

## 汽车

报告原因：产销快报点评

2019年5月13日

## 上汽集团（600104.SH）

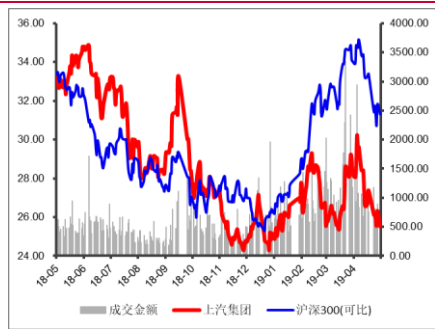
合资品牌承压，政策发力有望带动公司销量好转

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年5月13日

收盘价(元):	25.52
年内最高/最低(元):	30.30/24.23
流通A股/总股本(亿):	115.03/116.83
流通A股市值(亿):	2935.68
总市值(亿):	2981.62

基础数据：2019年3月31日

基本每股收益	0.71
每股净资产(元):	21.01
净资产收益率:	3.44%

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

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

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4月产销快报，2019年4月公司汽车产销量分别为456055和456826辆，同比分别下降24.69%和19.73%，本年累计产销量分别为1980349和1989831辆，同比分别下降19.61%和16.80%。

事件点评

公司产销量同比降幅扩大，合资品牌依然承压。2019年4月公司汽车产销情况同样较弱，产销量快速下滑，且月产销和累计产销同比降幅均较上月有所扩大。按子公司口径来看，上汽集团子公司产销差异较大，其中仅上汽大通、上汽正大实现单月销量同比正增长，上汽通用、上汽大众、上汽通用五菱、南京依维柯月销量同比降幅扩大，而上汽乘用车、上海申沃、上汽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。

行业整体表现较弱，合资品牌拖累公司业绩。根据乘联会相关数据，受供需多重因素和部分城市实行国六标准影响，2019年4月狭义乘用车零售数据为150.8万台，同比-16.9%，环比-13.8%，处于历年来4月增速低位，行业整体表现较弱，公司去年基数较大，叠加上汽通用和上汽通用五菱零售端、批发端销量表现走弱整体拖累公司业绩。

政策+产品，公司产销情况有望好转。2018年以来，上汽集团作为国内整车行业龙头，市占率领先、产品体系完整、研发投入较大，在市场适应性上具有优势。短期看，上海市自2019年7月1日起对在本市办理注册登记(含外省市转入)的轻型汽车实施国6b排放标准，叠加新能源汽车补贴大幅退坡，行业和公司依然承压。此外，上汽集团设立30亿元奖励，支持上海地区国三及以下排放标准汽车以旧换新，优惠政策+产品优势，有望一定程度刺激公司销量提升。

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2019-2021年EPS分别为3.18\3.42\3.53，对应公司2019年5月13日收盘价25.52元，2019-2021年PE分别为8.02/7.46/7.24，维持“买入”评级。

存在风险：行业政策大幅调整；宏观经济持续下行；汽车销量不及预期。



## 目录

1. 产销表现较弱，同比降幅扩大 .....	3
2. 自主品牌好转，合资品牌承压 .....	5
3. 盈利预测及投资建议 .....	5
4. 存在风险 .....	6

## 图表目录

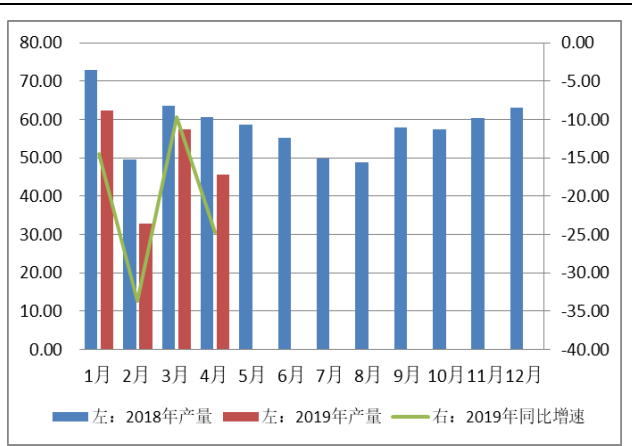
图 1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%） .....	3
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%） .....	3
图 3：上汽集团月销量（万辆，%） .....	3
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%） .....	3
图 5：上汽集团汽车累计产量（万辆，%） .....	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%） .....	4
图 7：上汽集团汽车累计销量（万辆，%） .....	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%） .....	4
图 9：月产销比情况（倍） .....	4
图 10：本年累计产销比情况（倍） .....	4
表 1：公司分公司产销情况（万辆，%） .....	5
表 2：上汽集团重要财务数据（百万元） .....	5

