

投资评级 优于大市 维持

去库进入尾声，开启全新征程

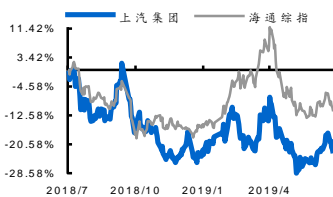
股票数据

07月15日收盘价(元)	24.19
52周股价波动(元)	22.69-33.28
总股本/流通A股(百万股)	11683/11503
总市值/流通市值(百万元)	282623/278268

相关研究

《批发跌幅收窄，库存有所缓解》2019.06.16
 《批发冷淡，库存压力持续》2019.05.14
 《行业淡季企稳，分红略有下调》2019.04.03

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.7	-1.0	-9.3
相对涨幅(%)	0.1	-3.6	-5.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

联系人:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cqy12265@htsec.com

投资要点:

- 上汽集团发布6月销量数据，大众、自主销量均批发降幅扩大，通用批发增速转正。**上汽大众：销15.4万辆，同比-12.9%，途岳、T-Cross两款新SUV合计贡献1.6万辆销量，途观、途昂、柯珞克等SUV增幅均在30%以上，全新一代Polo Plus已上市，新车周期开启。上汽通用：销14万辆，相比同期微增，凯迪拉克行业淡季下销量同比+51.5%，全新一代XT5已上市、XT6将于Q3海内外同步上市有望继续提振销量。别克新君威逆势增长，主力车型全新一代昂科拉GX及昂科拉已上市，销量有望逐步爬坡。雪佛兰新车型科鲁泽势头正劲，沃兰多表现平淡。上汽通用五菱：国内及印尼工厂合计销10.1万辆，同比-35.9%，宝骏310、510、530等车型销量均下滑明显，全新车型RS-5表现一般；后续RC-6、RM-5均基于R平台打造，延续向上突破进程。上汽自主：销5万辆，同比-11.1%，全新车型MG HS支撑MG品牌实现同比20%以上增长，荣威i5燃油版销量表现突出，i6 PLUS全新荣耀系列已上市，全系升级LED大灯，性价比突出。
- 6月国五、国六切换完成，我们预计7、8月受透支效应及传统淡季影响景气度下滑。**7月开始部分地区推行国六标准，5、6月车企已采取降价促销方式清国五车型库存，零售端销量率先改善。我们预计7、8月受销量透支影响表现平淡，9、10月传统旺季需求逐步恢复，叠加去年H2基数较低因素，行业增速转正概率逐月递增。
- 盈利预测与投资建议。**大众SUV战略稳健落地、凯迪拉克放量、自主品牌崛起将为公司基本面提供强力支撑。同时，每年超过100亿研发投入，有助于公司扩大核心技术的领先优势。公司自主品牌汽油车已是第一梯队，并掌握国内最强的电动化、智能化核心技术，优势明显，长期看将成功转型出行服务提供商，与外资并驾齐驱，成长空间巨大。我们预计2019-2020年EPS分别为3.18/3.41元，参照可比公司估值水平，考虑公司为整车板块龙头，给予公司2019年9-10倍PE，对应合理价值区间为28.62-31.80元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**汽车终端需求下滑的风险；汽车产业政策临时性变动的风险；新能源汽车补贴大幅退坡的风险；核心零部件供给发生不能预测的断供的风险；公司预计新车型投放计划不能实现的风险；终端竞争加剧、同类品牌产品优惠促销导致被动应战的风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	870639	902194	929266	975730	1024516
(+/-)YoY(%)	15.1%	3.6%	3.0%	5.0%	5.0%
净利润(百万元)	34410	36009	37156	39833	42704
(+/-)YoY(%)	7.5%	4.6%	3.2%	7.2%	7.2%
全面摊薄EPS(元)	2.95	3.08	3.18	3.41	3.66
毛利率(%)	14.4%	14.2%	14.7%	14.7%	14.7%
净资产收益率(%)	15.3%	15.4%	15.2%	15.2%	15.3%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

上汽集团发布 6 月销量数据，上汽大众、上汽乘用车及上通五菱批发降幅扩大，上汽通用批发增速转正。上汽集团 6 月汽车销量 46.7 万辆，同比-16.0%。其中：

