

综合毛利企稳 整体业绩承压

上汽集团 (600104)

事件概述

公司发布 2020 一季报：实现营收 1,059.5 亿元，同比减少 47.1%；归母净利 11.2 亿元，同比减少 86.4%；扣非后归母净利 6.9 亿元，同比减少 90.9%；经营现金流-16.5 亿元，较上年同期增加 162.9 亿元；ROE 为 0.45%，较上年同期下降 3.0pp。

分析判断

► 受疫情影响 20Q1 产销承压业绩下滑，而毛利率企稳

新冠病毒疫情冲击汽车供需及供应链体系，乘用车行业 20Q1 产销大幅下降，同比减少 49.2%/45.5%；同期公司产销基本与行业同步，同比减少 56.9%/55.7%；公司 20Q1 营收与销量走势一致，同比减少 47.1%，净利润下滑幅度更大，主要原因在于合资品牌销量减少，规模效应削弱，盈利收缩导致投资收益大幅下降：

- 1) 综合毛利率企稳。**20Q1 公司整体毛利率 14.8%，较上年同期上升 0.3pp，较 19Q4 环比上升 2.0pp，我们判断主要得益于公司 2019 年各品牌库存优化效果显现，单车均价及单车边际毛利企稳，展望未来毛利率有望随行业复苏需求回暖实现进一步回升；
- 2) 合资品牌销量减少，导致投资收益下滑明显。**20Q1 公司旗下上汽乘用车、上汽大众、上汽通用及上汽通用五菱销量同比分别减少 33.7%/60.9%/58.0%/61.5%，结构来看合资品牌较自主品牌下滑幅度更为明显，导致 20Q1 对联营及合营公司投资收益-0.4 亿元，同比减少 100.7%；
- 3) 费用管控较好，研发持续投入。**20Q1 销售及管理费用率 5.5%/3.8%，保持稳定水平；研发费用 30.9 亿元，基本与 2019 年各季度平均水平一致，持续投入“新四化”核心技术领域，加速企业转型升级；财务费用同比增长 466.3%，主要原因在于汇率波动下汇兑损失增加；
- 4) 经营现金流改善，降低运营风险。**20Q1 经营现金流同比增长 90.8%，受益于公司整车企业现金流优化；同时，子公司上汽财务受疫情影响，本期发放的客户贷款同比减少。

► 3 月产销逐步恢复，预计 20Q2 业绩环比大幅改善

公司 3 月产销分别为 20.6/23.1 万辆，同比下降 64.0%/58.6%，环比增长 539.3%/388.7%，需求逐步回暖；20Q1 累计销量为 67.9 万辆，同比下降 55.7%。各品牌结构略有分化，但整体而言，预计 20Q2 公司总销量环比大幅改善，业绩开启修复：

- 1) 上汽乘用车需求恢复较快，20Q1 销量同比下降 33.7%，3 月销量已回升至 3.1 万辆，在国家新能源车及各地方政府乘用车政策刺激下，预计上汽乘用车 4-6 月销量将继续走高；
- 2) 上汽大众/上汽通用/上汽通用五菱 3 月销量恢复至上年同

评级及分析师信息

评级： 增持
上次评级： 增持
目标价格： 20.70
最新收盘价： 18.09

股票代码： 600104
52 周最高价/最低价： 27.38/17.7
总市值(亿) 2,114
自由流通市值(亿) 2,114
自由流通股数(百万) 11,683



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐
邮箱：zhoumu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090004

相关研究

1. 上汽集团 (600104) 2019 年报点评：明确 2020 目标 坚持“新四化”发展
2020.04.13
2. 上汽集团 (600104) 1 月销量点评：整体批发下滑 自主跑赢行业
2020.02.15
3. 上汽集团 (600104) 2019 业绩预告点评：乘用车行业下滑 龙头业绩承压
2020.01.13

期4成水平，同比下降60.9%/58.0%/61.5%；其中，上汽通用武汉工厂受疫情严重影响，复工明显滞后。预计20Q2公司旗下合资品牌销量环比将明显提升。

► 展望2020全年：销量目标明确，坚持新四化发展

1) 公司力争2020全年实现整车销售600万辆左右，市占率继续保持国内领先，目标营收/营业成本分别为7,800/6,786亿元；我们认为，公司在毛利率维持13%的情况下，2020年继续完善内部管理，深化改革提高经营效益，盈利有望实现改善；

2) 公司将继续把握科技进步大方向、市场演变大格局、行业变革大趋势，继续深入推进“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的新四化战略。新能源方面，加快提升三电系统的自主核心能力，第二代EDU电驱变速箱成功批产上市，全新一代电子电器架构等技术和产品的自主开发工作持续推进，上汽大众MEB新能源工厂正式落成；智能网联方面，公司与上港、移动合力打造的上海洋山港5G自动驾驶重卡项目，在第二届进博会期间顺利完成演示并启动示范运营；共享出行方面，享道出行在郑州、苏州、昆山、杭州、宁波相继开城，并与环球车享加强资源协同，注册用户已超700万，日均订单稳定在10万单+；国际化方面，2019年MG、MAXUS等品牌海外销量达到18.6万辆，同比增长82.3%。

