

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 23.93  
合理价格区间(元): 27.39~29.88

**林志轩** 执业证书编号: S0570519060005  
研究员 021-28972090  
zhixuan.lin@htsc.com

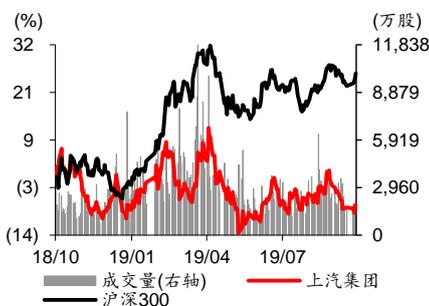
**刘千琳** 执业证书编号: S0570518060004  
研究员 021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

**陈燕平** 执业证书编号: S0570518080002  
研究员 021-38476102  
chenyanping@htsc.com

相关研究

- 1《上汽集团(600104 SH,买入): 产量同比提升, 批发销量跌幅收窄》2019.09
- 2《上汽集团(600104 SH,买入): Q2 终端折扣大, 业绩略低于预期》2019.08
- 3《上汽集团(600104,买入): 批发销量跌幅收窄, 复苏在望》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 上汽通用表现低迷,9月销量下滑

## 上汽集团(600104)

### 上汽通用表现低迷, 9月批发销量表现略逊于行业

根据公司公告, 9月公司完成批发销量 55 万台, 同比-10%, 环比+13%。根据乘联会数据, 9月狭义乘用车批发销量同比-6%, 公司整体销量增速跑输行业, 主要因为上汽通用销量下滑较多。我们认为由于终端需求较低迷, 公司批发销量仍处于下滑态势。展望四季度, 上汽大众、上汽通用五菱、自主销量有望持续改善, 上汽通用销量能否改善取决于新车型爬坡情况。由于九月销量情况略低于预期, 我们调整公司全年销量预期至 640~650 万辆, 同比-8%~-9%, 预计公司 Q3 业绩增速-15%~-20%, 预计上汽集团 19-21 年 EPS2.49、2.67、2.88 元, 维持“买入”评级。

### 上汽通用五菱跌幅收窄, 自主维持正增长, 上汽通用销量低迷

9月, 上汽大众批发销量 17.7 万台, 同比-6%。根据乘联会数据, 主力车型桑塔纳销量同比-19%, 朗逸销量同比+11%, 帕萨特销量同比+13%, 途观同比-22%, 新车型 T-cross 销量 7203 台, 途岳销量 1 万台, 爬坡情况较好; 上汽通用批发销量 14 万台, 同比-23%, 英朗销量同比-16.4%, GL8 销量同比+26.7%, 凯迪拉克销量同比-8.3%, 昂科威、君越、威朗表现仍低迷, 新车型昂科拉 GX 销量 700 台; 上汽自主批发销量 5.7 万台, 同比+10%, 新车型 RX5 MAX 提振销量; 上汽通用五菱批发销量 14.7 万台, 同比-14%, 跌幅收窄。上汽大通销量 1.5 万台, 同比+65.4%。

### 上汽大众与自主产量同比提升, 上汽通用产量仍下滑

9月, 上汽大众产量 17.7 万台, 同比+4%, 上汽通用产量 15.6 万辆, 同比-18%, 上汽乘用车产量 6.5 万辆, 同比+21%, 上汽通用五菱产量 13.9 万辆, 同比-4.5%, 公司整体产量 56.8 万台, 同比-1.8%。我们认为由于终端需求较低迷, “金九”成色不足, 公司批发销量仍处于下滑态势。Q3 整体折扣较 Q2 收窄, 公司整体库存情况稳定。展望四季度, 上汽大众、上汽通用五菱、自主销量有望持续改善, 上汽通用销量能否改善取决于新车型爬坡情况。由于九月销量情况略低于预期, 我们调整公司全年销量预期至 640~650 万辆, 同比-8%~-9%, 预计公司 Q3 业绩增速-15%~-20%。

