

2019年10月13日

自主趋势上行 合资底部蓄力

上汽集团 (600104)

事件概述

公司发布 2019 年 9 月产销快报：单月汽车批发总销量 55.0 万辆，同比减少 9.9%，环比增长 13.0%。其中，上汽乘用车（自主）单月销量 5.7 万辆，同比增长 9.7%；上汽大众 17.7 万辆，同比减少 5.8%；上汽通用 14.0 万辆，同比减少 23.3%；上汽通用五菱销量 14.7 万辆，同比减少 13.7%。2019 年前三季度公司累计汽车销量 441.4 万辆，同比减少 14.2%。

分析判断

► 自主品牌：连续三月实现增长，国六继续放量

上汽乘用车自 7 月起连续三月批发销量实现同比增长，7-9 月分别为 8.1%、2.1%、9.7%；乘用车行业 9 月批发销量同比减少 6.3%。上汽自主 2019Q3 销量增速反转、趋势上行，主要受益于：1) 我们判断自 2019Q3 起上汽自主国六大批量生产，9 月批发继续放量。主力燃油及混动车型国六版于 8 月开始逐步进入终端，8 月荣威 RX5 系列（包含混动 eRX5）、名爵 ZS、HS 批发销量分别为 1.2、0.7、0.8 万辆，预计 9 月主力车型国六版继续补货、批发放量。2) 国际化战略驱动出口销量增长，自主品牌贡献大头。9 月名爵印度工厂批发销量上升至 2,751 辆，环比增长 14.1%，智能网联概念在印度市场反响较好，未来仍有增长空间；上汽通用五菱印尼工厂 9 月销量 2,750 辆，同比增长 140.0%；据 2019 公司半年报披露，未来整车出口加强战略布局，上汽通用五菱印尼金融公司开业，上汽埃及合资销售公司揭牌，上汽安吉物流增加了海外航运新运力。

► 合资品牌：上汽大众通用底部蓄力，环比持续改善

1) 上汽大众 9 月销量环比增长 17.3%，同比减少 5.8%，预计于 2019Q4 转正。品牌产品结构合理，SUV 车型及销量占比提升（途观、途岳、途铠、途昂 9 月销量分别为 2.0、1.0、0.7、0.7 万辆，大众四款 SUV 车型总计贡献 4.5 万辆销量，占上汽大众总销量的 25%）；2019 年三款新能源 PHEV 车型（途观/帕萨特/朗逸）上市，贡献销量增量的同时，缓解品牌双积分压力。中长期有奥迪合资公司预期注入，驱动单车均价、利润趋势上行。2) 上汽通用 8 月销量环比增长 4.7%，同比减少 23.3%，处于底部蓄力阶段。中高端合资品牌别克&雪佛兰被高性价比日系品牌抢占部分市场，唯独 MPV 商务车型别克 GL8 产品稀缺，竞争优势明显，9 月销量 1.5 万辆，同比增长 26.7%；未来上汽通用重点关注二线豪华品牌凯迪拉克车型及销量同步增长，驱动产品结构优化。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	26.70
最新收盘价：	23.44
股票代码：	600104
52 周最高价/最低价：	30.22/23.34
总市值(亿)	2,739
自由流通市值(亿)	2,696
自由流通股数(百万)	11,503



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐

邮箱：zhoumu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090004

相关研究

- 上汽集团 8 月销量点评：销量如期好转 静待金九银十
2019.09.06
- 上汽集团 2019H1 中报点评：行业下行龙头承压 静待行业需求好转
2019.08.30

投资建议

乘用车行业底部特征明显，叠加汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望开启周期性复苏。公司作为乘用车龙头，预计旗下合资品牌于“金九银十”销量回暖，驱动整体批发销量同比有望于2019Q4转正；销量回升过程中，规模效应突显，业绩逐季修复。我们维持盈利预测：预计公司2019至2021年归母净利润分别为312/360/389亿元，同比下滑13%/增长15%/增长8%；EPS分别为2.67/3.08/3.33元，对应PE 9.0、7.8、7.2倍。给予乘用车龙头2019年10倍PE，目标价26.7元，维持“增持”评级。

风险提示

车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期；汽车消费刺激政策效果不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	870639.43	902194.06	832610.40	888663.95	932929.87
YoY (%)	15.10	3.62	-7.71	6.73	4.98
归母净利润(百万元)	34410.34	36009.21	31200.65	35985.88	38898.06
YoY (%)	7.51	4.65	-13.35	15.34	8.09
毛利率 (%)	14.41	14.22	14.07	14.71	15.12
每股收益 (元)	2.95	3.08	2.67	3.08	3.33
ROE	15.27	15.36	12.11	12.26	11.70
市盈率	8.13	7.76	8.96	7.77	7.19

