

汽车汽配

汽车零部件 II

上汽集团 (600104)

2019 年 1 月产销数据点评

买入

(维持评级)

2019 年 02 月 15 日

去库存短期承压，长期稳健高股息

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

联系人：何俊艺

hejunyi@guosen.com.cn

事项：

上汽集团 2019 年 1 月单月实现销量 61.15 万辆，同比下滑 14.1%。

评论：

■ 1 月单月同比下滑 14.1%，增速持续跑赢行业

上汽集团 1 月单月实现销量 61.15 万，同比下滑 14.1%，上汽大众 1 月单月销售 19.00 万辆，同比下滑 11.2%，上汽通用 1 月单月销售 18.05 万辆，同比下滑 11%，上汽通用五菱 1 月单月销售 16.00 万辆，同比下滑 20.0%。上汽乘用车 1 月单月销售 6.00 万辆，同比下滑 17.8%。本月上汽集团旗下上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱以及上汽乘用车均出现下滑，主要由于目前行业仍处于去库存阶段，终端折扣高企，后期整车厂商将主要通过减产的方式降低库存。整体来看，2019 年 1 月行业批发侧销量数据同比下滑 17%，公司增速持续跑赢行业。

图 1：上汽集团单月销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：上汽集团单月销量同比增速



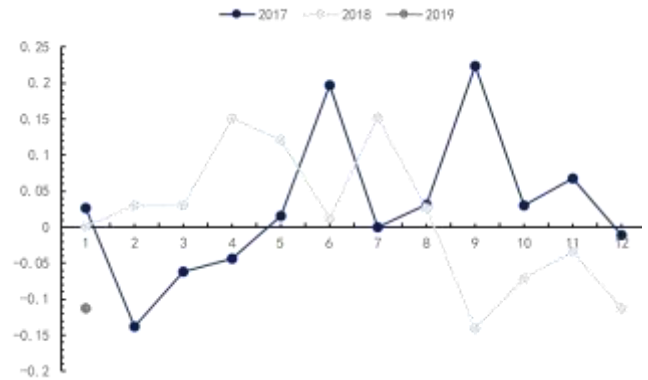
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 上汽大众单月销量 (单位: 万辆)



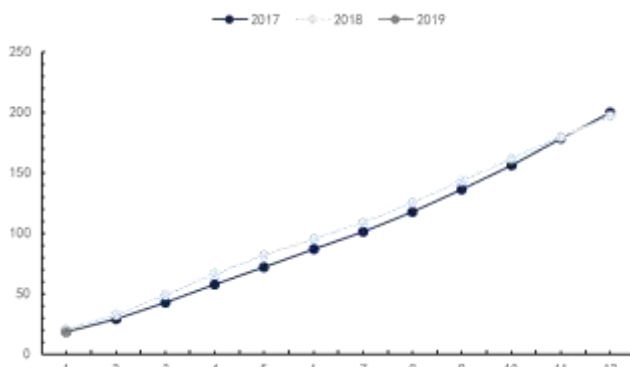
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 上汽大众单月销量同比增速



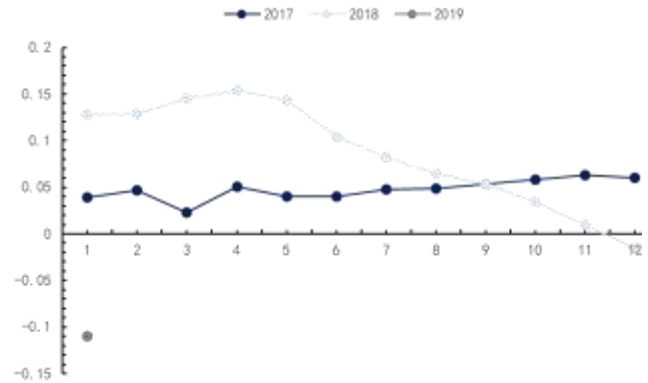
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 上汽通用单月销量 (单位: 万辆)



