

上汽集团 (600104) 重大事项点评

销量调整，安全边际显现

事项:

- ❖ 公司发布11月产销快报,集团口径全月批发58.2万辆,同比-9.6%、环比+6.9%。

评论:

- ❖ **上汽大众恢复正增长，上汽自主延续微增，上汽通用、上通五菱继续下滑。**
 - 1) 上汽大众:** 20.7万辆,同比+4.3%、环比+23%; 边际增量主要来自于朗逸(11月销售5.3万辆)、帕萨特(2.6万辆)、桑塔纳(2.4万辆), 环比增量分别为1.2万、0.5万、0.4万辆。
 - 2) 上汽通用:** 11.9万辆,同比-34%、环比-13%; 边际减量主要来自于威朗(0.4万辆)、赛欧(0.5万辆)、科鲁泽(1.0万辆), 环比减量分别为0.7万、0.4万、0.3万辆; 同比减量主要来自于科沃兹、威朗、英朗, 减量分别达2.6万、1.6万、1.3万辆, 其中科沃兹主要受到停产影响。凯迪拉克本月1.7万辆, 同比-20%、环比+20%。
 - 3) 上汽乘用车:** 6.4万辆,同比+0.8%、环比+5.0%, 保持平稳恢复; RX5、RX5 MAX (RX5系列合计2.0万辆)、i5 (1.0万辆) 销量过万。
 - 4) 上通五菱:** 16.0万辆,同比-12%降幅略扩大4PP、环比+6.7%。
- ❖ **1H20 关注通用系回升。** 通用销量负增长已有17个月(2019年6月暂时回到+0.2%), 一方面受行业和竞争影响, 另一方面下半年以来的加速下滑受到车型供给短缺影响, 我们预计明年车型重新上市后将提振销量。五菱负增长16个月, 主要受中低端需求萎缩影响, 但下半年新车上市。降幅开始收窄, 1H20将迎来低基数时段。市场对通用系的悲观预期已在股价中, 但在明年的低基数、新车供应、中低端需求恢复背景下, 基本面数据连同预期有改善空间。
- ❖ **2H20 关注大众MEB、奥迪进展。** 11月初, 大众MEB新工厂已落成, 为国内首个新能源专用平台工厂, 设计产能36万辆, 预计2020年10月投产。上汽大众奥迪也在不断推进, 除Q4 e-tron外, 预计将量产A7L, 豪华车项目未来也将给上汽大众带来相对更高的盈利能力以及增量。
- ❖ **估值回落, 安全边际显现。** 公司目前PE TTM 9.1倍, 和股价回到4M17水平, 并略低于22.80元的员工持股价(2016年); PB 1.1倍, 达到2014年以来的最低水平。上汽集团依然是行业配置之选, 我们判断股价催化剂为行业基本面右侧的确立, 目前已进入低估区间, 安全边际明显; 与华域2019年的差异走势也带来了风险收益比的相对调整。
- ❖ **投资建议:** 我们维持公司2019-2021年归母净利286亿、319亿、350亿元预期, 同比增速分别为-21%、+12%、+10%, 对应当前PE为9.3、8.3、7.6倍。维持2020年目标PE 10倍, 维持目标价27.3元, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济不及预期、中低端需求恢复不及预期、公司成本控制不及预期, 上汽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	834,369	917,805	963,696
同比增速(%)	3.5%	-6.0%	10.0%	5.0%
归母净利润(百万)	35,981	28,552	31,920	35,033
同比增速(%)	4.6%	-20.7%	11.8%	9.8%
每股盈利(元)	3.08	2.44	2.73	3.00
市盈率(倍)	7.4	9.3	8.3	7.6
市净率(倍)	1.1	1.1	0.9	0.9

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2019年12月6日收盘价

强推 (维持)

目标价: 27.3元

当前价: 22.75元

华创证券研究所

证券分析师: 张程航

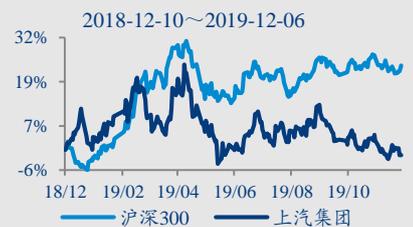
电话: 021-20572543

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)	1,150,343
总市值(亿元)	2,657.99
流通市值(亿元)	2,617.03
资产负债率(%)	63.4
每股净资产(元)	20.9
12个月内最高/最低价	28.8/21.57

市场表现对比图(近12个月)

