

上汽集团(600104)重大事项点评

## 1月去库存,疫情冲击,低估值吸引

## 事项:

公司发布1月产销快报,集团批发40万辆,同比-35%、环比-43%。

## 评论:

## ❖ 1月批发降幅大于行业,受到渠道去库存影响。

1) 上汽大众: 批发11.3万辆,同比-41%、环比-52%,渠道库存去化约4.3万辆。

2) 上汽通用: 批发12.5万辆,同比-30%、环比+1%,估计渠道库存去化约1.3万辆。

3) 上汽五菱: 批发7.8万辆,同比-51%、环比-65%,环比大幅下降主要在于控制库存。其乘用车上险6.5万辆,同比-44%、环比-19%,环比降幅与行业相仿。

4) 上汽自主: 批发6.0万辆,同比+0.04%、环比-22%,估计渠道库存去化0.4万辆。

## ❖ 2Q20 关注通用系恢复。通用下半年降幅扩大,一方面受行业影响,另一方面公司主动调整产品线、去库存也形成影响,预计20年车型重新上市后提振销量。五菱负增长主要受中低端需求萎缩影响,2Q20将迎来低基数时段。市场对通用系的悲观预期已在股价中,基本面数据连同预期有改善空间。

## ❖ 2H20 关注大众MEB、奥迪进展。大众MEB工厂为国内首个纯电平台工厂,产能36万辆,预计2020年10月投产。上汽大众奥迪除Q4 e-tron外,预计2021年将量产A7L,豪华车项目未来将给上汽大众带来相对更高的盈利能力以及增量,也将使上汽成为国内唯一拥有2个豪华品牌的车企,更好受益于换购占比提升的趋势。

## ❖ 疫情冲击下,公司估值进一步回落至历史低位,性价比凸显。上汽集团依然是行业配置之选,综合竞争力、前瞻布局为车企之首。我们判断疫情主要冲击1季度,对2020全年影响较小,对2020-2021景气恢复趋势没有影响。公司目前PE TTM 8.6倍, PB 1.0倍,位于历史低位。虽然股价催化剂为行业基本面右侧确立,但估值吸引力非常显著。我们维持2020-2021行业以及上汽经营复苏预期,公司依然为核心配置选择。

## ❖ 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,疫情冲击下带来低估值配置机会。我们维持2020-2021汽车景气修复预期,维持公司2019-2021年公司归母净利256亿、303亿、327亿元的预期,同比增速分别为-29%、+18%、+8%,对应当前PE为9.8、8.3、7.7倍。维持目标31.1元,维持“强推”评级。

## ❖ 风险提示: 宏观经济不及预期、通用及五菱表现不及预期。

## 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	887,626	810,744	835,066	875,985
同比增速(%)	3.5%	-8.7%	3.0%	4.9%
归母净利润(百万)	35,981	25,614	30,302	32,694
同比增速(%)	4.6%	-28.9%	18.3%	7.9%
每股盈利(元)	3.08	2.19	2.59	2.80
市盈率(倍)	7.0	9.8	8.3	7.7
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2020年2月14日收盘价

## 强推(维持)

目标价: 31.1元

当前价: 21.49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)	2,510.78
流通市值(亿元)	2,510.78
资产负债率(%)	63.4
每股净资产(元)	20.9
12个月内最高/最低价	28.8/20.33

## 市场表现对比图(近12个月)



## 相关研究报告

《上汽集团(600104)重大事项点评: 龙头联手》  
2019-12-24《上汽集团(600104)重大事项点评: 12月增速转正, 等待通用调整》  
2020-01-09《上汽集团(600104)2019年业绩预告点评: 业绩预告低于预期, 2020恢复预期不变》  
2020-01-14