## 1. 产销表现较弱，同比降幅扩大

根据乘联会相关数据，受供需多重因素和部分城市实行国六标准影响，2019年4月狭义乘用车零售数据为150.8万台，同比-16.9%，环比-13.8%，处于历年来4月增速低位，公司汽车产销情况同样较弱，产销量快速下滑。

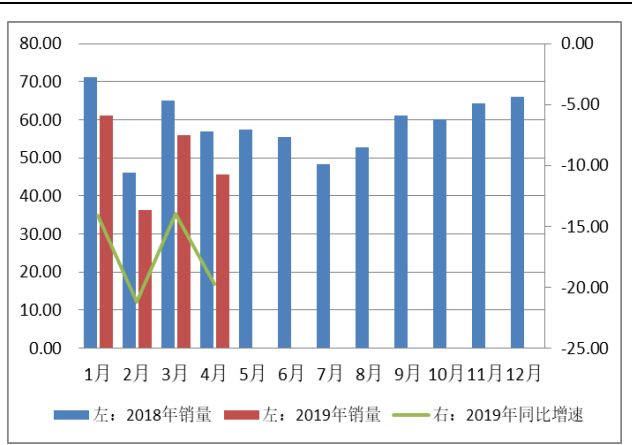
2019年4月份，公司汽车产销量分别为45.61万辆和45.68万辆，环比分别下降20.46%和18.21%，同比分别下降24.69%和19.73%，同比降幅分别较上月增加14.93pct和5.73pct，产销比为1.00倍（前值0.97倍）；本年累计产销量分别为198.03万辆和198.98万辆，同比分别下降19.61%和16.80%，同比降幅分别较上月增加1.65pct和0.92pct，本年累计产销量产销比为1.00倍（前值1.01倍）。

图1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%）



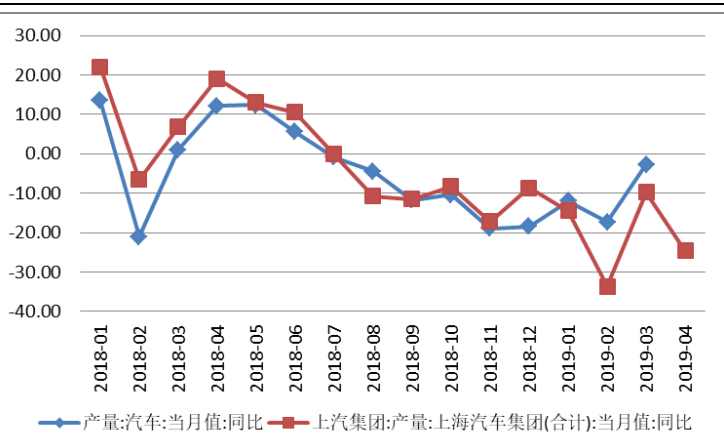
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：上汽集团月销量（万辆，%）



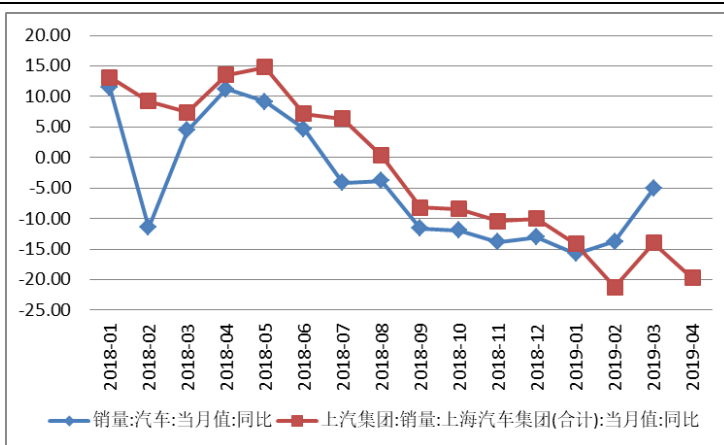
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



