财通证券 CAITONG SECURITIES

汽车整车

证券研究报告

事件点评

公司研究

财通证券研究所

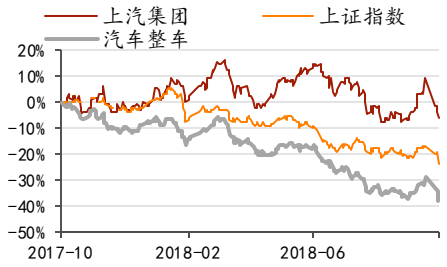
投资评级：买入（维持）

上汽集团(600104)

同期高基数致增速下滑，看好 HS 放量

市场数据	2018-10-11
收盘价（元）	28.46
一年内最低/最高(元)	27.50/37.66
市盈率	8.9
市净率	1.51
基础数据	
净资产收益率(%)	16.87
资产负债率(%)	62.4
总股本(亿股)	116.83

最近 12 月股价走势



联系信息

彭勇 分析师

SAC 证书编号：S0160517110001

pengy@ctsec.com

李渤 联系人

libo@ctsec.com

相关报告

1 《上汽集团 600104-事件点评:淡季叠加同期高基数，微增长属情理之中》 2018-09-10

2 《上汽集团 600104-中报点评:合资自主共助两位数增长》 2018-08-31

3 《上汽集团 600104-事件点评:自主品牌继续高歌猛进，Marvel X 将提升品牌》 2018-07-04

- **事件：**

公司发布 9 月产销快报，实现总销量 61.1 万，同比下滑 8.2%；其中上汽大众销量 18.8 万，同比下滑 14.0%；上汽通用销量 18.3 万，同比下滑 2.2%；上汽通用五菱销量 17.2 万，同比下滑 10.0%。上汽乘用车销量 5.2 万，同比增长 4.0%；

- **自主销量增速有所放缓，MG HS 有望成为增长的新发动机**

我们认为本月自主增速有所放缓的原因为：1.主力车型 RX5 同期销量基数较高，去年 9 月 RX5 的销量处于高点约 2.5 万台给今年的增长造成了较大的压力。2.从乘联会发布的数据看，本月行业销量增速同比下滑 14.0%，行业竞争压力较大。厂家或适当降低批发数量减轻经销商的库存压力。我们认为上汽自主品牌仍处于强产品周期且产品结构和品牌力均不断上行。经过短暂调整后，9 月中旬上市的 MG HS 车型有望成为自主增长的全新发动机，带动自主品牌重回快速增长通道。

- **同期高基数致上汽大众双位数下滑，上汽通用召回无碍公司业绩**

本月上汽大众出现了双位数的下滑，我们认为去年 9 月的高基数是主要原因。由于销量旺季的原因上汽大众去年 9 月的销量是全年最高点达到了 21.9 万，给今年销量增长造成了较大的压力。去年同期途观 L、途昂以及柯迪亚克均已完成销量爬坡达到了较高的销量规模，而今年新增车型柯米克仍处在销量爬坡过程中，暂无明显的销量增长点，但上汽大众整体车型结构向好，SUV 占比有所提升，有助于利润增长。上汽通用在 9 月 29 日备案了 332.7 万辆产品的召回计划，我们认为短期内会对上汽通用的销量造成小幅影响，待产品问题解决后销量将会逐步恢复。在业绩方面，本次召回的费用或在 2-3 亿元，对公司的业绩不造成重大影响。2019 年将是上汽通用的产品大年，多款 SUV 上市有望带动上汽通用的销量和利润双增长。

- **业绩增长确定性高，高分红提供高安全边际**

公司自主品牌仍处于强产品周期，销量有望重回高增长，叠加下半年研发费用资本化进度加快，减亏盈利可期。合资方面，上汽大众和上汽通用在 2019 年均将迎来多款以 SUV 车型为主的新产品，有望进一步促进销量和利润增长。公司业绩长年稳健增长，且分红居高不下。优业绩+高股息率为公司股价提供较强安全边际。