(1) 上汽大众：批发销 15.4 万辆，同比-12.9%。根据乘联会数据，其中大众品牌批发销量 13.3 万辆，同比-9.3%，斯柯达品牌批发销量 2.1 万辆，同比-30.6%，新投放的途岳、T-Cross 两款 SUV 车型，合计销量贡献 1.6 万辆，途观、途昂、柯珞克等 SUV 车型增幅均在 30% 以上。轿车车型中帕萨特增幅尤为显著，途观 PHEV 及帕萨特 PHEV 两款新能源车型合计销 3589 台，表现较为亮眼。我们认为，大众 SUV 战略正在发力，T-Cross 仍处新车周期，月销量有望稳步爬升。全新一代 Polo Plus 已于 6 月 19 日上市，定位潮流锋潮，满足年轻人多元化需求，有望开启新车周期。

(2) 上汽通用：批发销 14.0 万辆，相比同期微增。根据乘联会数据，别克、雪佛兰、凯迪拉克批发销量同比分别-5.3%、-5.7%及+51.5%。凯迪拉克行业淡季销量表现非常优异，全新一代 XT5 已于 6 月 17 日上市、XT6 将于今年 Q3 海内外同步上市有望继续提振销量。别克新君威逆势增长，主力车型全新一代昂科拉 GX 及昂科拉已于 7 月 11 日上市，销量有望逐步爬坡。雪佛兰新车型科鲁泽势头正劲，沃兰多表现平淡，我们认为多款新车型及换代车型投放，有望逐步提振总体销量，但三缸发动机、中美贸易摩擦等因素的影响仍需观望。

(3) 上汽通用五菱：国内及印尼工厂合计批发销 10.1 万辆，同比-35.9%。根据乘联会数据，宝骏 310、510、530 等主力车型批发销量均下滑明显，全新车型 RS-5 销 1590 台，表现一般。我们认为宝骏品牌在 10 万元以下市场拥有丰富的客户基础和良好的口碑，但消费升级叠加换车需求造成该细分市场向 10-13 万区间迭代，品牌突破壁垒叠加行业淡季因素使得销量承压明显，后续 RC-6、RM-5 均基于 R 平台打造，延续向上突破进程。

(4) 上汽自主：批发销 5.0 万辆，同比-11.1%。根据乘联会数据，全新车型 MG HS 销 4084 台，支撑 MG 品牌实现同比 20% 以上增长，荣威 i5 燃油版销量表现突出，6 月 14 日荣威 i6 PLUS 全新荣耀系列已上市，全系升级 LED 大灯，性价比突出。上汽乘用车 6 月新能源汽车销量超 5000 台，排名由行业前三滑落至第七位。

盈利预测与投资建议。虽然受行业淡季影响，上汽集团销量表现较为低迷，但我们认为汽车需求真实存在，7 月开始部分地区推行国六标准，5、6 月车企已采取降价促销方式清国五车型库存，零售端销量率先改善。我们预计 7、8 月受销量透支影响表现平淡，9、10 月传统旺季需求逐步恢复，叠加去年 H2 基数较低因素，行业增速转正概率逐月递增。行业转暖后，大众 SUV 战略稳健落地、凯迪拉克放量、自主品牌崛起将为公司基本面提供强力支撑。同时，每年超过 100 亿研发投入，有助于公司扩大核心技术的领先优势。公司自主品牌汽油车已是第一梯队，并掌握国内最强的电动化、智能化核心技术，优势明显，长期看将成功转型出行服务提供商，与外资并驾齐驱，成长空间巨大。

我们预计 2019-2020 年 EPS 分别为 3.18/3.41 元，参照可比公司估值水平，考虑公司为整车板块龙头，给予公司 2019 年 9-10 倍 PE，对应合理价值区间为 28.62-31.80 元，维持“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值表

股票代码	公司简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601633.SH	长城汽车	0.57	0.59	0.68	15	15	13
601238.SH	广汽集团	1.07	1.11	1.26	10	10	9
00175.HK	吉利汽车	1.37	1.21	1.49	9	10	8
	平均值	1.00	0.97	1.15	11	11	10