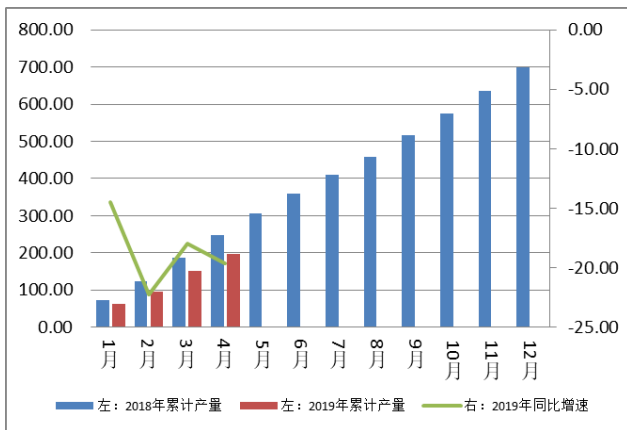
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



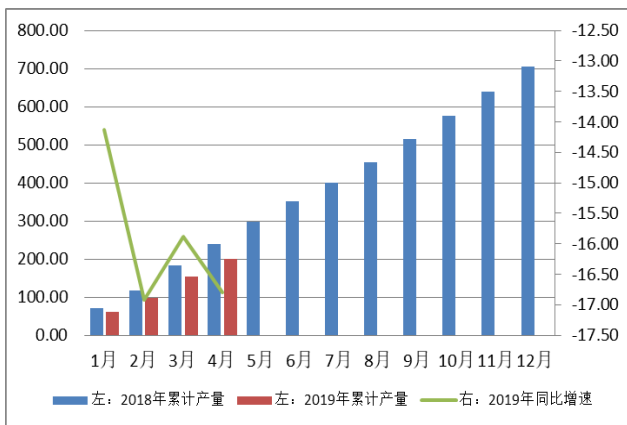
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：上汽集团汽车累计产量（万辆，%）



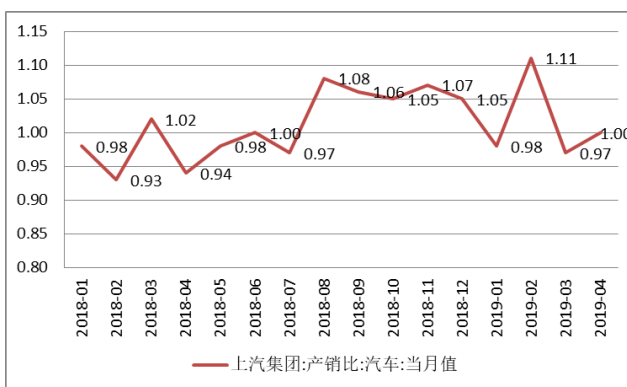
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：上汽集团汽车累计销量（万辆，%）



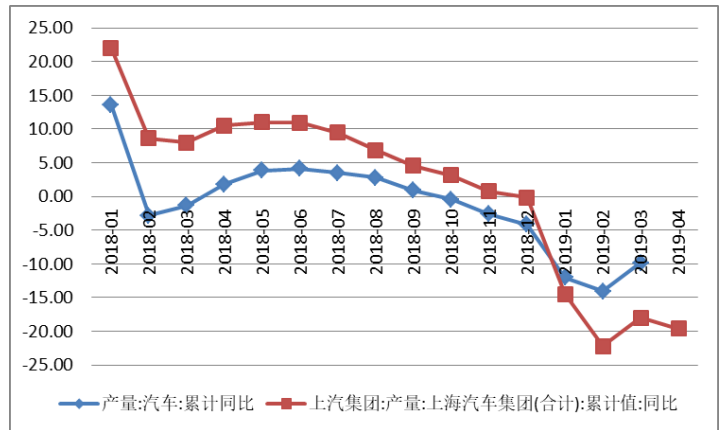
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



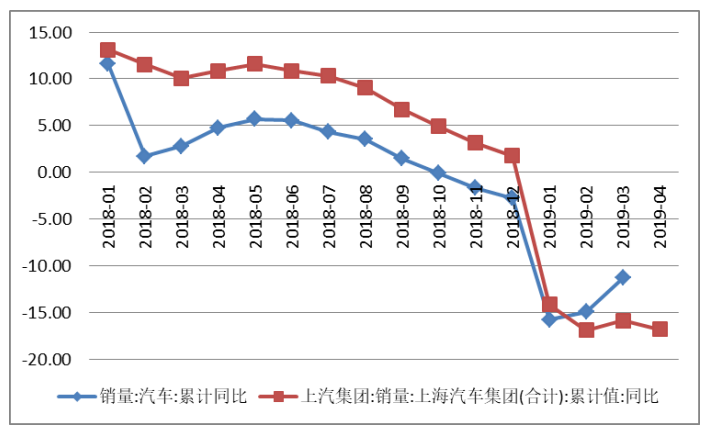
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