- **盈利预测及投资建议**

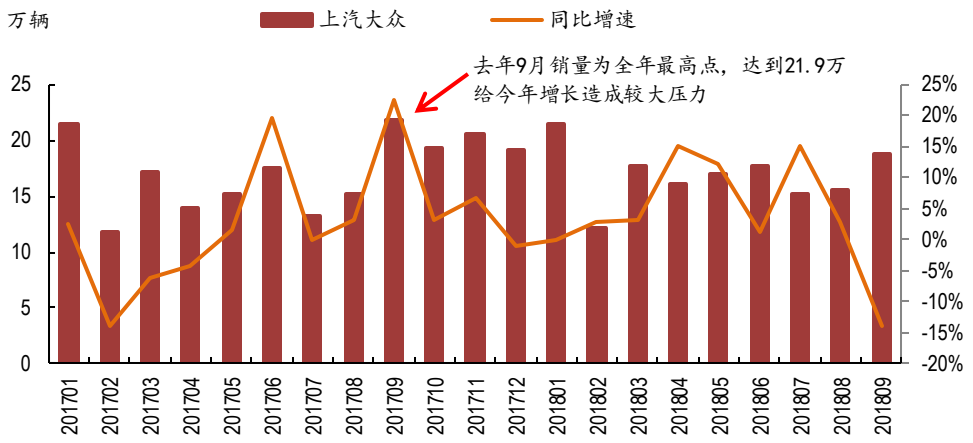
预计 2018-2020 年 EPS 分别为 3.33/3.57/3.87 元，对应 PE 分别为 8.5/8.0/7.4 倍。近期受上汽通用召回风波、中美贸易战加剧以及汇率波动导致外资流出的影响，公司股价暂时回调。长期来看公司业绩增长稳健，股息率较高，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度不及预期，销量不及预期。

表 1:公司财务及预测数据摘要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	756,416	870,639	1,021,260	1,123,386	1,213,257
增长率	12.8%	15.1%	17.3%	10.0%	8.0%
归属母公司股东净利润（百万）	32,009	34,410	38,904	41,725	45,200
增长率	7.4%	7.5%	13.1%	7.3%	8.3%
每股收益（元）	2.74	2.95	3.33	3.57	3.87
市盈率(倍)	10.4	9.7	8.5	8.0	7.4

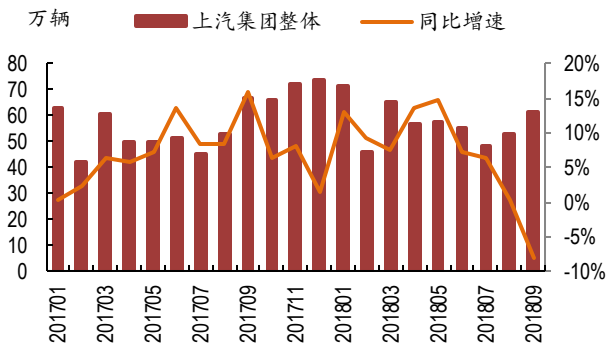
数据来源：贝格数据，财通证券研究所

图 1：上汽大众本月销量同比下滑 14.0%



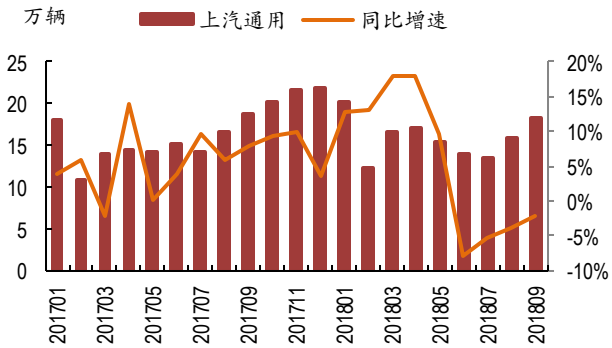
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：上汽集团本月总销量同比下滑 8.2%