相关研究报告

《上汽集团(600104)2019年7月销量点评: 减产控库存, 领导换届再度起步》

2019-08-11

《上汽集团(600104)2019年中报点评: 业绩释放触底信号, 聚焦自主变化, 强调“强推”评级》

2019-08-30

《上汽集团(600104)2019年三季报点评: 业绩环比改善, 等待行业重新起步》

2019-10-31

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	96,209	137,453	183,189
应收票据	20,960	19,703	21,673	22,757
应收账款	40,130	37,225	40,948	42,995
预付账款	18,694	17,461	19,163	20,121
存货	58,943	47,865	44,636	38,580
其他流动资产	190,878	180,983	196,472	205,148
流动资产合计	453,376	399,446	460,345	512,790
其他长期投资	33,957	33,547	34,190	34,543
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	32,728
非流动资产合计	329,394	245,876	249,654	253,162
资产合计	782,770	645,322	709,999	765,952
短期借款	16,726	17,726	19,726	18,726
应付票据	29,561	28,769	31,573	33,151
应付账款	125,265	115,076	126,290	132,605
预收款项	15,355	14,434	15,877	16,671
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	25,072	25,514	24,450
流动负债合计	414,324	281,632	299,535	306,158
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
负债合计	498,050	328,694	347,550	352,935
归属母公司所有者权益	234,369	251,289	280,354	312,532
少数股东权益	50,352	65,339	82,095	100,485
所有者权益合计	284,720	316,628	362,449	413,017
负债和股东权益	782,770	645,322	709,999	765,952

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	11,429	42,085	31,961	35,887
现金收益	49,380	58,359	62,776	63,669
存货影响	-8,901	11,078	3,229	6,056
经营性应收影响	10,870	6,895	-7,394	-4,089
经营性应付影响	12,242	-11,903	15,461	8,687
其他影响	-52,162	-22,343	-42,110	-38,436
投资活动现金流	9,845	-19,557	-15,744	-12,940
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
融资活动现金流	-19,114	-50,090	25,027	22,789
借款增加	17,253	4,000	3,000	-2,000
股利及利息支付	-32,796	-6,172	-4,868	-5,342
股东融资	1,169	1,169	1,169	1,169
其他影响	-4,740	-49,087	25,726	28,962

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
营业收入	887,626	834,369	917,805	963,696
营业成本	769,986	719,226	789,313	828,778
税金及附加	7,463	7,016	7,717	8,103
销售费用	63,423	62,578	67,000	67,459
管理费用	21,336	19,190	20,192	20,238
财务费用	-10,480	204	231	167
资产减值损失	3,490	-1,500	0	0
公允价值变动收益	-113	500	0	0
投资收益	33,126	29,800	32,184	33,150
其他收益	3,126	3,200	3,000	2,500
营业利润	53,645	47,885	53,852	59,182
营业外收入	1,125	1,200	1,000	1,000
营业外支出	455	200	200	200
利润总额	54,315	48,885	54,652	59,982
所得税	5,939	5,345	5,976	6,559
净利润	48,376	43,540	48,676	53,423
少数股东损益	12,395	14,988	16,756	18,390
归属母公司净利润	35,981	28,552	31,920	35,033
NOPLAT	39,042	43,722	48,882	53,571
EPS(摊薄) (元)	3.08	2.44	2.73	3.00

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	3.5%	-6.0%	10.0%	5.0%
EBIT 增长率	-1.6%	12.0%	11.8%	9.6%
归母净利润增长率	4.6%	-20.7%	11.8%	9.8%
获利能力				
毛利率	13.3%	13.8%	14.0%	14.0%
净利率	5.5%	5.2%	5.3%	5.5%
ROE	12.6%	9.0%	8.8%	8.5%
ROIC	14.8%	18.9%	18.6%	18.0%
偿债能力				
资产负债率	63.6%	50.9%	49.0%	46.1%
债务权益比	40.4%	25.1%	22.7%	19.4%
流动比率	109.4%	141.8%	153.7%	167.5%
速动比率	95.2%	124.8%	138.8%	154.9%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.3
应收账款周转天数	15	17	15	16
应付账款周转天数	58	60	55	56
存货周转天数	25	27	21	18
每股指标(元)				
每股收益	3.08	2.44	2.73	3.00
每股经营现金流	0.98	3.60	2.74	3.07
每股净资产	20.06	21.51	24.00	26.75
估值比率				
P/E	7.4	9.3	8.3	7.6
P/B	1.1	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	17	15	14	14

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