

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2020年07月07日

6月批发同比转正，估值处于低位

事件:

公司发布6月销售快报，公司月度整体销量48万辆，同比+3%，环比+1%。

点评:

疫情冲击减弱，集团6月批发销量同比增速转正。受疫情影响，今年1季度公司销量下滑较多，但随着疫情冲击影响的减弱，随着经济的逐步恢复，公司各个品牌的销量逐步回归正轨。6月份：上汽大众销量14.3万辆，同比-7%，环比+9%；上汽通用销量13.1万辆，同比-7%，环比-4%；上汽自主销量4.8万辆，同比-3%，环比-8%；通用五菱销量12.4万辆，同比24%，环比2%。其中通用五菱已经是连续第三个月同比双位数增长。

二季度销量同比降幅相比一季度大幅收窄。1-6月份上汽集团累计销量205万辆，同比-30%；上汽大众57.7万辆，同比-37%；上汽通用55.6万辆，同比-33%；上汽自主24.1万辆，同比-23%；通用五菱53.1万辆，同比-29%。二季度相对一季度销量出现明显改善，降幅大幅收窄：上汽集团Q1、Q2同比分别为-56%/-2%，上汽大众同比-61%/-13%，上汽通用同比-58%/-7%，上汽自主同比-34%/-12%，通用五菱同比-62%/+16%。

回购股份彰显信心，用于股权激励。7月4日公司发布公告，拟使用自有资金以不超过25.97元/股回购公司股份，预计回购数量占公司总股本0.5%-1%，回购总金额不超过30.34亿元。我们认为本次回购彰显了公司对自身未来发展的信心，此次回购股份也为后续拟进行股权激励做好了铺垫，有利于理顺公司的治理结构，维护股东利益。

入股神州租车，加码智慧出行板块。7月2日公司公告，全资子公司上汽香港拟以每股3.10港币的价格收购神州租车不超过6.1亿股。神州租车是国内领先的租车服务提供商，19年收入为77亿元，净利润为0.3亿元。我们认为公司入股神州租车可以帮助公司加速在智慧出行的布局，加强资源协同和产业链的整合。

投资建议：未来随着低端产能的退出，行业集中度提升，市场竞争格局边际改善，有实力有底蕴的龙头车企大幅受益。受疫情影响，我们调整公司20-22年的归母净利润预期至218亿、265亿和298亿（此前预期分别为257亿、294亿和340亿），对应PE分别为10.6倍、8.7倍、7.7倍。2021年10倍目标PE，对应公司目标价调整为22.70元，维持“买入”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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	902,194.06	843,324.37	769,214.35	845,852.05	913,018.94
增长率(%)	3.62	(6.53)	(8.79)	9.96	7.94
EBITDA(百万元)	80,445.16	71,705.05	41,118.52	48,631.51	54,455.07
净利润(百万元)	36,009.21	25,603.38	21,832.75	26,513.99	29,835.10
增长率(%)	4.65	(28.90)	(14.73)	21.44	12.53
EPS(元/股)	3.08	2.19	1.87	2.27	2.55
市盈率(P/E)	6.41	9.02	10.57	8.71	7.74
市净率(P/B)	0.99	0.92	0.95	0.90	0.85
市销率(P/S)	0.26	0.27	0.30	0.27	0.25
EV/EBITDA	0.68	0.43	1.11	(1.24)	0.48

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	买入(维持评级)
当前价格	19.76元
目标价格	22.70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)	11,683.46
A股总市值(百万元)	230,865.20
流通A股市值(百万元)	230,865.20
每股净资产(元)	21.34
资产负债率(%)	62.77
一年内最高/最低(元)	27.05/16.90