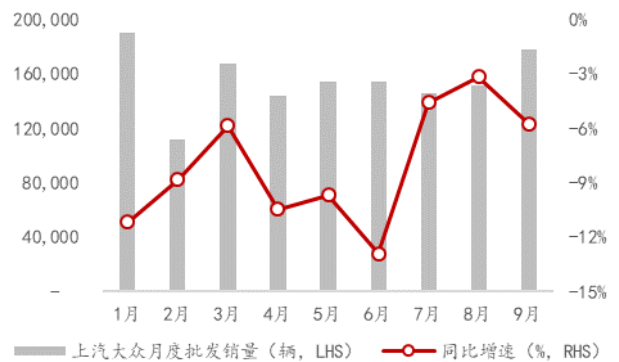
资料来源：wind，华西证券研究所

图1 上汽集团 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



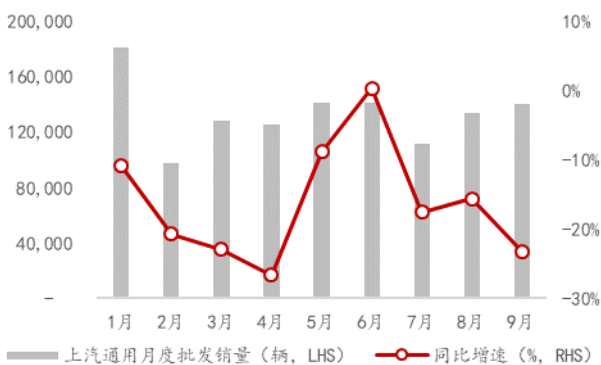
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图2 上汽大众 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



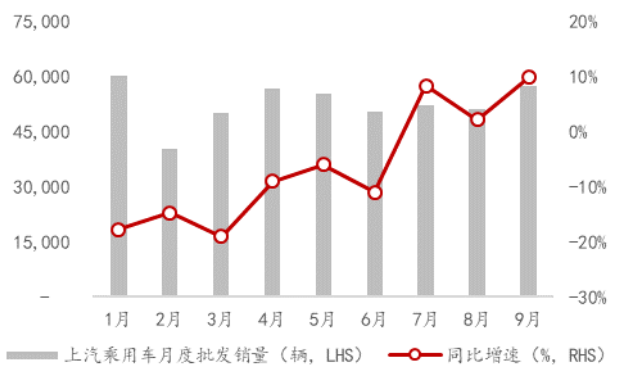
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图3 上汽通用 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



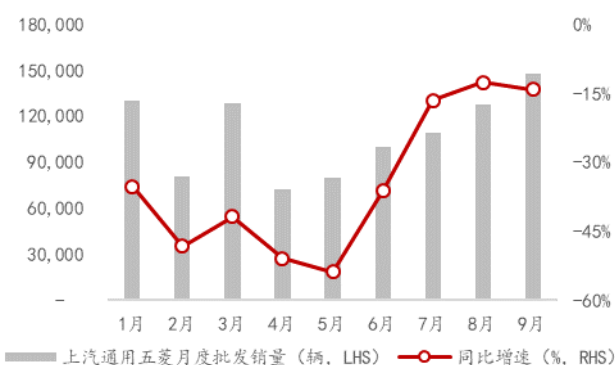
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图4 上汽乘用车 2019 年月度批发及同比 (辆; %)



