

上汽集团（600104）重大事项点评

龙头低估，公司拟回购

事项:

- ❖ 公司发布回购方案，计划回购 0.58 亿-1.17 亿股，回购期限自股东大会审议通过起 6 个月内，回购价不超过 25.97 元/股（含 25.97 元/股），总额不超过 30.3 亿元，本次回购的股份拟用于公司股权激励，3 年内未使用则降转让或注销。

评论:

- ❖ **股票低估值状态，回购显示公司中长期经营信心。**上汽自今年 3 月股价跌破每股净资产已有近 4 个月，当前静态 PB 0.9 倍，依旧处于 2005 年以来最低区间。我们认为本次回购计划主要由于 1) 股价位于中长期低位，2) 公司对未来持续发展及公司价值有信心。0.58 亿-1.17 亿股占公司当前总股本 0.5%-1.0%。
- ❖ **当期估值主要受宏观信心、上汽相对较弱的基本面拖累。**3 月汽车刺激政策低于预期之后，尽管 2 季度汽车销量超前期预期，上汽等汽车板块大市值标的股价表现仍然持续疲弱，这主要是因为市场对宏观预期仍不稳定，因而对汽车后续销量的预期相对模糊或者悲观，板块估值因此被压制。而上汽集团股价相对跑输其它整车股，主要在于公司基本面相对偏弱（前 5 月行业累计增速-28%、集团累计-36%）：1) 上汽大众进入长达 4 年产品强周期末期，又受到一汽大众 SUV 新品压制，销量表现呈现疲态；2) 上汽通用 2 季度完成产品线调整，数据仍在恢复中；3) 上汽乘用车和上汽通用五菱跟随行业，但对应的中低端市场仍未完全启动。
- ❖ **我们判断上汽基本面已走过底部，全面启动仍待时日。**1 季度公司全面受到疫情影响，2 季度大众完成去库调整、通用完成新品切换。3 季度一方面预计通用恢复体现将更明显，另一方面行业预计保持正增长，对上汽自主和五菱的平稳恢复有所带动，大众则有赖于新款产品投放及销售策略的调整。行业对上汽的影响比过去几年要更显著。
- ❖ **中长期公司龙头地位将保持，当前估值低估。**上汽的投资机会的把握很大程度上来自于行业周期波动，以及上汽自身的龙头地位。行业我们预计从 2 季度开始平稳向上，而上汽综合竞争力仍然为中国汽车集团之首：1) 国内整车销售，大众平价车份额稳、豪华车升，通用平价车降、豪华车平（量增），自主（包括五菱）升；2) 全球整车销售，通用系（含五菱）方面中国逐步承担部分美国本土研发及制造角色，自主的荣威、MG 已经开始出口出海；3) 零部件，华域加强全球战略和对外供应，保持优质经营；4) 前瞻技术，应对最早、客观条件最好（地理位置、机制、人才、资金储备）。当前股价破净低估。
- ❖ **投资建议：**公司为中国汽车行业龙头，综合竞争力为车企之首，当期经营受大众，以及中低端需求的自主、五菱影响，预计 2Q20 逐步走出调整，当前具备低估值配置机会，看好 2020-2021 行业景气恢复后上汽的 β 机会。我们维持公司 2020-2022 年公司归母净利润 228 亿、274 亿、310 亿元预期，对应 EPS 分别 1.96、2.34、2.66 元，同比分别-11%、+20%、+13%，对应 PE 9.5 倍、8.0 倍、7.0 倍，维持目标价 27.4 元，对应 2020-2022 年 PE 14 倍、12 倍、10 倍，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济不及预期、行业销量不及预期、通用及五菱表现不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	826,530	816,977	932,788	966,504
同比增速(%)	-6.9%	-1.2%	14.2%	3.6%
归母净利润(百万)	25,573	22,841	27,364	31,043
同比增速(%)	-28.9%	-10.8%	19.8%	13.4%
每股盈利(元)	2.19	1.96	2.34	2.66
市盈率(倍)	8.5	9.5	8.0	7.0
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 7 月 3 日收盘价

强推（维持）

目标价：27.4 元

当前价：18.65 元

华创证券研究所

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

公司基本数据

总股本(万股)	1,168,346
已上市流通股(万股)	1,168,346
总市值(亿元)	2,178.97
流通市值(亿元)	2,178.97
资产负债率(%)	62.8
每股净资产(元)	21.3
12 个月内最高/最低价	25.03/16.61

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《上汽集团（600104）2020 年一季报点评：等待 β 机会，等待集团调整》

