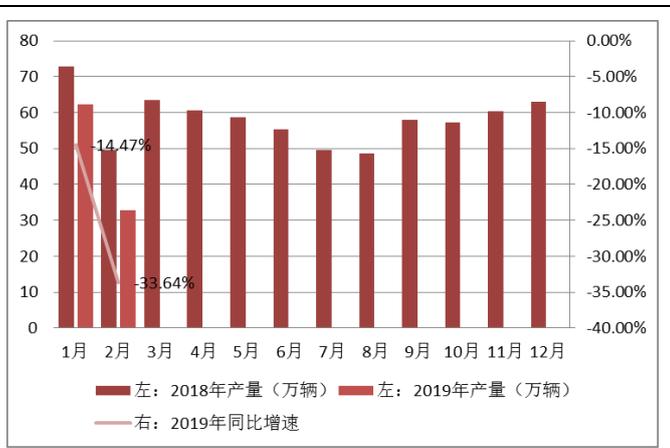
图 1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%）	3
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）	3
图 3：上汽集团月销量（%，万辆）	3
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）	3
图 5：上汽集团汽车累计产量（%，万辆）	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）	4
图 7：上汽集团汽车累计销量（%，万辆）	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）	4
图 9：上汽集团各子公司月销量（辆）	5
图 10：上汽集团各公司本年累计销量（辆）	5
图 11：狭义乘用车厂商综合月销量排行榜（辆）	6
图 12：狭义乘用车厂商批发月销量排行榜（辆）	6
表 1：上汽集团重要财务数据（百万元）	6

1. 产销量仍然承压，自主品牌销量回暖

1.1 春节因素+高基数，公司整体产销下滑

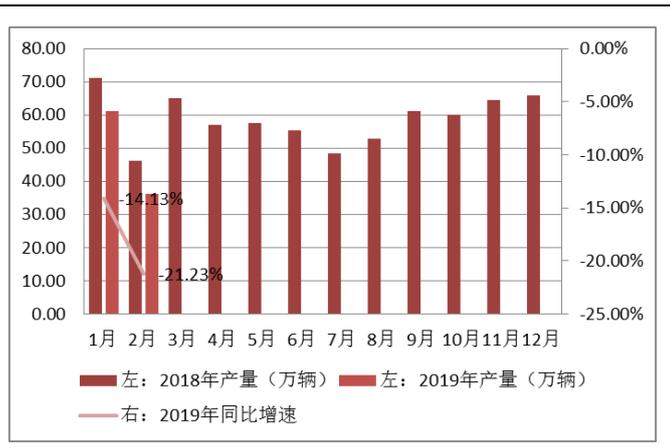
整体来看，受春节长假及2018年高产销基数因素影响，公司汽车产销量快速下滑。2019年2月份，公司汽车产销量分别为328265和362945辆，环比分别下降47.28%和40.65%，同比分别下降33.64%和21.23%；本年累计产销量分别为950905和974447辆，同比分别下降22.23%和16.92%。

图 1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%）



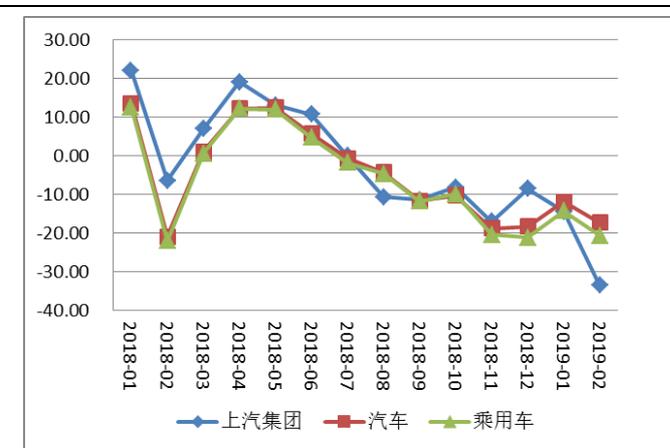
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 3：上汽集团月销量（%，万辆）