作者

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

文康 分析师
SAC执业证书编号: S1110519040002
wenkang@tfzq.com

股价走势

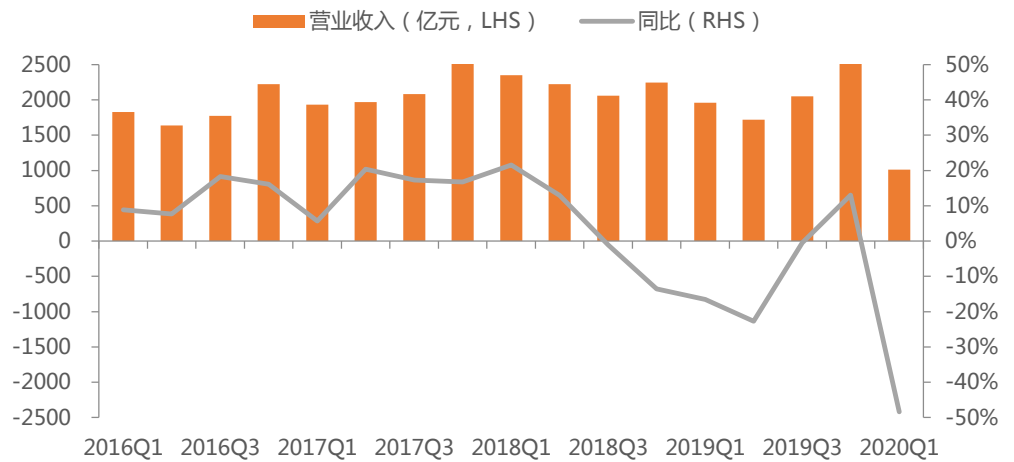


资料来源: 贝格数据

相关报告

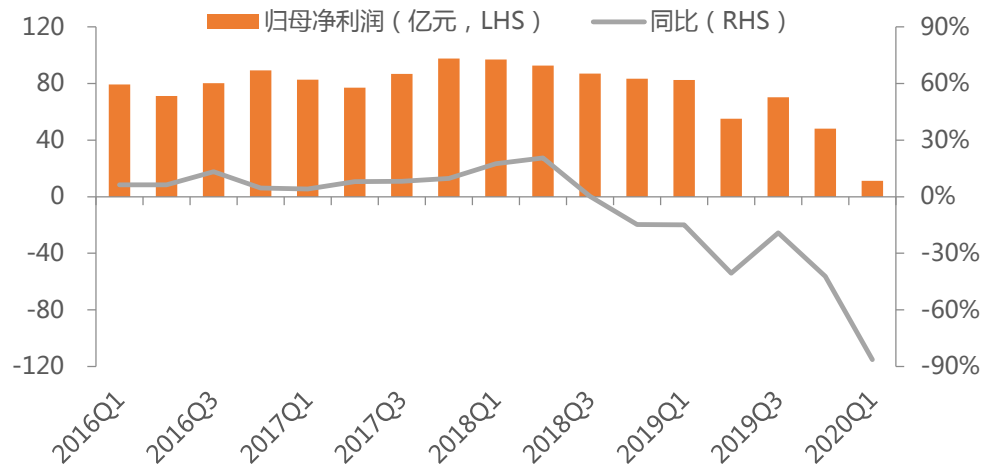
- 《上汽集团-年报点评报告:业绩符合预期，看好疫情恢复后的景气回升》2020-04-13
- 《上汽集团-公司点评:批发销量增速转正，上汽大众表现亮眼》2020-01-08
- 《上汽集团-季报点评:行业低谷或已过去，布局龙头正当时》2019-10-31

图 1：上汽集团 16 年至今单季度营业收入及同比（亿元，%）



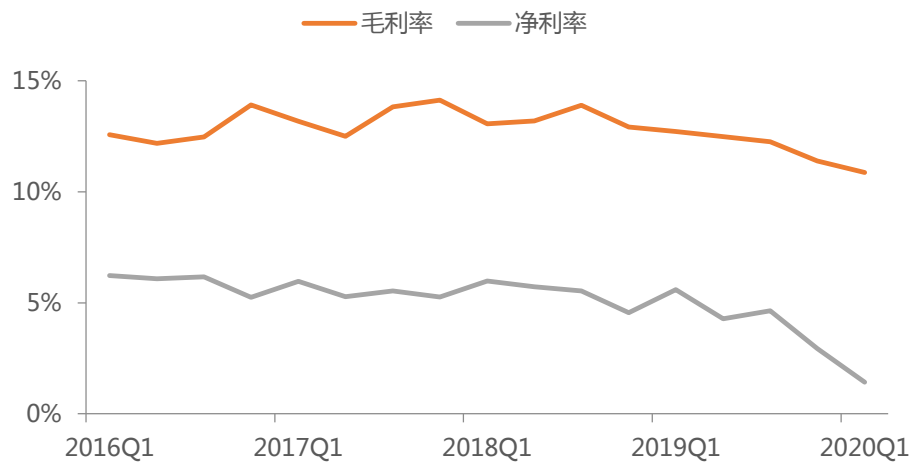
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：上汽集团 16 年至今单季度归母净利润及同比（亿元，%）



