

上汽集团 (600104): 大众电动车进展顺利, 多品牌进入强周期

——2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 31 日

推荐/维持

上汽集团 公司报告

报告摘要:

三季度报摘要: 三季度报摘要: 上汽集团汽车 2019 年前三季度营收 5,853 亿元, 同比下滑 13%, 其中第三季度营收 2,091 亿元, 同比微跌 0.4%; 前三季度归母净利润 208 亿元, 同比下滑 25%, 其中第三季度归母净利润 70 亿元, 同比下滑 19%。公司前三季度毛利率 12.5%, 同比下滑 0.9%, 其中第三季度毛利率 12.3%, 同比下滑 1.6%; 前三季度净利率 4.9%, 同比下滑 0.9%, 其中第三季度净利率 4.7%, 同比下滑 0.9%。公司业绩与我们此前预期一致, 随着车市步入稳定, 公司业绩下跌幅度收窄。

上汽大众在上海安亭的纯电动车专用工厂临近竣工, 预计 2020 年将量产。大众 MEB 平台覆盖了 A0 到 B 级的多种纯电动车型, 且能与原产线共享部分工艺, 规模效应将比较明显。目前合资品牌电动车市场几乎为空白。特斯拉产品定位较高, 而多数外资企业电动车入华进度和品牌力均不如大众。我们认为 MEB 平台各车型将具有相当的先发优势, 助大众逆市扩张市场份额。

凯迪拉克进入强周期。随着轿车 (CT5/CT4) 和 SUV (XT4/XT6) 的全面换代, 上汽通用凯迪拉克的品牌周期在豪车中将处于靠前的位置。我们认为国内豪车的增长还将持续, 凯迪拉克在二线豪车中的领军地位较为稳固。

上汽自主、五菱的海外业务进展迅猛, 海外业务的成长有望对冲国内周期。近年上汽集团开发泰国、印尼和印度市场, 因国施策成果明显, 前三季度海外销量同比增幅近 40%。公司整合旗下 MG、宝骏和雪佛兰品牌各平台并优化投放到各个国家, 未来公司做大集团的规模效应进一步显现。

盈利预测: 预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 8,228/8,721/9,100 亿元, 归母净利润分别为 280/310/358 亿元, EPS 分别为 2.4/2.65/3.06 元, 分别同比增长-22%/11%/16%, 对应 PE 为 9.7/8.8/7.6x。维持“推荐”评级。

风险提示: 乘用车消费不及预期; 原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	870,639	902,194	822,777	872,097	909,981
增长率 (%)	15.1%	3.6%	-8.8%	6.0%	4.3%
净利润 (百万元)	34,410	36,009	28,001	30,953	35,765
增长率 (%)	7.5%	4.6%	-22.2%	10.5%	15.5%
净资产收益率 (%)	15.3%	15.4%	12.3%	13.4%	15.3%
每股收益 (元)	2.96	3.08	2.40	2.65	3.06
PE	7.9	7.6	9.7	8.8	7.6
PB	1.21	1.16	1.19	1.18	1.16

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

主要业务包括整车 (含乘用车、商用车) 的研发、生产和销售, 旗下公司包括上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等。公司正积极推进新能源汽车、互联网汽车的商业化, 并开展智能驾驶等技术和产业化探索; 零部件的研发、生产、销售; 物流、汽车电商、出行服务、节能和充电服务等汽车服务贸易业务; 汽车相关金融、保险和投资业务; 海外经营和国际商贸业务; 并在产业大数据和人工智能领域积极布局。

未来 3-6 个月重大事件提示:

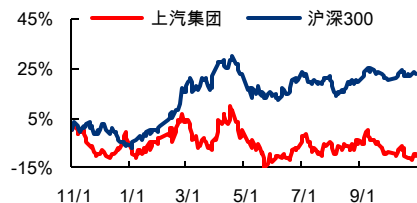
2019 年 11 月上旬, 公布 10 月销量

2019 年底-2020 年初: 上汽大众电动车专用工厂落成

交易数据

52 周股价区间 (元)	23.3-27.42
总市值 (亿元)	2722.25
流通市值 (亿元)	2680.3
总股本/流通 A 股 (万股)	1168346/1150343
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.24%