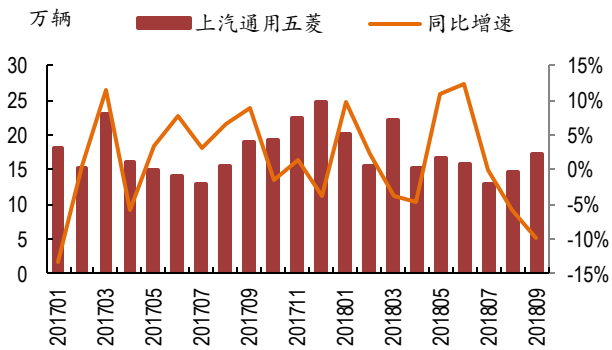
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：上汽通用本月销量同比下滑 2.2%



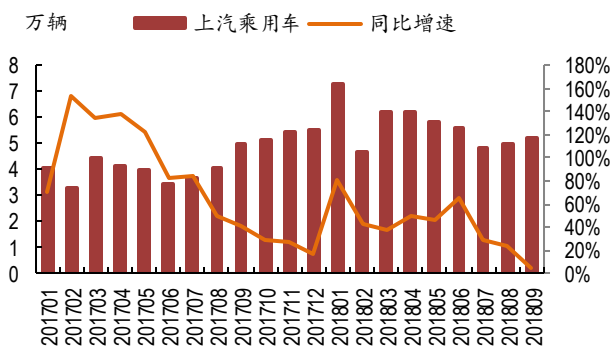
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 4：上汽通用五菱本月销量同比下滑 10.0%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 5：上汽乘用车本月销量同比增长 4.0%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**756,416**	**870,639**	**1,021,260**	**1,123,386**	**1,213,257**
减:营业成本	650,218	742,382	872,565	959,372	1,035,757
营业税费	7,521	7,882	8,681	9,549	10,313
销售费用	47,503	61,122	66,484	73,132	78,983
管理费用	28,258	31,301	42,401	46,642	50,373
财务费用	-332	143	1,124	1,128	1,121
资产减值损失	3,209	3,740	3,000	3,000	745
加:公允价值变动收益	-10	-4	-74	-41	-41
投资和汇兑收益	30,591	30,827	32,020	33,020	33,020
营业利润	**48,433**	**54,110**	**58,952**	**63,542**	**68,943**
加:营业外净收支	2,059	151	1,300	1,300	1,300
利润总额	**50,492**	**54,261**	**60,252**	**64,842**	**70,243**
减:所得税	6,530	7,145	7,388	7,951	8,613
净利润	**32,009**	**34,410**	**38,904**	**41,725**	**45,200**

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	105,933	121,611	171,296	137,261	304,246
交易性金融资产	1,560	4,795	525	1,102	1,062
应收帐款	37,623	43,882	58,569	46,963	70,113
应收票据	30,038	29,642	32,613	60,697	33,001
预付帐款	20,530	29,835	16,873	35,862	19,608
存货	37,040	50,042	65,697	54,746	73,836
其他流动资产	98,223	110,142	130,951	101,297	110,157
可供出售金融资产	50,485	64,368	69,743	61,907	60,712
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	62,677	67,500	67,575	67,657	67,752
投资性房地产	2,547	2,909	2,939	2,969	2,999
固定资产	47,054	58,227	48,440	38,623	31,032
在建工程	13,266	16,477	16,532	16,599	16,683
无形资产	10,794	11,745	11,191	10,628	10,056
其他非流动资产	72,860	112,358	93,009	73,186	78,560
资产总额	**590,628**	**723,533**	**785,952**	**709,497**	**879,817**
短期债务	8,728	15,717	-	-	-
应付帐款	150,098	180,161	252,531	176,705	301,777
应付票据	11,741	16,541	15,994	12,305	20,854
其他流动负债	126,914	178,553	167,963	149,749	147,623
长期借款	4,286	6,894	-	-	-
其他非流动负债	53,764	53,561	56,004	50,472	53,413
负债总额	**355,532**	**451,427**	**492,492**	**389,229**	**523,668**
少数股东权益	**43,175**	**46,771**	**60,730**	**75,896**	**92,326**
股本	11,026	11,683	11,683	11,683	11,683
留存收益	168,855	197,310	221,046	232,688	252,140
股东权益	**235,096**	**272,106**	**293,460**	**320,268**	**356,149**

