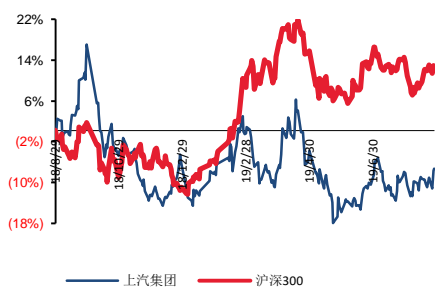


可选消费 汽车与汽车零部件

上汽集团：自主销量企稳回升，整体销量降幅缩窄

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 11,683/11,503 |
| 总市值/流通(百万元) | 279,585/275,277 |
| 12 个月最高/最低(元) | 30.22/23.34 |

相关研究报告：

上汽集团 (600104)《上汽集团中报点评：龙头经营稳健，清库后轻装上阵》--2019/08/29

上汽集团 (600104)《上汽集团销量点评：去库存进度超预期，下半年迎来健康发展》--2019/07/05

上汽集团 (600104)《上汽集团销量点评：否极泰来把握节奏，全面进入去库存》--2019/06/11

证券分析师：白宇

电话：010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020004

证券分析师：刘文婷

电话：021-61372565

E-MAIL: liuwt@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080002

事件：公司发布 9 月销量数据：集团合计销量 55 万辆，同比下降 10%。其中上汽大众销量 17.7 万辆，同比下降 6%；上汽通用 14 万辆，同比下降 23%；上汽通用五菱销量 14.7 万辆，同比下降 14%；上汽乘用车销量 5.7 万辆，同比上升 9.6%。

上汽自主三季度批发销量持续正增长，复苏已开启。此前我们根据产业调研判断，上汽乘用车销量将企稳回升，主要原因是主力车型荣威 RX5、名爵 ZS 等销量平稳恢复，新车 RX5 MAX 与 RX5 形成双车策略，贡献新增量。

上汽大众降幅缩窄，上汽通用迎来新品周期。上汽大众销量跟随行业逐步回升，核心产品朗逸、途观等支撑销量，途岳、途铠销量逐渐爬坡。上汽通用压力犹在，但随着酷创、昂科拉 GX 等新车型上市，销量将逐渐爬坡，预计整体在明年企稳回升。