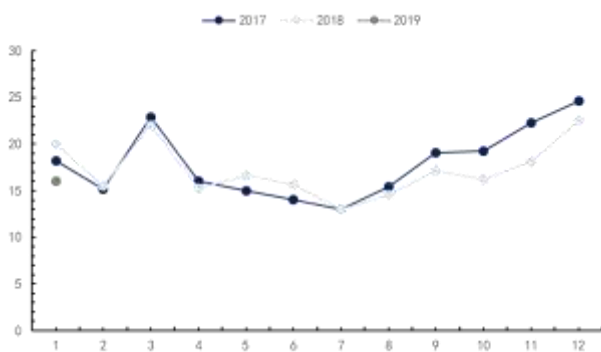
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 上汽通用单月销量同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 上汽通用五菱单月销量 (单位: 万辆)



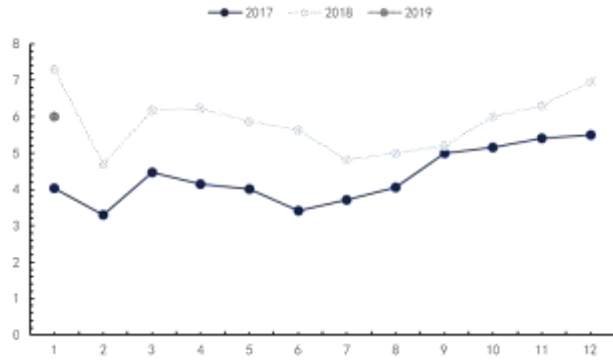
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 上汽通用五菱单月销量同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 上汽自主单月销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 上汽自主单月销量同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 2019 年 1 月部分厂商销量情况 (单位: 辆)

制造商	同比增长	环比增长	2019 年 1 月	2018 年 12 月	2018 年 1 月
东风英菲尼迪	18912.50%	-40.35%	1521	2550	8
江铃汽车	207.14%	416.41%	3744	725	1219
广汽丰田	74.82%	89.59%	79700	42037	45591
奇瑞汽车	41.37%	-19.00%	40022	49408	28310
华晨宝马	21.97%	27.91%	52922	41374	43388
广汽本田	2.52%	7.12%	73617	68723	71809
吉利汽车	2.13%	69.71%	158393	93333	155089
北京奔驰	1.51%	16.52%	54256	46564	53448
东风日产	-1.30%	-20.78%	112232	141673	113711
东风本田	-1.73%	-17.84%	66286	80683	67455
东风悦达起亚	-2.26%	-42.89%	29472	51609	30152
一汽丰田	-6.45%	43.23%	78369	54716	83775
上汽通用	-10.96%	4.95%	180497	171984	202717
上汽大众	-11.18%	11.75%	190000	170028	213920
沃尔沃亚太	-12.44%	-20.81%	8886	11221	10149
上汽乘用车	-15.65%	-27.31%	61607	84750	73036
上汽通用五菱	-26.47%	-25.72%	110391	148616	150134
广汽菲克	-31.91%	-9.46%	9217	10180	13536
一汽大众	-32.04%	-10.80%	161069	180577	237022
一汽轿车	-39.67%	-31.97%	15407	22646	25538
长安马自达	-43.90%	2.44%	12278	11986	21887
北京汽车	-44.28%	-54.14%	5019	10944	9007
北京现代	-46.62%	-63.52%	32034	87821	60010
华晨金杯	-64.25%	-33.98%	2668	4041	7462
神龙汽车	-64.47%	-16.04%	11726	13966	33000
东风雷诺	-66.33%	88.90%	3030	1604	9000
长安福特	-70.91%	-17.96%	14110	17198	48509
一汽乘用车	-75.40%	-18.25%	1245	1523	5060
天津一汽夏利	-77.45%	-40.81%	451	762	2000
观致汽车	-88.61%	-77.83%	482	2174	4232