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师:

陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

研究助理:

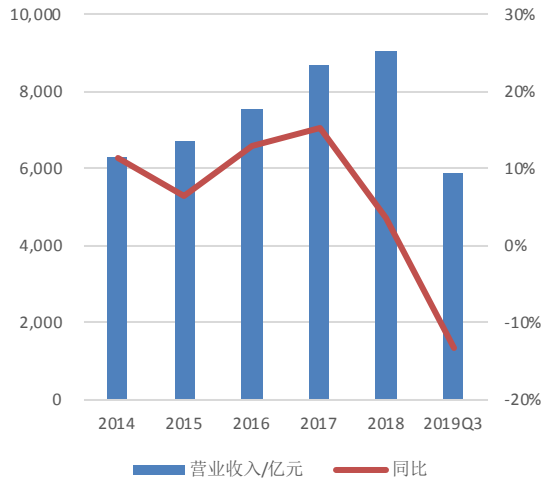
刘一鸣

021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

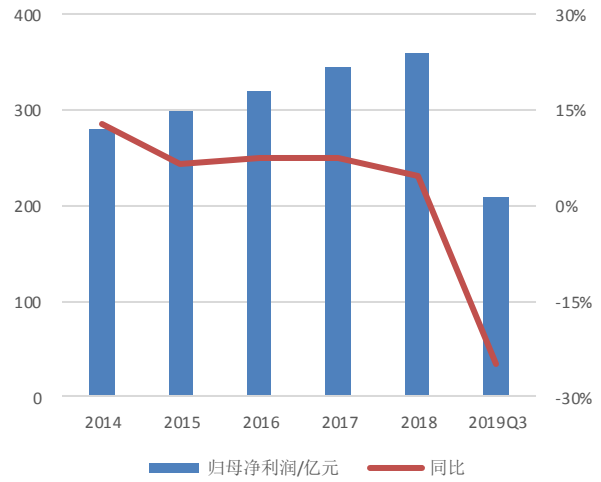
附表:

图 1: 上汽集团营收及同比增速



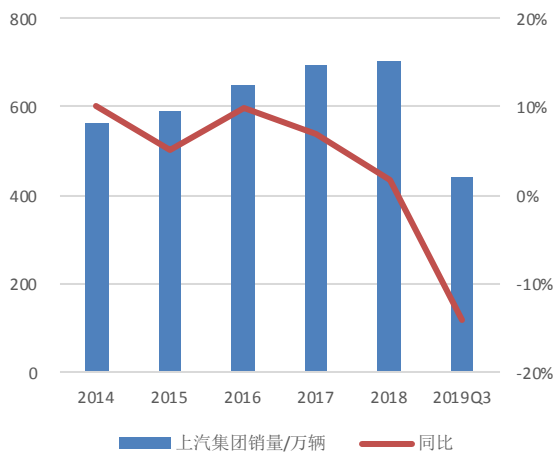
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 上汽集团归母净利润及同比增速



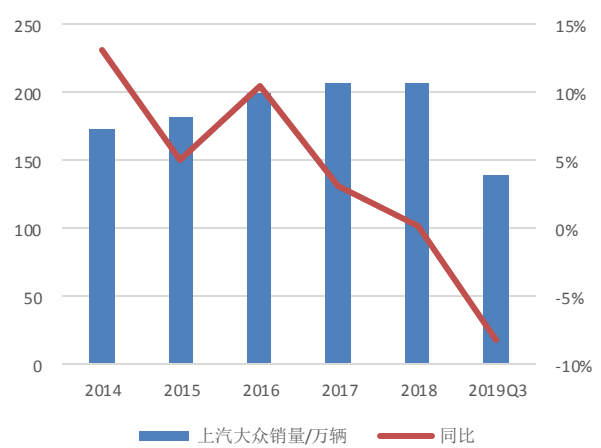
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 3: 上汽集团销量及同比增速