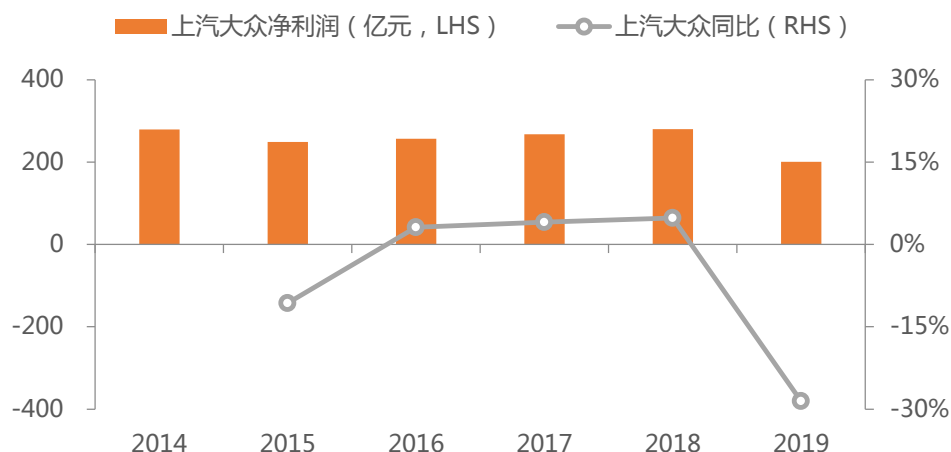
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：上汽集团 16 年至今单季度毛利率及净利率（%）



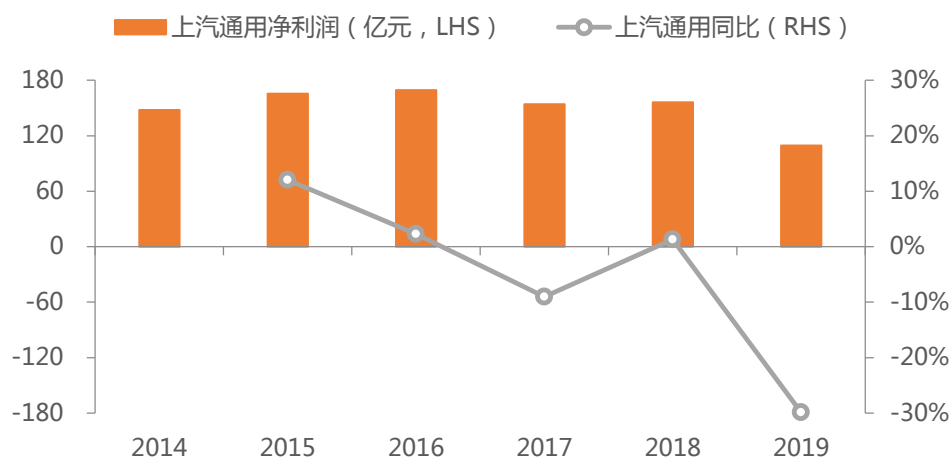
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4: 上汽大众 14 年至今净利润及同比 (亿元, %)



