

公司研究/季报点评

2020年04月30日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.09
合理价格区间(元): 24.64~26.40

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

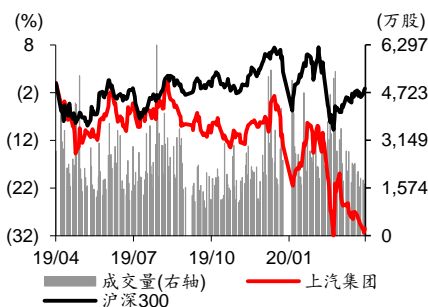
王涛 执业证书编号: S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

相关研究

- 1 《上汽集团(600104 SH,买入): 现金流稳健, 维持高分红比例》2020.04
- 2 《上汽集团(600104 SH,买入): 19 盈利下滑 29%, 龙头整装再出发》2020.01
- 3 《上汽集团(600104 SH,买入): 大众自主研发, 12 月销量转正》2020.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 有望逐季改善

上汽集团(600104)

疫情影响终端销量, 业绩符合预期

4月29日, 公司发布2020年一季度报, 实现营业收入1059亿元, 同比-47%, 归母净利润11.2亿元, 同比-86.4%, 扣非后归母净利润6.9亿元, 同比-91%。公司Q1业绩符合我们预期(华泰预期20年Q1业绩下滑80%~90%), 业绩下滑主要原因是疫情影响公司销量大幅下滑, 产能利用率下滑, 折旧摊销费用占比提升, 毛利率下滑, 管理和研发费用率提升。随着疫情结束, 汽车需求有望逐步恢复, 我们认为公司销量和利润有望逐季恢复, 预计20-22年EPS分别为1.76、1.98、2.17元, 维持“买入”评级。

投资收益下滑较多, 毛利率下滑, 现金流同比改善

Q1批发销量同比-56%, 导致公司收入下滑; 产能利用率下降, 导致毛利率下滑, Q1公司毛利率10.4%, 同比-2.1pct; 管理费用率3.8%, 同比+1.5pct, 研发费用率3.1%, 同比+1.3pct, 主要是因为收入下滑较多; 投资收益23亿元, 同比-65%, 主要是金融类子公司处置了部分金融资产, 产生了投资收益弥补了合营企业亏损; 权益法核算的投资收益是-4040万元, 主要原因是部分联合营整车和零部件企业亏损; Q1非经常性收益4.3亿元, 主要是确认了政府补助5亿元。Q1经营活动现金净流量-16亿元, 净流出减少, 主要是因为整车企业现金流优化。

由于销量下滑, 合资与自主利润下滑, 但销量和利润有望逐季改善

2020年Q1, 上汽大众销量同比-61%, 上汽通用销量同比-58%, 上汽自主乘用车销量同比-33.7%, 上汽通用五菱销量同比-61.5%, 上汽集团整体销量同比-56%, 乘用车行业整体销量同比-45%。公司销量增速低于行业, 主要是合资企业去库存所致。由于销量下滑, 合资和自主出现亏损。Q1联合营企业投资收益同比-61.5亿元, 主要因为合资企业利润下滑。据我们测算, Q1上汽自主亏损11亿元, 比去年同期增加亏损6亿元。我们预计公司全年批发销量或同比-10%, 随着国内疫情结束, 经济复苏, 公司销量和利润也有望逐季改善。

PB处于历史低位, 销量和利润有望逐季改善, 维持“买入”评级

公司在国际化和电动化方面都取得了显著成绩, 展望2020年MEB工厂落成, 上汽大众有望在新能源汽车领域取得突破。上汽奥迪投产在望, 公司进一步布局豪华车领域, 未来发展值得期待。公司2020年PB0.75倍, 处于历史低位, 销量和利润有望逐季改善。我们预计公司2020-22年分别实现归母净利205、231、254亿元, EPS分别为1.76、1.98、2.17元, 同行业可比公司20年平均估值15.8XPE, 考虑到公司业绩弹性略弱于可比公司, 给予公司20年14~15XPE估值, 维持目标价24.64~26.4元, 维持“买入”评级。

风险提示: 我国汽车销量增速不及预期, 公司海外市场拓展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	11,683
流通A股(百万股)	11,683
52周内股价区间(元)	17.70-27.38
总市值(百万元)	211,354
总资产(百万元)	83,924
每股净资产(元)	21.34

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	902,194	843,324	762,015	815,537	872,821
+/-%	3.62	(6.53)	(9.64)	7.02	7.02
归属母公司净利润(百万元)	36,010	25,603	20,515	23,091	25,395
+/-%	4.64	(28.90)	(19.87)	12.56	9.98
EPS(元, 最新摊薄)	3.08	2.19	1.76	1.98	2.17
PE(倍)	5.87	8.25	10.30	9.15	8.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