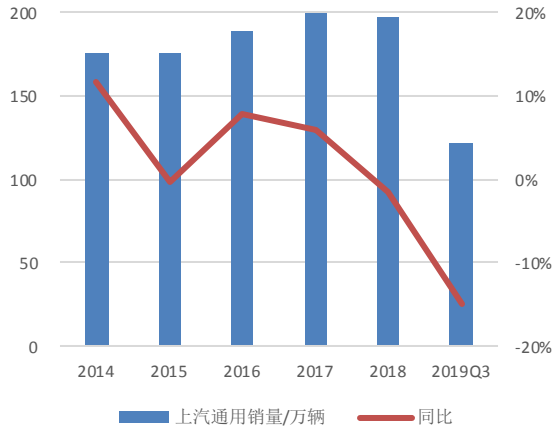
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 上汽大众销量及同比增速



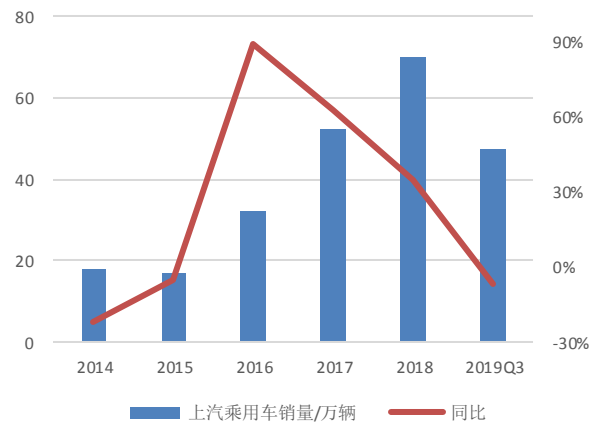
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 上汽通用销量及同比增速



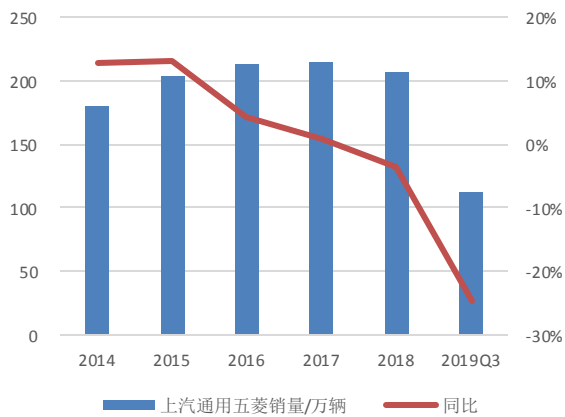
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 上汽乘用车销量及同比增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 上汽通用五菱销量及同比增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	上汽集团（600104）2019 年中报点评：新能源、豪车或助公司触底反弹	2019-08-30
公司	上汽集团（600104）2018 年年报点评：短期承压稳定增长，期待新周期绽放	2019-04-08
公司	上汽集团（600104）2018 年业绩预告点评：稳定前行中，迎接新周期	2019-02-11