资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

■ 细分车型分析：增量主要来源于凯迪拉克以及名爵等子品牌的部分车型

具体车型来看，上汽大众增量车型主要来自于科洛克，新朗逸以及晶锐和新锐，而途观、途昂、帕萨特以及科迪亚克等车型均出现下滑。上汽通用增量车型主要来自全新君威、全新英朗、凯迪拉克、迈锐宝等车型，下滑幅度较大的车型主要有 GL8、昂科威、新君越、阅朗等车型。上汽乘用车增量车型主要来自于 MG3 以及 MG5，而 RX5、RX3 等荣威系列下滑显著。

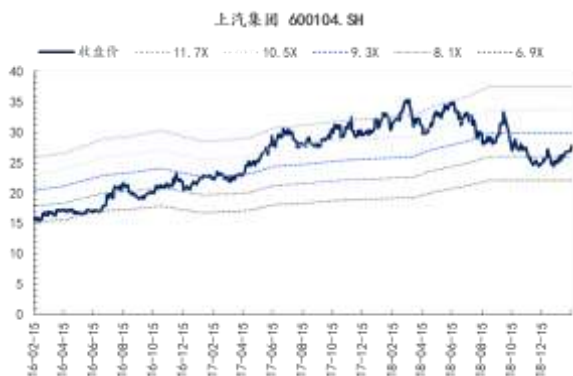
■ 风险提示

行业去库存进度不达预期进而引发价格战

■ 核心观点：行业去库存短期承压，长期看稳健高股息

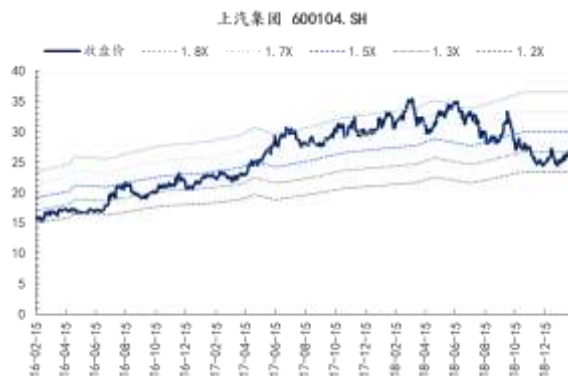
2018 年汽车行业库存持续增加，终端折扣持续加大，汽车行业全年下滑 4%，2019 年一季度将是各个整车厂大力主动去库存阶段，目前行业折扣较高，各个整车厂普遍从 2018 年的 12 月开始进入去库存阶段，后期主要通过减产的方式降低整车厂和渠道库存。公司作为汽车行业龙头，2019 年 1 月批发侧数据同比下滑 14.1%，跑赢行业 3pct，龙头市占率持续提升。公司销量受到行业去库存影响短期承压，2019 年是上汽通用的产品大年，累计推出 7 款车型。长期来看公司业绩稳健，分红比例持续提升，5% 以上高股息率大概率可持续。整体而言，公司属于高股息稳增长汽车股，2019-2020 年销量增速有望稳定维持在 5-10% 区间，我们预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为 3.18/3.45/3.72 元，目前股价对应 PE 分别为 8.7/8.0/7.0 倍，维持“买入”评级。

图 11：上汽集团 PE-Band



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12：上汽集团 PB-Band



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：可比公司盈利预测

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			评级
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
600104.SH	上汽集团	27.6	3225	3.18	3.45	3.72	8.7	8	7.4	买入
000625.SZ	长安汽车	8.34	359	0.12	0.22	1.07	69.3	38.2	7.8	买入
601238.SH	广汽集团	11.34	1068	1.2	1.35	1.5	9.43	8.43	7.57	未评级
601633.SH	长城汽车	7.3	598		0.68	0.77	9.55	10.77	9.54	未评级