### 静待行业需求改善, 维持“买入”评级

展望 Q4, 上汽通用多款新车型推出, 有望缓解销量压力; 荣威推出了新车 RX5-MAX; 上汽大众新车稳健爬坡。我们认为汽车销量去年同期基数较低, 若 Q4 行业销量逐月改善, 公司估值有望提升。此外上汽奥迪和大众 MEB 工厂或将于 2020 年 10 月投产, 公司未来发展令人期待。考虑到 9 月销量略低于预期, 我们预计公司 19-21 年实现归母净利润 291、312、336 亿元 (下调 3%、4%、4%), 对应 EPS2.49、2.67、2.88 元, 可比公司平均估值 13.6 倍 PE, 考虑到公司未来成长性略低于可比公司, 维持公司 2019 年 11~12 倍 PE 估值, 调整目标价至 27.39~29.88 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 汽车需求不达预期, 新车型销量不达预期, 中美贸易摩擦加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	11,683
流通 A 股 (百万股)	11,503
52 周内股价区间 (元)	23.34-30.22
总市值 (百万元)	279,585
总资产 (百万元)	780,228
每股净资产 (元)	20.30

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	870,640	902,194	825,550	851,240	898,277
+/-%	15.10	3.62	(8.50)	3.11	5.53
归属母公司净利润 (百万元)	34,412	36,010	29,079	31,170	33,639
+/-%	7.50	4.64	(19.25)	7.19	7.92
EPS (元, 最新摊薄)	2.95	3.08	2.49	2.67	2.88
PE (倍)	8.12	7.76	9.61	8.97	8.31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

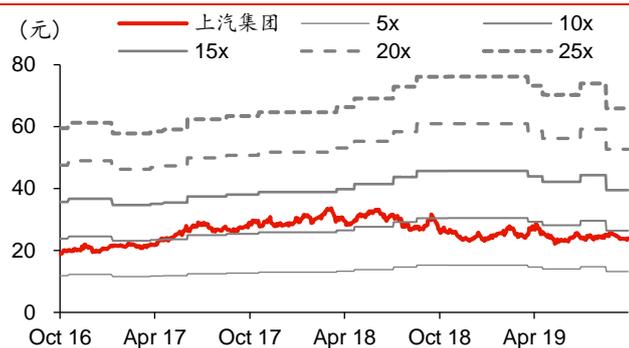
**图表1：可比公司估值（截至 20191013）**

证券代码	公司	收盘价	EPS(元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601238.SH	广汽集团	12.69	0.90	1.06	1.20	14.07	11.96	10.59
601633.SH	长城汽车	7.77	0.49	0.61	0.73	15.93	12.73	10.57
600741.SH	华域汽车	24.10	2.23	2.41	2.63	10.83	9.99	9.17
	平均					13.61	11.56	10.11

资料来源：Wind，华泰证券研究所（盈利预测均来自万得一致预期）

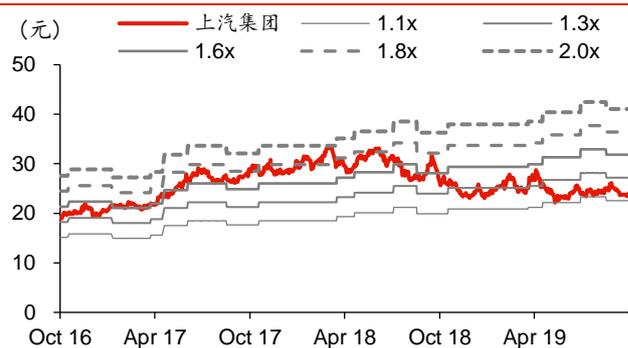
## PE/PB – Bands

**图表2：上汽集团历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3：上汽集团历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	389,949	453,377	436,553	466,404	451,286
现金	126,406	150,333	165,036	180,772	203,715
应收账款	64,310	61,090	54,240	59,932	55,578
其他应收账款	11,411	16,099	16,000	16,000	16,000
预付账款	29,835	18,694	16,000	18,000	20,000
存货	50,042	58,943	37,908	53,653	34,177
其他流动资产	107,945	148,218	147,370	138,046	121,816
非流动资产	333,584	329,393	366,863	393,263	408,663
长期投资	67,500	70,930	71,000	72,000	73,000
固定投资	74,704	90,036	107,436	122,836	127,236
无形资产	12,471	16,028	16,028	16,028	16,028
其他非流动资产	178,909	152,399	172,399	182,399	192,399
资产总计	723,533	782,770	803,416	859,667	859,949
流动负债	390,973	414,322	387,472	414,163	397,593
短期借款	32,858	32,317	32,317	32,317	32,317
应付账款	137,661	154,827	127,977	154,668	138,098
其他流动负债	220,454	227,178	227,178	227,178	227,178
非流动负债	60,455	83,728	103,728	113,728	115,728
长期借款	13,966	32,533	52,533	62,533	64,533
其他非流动负债	46,489	51,195	51,195	51,195	51,195
负债合计	451,428	498,050	491,200	527,891	513,321
少数股东权益	46,771	50,352	60,045	70,435	81,648
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
资本公积	108,956	107,588	107,588	107,588	107,588
留存公积	104,695	115,097	132,901	142,070	145,709
归属母公司股东权益	225,334	234,368	252,172	261,341	264,980
负债和股东权益	723,533	782,770	803,416	859,667	859,949

