

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2018年12月09日

11月销量走势分化，自主高增长、合资集体下滑

事件

公司发布11月产销快报：单月集团实现汽车销售64万辆，同比-10%，环比+7%；同时，公司生产汽车60万辆，产销比基本合理。其中，上汽乘用车销售6万辆，同比+17%；上汽大众销售20万辆，同比-3%；上汽通用销售18万辆，同比-17%；上汽通用五菱销售18万辆，同比-19%。集团前11月累计销售639万辆，同比+3%。

点评

乘用车景气度继续低迷，美系拖累集团整体增速。我们测算，上汽11月销售同比(-10%)略好于行业(乘用车行业-13%)；合资品牌结构性分化，自主品牌保持双位增长。

【自主品牌】上汽乘用车11月销量增速17%领跑自主行业，新产品持续发力，其中荣威i5单月销售1.2万辆，Marvel X批发破千；电动车销售稳定上万，且远未触及天花板，期待2019年更多混动车型增改上市，扩大电动车细分领域覆盖度。

【合资品牌】美系代表上汽通用终端表现较差，主要原因在于：①2018年油价上涨影响汽车消费情绪，中档合资车消费者追求高性价比，而美系车平均油耗情况相对劣势；②别克、雪佛兰老产品竞争加剧导致库存压力紧张；同时，原先的增长引擎凯迪拉克增速放缓，单月销量稳定于2万辆左右，同比平滑至31%。上汽大众批发略超预期，产品线类别饱满且结构合理，畅销车型基本持平或微增；新产品SUV途岳爬坡至1.1万辆(10月4千辆)，贡献可观增量；2019年迎来品牌新能源产品周期，共发布3款车型，两款混动(途观、帕萨特PHEV)及一款纯电(朗逸)。此外，上汽通用五菱依然处于产品低谷，销量下滑明显。

龙头高瞻远瞩，掌握产业转型核心优势。长期来看，公司在“四化(电动化/智能网联化/共享化/国际化)”方向上维持高水平资本投入，前三季度研发费用94亿元(同比+33%)，明确在自主品牌、新能源及智能驾驶等核心技术加大发展力度。同时，自主品牌在多年积淀中成长，技术突破、产品热卖，彰显“四化”战略布局成果。

投资建议

汽车小年上汽表现优于行业，龙头扩张已成必然。汽车消费周期由去库存走向去产能，未来低效产能逐渐出清，正是市占率稳居榜首、产业综合实力极强的上汽实现优胜劣汰的最佳时机，坚定看好龙头长期竞争格局。由于德美系品牌处于景气度低位，尤其是通用的下滑改变了市场对2019-2020年合资的预期，市场情绪影响下短期内上汽估值承压。我们下调公司2019-2020年归母净利润至390/421亿元(调低前399/444亿元，2018年不变)，2018-2020年EPS分别为3.11/3.34/3.61元(调低前3.11/3.41/3.80元)，对应2018-2020年PE分别为8/7/7倍；目标估值8.5倍(调低前12倍)，6个月目标价26.50元(调低前37.32元)，调低至“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。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756,416.17	870,639.43	952,376.51	1,032,168.59	1,116,946.30
增长率(%)	12.82	15.10	9.39	8.38	8.21
EBITDA(百万元)	57,771.03	63,629.58	62,309.96	68,726.01	75,209.25
净利润(百万元)	32,008.61	34,410.34	36,380.70	39,044.66	42,143.06
增长率(%)	7.43	7.50	5.73	7.32	7.94
EPS(元/股)	2.74	2.95	3.11	3.34	3.61
市盈率(P/E)	9.02	8.39	7.94	7.40	6.85
市净率(P/B)	1.50	1.28	1.32	1.24	1.14
市销率(P/S)	0.38	0.33	0.30	0.28	0.26
EV/EBITDA	0.90	1.68	0.80	0.31	0.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	增持(调低评级)
当前价格	24.72元
目标价格	26.50元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,683.46
流通A股股本(百万股)	11,503.43
A股总市值(百万元)	288,815.16
流通A股市值(百万元)	284,364.86
每股净资产(元)	19.75
资产负债率(%)	61.97
一年内最高/最低(元)	37.66/24.47