资料来源：东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	389,949	453,376	465,002	456,276	468,760	营业收入	870,639	902,194	822,777	872,097	909,981
货币资金	121,611	123,771	123,416	130,815	136,497	营业成本	742,382	769,986	715,325	753,703	784,130
应收账款	34,668	40,130	45,084	35,840	37,396	营业税金及附加	7,882	7,463	6,806	7,214	7,528
其他应收款	9,214	13,569	12,374	13,116	13,686	营业费用	61,122	63,423	57,594	61,047	62,789
预付款项	29,835	18,694	18,694	18,694	18,694	管理费用	31,301	21,336	30,854	34,884	35,489
存货	50,042	58,943	58,794	51,623	53,708	财务费用	143	195	(3,118)	(3,315)	(3,960)
其他流动资产	52,013	78,990	78,195	78,689	79,067	研发费用	3,740	3,490	500	500	500
非流动资产合计	333,585	329,394	326,055	339,326	350,944	资产减值损失	(4)	(113)	-	-	-
长期股权投资	67,500	70,930	60,122	60,122	60,122	公允价值变动收益	30,812	33,126	27,165	28,442	30,381
固定资产	58,227	69,187	106,233	116,929	126,376	投资净收益	54,110	53,674	41,980	46,506	53,886
无形资产	11,745	14,008	14,813	15,594	16,354	加: 其他收益	869	1,125	1,769	1,769	1,769
其他非流动资产	2,309	4,842	4,842	4,842	4,842	营业利润	718	455	809	809	809
资产总计	723,533	782,770	791,057	795,602	819,704	营业外收入	54,261	54,344	42,941	47,467	54,847
流动负债合计	390,973	414,323	410,473	401,601	410,200	营业外支出	7,145	5,939	5,300	5,859	6,770
短期借款	15,717	16,726	32,819	14,859	20,040	利润总额	47,116	48,405	37,640	41,608	48,077
应付账款	121,119	125,265	127,387	134,221	139,640	所得税	12,706	12,395	9,639	10,655	12,311
预收款项	27,177	15,355	12,091	4,647	(1,041)	净利润	34,410	36,009	28,001	30,953	35,765
一年内到期的非	16,937	14,614	13,327	14,126	14,740	少数股东损益	73,925	77,812	51,061	57,913	65,920
非流动负债合计	60,455	83,726	83,726	83,726	83,726	归属母公司净利润	2.96	3.08	2.40	2.65	3.06
长期借款	6,894	19,158	19,158	19,158	19,158	主要财务比率					
应付债券	7,072	13,375	13,375	13,375	13,375		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	451,427	498,050	494,200	485,327	493,927	成长能力					
少数股东权益	46,771	50,352	59,991	70,645	82,957	营业收入增长	15.10%	3.62%	-8.80%	5.99%	4.34%
实收资本(或股	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683	营业利润增长	11.72%	-0.81%	-21.79%	10.78%	15.87%
资本公积	54,868	55,323	55,323	55,323	55,323	归属于母公司净	-22.24%	10.54%	-22.24%	10.54%	15.55%
未分配利润	104,695	115,097	86,358	54,300	17,425	获利能力					
归属母公司股东	225,335	234,369	228,344	231,106	234,297	毛利率(%)	14.73%	14.65%	13.06%	13.58%	13.83%
负债和所有者权	723,533	782,770	791,057	795,602	819,704	净利率(%)	5.41%	5.37%	4.57%	4.77%	5.28%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	15.27%	15.36%	12.26%	13.39%	15.26%	
经营活动现金流	24,301	8,976	583	48,193	25,321	偿债能力					
净利润	47,116	48,405	37,640	41,608	48,077	资产负债率(%)	62%	64%	62%	61%	60%
折旧摊销	19,672	23,943	-	14,304	15,554	流动比率	1.00	1.09	1.13	1.14	1.14
财务费用	143	195	(3,118)	(3,315)	(3,960)	速动比率	0.87	0.95	0.99	1.01	1.01
应付帐款的变化	-	-	-	9,244	(1,557)	营运能力					
预收帐款的变化	-	-	-	(7,444)	(5,688)	总资产周转率	1.33	1.20	1.05	1.10	1.13
投资活动现金流	-	9,845	8,580	1,242	3,181	应收账款周转率	27	24	19	22	25
公允价值变动收	(4)	(113)	-	-	-	应付账款周转率	7.71	7.32	6.51	6.67	6.65
长期股权投资减	-	-	8,546	-	-	每股指标(元)					
投资收益	30,812	33,126	27,165	28,442	30,381	每股收益(最新摊	2.96	3.08	2.40	2.65	3.06
筹资活动现金流	(491)	-	-	-	-	每股净现金流(最	1.10	-0.03	-0.03	0.63	0.49
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产(最新	19.29	20.06	19.54	19.78	20.05
长期借款增加	-	-	-	-	-	估值比率					
普通股增加	658	-	-	-	-	P/E	7.87	7.56	9.72	8.79	7.61
资本公积增加	15,061	455	-	-	-	P/B	1.21	1.16	1.19	1.18	1.16
现金净增加额	12,898	(293)	(355)	7,398	5,683	EV/EBITDA	2.67	2.73	4.46	3.50	3.08

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7年国内外汽车零部件行业研发、管理经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。