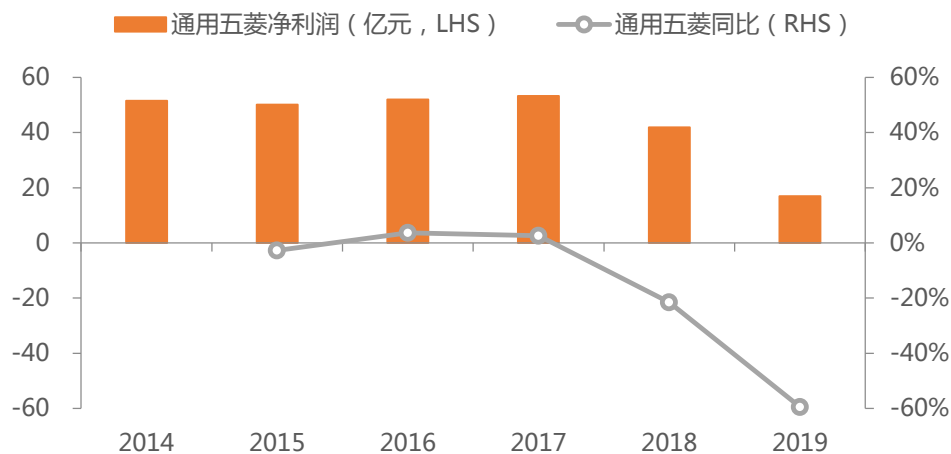
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 上汽通用 14 年至今净利润及同比 (亿元, %)



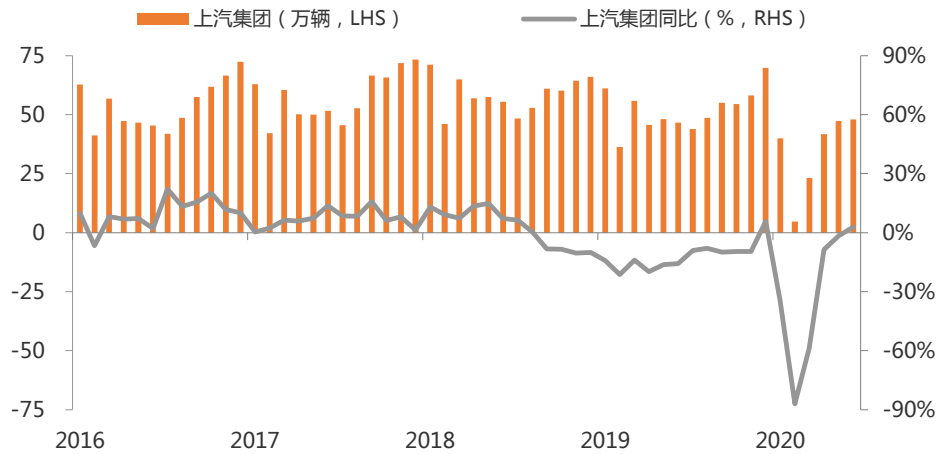
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 通用五菱 14 年至今净利润及同比 (亿元, %)



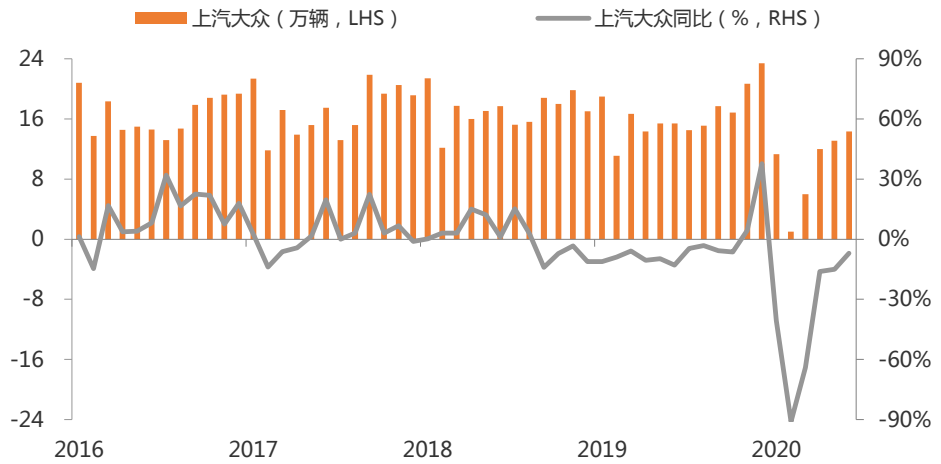
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7：上汽集团 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