作者

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

周沐 分析师
SAC执业证书编号：S1110518090007
zhoumu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《上汽集团-季报点评:Q3单季净利87亿，同比持平，略低于市场预期》 2018-10-30
- 2 《上汽集团-半年报点评:汽车小年挤压行业，整车龙头大幅增长》 2018-08-31
- 3 《上汽集团-公司点评:7月大众穿越淡季逆势增长，“新四化”战略硕果累累》 2018-08-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	105,932.54	121,611.12	133,332.71	144,503.60	156,372.48
应收账款	37,622.81	43,882.01	43,456.61	53,069.82	50,746.23
预付账款	20,529.66	29,835.19	18,605.31	33,963.55	25,326.42
存货	37,039.78	50,041.76	47,611.33	55,327.78	58,329.83
其他	129,820.78	144,578.44	162,576.06	147,727.56	174,814.13
流动资产合计	330,945.56	389,948.53	405,582.03	434,592.31	465,589.08
长期股权投资	62,677.19	67,500.22	68,870.42	72,154.00	75,312.94
固定资产	47,053.91	58,226.66	87,870.28	115,545.17	141,372.14
在建工程	13,266.06	16,476.97	14,721.34	13,522.51	12,769.32
无形资产	10,796.44	11,747.04	12,701.70	13,513.26	13,997.91
其他	79,668.93	101,056.61	96,683.07	92,915.49	93,744.98
非流动资产合计	213,462.52	255,007.50	280,846.81	307,650.44	337,197.29
资产总计	590,628.14	723,533.13	772,863.65	837,321.04	907,372.49
短期借款	8,728.15	15,717.40	33,781.24	10,074.79	27,817.81
应付账款	150,098.35	180,161.16	184,730.99	219,842.38	228,135.33
其他	138,654.88	195,093.95	191,243.07	212,365.85	217,220.71
流动负债合计	297,481.37	390,972.51	409,755.31	442,283.02	473,173.85
长期借款	4,285.99	6,894.02	20,000.00	20,000.00	20,000.00
应付债券	14,160.13	7,071.85	15,000.00	16,500.00	18,150.00
其他	39,604.27	46,488.93	48,813.38	51,254.05	53,816.75
非流动负债合计	58,050.39	60,454.81	83,813.38	87,754.05	91,966.75
负债合计	355,531.76	451,427.31	493,568.69	530,037.07	565,140.60
少数股东权益	43,175.40	46,770.51	60,001.85	74,166.00	89,643.97
股本	11,025.57	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	39,807.25	54,868.43	50,616.25	48,823.24	51,435.97
留存收益	168,854.79	197,309.56	207,609.65	221,434.50	240,904.46
其他	(27,766.63)	(38,526.15)	(50,616.25)	(48,823.24)	(51,435.97)
股东权益合计	235,096.37	272,105.82	279,294.96	307,283.97	342,231.90
负债和股东权益总	590,628.14	723,533.13	772,863.65	837,321.04	907,372.49