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	24,299	8,976	15,378	26,136	31,343
净利润	47,116	48,405	38,771	41,559	44,851
折旧摊销	9,085	11,484	12,000	13,000	14,000
财务费用	1,394	1,863	2,000	2,000	2,000
投资损失	(30,812)	(33,126)	(24,209)	(26,376)	(27,470)
营运资金变动	(3,074)	(20,415)	(13,884)	(4,747)	(2,739)
其他经营现金	590.00	765.00	700.00	700.00	700.00
投资活动现金	(10,912)	9,846	10,600	11,600	21,600
资本支出	(24,659)	(30,319)	(29,400)	(28,400)	(18,400)
长期投资	12,559	40,165	40,000	40,000	40,000
其他投资现金	1,188	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(546.00)	(19,547)	(11,275)	(22,000)	(30,000)
短期借款	15,456	(541.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(2,312)	17,320	20,000	10,000	2,000
普通股增加	(13,803)	(31,627)	(32,000)	(32,000)	(32,000)
资本公积增加	113.00	(4,699)	725.00	0.00	0.00
其他筹资现金	12,841	(725.00)	14,703	15,736	22,943
现金净增加额	12,841	(725.00)	14,703	15,736	22,943

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	870,640	902,194	825,550	851,240	898,277
营业成本	742,382	769,986	707,010	726,516	763,283
营业税金及附加	7,882	7,463	6,604	6,810	7,186
营业费用	61,122	63,423	56,137	58,736	63,778
管理费用	31,301	36,721	32,788	34,530	35,959
财务费用	143.00	195.00	200.00	200.00	200.00
资产减值损失	3,740	3,490	3,500	3,500	3,500
公允价值变动收益	(4.00)	(113.00)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
投资净收益	30,812	33,126	24,209	26,376	27,470
营业利润	54,112	53,674	42,863	45,996	49,695
营业外收入	869.00	1,125	1,200	1,200	1,200
营业外支出	718.00	455.00	500.00	500.00	500.00
利润总额	54,263	54,344	43,563	46,696	50,395
所得税	7,145	5,939	4,792	5,137	50,395
净利润	47,118	48,405	38,771	41,559	44,851
少数股东损益	12,706	12,395	9,693	10,390	11,213
归属母公司净利润	34,412	36,010	29,079	31,170	33,639
EBITDA	34,209	32,192	30,524	32,490	36,095
EPS (元, 基本)	2.95	3.08	2.49	2.67	2.88

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.10	3.62	(8.50)	3.11	5.53
营业利润	11.73	(0.81)	(20.14)	7.31	8.04
归属母公司净利润	7.50	4.64	(19.25)	7.19	7.92
获利能力 (%)					
毛利率	13.28	13.04	12.42	12.56	12.81
净利率	3.95	3.99	3.52	3.66	3.74
ROE	12.65	12.65	9.31	9.39	9.70
ROIC	17.95	18.17	12.62	12.76	14.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.39	63.63	61.14	61.41	59.69
净负债比率 (%)	165.90	174.93	157.33	159.11	148.09
流动比率	1.00	1.09	1.13	1.13	1.14
速动比率	0.87	0.95	1.03	1.00	1.05
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.15	1.03	0.99	1.04
应收账款周转率	13.93	14.39	14.32	14.91	15.55
应付账款周转率	5.84	5.27	5.00	5.14	5.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.95	3.08	2.49	2.67	2.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	0.77	1.32	2.24	2.68
每股净资产(最新摊薄)	23.29	24.37	26.72	28.40	29.67
估值比率					
PE (倍)	8.12	7.76	9.61	8.97	8.31
PB (倍)	1.03	0.98	0.90	0.84	0.81
EV_EBITDA (倍)	5.67	6.03	6.36	5.97	5.38

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com