投资建议：我们预计公司 2019、2020 年归母净利润分别为 323、352 亿元，目前股价对应动态估值分别为 9、8 倍。2019 年汽车销量有望在下半年恢复增长，消费者更加注重品性比，行业龙头市占率或将持续稳健提升。除了自身超越行业的增长以外，公司股息率保持在 5% 左右，可谓攻守兼备，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车销量不及预期；新车销量低迷。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 902194 | 811025 | 872562 | 955623 |
| (+/-%) | 3.62 | (10.11) | 7.59 | 9.52 |
| 净利润(百万元) | 36009 | 32308 | 35246 | 38114 |
| (+/-%) | 4.65 | (10.28) | 9.09 | 8.14 |
| 摊薄每股收益(元) | 3.08 | 2.77 | 3.02 | 3.26 |
| 市盈率(PE) | 8.65 | 9.07 | 8.31 | 7.69 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 121611 | 123771 | 150420 | 203965 | 266548 | 营业收入 | 870639 | 902194 | 811025 | 872562 | 955623 |
| 应收和预付款项 | 64503 | 58824 | 54385 | 58574 | 62619 | 营业成本 | 745212 | 773878 | 699826 | 752620 | 825528 |
| 存货 | 50042 | 58943 | 43336 | 47858 | 53914 | 营业税金及附加 | 7882 | 7463 | 7372 | 8028 | 8792 |
| 其他流动资产 | 153793 | 211838 | 211606 | 212643 | 215101 | 销售费用 | 61122 | 63423 | 50284 | 54099 | 58293 |
| 流动资产合计 | 389949 | 453376 | 459747 | 523040 | 598183 | 管理费用 | 31301 | 21336 | 28386 | 30540 | 32491 |
| 长期股权投资 | 67500 | 70930 | 67930 | 65930 | 63930 | 财务费用 | 143 | 15580 | 200 | 200 | 200 |
| 投资性房地产 | 2909 | 3190 | 3190 | 3190 | 3190 | 资产减值损失 | 3740 | 3490 | 3962 | 2072 | 2117 |
| 固定资产 | 58227 | 69187 | 67876 | 65620 | 61485 | 投资收益 | 30812 | 33126 | 31500 | 31800 | 32800 |
| 在建工程 | 16477 | 20849 | 23847 | 27374 | 31006 | 公允价值变动 | -4 | -113 | -2 | -2 | -2 |
| 无形资产开发支出 | 11747 | 14547 | 15034 | 15736 | 16609 | 营业利润 | 54110 | 53674 | 52494 | 56802 | 61000 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | | | | 其他非经营损益 | 151 | 670 | 411 | 540 | 475 |
| 其他非流动资产 | 333585 | 329394 | 327806 | 327963 | 326464 | 利润总额 | 54261 | 54344 | 52904 | 57342 | 61475 |
| 资产总计 | 723533 | 782770 | 787553 | 851002 | 924647 | 所得税 | 7145 | 5939 | 6530 | 6965 | 7258 |
| 短期借款 | 15717 | 16726 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 47116 | 48405 | 46374 | 50377 | 54217 |
| 应付和预收款项 | 148297 | 140620 | 136184 | 141207 | 150534 | 少数股东损益 | 12706 | 12395 | 14066 | 15131 | 16103 |
| 长期借款 | 6894 | 19158 | 19158 | 19158 | 19158 | 归母股东净利润 | 34410 | 36009 | 32308 | 35246 | 38114 |
| 其他负债 | 280519 | 321545 | 303453 | 312671 | 322772 | | | | | | |
| 负债合计 | 451427 | 498050 | 458795 | 473036 | 492463 | | | | | | |
| 股本 | 11683 | 11683 | 11683 | 11683 | 11683 | | | | | | |
| 资本公积 | 54868 | 55323 | 55323 | 55323 | 55323 | | | | | | |
| 留存收益 | 142441 | 155941 | 185912 | 219989 | 258103 | | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 225335 | 234369 | 264340 | 298417 | 336531 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 46771 | 50352 | 64418 | 79549 | 95653 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 272106 | 284720 | 328758 | 377966 | 432184 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 723533 | 782770 | 787553 | 851002 | 924647 | | | | | | |
| 现金流量表(百万) | | | | | | 预测指标 | | | | | |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营性现金流 | 24301 | 8976 | 26040 | 39780 | 46900 | 毛利率 | 14.41% | 14.22% | 13.71% | 13.75% | 13.61% |
| 投资性现金流 | -10912 | 9845 | 17983 | 16102 | 16852 | 销售净利率 | 3.95% | 3.99% | 3.98% | 4.04% | 3.99% |
| 融资性现金流 | -491 | -19114 | -17374 | -2337 | -1168 | 销售收入增长率 | 15.10% | 3.62% | -10.11% | 7.59% | 9.52% |
| 现金增加额 | -56 | -434 | 0 | 0 | 0 | EBIT 增长率 | 8.46% | 28.53% | -24.05% | 8.36% | 7.18% |
| | | | | | | 净利润增长率 | 7.50% | 4.65% | -10.28% | 9.09% | 8.14% |
| | | | | | | ROE | 15.27% | 15.36% | 12.22% | 11.81% | 11.33% |
| | | | | | | ROA | 4.76% | 4.60% | 4.10% | 4.14% | 4.12% |
| | | | | | | ROIC | 83.39% | 65.12% | 46.88% | 52.14% | 60.04% |
| | | | | | | EPS (X) | 2.96 | 3.08 | 2.77 | 3.02 | 3.26 |
| | | | | | | PE (X) | 10.83 | 8.65 | 9.07 | 8.31 | 7.69 |
| | | | | | | PB (X) | 1.66 | 1.33 | 1.11 | 0.98 | 0.87 |
| | | | | | | PS (X) | 0.43 | 0.35 | 0.36 | 0.34 | 0.31 |
| | | | | | | EV/EBITDA (X) | 4.72 | 3.10 | 2.91 | 1.92 | 0.96 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。