

高基数导致下滑，表现仍好于行业

中信证券研究部

2018年10月12日

陈俊斌

电话: 010-60836703

邮件: chenjb@citics.com

执业证书编号: S1010512070001

宋韶灵

电话: 010-60836714

邮件: songshaoling@citics.com

执业证书编号: S1010518090002

投资评级

买入 (维持)

当前价: 28.46 元

目标价: 41.00 元

事项:

10月11日,公司公告9月销量合计61.1万辆,同比下降8.2%,环比增长15.6%;公司1-9月合计销量514万辆,同比增长6.7%。对此,我们点评如下:

评论:

集团销量同比下降主要是由于去年同期高基数,尤其上汽大众。公司9月销量合计61.1万辆,同比下降8.2%,环比增长15.6%,同比出现下降主要是由于去年同期高基数导致,环比增速符合季节特性;公司1-9月合计销量514万辆,同比增长6.7%。分品牌来看,上汽乘用车销售5.2万辆,同比增长4.0%,1-9月累计销售50.9万辆,同比增长40.9%,大概率能够完成全年70万的销量目标;上汽通用销售18.3万辆,同比下降2.2%,1-9月累计同比增长5.3%;上汽大众销售18.8万辆,同比下降14.0%,1-9月累计同比增长3.0%;上汽通用五菱销17.1万辆,同比下降10.0%,1-9月累计同比增长0.7%。

自主新能源汽车持续热销,上海销售占比进一步降低。根据交强险数据,上汽集团8月新能源汽车继续保持热销,上牌量达到8113辆,同比增长129%;1-8月累计上牌量达到4.80万辆,同比增长235%。从地理区域来看,自主新能源车型上海地区的销售占比从2017年8月的53%下降到2018年8月的45%,体现了公司新能源汽车销售逐步摆脱对上海单一市场的依赖,并逐步增强在非限牌限号城市的竞争力。

Marvel X 售价26.88万元起,具备爆款潜质。荣威Marvel X是上汽新能源的旗舰车型,百公里加速4.8秒,拥有最长500公里的等速续航里程。Marvel X后驱版补贴后售价为26.88万元,全驱版为30.88万元,价格在同类车型中极具竞争力。Marvel X是全球第一台搭载AR增强现实技术的量产车,并搭载了3.0版本的斑马系统,还可以实现无线智能充电和最后一公里的自主泊车入库的黑科技功能。超高颜值、超前智能配置、高性价比价格,具备充分的爆款潜质。

估值安全边际高,业绩稳定性强。从安全边际角度看,公司当前估值为2018年9倍PE(股价28.46元),按照62%分红比例测算,对应约7%的股息率。同时,公司车型周期优、资产负债表超级扎实,递延所得税资产全A股第一。尤其是在行业景气下行期,公司作为行业龙头,业绩稳定性最强。从估值弹性角度看,随着自主品牌扭亏为盈,新能源车型Marvel X有望成为爆款,并且公司已经获得全国首张智能驾驶汽车路测牌照,自主品牌估值有望从目前的折价,到平价,甚至到溢价的过程。

风险因素

宏观经济增速放缓导致销量不达预期；新车型市场接受度低于预期；自主品牌亏损幅度持续加大；去年同期基数较高导致行业增速放缓。

盈利预测、估值及投资评级

维持公司 2018/2019/2020 年 EPS 预测 3.21/3.41/3.64 元（2017 年 EPS 2.96 元）。当前价为 28.46 元，对应 2018/2019/2020 年 8.9/8.4/7.9 倍 PE。公司自主品牌强势崛起，有望实现扭亏为盈；新能源汽车持续热销，Marvel X 具有爆款潜质；目前预计接近 7% 的股息率提供高安全边际。维持“买入”评级，目标价 41 元。

表 1：上汽集团盈利预测表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756,416	870,639	950,188	1,032,993	1,105,302
营业收入增长率 YoY	12.8%	15.1%	9.1%	8.7%	7.0%
净利润(百万元)	32,009	34,410	37,490	39,814	42,501
净利润增长率 YoY	7.4%	7.5%	8.9%	6.2%	6.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.90	2.96	3.21	3.41	3.64
毛利率	14.04%	14.73%	14.13%	14.21%	14.21%
净资产收益率 ROE	16.7%	15.3%	15.5%	15.4%	15.4%
每股净资产(元)	20.12	23.29	25.86	28.54	31.41
PE	10	10	8.9	8.4	7.9
PB	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：采用 2018 年 10 月 11 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia SdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。