2020-04-30

《上汽集团（600104）重大事项点评：4 月数据大幅好转，积极信号》

2020-05-08

《上汽集团（600104）重大事项点评：5 月通用、自主批发增速改善》

2020-06-08

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	127,827	150,425	142,772	132,639
应收票据	6,245	8,170	10,261	10,632
应收账款	41,341	40,438	45,478	44,971
预付账款	28,939	21,629	16,333	16,856
存货	54,399	57,101	60,942	62,893
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	252,407	251,069	278,528	286,811
流动资产合计	511,158	528,832	554,314	554,802
其他长期投资	14,396	14,430	16,163	16,796
长期股权投资	64,617	67,617	70,617	73,617
固定资产	83,056	89,255	99,597	111,355
在建工程	16,188	16,188	15,188	15,188
无形资产	15,281	16,008	16,674	17,784
其他非流动资产	144,637	142,358	143,216	143,276
非流动资产合计	338,175	345,856	361,455	378,016
资产合计	849,333	874,688	915,769	932,818
短期借款	25,588	35,588	30,588	25,588
应付票据	32,962	36,049	36,749	33,712
应付账款	137,086	144,195	146,997	143,275
预收款项	11,873	11,736	13,399	13,884
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	76,214	76,214	76,214	76,214
一年内到期的非流动负债	26,838	19,463	20,305	22,202
其他流动负债	152,242	153,716	171,184	176,912
流动负债合计	462,803	476,961	495,436	491,787
长期借款	19,137	24,137	14,137	9,137
应付债券	16,162	18,000	20,000	15,000
其他非流动负债	50,391	49,636	50,287	50,945
非流动负债合计	85,690	91,773	84,424	75,082
负债合计	548,493	568,734	579,860	566,869
归属母公司所有者权益	249,702	245,934	264,161	281,522
少数股东权益	51,138	60,020	71,748	84,427
所有者权益合计	300,840	305,954	335,909	365,949
负债和股东权益	849,333	874,688	915,769	932,818

现金流量表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	46,272	38,470	22,425	22,200
现金收益	36,451	31,899	36,657	40,848
存货影响	4,544	-2,703	-3,841	-1,951
经营性应收影响	4,901	8,287	666	1,613
经营性应付影响	22,013	10,059	5,166	-6,275
其他影响	-21,637	-9,073	-16,222	-12,035
投资活动现金流	-39,264	-25,063	-29,071	-33,479
资本支出	-23,954	-21,702	-25,802	-30,295
股权投资	6,313	-3,000	-3,000	-3,000
其他长期资产变化	-21,623	-361	-269	-184
融资活动现金流	-3,094	9,191	-1,007	1,146
借款增加	23,852	9,463	-12,158	-13,103
股利及利息支付	-26,010	-17,402	-24,493	-31,428
股东融资	334	5,643	2,382	2,786
其他影响	-1,270	11,487	33,262	42,891

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	826,530	816,977	932,788	966,504
营业成本	726,100	720,976	816,649	842,791
税金及附加	6,610	6,869	7,843	8,127
销售费用	57,451	56,371	67,161	70,555
管理费用	22,308	22,058	26,118	28,029
研发费用	13,394	13,072	15,857	15,947
财务费用	-12,282	-14,602	-18,229	-20,299
信用减值损失	-1,865	-2,000	-2,500	-2,200
资产减值损失	-1,642	-2,000	-2,500	-2,000
公允价值变动收益	1,497	500	500	500
投资收益	24,901	24,593	29,487	30,497
其他收益	4,379	3,000	2,500	2,000
营业利润	40,316	36,325	44,876	50,151
营业外收入	766	700	800	1,000
营业外支出	154	200	300	400
利润总额	40,928	36,825	45,376	50,751
所得税	5,669	5,101	6,285	7,029
净利润	35,259	31,724	39,091	43,722
少数股东损益	9,686	8,883	11,727	12,679
归属母公司净利润	25,573	22,841	27,364	31,043
NOPLAT	24,678	19,145	23,387	26,235
EPS(摊薄) (元)	2.19	1.96	2.34	2.66

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-6.9%	-1.2%	14.2%	3.6%
EBIT 增长率	-34.7%	-22.4%	22.2%	12.2%
归母净利润增长率	-28.9%	-10.8%	19.8%	13.4%
获利能力				
毛利率	12.2%	11.8%	12.5%	12.8%
净利率	4.3%	3.9%	4.2%	4.5%
ROE	8.5%	7.5%	8.1%	8.5%
ROIC	13.2%	9.5%	11.4%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	64.6%	65.0%	63.3%	60.8%
债务权益比	45.9%	48.0%	40.3%	33.6%
流动比率	110.4%	110.9%	111.9%	112.8%
速动比率	98.7%	98.9%	99.6%	100.0%
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	18	18	17	17
应付账款周转天数	65	70	64	62
存货周转天数	28	28	26	26
每股指标(元)				
每股收益	2.19	1.96	2.34	2.66
每股经营现金流	3.96	3.29	1.92	1.90
每股净资产	21.37	21.05	22.61	24.10
估值比率				
P/E	8.5	9.5	8.0	7.0
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.8	14.5	12.5	11.2

汽车组团队介绍

组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500