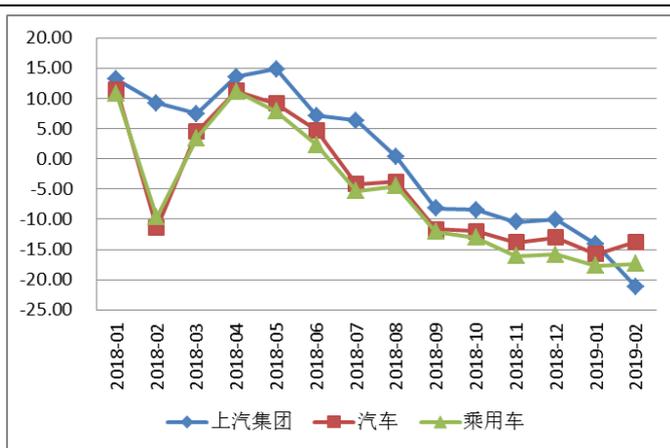
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



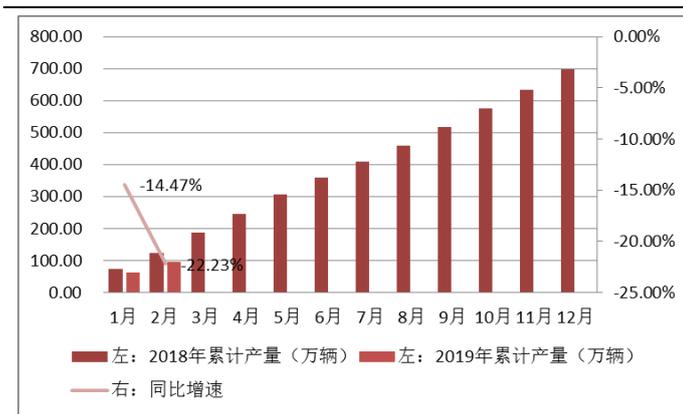
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



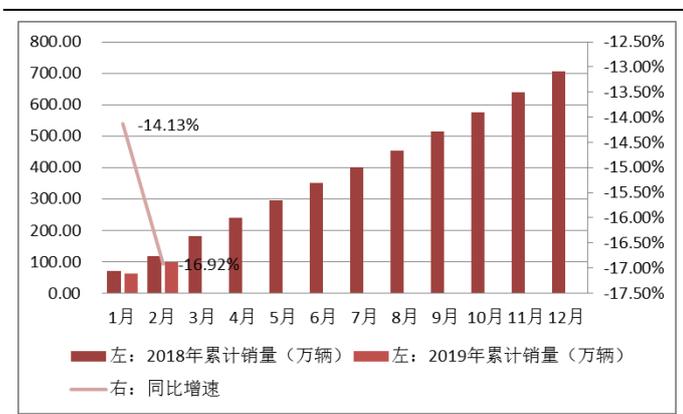
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：上汽集团汽车累计产量（%，万辆）



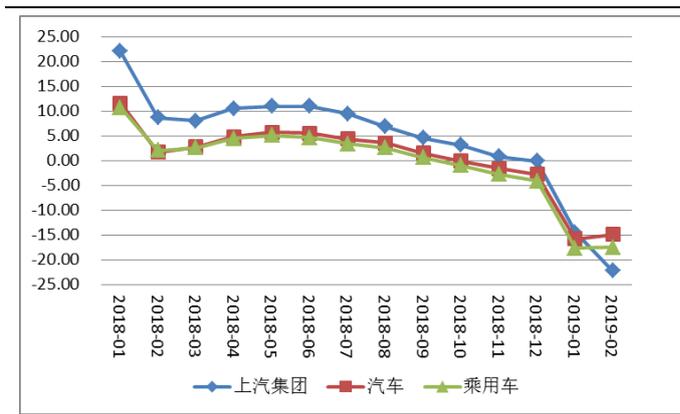
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：上汽集团汽车累计销量（%，万辆）



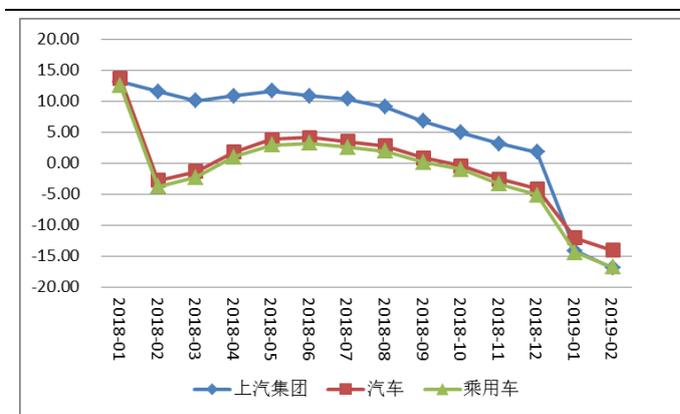
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