投资建议

乘用车行业“刺激政策+首购释放”双重逻辑驱动需求回暖；公司作为乘用车龙头，多年来维持高股息率（2019年5%），2020年销量复苏有望继续发挥规模效应，驱动盈利底部向上。

维持盈利预测：预计公司2020-2022年归母净利268/306/336亿元，EPS分别为2.30/2.62/2.88元，对应PE 7.88/6.90/6.28倍。给予公司2020年9倍目标PE，目标价维持20.70元，维持“增持”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；汽车消费刺激政策效果不达预期；新冠病毒疫情扩张或反复导致供应链体系风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	902,194	843,324	791,695	862,960	909,309
YoY (%)	3.6	-6.5	-6.1	9.0	5.4
归母净利润(百万元)	36,009	25,603	26,837	30,632	33,637
YoY (%)	4.6	-28.9	4.8	14.1	9.8
毛利率 (%)	14.7	13.9	13.2	13.6	13.7
每股收益(元)	3.08	2.19	2.30	2.62	2.88
ROE (%)	15.4	10.3	9.6	9.7	9.6
市盈率	5.87	8.25	7.88	6.90	6.28

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	843,324	791,695	862,960	909,309	净利润	35,289	35,782	40,843	44,850
YoY (%)	-6.5%	-6.1%	9.0%	5.4%	折旧和摊销	13,474	10,759	10,928	10,872
营业成本	726,100	687,350	745,778	784,404	营运资金变动	20,315	-66,308	-5,142	-13,769
营业税金及附加	6,610	5,859	6,386	6,729	经营活动现金流	46,272	-44,084	20,348	14,693
销售费用	57,451	51,460	57,818	60,924	资本开支	-25,079	-22,599	-22,499	-22,827
管理费用	22,308	19,792	21,574	22,733	投资	-43,179	4,313	9,313	4,813
财务费用	24	1,214	755	550	投资活动现金流	-39,264	6,249	12,397	7,266
资产减值损失	-1,642	32	-12	3	股权募资	334	0	0	0
投资收益	24,901	25,334	27,183	28,280	债务募资	42,167	-25,588	0	0
营业利润	40,345	40,461	46,773	51,521	筹资活动现金流	-3,094	-27,363	-1,235	-1,235
营业外收支	613	668	173	30	现金净流量	3,605	-65,199	31,510	20,724
利润总额	40,958	41,129	46,946	51,551	主要财务指标				
所得税	5,669	5,347	6,103	6,702	成长能力 (%)				
净利润	35,289	35,782	40,843	44,850	营业收入增长率	-6.5%	-6.1%	9.0%	5.4%
归属于母公司净利润	25,603	26,837	30,632	33,637	净利润增长率	-28.9%	4.8%	14.1%	9.8%
YoY (%)	-28.9%	4.8%	14.1%	9.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.19	2.30	2.62	2.88	毛利率	13.9%	13.2%	13.6%	13.7%
资产负债表 (百万元)					净利率	4.2%	4.5%	4.7%	4.9%
货币资金	127,827	62,628	94,138	114,862	总资产收益率 ROA	3.0%	3.3%	3.5%	3.6%
预付款项	28,939	17,184	18,644	19,610	净资产收益率 ROE	10.3%	9.6%	9.7%	9.6%
存货	54,399	47,079	51,081	53,726	偿债能力 (%)				
其他流动资产	299,993	332,876	353,733	377,542	流动比率	1.10	1.19	1.27	1.35
流动资产合计	511,158	459,766	517,596	565,741	速动比率	0.92	1.03	1.10	1.17
长期股权投资	64,617	58,304	51,990	45,677	现金比率	0.28	0.16	0.23	0.27
固定资产	83,056	100,317	117,104	133,088	资产负债率	64.6%	58.0%	56.1%	53.8%
无形资产	15,281	16,884	18,377	19,906	经营效率 (%)				
非流动资产合计	338,176	351,722	359,478	372,703	总资产周转率	0.99	0.98	0.98	0.97
资产合计	849,333	811,488	877,074	938,444	每股指标 (元)				
短期借款	25,588	0	0	0	每股收益	2.19	2.30	2.62	2.88
应付账款及票据	170,048	129,937	140,983	148,285	每股净资产	21.37	24.04	26.97	30.09
其他流动负债	267,168	254,877	265,010	271,359	每股经营现金流	3.96	-3.77	1.74	1.26
流动负债合计	462,803	384,814	405,992	419,644	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	19,137	19,137	19,137	19,137	估值分析				
其他长期负债	66,553	66,553	66,553	66,553	PE	8.25	7.88	6.90	6.28
非流动负债合计	85,690	85,690	85,690	85,690	PB	1.12	0.75	0.67	0.60
负债合计	548,494	470,505	491,683	505,334					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	51,138	60,083	70,294	81,506					
股东权益合计	300,840	340,983	385,391	433,110					
负债和股东权益合计	849,333	811,488	877,074	938,444					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。