资料来源:wind、国信证券经济研究所预测
备注：未评级公司的盈利预测参考 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	121611	100072	109205	110296
应收款项	73524	77284	86558	94348
存货净额	50042	44114	49345	53761
其他流动资产	84676	81805	91622	57395
流动资产合计	389949	399428	490574	561952
固定资产	74704	92630	112207	130456
无形资产及其他	11745	11276	10806	10336
投资性房地产	179635	179635	179635	179635
长期股权投资	67500	68870	71967	75064
资产总计	723533	751840	865189	957442
短期借款及交易性金融负债	32654	53019	106416	144453
应付款项	137661	143371	160370	174722
其他流动负债	220658	204374	228213	248391
流动负债合计	390973	400763	494999	567566
长期借款及应付债券	13966	13966	13966	13966
其他长期负债	46489	53588	60305	67205
长期负债合计	60455	67554	74271	81171
负债合计	451427	468318	569270	648737
少数股东权益	46771	49826	53143	56158
股东权益	225335	233697	242776	252547
负债和股东权益总计	723533	751840	865189	957442

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	2.95	3.18	3.45	3.72
每股红利	2.50	2.46	2.68	2.88
每股净资产	19.29	20.00	20.78	21.61
ROIC	14%	12%	15%	18%
ROE	15%	16%	17%	17%
毛利率	15%	15%	15%	15%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%
收入增长	15%	8%	12%	9%
净利润增长率	8%	8%	9%	8%
资产负债率	69%	69%	72%	74%
息率	9.1%	8.9%	9.7%	10.4%
P/E	9.4	8.7	8.0	7.4
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	21.2	24.7	23.0	22.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	870639	940291	1053125	1147907
营业成本	742382	800845	895894	976524
营业税金及附加	7882	10813	12111	13201
销售费用	61122	68641	76878	82649
管理费用	31301	35073	37329	40647
财务费用	143	(231)	1584	3514
投资收益	30812	34729	35855	38959
资产减值及公允价值变动	(3744)	(3366)	(3443)	(3518)
其他收入	(767)	0	0	0
营业利润	54110	56512	61741	66814
营业外净收支	151	1477	1229	953
利润总额	54261	57989	62970	67766
所得税费用	7145	7249	7871	8471
少数股东损益	12706	13579	14745	15868
归属于母公司净利润	34410	37162	40354	43427

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	34410	37162	40354	43427
资产减值准备	530	86	265	389
折旧摊销	8594	7045	7934	9063
公允价值变动损失	3744	3366	3443	3518
财务费用	143	(231)	1584	3514
营运资本变动	(5717)	1650	23498	63840
其它	1383	2969	3053	2625
经营活动现金流	42944	52278	78547	122863
资本开支	(19097)	(27954)	(30749)	(30749)
其它投资现金流	(5698)	(36057)	(57692)	(92307)
投资活动现金流	(29617)	(65381)	(91537)	(126152)
权益性融资	15425	0	0	0
负债净变化	2608	0	0	0
支付股利、利息	(29228)	(28800)	(31274)	(33656)
其它融资现金流	40167	20364	53398	38037
融资活动现金流	2352	(8436)	22123	4380
现金净变动	15679	(21539)	9133	1091
货币资金的期初余额	105933	121611	100072	109205
货币资金的期末余额	121611	100072	109205	110296
企业自由现金流	8052	2545	27733	72679
权益自由现金流	50827	23111	79744	107641

相关研究报告

- 《上汽集团-600104-2018年9月产销数据点评：短期承压，长期仍有看点》 ——2018-10-12
- 《上汽集团-600104-2018年8月产销数据点评：8月同比增速放缓，上汽通用下滑收窄》 ——2018-09-10
- 《上汽集团-600104-2018年半年报点评：结构优化，业绩符合预期》 ——2018-08-31
- 《上汽集团-600104-2018年7月产销数据点评：7月同比增速稳定，上汽大众销量超预期》 ——2018-08-06
- 《上汽集团-600104-2018年6月产销数据点评：6月同比增速稳定，上汽通用五菱销量超预期》 ——2018-07-04

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行