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

1.2 上汽通用持续下滑，自主品牌销售回暖

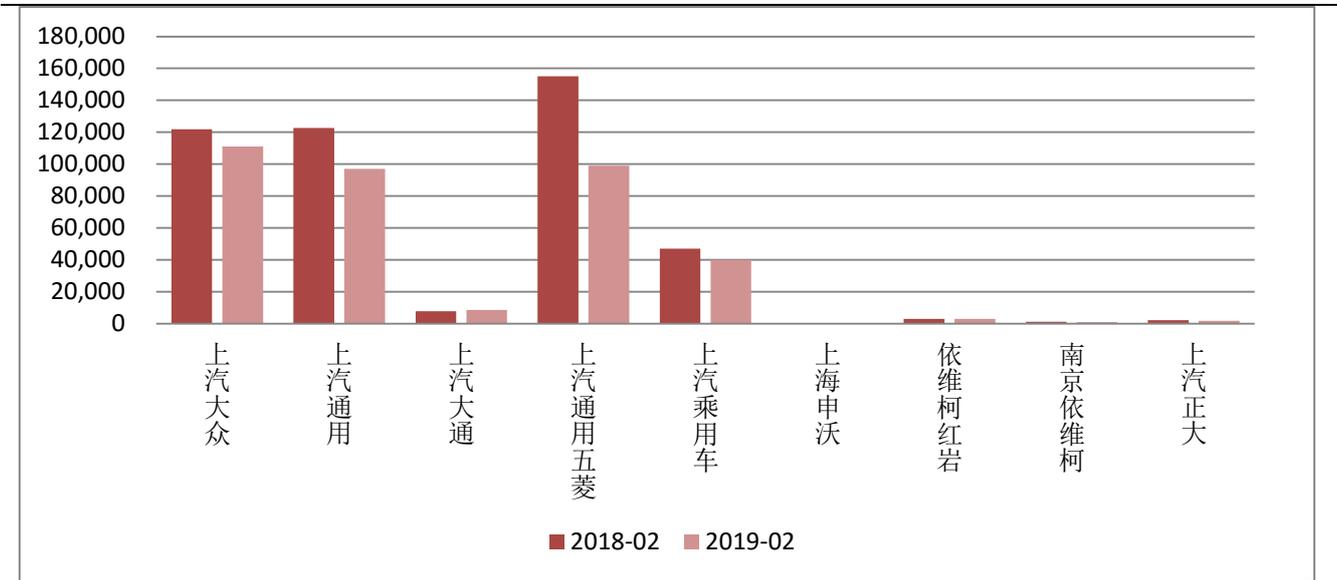
按子公司口径来看，上汽集团子公司产销差异较大，其中上汽通用受到去年销量高基数影响，销量延续下滑趋势，而上汽大众、上汽乘用车、上汽商用车、南京依维柯销量同比下降幅度不同程度收窄，销售情况有所改善。

从单月销量数据来看：上汽大众、上汽通用、上汽大通、上汽通用五菱、上汽乘用车、依维柯红岩、南京依维柯、上汽正大 2019 年 2 月销量分别为 111017（同比-8.88%）、97177（同比-20.80%）、8694（同比+11.63%）、99012（同比-36.12%）、40005（同比-14.82%）、3020（同比+0.13%）、1107（同比-14.91%）、1901（同比-11.70%）辆。

从本年累计销量来看：上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱、上汽大通、上海申沃、依维柯红岩、南京依维柯、上汽正大 2019 年累计销量分别为 301017（同比-10.35%）、277674（同比-14.67%）、