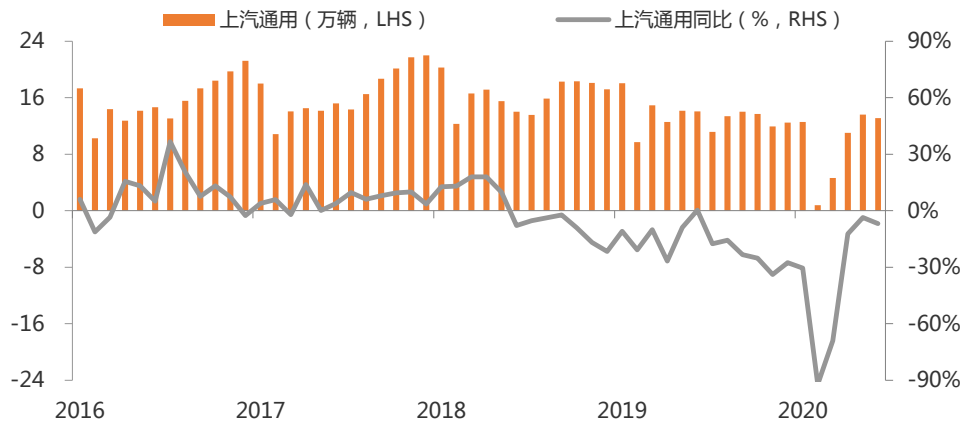
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：上汽大众 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



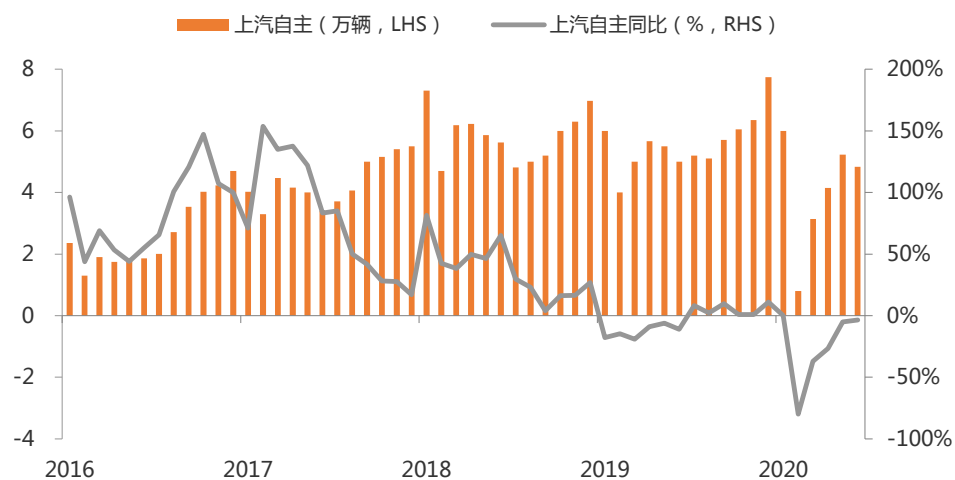
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：上汽通用 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