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43,961.96	47,116.10	36,380.70	39,044.66	42,143.06
折旧摊销	7,899.33	9,084.51	4,835.66	6,605.99	8,352.72
财务费用	739.76	1,394.19	1,596.99	1,755.46	1,378.09
投资损失	(30,572.26)	(30,811.61)	(32,352.19)	(33,322.76)	(33,655.98)
营运资金变动	2,906.03	25,806.45	5,549.87	41,197.60	(2,285.57)
其它	(13,557.89)	(28,288.56)	10,757.87	14,598.90	15,944.75
经营活动现金流	11,376.93	24,301.07	26,768.89	69,879.86	31,877.06
资本支出	17,385.87	21,921.41	31,353.86	31,452.94	31,348.44
长期投资	3,657.52	4,823.03	1,370.20	3,283.58	3,158.94
其他	5,393.11	(37,656.22)	(35,889.27)	(46,008.15)	(51,014.52)
投资活动现金流	26,436.50	(10,911.78)	(3,165.22)	(11,271.62)	(16,507.14)
债权融资	35,847.89	46,620.04	78,976.12	58,509.88	78,990.05
股权融资	1,458.18	20,556.84	(21,730.41)	(3,083.26)	1,769.84
其他	(43,447.82)	(67,667.95)	(69,127.79)	(102,863.96)	(84,260.93)
筹资活动现金流	(6,141.75)	(491.08)	(11,882.08)	(47,437.34)	(3,501.03)
汇率变动影响	18.27	15.70	16.58	16.85	16.37
现金净增加额	31,689.96	12,913.91	11,738.17	11,187.74	11,885.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.17	870,639.43	952,376.51	1,032,168.5	1,116,946.3
营业成本	650,218.11	742,382.41	810,871.44	877,388.04	948,658.67
营业税金及附加	7,520.72	7,881.68	7,619.01	8,257.35	8,935.57
营业费用	47,503.42	61,121.68	64,285.41	70,187.46	75,393.88
管理费用	28,258.36	31,301.21	38,095.06	43,867.16	46,911.74
财务费用	(332.32)	143.23	1,596.99	1,755.46	1,378.09
资产减值损失	3,209.47	3,739.59	3,926.57	4,122.90	4,329.05
公允价值变动收益	(10.02)	(4.34)	(2,473.47)	434.75	466.78
投资净收益	30,590.53	30,827.31	32,368.76	33,339.60	33,672.36
其他	(58,975.10)	(60,863.34)	(59,790.60)	(67,548.70)	(68,278.27)
营业利润	48,433.00	54,109.99	55,877.31	60,364.55	65,478.44
营业外收入	3,313.77	868.57	1,200.00	900.00	750.00
营业外支出	1,254.31	717.54	700.00	800.00	750.00
利润总额	50,492.46	54,261.01	56,377.31	60,464.55	65,478.44
所得税	6,530.50	7,144.92	6,765.28	7,255.75	7,857.41
净利润	43,961.96	47,116.10	49,612.04	53,208.81	57,621.03
少数股东损益	11,953.35	12,705.76	13,231.34	14,164.15	15,477.97
归属于母公司净利润	32,008.61	34,410.34	36,380.70	39,044.66	42,143.06
每股收益(元)	2.74	2.95	3.11	3.34	3.61

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	12.82%	15.10%	9.39%	8.38%	8.21%
营业利润	11.12%	11.72%	3.27%	8.03%	8.47%
归属于母公司净利润	7.43%	7.50%	5.73%	7.32%	7.94%
获利能力					
毛利率	14.04%	14.73%	14.86%	15.00%	15.07%
净利率	4.23%	3.95%	3.82%	3.78%	3.77%
ROE	16.68%	15.27%	16.59%	16.75%	16.68%
ROIC	1048.37%	-322.53%	-120.74%	-281.54%	-170.23%
偿债能力					
资产负债率	60.20%	62.39%	63.86%	63.30%	62.28%
净负债率	88.71%	78.55%	101.40%	91.53%	95.56%
流动比率	1.11	1.00	0.99	0.98	0.98
速动比率	0.99	0.87	0.87	0.86	0.86
营运能力					
应收账款周转率	21.00	21.36	21.81	21.39	21.52
存货周转率	20.37	20.00	19.51	20.05	19.65
总资产周转率	1.37	1.33	1.27	1.28	1.28
每股指标(元)					
每股收益	2.74	2.95	3.11	3.34	3.61
每股经营现金流	0.97	2.08	2.29	5.98	2.73
每股净资产	16.43	19.29	18.77	19.95	21.62
估值比率					
市盈率	9.02	8.39	7.94	7.40	6.85
市净率	1.50	1.28	1.32	1.24	1.14
EV/EBITDA	0.90	1.68	0.80	0.31	0.38
EV/EBIT	1.03	1.95	0.87	0.34	0.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com