注：收盘价为 2019 年 7 月 15 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示。汽车终端需求下滑的风险；汽车产业政策临时性变动的风险；新能源汽车补贴大幅退坡的风险；核心零部件供给发生不能预测的断供的风险；公司预计新车型投放计划不能实现的风险；终端竞争加剧、同类品牌产品优惠促销导致被动应战的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	902194	929266	975730	1024516
每股收益	3.08	3.18	3.41	3.66	营业成本	773878	793066	832575	873976
每股净资产	20.06	20.96	22.50	23.96	毛利率%	14.2%	14.7%	14.7%	14.7%
每股经营现金流	0.77	2.96	3.53	3.90	营业税金及附加	7463	7248	7611	7991
每股股利	1.26	1.59	1.88	2.19	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	63423	65297	68572	71716
P/E	7.85	7.61	7.10	6.62	营业费用率%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
P/B	1.21	1.15	1.08	1.01	管理费用	21336	22024	23100	24076
P/S	0.31	0.30	0.29	0.28	管理费用率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
EV/EBITDA	6.95	5.16	4.09	3.11	EBIT	20708	24905	26602	28725
股息率%	5.2%	6.6%	7.8%	9.1%	财务费用	195	1333	1054	633
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	14.2%	14.7%	14.7%	14.7%	资产减值损失	3490	3408	3680	3444
净利润率	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%	投资收益	33126	34120	35826	37617
净资产收益率	15.4%	15.2%	15.2%	15.3%	营业利润	53674	56684	60194	64866
资产回报率	4.6%	4.6%	4.7%	4.8%	营业外收支	670	453	547	505
投资回报率	10.5%	11.8%	12.4%	13.1%	利润总额	54344	57137	60741	65371
盈利增长 (%)					EBITDA	32192	36517	39461	42943
营业收入增长率	3.6%	3.0%	5.0%	5.0%	所得税	5939	6884	6978	7693
EBIT 增长率	-17.6%	20.3%	6.8%	8.0%	有效所得税率%	10.9%	12.0%	11.5%	11.8%
净利润增长率	4.6%	3.2%	7.2%	7.2%	少数股东损益	12395	13096	13930	14973
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	36009	37156	39833	42704
资产负债率	63.6%	62.2%	60.1%	58.3%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	货币资金	123771	170371	189415	211207
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	应收账款及应收票据	61090	66194	69504	72979
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5	存货	58943	55843	58625	61541
经营效率指标					其它流动资产	209572	206162	207407	208038
应收帐款周转天数	25.4	26.0	26.0	26.0	流动资产合计	453376	498571	524951	553765
存货周转天数	25.7	25.7	25.7	25.7	长期股权投资	70930	50930	55930	60930
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	固定资产	69187	70475	72645	75548
固定资产周转率	14.2	13.3	13.6	13.8	在建工程	20849	24754	28768	32719
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	无形资产	14008	15444	16885	18189
净利润	36009	37156	39833	42704	非流动资产合计	329394	318051	327977	338635
少数股东损益	12395	13096	13930	14973	资产总计	782770	816622	852929	892400
非现金支出	14974	15020	16538	17662	短期借款	16726	20726	17726	14726
非经营收益	-34106	-32712	-34441	-36469	应付票据及应付账款	154827	144990	153921	160977
营运资金变动	-20297	2073	5329	6663	预收账款	15355	20213	19684	21207
经营活动现金流	8976	34634	41189	45534	其它流动负债	227415	231197	235247	240084
资产	-30319	-18030	-20040	-21994	流动负债合计	414323	417127	426579	436995
投资	6863	13232	-5800	-5800	长期借款	19158	21000	21000	21000
其他	33301	34220	35926	37717	其它长期负债	64569	70115	65115	62115
投资活动现金流	9845	29421	10086	9923	非流动负债合计	83726	91115	86115	83115
债权募资	16779	9546	-8000	-5990	负债总计	498050	508241	512693	520110
股权募资	1169	0	0	0	实收资本	11683	11683	11683	11683
其他	-37062	-27002	-24230	-27676	普通股股东权益	234369	244933	262858	279939
融资活动现金流	-19114	-17456	-32230	-33666	少数股东权益	50352	63448	77378	92351
现金净流量	-293	46600	19044	21792	负债和所有者权益合计	782770	816622	852929	892400

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 15 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露 分析师声明

王猛 汽车行业
杜威 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 长城汽车,福耀玻璃,星宇股份,拓普集团,宁波高发,上汽集团,广汽集团,精锻科技,爱柯迪,旭升股份,吉利汽车,广汇汽车

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。