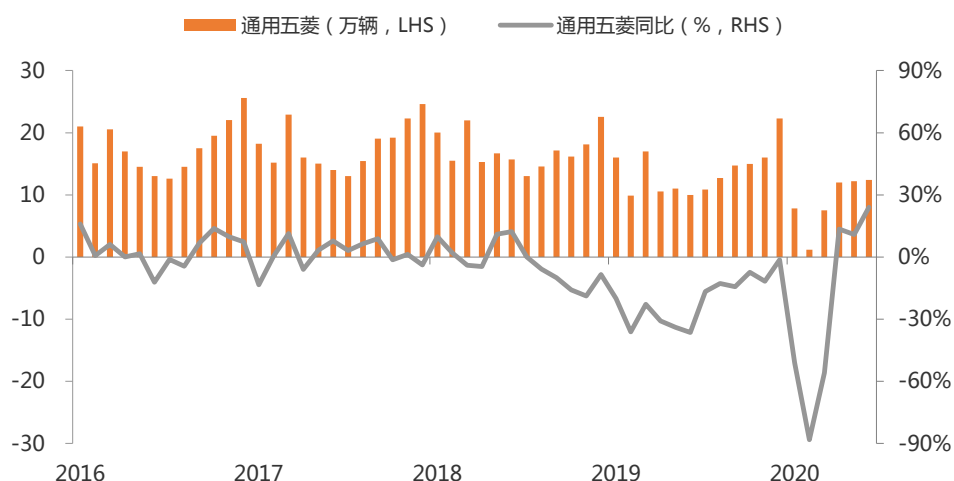
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10: 上汽自主 16 年至今月度销量及同比 (万辆, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 11: 通用五菱 16 年至今月度销量及同比 (万辆, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	123,771.38	127,826.84	116,593.61	181,447.95	138,390.79
应收票据及应收账款	61,090.24	47,585.73	57,910.65	56,281.81	65,763.64
预付账款	18,693.77	28,939.12	14,497.23	32,648.29	18,627.64
存货	58,942.62	54,398.63	37,337.68	68,542.25	46,614.67
其他	122,395.21	199,215.06	147,397.63	169,808.65	169,424.08
流动资产合计	384,893.23	457,965.38	373,736.79	508,728.95	438,820.81
长期股权投资	70,930.41	64,617.01	65,263.61	64,518.08	62,380.63
固定资产	69,187.28	83,056.01	97,518.63	108,778.33	117,592.43
在建工程	20,849.26	16,187.54	10,296.82	6,314.97	3,097.03
无形资产	14,546.98	16,927.86	17,573.63	18,406.33	18,940.62
其他	70,257.49	75,560.18	52,407.92	57,576.01	63,002.91
非流动资产合计	245,771.42	256,348.59	243,060.61	255,593.72	265,013.62
资产总计	782,769.85	849,333.28	757,131.36	906,808.83	843,114.23
短期借款	16,726.44	25,587.99	62,092.71	15,000.00	41,627.15
应付票据及应付账款	154,826.71	170,047.66	88,534.40	207,078.31	118,446.29
其他	242,769.99	267,167.63	221,256.15	273,528.71	242,313.83
流动负债合计	414,323.14	462,803.28	371,883.26	495,607.02	402,387.27
长期借款	19,157.93	19,136.97	20,000.00	20,000.00	23,434.91
应付债券	13,374.79	16,161.76	12,202.80	13,913.12	14,092.56
其他	51,193.76	50,391.65	49,358.11	50,314.51	50,021.42
非流动负债合计	83,726.48	85,690.38	81,560.92	84,227.63	87,548.90
负债合计	498,049.62	548,493.66	453,444.18	579,834.65	489,936.16
少数股东权益	50,351.66	51,137.61	59,396.74	69,426.74	80,713.08
股本	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	55,322.95	55,566.66	55,566.66	55,566.66	55,566.66
留存收益	211,263.48	221,690.61	232,606.98	245,863.98	260,781.53
其他	(43,901.33)	(39,238.72)	(55,566.66)	(55,566.66)	(55,566.66)
股东权益合计	284,720.23	300,839.62	303,687.19	326,974.18	353,178.07
负债和股东权益总	782,769.85	849,333.28	757,131.36	906,808.83	843,114.23