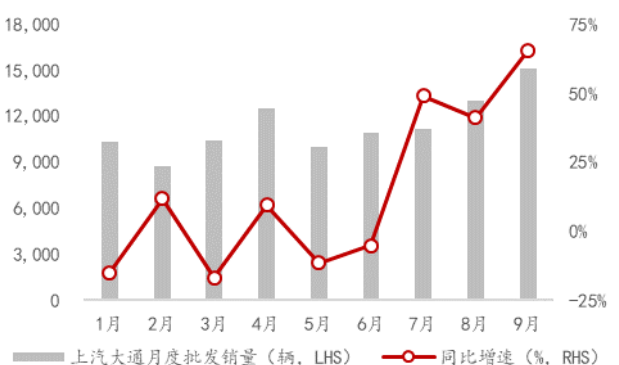
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图5 上汽通用五菱 2019 年月度批发及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图6 上汽大通 2019 年月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	902194.06	832610.40	888663.95	932929.87	净利润	48404.66	41940.85	48373.30	52287.94
YoY (%)	3.62%	-7.71%	6.73%	4.98%	折旧和摊销	11483.72	12249.03	13879.62	15556.23
营业成本	773878.43	715488.04	757921.56	791866.01	营运资金变动	-20297.06	-16732.10	3347.28	2056.78
营业税金及附加	7463.33	6244.58	6664.98	6996.97	经营活动现金流	8975.65	13755.39	41137.70	45602.64
销售费用	63423.03	55784.90	60429.15	64372.16	资本开支	-30319.27	-16195.63	-17078.78	-16923.96
管理费用	21336.02	20815.26	22216.60	23323.25	投资	6863.33	-3200.00	-3000.00	-1900.00
财务费用	195.44	2573.82	2305.80	1905.88	投资活动现金流	9844.85	9955.13	10438.01	11996.00
资产减值损失	3490.50	3144.43	3528.96	4149.82	股权募资	1169.06	0.00	0.00	0.00
投资收益	33125.86	29150.76	30316.79	30619.96	债务募资	6404.88	1000.00	-5000.00	3000.00
营业利润	53673.82	47165.15	54571.32	58946.95	筹资活动现金流	-19113.69	-8404.76	-11223.71	909.89
营业外收支	670.03	500.00	300.00	300.00	现金净流量	-293.18	15305.76	40352.01	58508.53
利润总额	54343.85	47665.15	54871.32	59246.95	主要财务指标				
所得税	5939.19	5724.30	6498.02	6959.00	成长能力 (%)				
净利润	48404.66	41940.85	48373.30	52287.94	营业收入增长率	3.62%	-7.71%	6.73%	4.98%
归属于母公司净利润	36009.21	31200.65	35985.88	38898.06	净利润增长率	4.65%	-13.35%	15.34%	8.09%
YoY (%)	4.65%	-13.35%	15.34%	8.09%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.08	2.67	3.08	3.33	毛利率	14.22%	14.07%	14.71%	15.12%
资产负债表 (百万元)					净利率	5.37%	5.04%	5.44%	5.60%
货币资金	123771.38	139077.14	179429.14	237937.67	总资产收益率 ROA	4.60%	3.93%	4.24%	4.25%
预付款项	18693.77	21942.53	22782.05	23184.19	净资产收益率 ROE	15.36%	12.11%	12.26%	11.70%
存货	58942.62	47521.81	51349.66	53297.86	偿债能力 (%)				
其他流动资产	251968.07	248071.97	250924.38	253315.85	流动比率	1.09	1.18	1.25	1.37
流动资产合计	453375.84	456613.45	504485.23	567735.57	速动比率	0.91	1.00	1.07	1.19
长期股权投资	70930.41	72430.41	74230.41	75430.41	现金比率	0.30	0.36	0.45	0.58
固定资产	69187.28	68433.41	66347.32	62623.10	资产负债率	63.63%	59.85%	56.73%	54.18%
无形资产	14008.33	15568.95	16963.81	18320.61	经营效率 (%)				
非流动资产合计	329394.01	337097.38	343684.92	347360.93	总资产周转率	1.20	1.06	1.08	1.06
资产合计	782769.85	793710.83	848170.15	915096.51	每股指标 (元)				
短期借款	16726.44	16726.44	16726.44	16726.44	每股收益	3.08	2.67	3.08	3.33
应付账款及票据	154826.71	130807.09	140119.36	145853.41	每股净资产	20.06	22.04	25.12	28.45
其他流动负债	242769.99	240803.78	245577.53	250481.89	每股经营现金流	0.77	1.18	3.52	3.90
流动负债合计	414323.14	388337.32	402423.33	413061.75	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	19157.93	20157.93	15157.93	18157.93	估值分析				
其他长期负债	64568.55	66568.55	63568.55	64568.55	PE	7.76	8.96	7.77	7.19
非流动负债合计	83726.48	86726.48	78726.48	82726.48	PB	1.33	1.09	0.95	0.84
负债合计	498049.62	475063.80	481149.81	495788.23					
股本	11683.46	11683.46	11683.46	11683.46					
少数股东权益	50351.66	61091.86	73479.29	86869.17					
股东权益合计	284720.23	318647.03	367020.33	419308.28					
负债和股东权益合计	782769.85	793710.83	848170.15	915096.51					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。