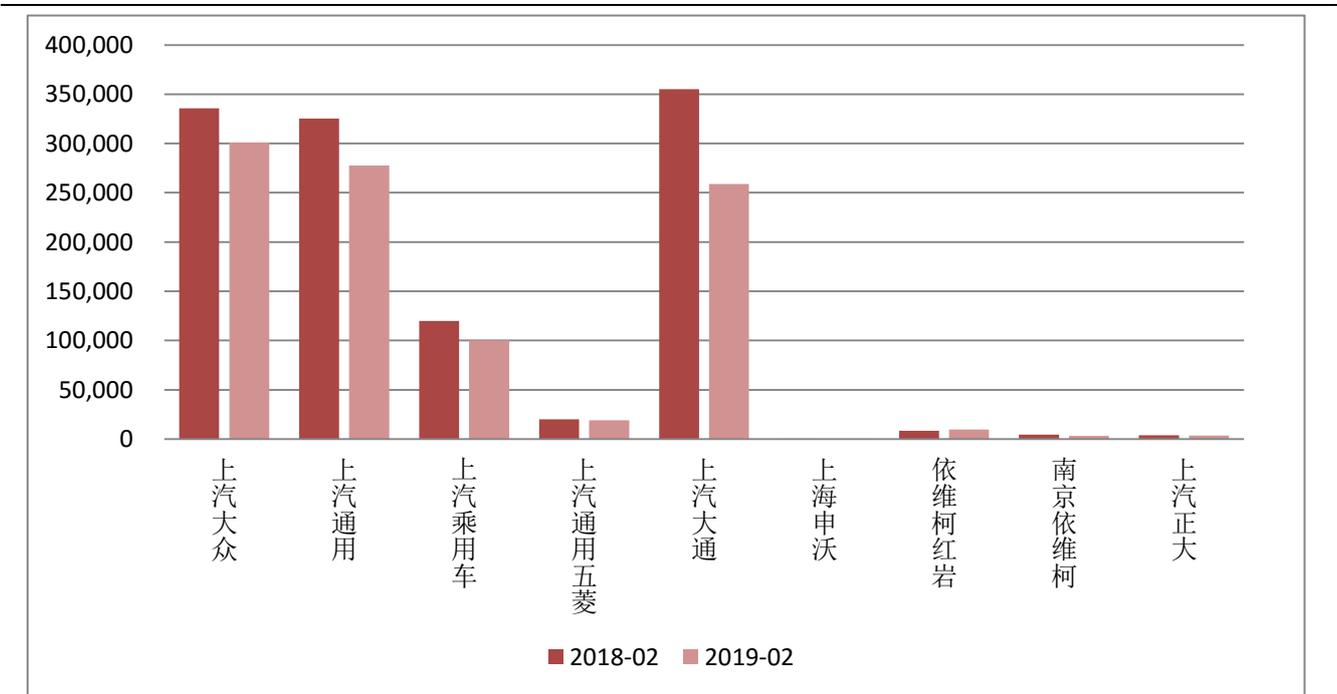
100008(同比-16.66%)、259012(同比-27.05%)、19022(同比-4.58%)、1(同比-97.44%)、9537(同比+14.45%)、3110(同比-31.01%)、3507(同比-9.00%)辆。

图 9：上汽集团各子公司月销量（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：上汽集团各公司本年累计销量（辆）

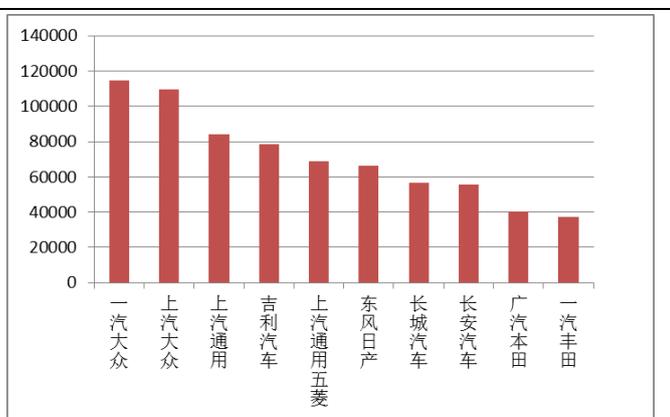


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.去库存持续推进，销量情况有望回暖

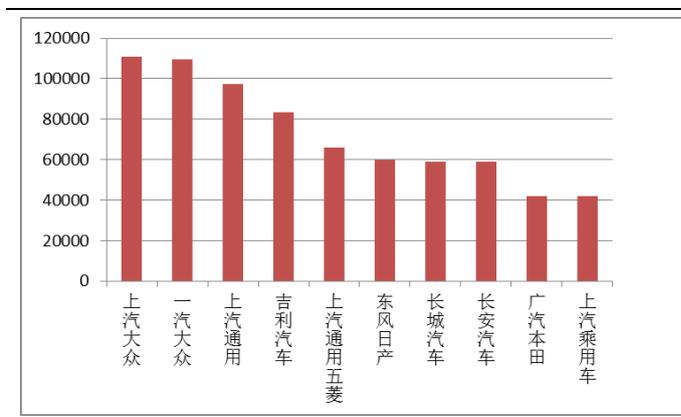
2018年年底开始汽车市场表现出去库存的特征，根据乘联会相关数据，2月狭义乘用车生产110.2万台，厂家批发120.8万台，厂家库存下降10.6万台，渠道库存增长0.4万台，去库存特征仍然显著。根据乘联会公布的零售端、批发端销量情况，上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱仍然表现优异，随着行业库存压力减缓，公司作为国内整车龙头，产品线布局完善、技术积累雄厚，销量情况有望回暖，并凭借自身优势提升市占率。