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	43,962	47,116	38,904	41,725	45,200
加:折旧和摊销	7,767	8,941	7,691	7,730	7,768
资产减值准备	3,209	3,740	3,000	3,000	745
公允价值变动损失	10	4	-74	-41	-41
财务费用	740	1,394	1,124	1,128	1,121
投资收益	-30,572	-30,812	-32,000	-33,000	-33,000
少数股东损益	11,953	12,706	13,959	15,166	16,429
营运资金的变动	-8,636	-6,550	66,681	-100,142	127,807
经营活动产生现金流量	**11,377**	**24,301**	**99,286**	**-64,434**	**166,030**
投资活动产生现金流量	**26,437**	**-10,912**	**6,971**	**64,944**	**25,693**
融资活动产生现金流量	**-6,142**	**-491**	**-56,572**	**-34,546**	**-24,738**

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	12.8%	15.1%	17.3%	10.0%	8.0%
营业利润增长率	11.1%	11.7%	8.9%	7.8%	8.5%
净利润增长率	7.4%	7.5%	13.1%	7.3%	8.3%
EBITDA 增长率	11.8%	10.1%	6.7%	6.8%	7.5%
EBIT 增长率	9.9%	9.4%	9.2%	7.6%	8.3%
NOPLAT 增长率	10.4%	12.5%	11.9%	7.6%	8.3%
投资资本增长率	-466.1%	186.8%	136.8%	-110.5%	-1350.7%
净资产增长率	11.5%	15.7%	7.8%	9.1%	11.2%
利润率					
毛利率	14.0%	14.7%	14.6%	14.6%	14.6%
营业利润率	6.4%	6.2%	5.8%	5.7%	5.7%
净利润率	4.2%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%
EBITDA/营业收入	7.6%	7.3%	6.6%	6.4%	6.4%
EBIT/营业收入	6.6%	6.3%	5.9%	5.8%	5.8%
运营效率					
固定资产周转天数	20	22	19	14	10
流动营业资本周转天数	-45	-54	-62	-46	-45
流动资产周转天数	143	149	153	147	156
应收帐款周转天数	17	17	18	17	17
存货周转天数	18	18	20	19	19
总资产周转天数	262	272	266	240	236
投资资本周转天数	-3	-12	-25	-14	-18
投资回报率					
ROE	16.7%	15.3%	16.7%	17.1%	17.1%
ROA	7.4%	6.5%	6.7%	8.0%	7.0%
ROIC	1049.5%	-322.5%	-125.8%	-57.2%	587.5%
费用率					
销售费用率	6.3%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用率	3.7%	3.6%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
三费/营业收入	10.0%	10.6%	10.8%	10.8%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	62.4%	62.7%	54.9%	59.5%
负债权益比	151.2%	165.9%	167.8%	121.5%	147.0%
流动比率	1.11	1.00	1.09	1.29	1.30
速动比率	0.99	0.87	0.94	1.13	1.14
利息保障倍数	-151.32	384.24	53.45	57.33	62.48
分红指标					
DPS(元)	1.56	1.83	1.76	1.90	2.10
分红比率	56.8%	62.1%	52.8%	53.3%	54.3%
股息收益率	5.5%	6.4%	6.2%	6.7%	7.4%

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	2.74	2.95	3.33	3.57	3.87
BVPS(元)	16.43	19.29	19.92	20.92	22.58
PE(X)	10.4	9.7	8.5	8.0	7.4
PB(X)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3
P/FCF	5.0	4.6	4.6	-4.7	1.8
P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.9	1.0	0.0	1.4	-0.8
CAGR(%)	9.0%	9.4%	9.7%	9.0%	9.4%
PEG	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
ROIC/WACC	102.1	-31.4	-12.2	-5.6	57.2
REP	-0.1	0.0	0.0	-1.7	0.0

资料来源：贝格数据，财通证券研究所

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

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；
中性：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；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：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；
减持：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。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。