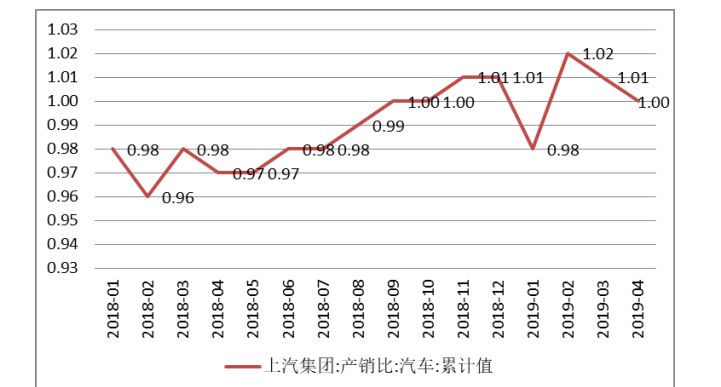
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

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

图 10：本年累计产销比情况（倍）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

## 2.自主品牌好转，合资品牌承压

按子公司口径来看，上汽自主整体表现良好，合资整体承压。具体来看，上汽集团子公司产销差异较大，其中仅上汽大通、上汽正大实现单月销量同比正增长，上汽通用、上汽大众、上汽通用五菱、南京依维柯月销量同比降幅扩大，而上汽乘用车、上海申沃、上汽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。

表 1：公司分公司产销情况（万辆，%）

	月产量	月产量同比增速	累计产量	累计产量同比增速	月销量	月销量同比增速	累计销量	累计销量同比增速
上汽大众	15.29	-13.48%	57.55	-18.05%	14.32	-10.50%	61.11	-9.21%
上汽通用	11.57	-29.84%	54.05	-18.10%	12.55	-26.68%	55.24	-16.61%
上汽乘用车	4.70	-35.40%	20.08	-21.86%	5.66	-9.13%	20.66	-15.36%
上汽通用五菱	11.71	-30.36%	58.09	-23.47%	10.57	-30.78%	53.47	-26.53%
上汽大通	1.20	-0.54%	4.11	-9.53%	1.24	9.33%	4.18	-4.49%
上海申沃	0.00	-100.00%	0.00	-98.16%	0.00	-80.00%	0.00	-97.65%
上汽依维柯	0.55	-13.97%	2.00	-7.29%	0.62	-10.86%	2.12	-3.12%
南京依维柯	0.23	-22.97%	0.77	-26.55%	0.23	-25.71%	0.78	-26.27%
上汽正大	0.17	5.11%	0.85	11.89%	0.35	118.51%	0.98	27.82%
上汽通用五菱汽车印尼有限公司	0.20	-	0.53	-	0.14	-	0.43	-
上汽集团合计	45.61	-24.69%	198.03	-19.61%	45.68	-19.73%	198.98	-16.80%

数据来源：公司公告，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 2019-2021 年 EPS 分别为 3.18\3.42\3.53，对应公司 2019 年 5 月 13 日收盘价 25.52 元，2019-2021 年 PE 分别为 8.02/7.46/7.24，维持“买入”评级。

表 2：上汽集团重要财务数据（百万元）

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	902194.1	942792.8	991818.0	1036449.8
收入同比(%)	3.6%	4.5%	5.2%	4.5%
归属母公司净利润	36009.2	37190.1	39942.6	41186.8
净利润同比(%)	4.6%	3.3%	7.4%	3.1%
每股收益(元)	3.08	3.18	3.42	3.53