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	123,771	92,572	134,529	172,113
应收票据	20,960	19,145	19,719	20,686
应收账款	40,130	36,171	37,256	39,082
预付账款	18,694	17,238	17,719	18,545
存货	58,943	47,251	41,273	35,558
其他流动资产	190,878	176,652	181,372	189,085
流动资产合计	453,376	389,029	431,868	475,069
其他长期投资	33,957	33,365	33,553	33,868
长期股权投资	70,930	74,477	78,201	82,111
固定资产	69,187	66,867	64,376	64,239
在建工程	20,849	24,849	26,849	26,849
无形资产	14,008	14,207	13,365	12,692
其他非流动资产	120,463	31,929	32,673	32,727
非流动资产合计	329,394	245,694	249,017	252,486
<b>资产合计</b>	<b>782,770</b>	<b>634,723</b>	<b>680,885</b>	<b>727,555</b>
短期借款	16,726	17,726	19,726	18,726
应付票据	29,561	28,400	29,194	30,554
应付账款	125,265	113,601	116,776	122,217
预收款项	15,355	14,025	14,446	15,153
其他应付款	65,941	65,941	65,941	65,941
一年内到期的非流动负债	14,614	14,614	14,614	14,614
其他流动负债	146,862	25,652	25,804	24,980
流动负债合计	414,324	279,959	286,501	292,185
长期借款	19,158.00	22,158.00	23,158.00	24,158.00
应付债券	13,375.00	13,375.00	13,375.00	11,375.00
其他非流动负债	51,193	11,529	11,482	11,244
非流动负债合计	83,726	47,062	48,015	46,777
<b>负债合计</b>	<b>498,050</b>	<b>327,021</b>	<b>334,516</b>	<b>338,962</b>
归属母公司所有者权益	234,369	248,351	276,092	306,224
少数股东权益	50,352	59,351	70,277	82,369
<b>所有者权益合计</b>	<b>284,720</b>	<b>307,702</b>	<b>346,369</b>	<b>388,593</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>782,770</b>	<b>634,723</b>	<b>680,885</b>	<b>727,555</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,429</b>	<b>27,723</b>	<b>14,748</b>	<b>9,564</b>
现金收益	49,380	37,520	38,875	35,133
存货影响	-8,901	11,691	5,978	5,715
经营性应收影响	10,870	2,730	-5,141	-7,618
经营性应付影响	12,242	-14,155	4,389	7,510
其他影响	-52,162	-10,063	-29,353	-31,176
<b>投资活动现金流</b>	<b>9,845</b>	<b>-19,557</b>	<b>-15,744</b>	<b>-12,940</b>
资本支出	-29,080	-16,492	-12,537	-9,269
股权投资	33,301	3,547	3,724	3,910
其他长期资产变化	5,624	-6,612	-6,931	-7,581
<b>融资活动现金流</b>	<b>-19,114</b>	<b>-39,365</b>	<b>42,953</b>	<b>40,960</b>
借款增加	17,253	4,000	3,000	-2,000
股利及利息支付	-32,796	-7,631	-4,123	-4,479
股东融资	1,169	1,169	1,169	1,169
其他影响	-4,740	-36,903	42,907	46,270

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

**利润表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>887,626</b>	<b>810,744</b>	<b>835,066</b>	<b>875,985</b>
营业成本	769,986	710,009	729,848	763,859
税金及附加	7,463	6,817	7,021	7,365
销售费用	63,423	59,011	62,630	67,451
管理费用	21,336	20,503	20,877	21,462
财务费用	-10,480	-11,709	-16,220	-19,732
资产减值损失	3,490	4,500	3,000	4,000
公允价值变动收益	-113	0	0	0
投资收益	33,126	26,500	28,620	30,413
其他收益	3,126	3,200	3,000	2,500
<b>营业利润</b>	<b>53,645</b>	<b>38,827</b>	<b>46,587</b>	<b>50,678</b>
营业外收入	1,125	1,200	1,000	1,000
营业外支出	455	240	200	200
<b>利润总额</b>	<b>54,315</b>	<b>39,787</b>	<b>47,387</b>	<b>51,478</b>
所得税	5,939	5,173	6,160	6,692
<b>净利润</b>	<b>48,376</b>	<b>34,614</b>	<b>41,227</b>	<b>44,786</b>
少数股东损益	12,395	9,000	10,925	12,092
<b>归属母公司净利润</b>	<b>35,981</b>	<b>25,614</b>	<b>30,302</b>	<b>32,694</b>
NOPLAT	39,042	24,427	27,115	27,619
EPS(摊薄) (元)	3.08	2.19	2.59	2.80

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	3.5%	-8.7%	3.0%	4.9%
EBIT 增长率	-1.6%	-35.9%	11.0%	1.9%
归母净利润增长率	4.6%	-28.9%	18.3%	7.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.3%	12.4%	12.6%	12.8%
净利率	5.5%	4.3%	4.9%	5.1%
ROE	12.6%	8.3%	8.7%	8.4%
ROIC	14.8%	10.9%	10.8%	9.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.6%	51.5%	49.1%	46.6%
债务权益比	40.4%	25.8%	23.8%	20.6%
流动比率	109.4%	139.0%	150.7%	162.6%
速动比率	95.2%	122.1%	136.3%	150.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	1.3	1.2	1.2
应收账款周转天数	15	17	16	16
应付账款周转天数	58	61	57	56
存货周转天数	25	27	22	18
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.08	2.19	2.59	2.80
每股经营现金流	0.98	2.37	1.26	0.82
每股净资产	20.06	21.26	23.63	26.21
<b>估值比率</b>				
P/E	7.0	9.8	8.3	7.7
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	14	18	17	18

## 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。

## 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
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	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	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@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	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	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500