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	48,404.66	35,288.91	21,832.75	26,513.99	29,835.10
折旧摊销	11,483.72	13,474.47	5,800.67	6,802.46	7,709.31
财务费用	1,863.10	2,025.93	1,347.65	664.81	46.43
投资损失	(33,125.86)	(24,900.82)	(23,491.70)	(26,266.95)	(28,405.79)
营运资金变动	(39,860.97)	(45,759.39)	(25,168.19)	96,172.50	(98,431.49)
其它	20,211.01	66,142.76	7,845.28	10,227.93	11,292.33
经营活动现金流	8,975.65	46,271.85	(11,833.55)	114,114.75	(77,954.11)
资本支出	28,523.96	18,856.60	16,051.87	13,956.63	14,132.83
长期投资	3,430.19	(6,313.40)	646.61	(745.54)	(2,137.45)
其他	(22,109.30)	(51,807.58)	(13,539.77)	(4,009.36)	5,727.00
投资活动现金流	9,844.85	(39,264.39)	3,158.71	9,201.73	17,722.39
债权融资	63,873.07	87,724.88	113,758.46	69,218.13	101,356.66
股权融资	(4,406.33)	5,380.93	(17,420.33)	(409.55)	208.84
其他	(78,580.43)	(96,199.49)	(98,896.52)	(127,270.72)	(84,390.94)
筹资活动现金流	(19,113.69)	(3,093.68)	(2,558.38)	(58,462.15)	17,174.56
汇率变动影响	28.69	29.59	24.66	27.65	27.30
现金净增加额	(264.49)	3,943.37	(11,208.56)	64,881.98	(43,029.86)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902,194.06	843,324.37	769,214.35	845,852.05	913,018.94
营业成本	769,985.82	726,100.21	663,255.07	728,616.95	785,652.80
营业税金及附加	7,463.33	6,609.89	6,451.93	6,907.23	7,423.33
营业费用	63,423.03	57,450.59	53,492.66	58,635.74	62,994.47
管理费用	21,336.02	22,308.09	19,269.43	21,189.27	23,298.46
研发费用	15,385.01	13,394.15	12,667.21	13,929.26	14,857.26
财务费用	195.44	24.37	1,347.65	664.81	46.43
资产减值损失	3,490.50	(1,641.96)	1,862.71	1,237.08	485.94
公允价值变动收益	(112.81)	1,496.51	(413.85)	197.94	5.99
投资净收益	33,154.56	24,930.41	23,516.36	26,294.60	28,433.09
其他	(65,800.64)	(47,692.98)	(46,205.02)	(52,985.07)	(56,878.15)
营业利润	53,673.82	40,345.10	33,970.20	41,164.23	46,699.33
营业外收入	1,125.11	766.95	920.21	937.42	874.86
营业外支出	455.08	154.26	442.30	350.55	315.70
利润总额	54,343.85	40,957.79	34,448.11	41,751.11	47,258.49
所得税	5,939.19	5,668.89	4,356.24	5,207.13	6,137.05
净利润	48,404.66	35,288.91	30,091.88	36,543.99	41,121.44
少数股东损益	12,395.45	9,685.52	8,259.13	10,030.00	11,286.34
归属于母公司净利润	36,009.21	25,603.38	21,832.75	26,513.99	29,835.10
每股收益(元)	3.08	2.19	1.87	2.27	2.55

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.62%	-6.53%	-8.79%	9.96%	7.94%
营业利润	-0.81%	-24.83%	-15.80%	21.18%	13.45%
归属于母公司净利润	4.65%	-28.90%	-14.73%	21.44%	12.53%
获利能力					
毛利率	14.65%	13.90%	13.78%	13.86%	13.95%
净利率	3.99%	3.04%	2.84%	3.13%	3.27%
ROE	15.36%	10.25%	8.94%	10.29%	10.95%
ROIC	-114.54%	-153.76%	1674.54%	61.90%	-121.29%
偿债能力					
资产负债率	63.63%	64.58%	59.89%	63.94%	58.11%
净负债率	-21.04%	-13.33%	-0.93%	-34.32%	-10.49%
流动比率	1.09	1.10	1.16	1.15	1.23
速动比率	0.95	0.99	1.06	1.01	1.12
营运能力					
应收账款周转率	14.39	15.52	14.58	14.81	14.96
存货周转率	16.56	14.88	16.77	15.98	15.86
总资产周转率	1.20	1.03	0.96	1.02	1.04
每股指标(元)					
每股收益	3.08	2.19	1.87	2.27	2.55
每股经营现金流	0.77	3.96	-1.01	9.77	-6.67
每股净资产	20.06	21.37	20.91	22.04	23.32
估值比率					
市盈率	6.41	9.02	10.57	8.71	7.74
市净率	0.99	0.92	0.95	0.90	0.85
EV/EBITDA	0.68	0.43	1.11	-1.24	0.48
EV/EBIT	0.79	0.52	1.29	-1.44	0.56

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