图 11：狭义乘用车厂商综合月销量排行榜（辆）



数据来源：乘用车市场信息联席会，山西证券研究所

图 12：狭义乘用车厂商批发月销量排行榜（辆）



数据来源：乘用车市场信息联席会，山西证券研究所

3.盈利预测及投资建议

公司作为乘用车行业龙头，技术优势明显，市占率一直以来在行业遥遥领先。此外，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3.08\3.25\3.46，对应公司2019年3月13日收盘价25.56元，2018-2020PE分别为8.29/7.86/7.39，维持“买入”评级。

表 1：上汽集团重要财务数据（百万元）

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	756,416.2	870,639.4	915,912.7	981,858.4	1,075,134.9
同比增长	12.82%	15.10%	5.20%	7.20%	9.50%
归母净利润（百万元）	32,008.6	34,410.3	36,014.3	37,997.2	40,432.6
同比增长	7.43%	7.50%	4.66%	5.51%	6.41%
每股收益（元）	2.90	2.95	3.08	3.25	3.46



PE	8.80	8.68	8.29	7.86	7.39
PB	1.47	1.33	1.34	1.25	1.17

数据来源：wind，山西证券研究所

4.存在风险

- 1) 行业政策大幅调整；
- 2) 宏观经济不达预期；
- 3) 汽车销量不及预期。

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.2	870,639.4	915,912.7	981,858.4	1,075,134.9	成长性					
减:营业成本	650,218.1	742,382.4	791,780.1	848,788.2	929,423.1	营业收入增长率	12.8%	15.1%	5.2%	7.2%	9.5%
营业税费	7,520.7	7,881.7	7,627.1	8,176.3	8,953.0	营业利润增长率	11.1%	11.7%	0.2%	3.4%	4.9%
销售费用	47,503.4	61,121.7	57,157.2	61,272.5	67,093.4	净利润增长率	11.7%	10.1%	-2.6%	3.0%	7.1%
管理费用	28,258.4	31,301.2	32,095.1	34,405.9	37,674.5	EBITDA增长率	9.9%	9.4%	-1.5%	3.4%	4.9%
财务费用	-332.3	143.2	-2.5	1.0	1.0	EBIT增长率	10.4%	12.5%	0.3%	4.2%	4.9%
资产减值损失	3,209.5	3,739.6	3,265.7	3,492.6	3,492.6	NOPLAT增长率	7.4%	7.5%	4.7%	5.5%	6.4%
加:公允价值变动收益	-10.0	-4.3	-133.3	-	-	投资资本增长率	-465.6%	186.8%	86.0%	-31.1%	41.8%
投资和汇兑收益	30,590.5	30,827.3	30,365.6	30,365.6	30,365.6	净资产增长率	11.5%	15.7%	8.2%	14.2%	12.5%
营业利润	48,433.0	54,110.0	54,222.3	56,087.4	58,862.9						
加:营业外净收支	2,059.5	151.0	1,696.8	1,696.8	1,696.8	利润率					
利润总额	50,492.5	54,261.0	55,919.1	57,784.2	60,559.7	毛利率	14.0%	14.7%	13.6%	13.6%	13.6%
减:所得税	6,530.5	7,144.9	7,199.0	7,081.2	7,421.3	营业利润率	6.4%	6.2%	5.9%	5.7%	5.5%
净利润	32,008.6	34,410.3	36,014.3	37,997.2	40,432.6	净利润率	4.2%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBITDA/营业收入	7.6%	7.3%	6.8%	6.5%	6.4%
货币资金	105,932.5	121,611.1	201,795.7	209,395.6	270,558.1	EBIT/营业收入	6.6%	6.3%	5.9%	5.7%	5.5%
交易性金融资产	1,559.8	4,795.2	4,795.2	4,795.2	4,795.2						
应收帐款	37,622.8	43,882.0	43,197.5	46,307.7	50,706.9	投资回报率					
应收票据	30,038.5	29,641.7	-	-	-	ROE	16.7%	15.3%	16.2%	15.9%	15.9%
预付帐款	20,529.7	29,835.2	26,404.7	28,305.9	30,994.9	ROA	7.4%	6.5%	6.7%	6.8%	6.5%
存货	37,039.8	50,041.8	51,174.2	53,596.2	58,588.1	ROIC	1048.4%	-322.5%	-112.8%	-63.2%	-96.2%
其他流动资产	45,384.6	54,841.2	56,486.5	58,181.1	59,926.5						