P/E	8.28	8.02	7.46	7.24
P/B	1.27	1.14	1.07	1.03

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。





资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	453,375.8	505,722.3	587,917.9	661,473.5	<b>营业收入</b>	902194.1	942792.8	991818.0	1036449.8
现金	123,771.4	169,549.6	220,142.5	263,964.5	营业成本	769985.8	805145.0	847012.6	885128.2
应收账款	53,698.5	50,175.5	53,935.7	57,737.4	营业税金及附加	7463.3	7919.5	8331.3	8706.2
其他应收款	13,568.7	10,944.3	12,308.9	13,494.1	销售费用	63423.0	65995.5	69427.3	72551.5
预付账款	18,693.8	21,122.0	21,427.1	18,154.1	管理费用	21336.0	34411.9	36201.4	37830.4
存货	58,942.6	55,316.4	60,787.6	64,030.5	财务费用	195.4	137.3	113.1	95.3
其他流动资产	184,700.8	198,614.5	219,316.0	244,093.0	资产减值损失	3490.5	1484.6	-177.0	-275.6
<b>非流动资产</b>	329,394.0	340,703.4	339,728.7	334,985.9	公允价值变动收益	-112.8	-583.7	131.2	107.1
长期投资	70,930.4	67,035.9	68,488.9	68,818.4	投资净收益	33154.6	31524.1	31835.3	32171.3
固定资产	69,187.3	64,805.4	60,423.6	56,041.7	<b>营业利润</b>	53673.8	58639.4	62876.0	64692.4
无形资产	14,008.3	13,074.4	12,202.8	11,389.3	营业外收入	1125.1	1769.1	1769.1	1769.1
其他非流动资产	175,268.0	195,787.5	198,613.4	198,736.5	营业外支出	455.1	809.0	809.0	809.0
<b>资产总计</b>	782,769.8	846,425.7	927,646.6	996,459.4	<b>利润总额</b>	54343.8	59599.6	63836.2	65652.5
<b>流动负债</b>	414,323.1	421,694.7	455,744.8	479,523.3	所得税	5939.2	8939.9	9575.4	9847.9
短期借款	16,726.4	16,066.2	15,236.1	14,244.7	<b>净利润</b>	48404.7	50659.6	54260.8	55804.7
应付账款	125,265.5	130,676.4	137,819.3	143,892.2	少数股东损益	12395.5	13469.6	14318.2	14617.9
其他流动负债	272,331.2	274,952.0	302,689.3	321,386.5	<b>归属母公司净利润</b>	36009.2	37190.1	39942.6	41186.8
<b>非流动负债</b>	83,726.5	98,555.0	115,437.8	134,504.9	EBITDA	80445.2	64092.4	68242.6	69983.0
长期借款	19,157.9	31,421.8	43,685.8	55,949.7	EPS (元)	3.1	3.2	3.4	3.5
其他非流动负债	64,568.6	67,133.2	71,752.1	78,555.2					
<b>负债合计</b>	498,049.6	520,249.7	571,182.7	614,028.2					
少数股东权益	50,351.7	63,821.2	78,139.4	92,757.3					
股本	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5					
资本公积	55,322.9	77,653.7	76,245.8	69,740.8					
留存收益	155,940.5	173,017.6	190,395.2	208,249.6					
归属母公司股东权益	234,368.6	262,354.8	278,324.5	289,673.9					
<b>负债和股东权益</b>	782,769.8	846,425.7	927,646.6	996,459.4					

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.62%	4.50%	5.20%	4.50%
营业利润	-0.81%	9.25%	7.22%	2.89%
归属于母公司净利润	4.65%	3.28%	7.40%	3.12%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	14.65%	14.60%	14.60%	14.60%
净利率(%)	3.99%	3.94%	4.03%	3.97%
ROE(%)	17.00%	15.53%	15.22%	14.59%
ROIC(%)	-286.63%	956.54%	-969.88%	-324.65%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	63.63%	61.46%	61.57%	61.62%
净负债比率(%)	98.71%	81.13%	63.87%	58.22%
流动比率	1.09	1.20	1.29	1.38
速动比率	0.95	1.07	1.16	1.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.20	1.16	1.12	1.08
应收账款周转率	24.12	23.76	24.53	24.14
应付账款周转率	7.32	7.37	7.39	7.36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.08	3.18	3.42	3.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.95	2.68	2.30
每股净资产(最新摊薄)	20.06	22.46	23.82	24.79
<b>估值比率</b>				
P/E	8.28	8.02	7.46	7.24
P/B	1.27	1.14	1.07	1.03
EV/EBITDA	1.03	0.47	0.04	-0.23

注：对应 2019 年 5 月 13 日市场数据

数据来源：wind，山西证券研究所

### 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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 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。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