可供出售金融资产	50,484.7	64,368.2	60,116.0	60,116.0	60,116.0	费用率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	销售费用率	6.3%	7.0%	6.2%	6.2%	6.2%
长期股权投资	62,677.2	67,500.2	67,500.2	67,500.2	67,500.2	管理费用率	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
投资性房地产	2,546.8	2,909.3	2,909.3	2,909.3	2,909.3	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
固定资产	47,053.9	58,226.7	54,077.8	50,965.1	46,829.2	三费/营业收入	10.0%	10.6%	9.7%	9.7%	9.7%
在建工程	13,266.1	16,477.0	14,090.4	10,717.8	6,520.7						
无形资产	10,796.4	11,747.0	11,051.9	10,356.7	9,661.5	运营效率					
其他非流动资产	24,426.0	31,220.2	32,156.8	33,121.5	34,115.2	固定资产周转天数	20	22	22	19	16
资产总额	590,628.1	723,533.1	726,723.9	748,387.0	818,663.0	流动资产周转天数	143	149	161	162	164
短期借款	8,728.2	15,717.4	9,784.6	9,784.6	11,003.7	应收帐款周转天数	17	17	17	17	17
应付票据	11,740.9	16,541.4	17,401.6	18,654.5	20,426.7	存货周转天数	21	21	22	21	21
应付账款	104,730.6	121,119.4	121,436.4	130,179.8	142,546.9	总资产周转天数	262	272	285	270	262
其他流动负债	39,604.3	46,488.9	48,813.4	51,254.0	53,816.8						
长期借款	4,286.0	6,894.0	-	-	-	偿债能力					
其他非流动负债	39,604.3	46,488.9	48,813.4	51,254.0	53,816.8	资产负债率	60.2%	62.4%	59.5%	55.1%	53.8%
负债总额	355,531.8	451,427.3	432,418.1	412,394.8	440,644.0	负债权益比	151.2%	165.9%	146.9%	122.7%	116.6%
股本	11,025.6	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5	流动比率	1.11	1.00	1.15	1.29	1.39
资本公积与留存收益	129,047.5	142,441.1	158,293.9	174,568.9	191,195.6	速动比率	0.99	0.87	1.01	1.14	1.24
少数股东权益	43,175.4	46,770.5	72,182.0	97,593.5	123,005.1	现金流量利息保障	44.64	234.21			
股东权益	235,096.4	272,105.8	294,305.8	335,992.3	378,018.9						
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43,962.0	47,116.1	36,014.3	37,997.2	40,432.6	EPS(元)	2.90	2.95	3.08	3.25	3.46
加:折旧和摊销	3,209.5	3,739.6	-	-	-	BVPS(元)	17.41	19.29	19.01	20.40	21.83
资产减值准备	7,899.3	9,084.5	7,780.7	7,780.7	9,528.5	PE(X)	8.8	8.7	8.3	7.9	7.4
公允价值变动损失	10.0	4.3	-133.3	-	-	PB(X)	1.5	1.3	1.3	1.3	1.2
财务费用	739.8	1,394.2	-2.5	1.0	1.0	P/FCF	4.2	4.1	5.4	18.6	4.7
投资收益	-30,572.3	-30,811.6	-30,349.0	-30,349.0	-30,349.0	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
少数股东损益	11,953.4	12,705.8	12,705.8	12,705.8	12,705.8	EV/EBITDA	0.9	1.7	-0.0	0.1	-0.5
营运资金的变动	2,906.0	25,806.5	28,745.3	-31,862.3	12,857.6	CAGR(%)	4.9%	4.1%	6.7%	4.9%	4.1%
经营活动产生现金流量	11,376.9	24,301.1	54,761.3	-3,726.6	45,176.4	PEG	180.8%	212.1%	123.2%	161.4%	180.5%
投资活动产生现金流量	26,436.5	-10,911.8	68,986.4	18,064.5	25,993.1						
融资活动产生现金流量	-6,141.7	-491.1	-37,630.3	-6,738.0	-11,226.1						

注：对应 2019 年 3 月 13 日市场数据

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。