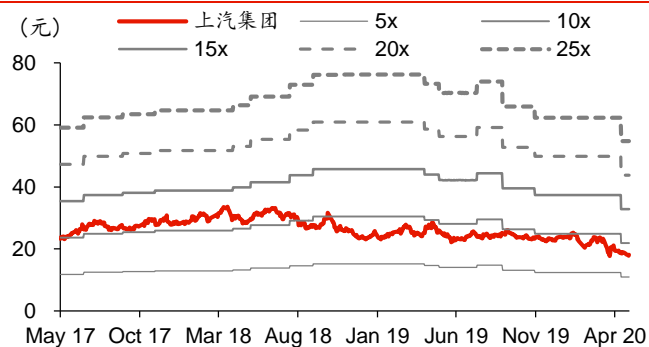
图表1：可比公司估值（截至 20200429）

证券代码	公司	收盘价	EPS(元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601238.SH	广汽集团	12.26	0.84	1.01	1.13	14.61	12.09	10.85
601633.SH	长城汽车	9.08	0.50	0.64	0.71	18.29	14.21	12.87
600741.SH	华域汽车	28.53	1.95	2.20	2.38	14.65	12.98	11.98
	平均					14.85	13.09	11.90

资料来源：Wind，华泰证券研究所（盈利预测来自万得一致预期）

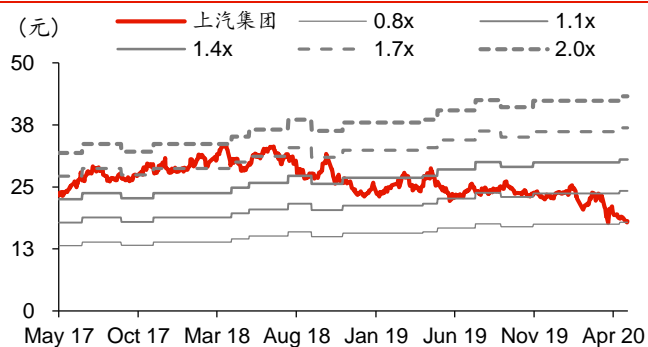
PE/PB - Bands

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	453,377	511,158	497,305	555,216	599,014
现金	150,333	177,623	174,029	186,734	189,802
应收账款	61,090	58,988	45,239	59,434	52,566
其他应收账款	16,099	14,603	16,000	16,000	16,000
预付账款	18,694	28,939	16,000	16,000	16,000
存货	58,943	54,399	42,070	38,528	47,712
其他流动资产	148,218	176,606	203,967	238,520	276,934
非流动资产	329,393	338,176	349,959	354,359	358,759
长期投资	70,930	64,617	72,000	73,000	74,000
固定投资	90,036	99,244	103,644	107,044	110,444
无形资产	16,028	18,409	18,409	18,409	18,409
其他非流动资产	152,399	155,906	155,906	155,906	155,906
资产总计	782,770	849,333	847,263	909,574	957,773
流动负债	414,322	462,803	412,103	438,230	447,067
短期借款	32,317	26,799	26,799	26,799	26,799
应付账款	154,827	170,048	119,347	145,475	154,311
其他流动负债	227,178	265,956	265,956	265,956	265,956
非流动负债	83,728	85,690	95,690	97,690	99,690
长期借款	32,533	35,299	45,299	47,299	49,299
其他非流动负债	51,195	50,392	50,392	50,392	50,392
负债合计	498,050	548,494	507,793	535,921	546,757
少数股东权益	50,352	51,138	58,919	67,678	77,311
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
资本公积	107,588	68,692	68,692	68,692	68,692
留存公积	115,097	169,327	200,176	225,601	253,330
归属母公司股东权益	234,368	249,702	280,551	305,976	333,705
负债和股东权益	782,770	849,333	847,263	909,574	957,773

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	8,976	46,272	17,471	41,772	32,134
净利润	48,405	35,289	28,297	31,850	35,028
折旧摊销	11,484	13,310	14,000	15,000	15,000
财务费用	1,863	2,026	30.00	30.00	30.00
投资损失	(33,126)	(24,901)	(21,166)	(23,282)	(25,145)
营运资金变动	(20,415)	32,982	(4,390)	17,474	6,521
其他经营现金	765.00	(12,434)	700.00	700.00	700.00
投资活动现金	9,846	(39,264)	(31,400)	(31,400)	(31,400)
资本支出	30,319	25,079	18,400	18,400	18,400
长期投资	(40,165)	1,567	1,000	1,000	1,000
其他投资现金	0.00	12,618	12,000	12,000	12,000
筹资活动现金	(19,547)	(3,094)	10,334	2,334	2,334
短期借款	(541.00)	(5,518)	0.00	0.00	0.00
长期借款	17,320	2,766	10,000	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(31,627)	(25,675)	(25,000)	(25,000)	(25,000)
其他筹资现金	(4,699)	25,334	25,334	25,334	25,334
现金净增加额	(725.00)	3,605	(3,595)	12,705	3,068

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902,194	843,324	762,015	815,537	872,821
营业成本	769,986	726,100	655,356	700,435	749,465
营业税金及附加	7,463	6,610	6,096	6,524	6,983
营业费用	63,423	57,451	52,579	55,864	59,352
管理费用	36,721	35,702	33,148	35,476	37,531
财务费用	195.00	24.37	30.00	30.00	30.00
资产减值损失	(3,490)	(3,507)	(3,550)	(3,550)	(3,550)
公允价值变动收益	(113.00)	1,497	200.00	200.00	200.00
投资净收益	33,126	24,901	21,166	23,282	25,145
营业利润	53,674	40,345	32,235	36,362	40,053
营业外收入	1,125	766.95	780.00	780.00	780.00
营业外支出	455.00	154.26	150.00	150.00	150.00
利润总额	54,344	40,958	32,865	36,992	40,683
所得税	5,939	5,669	4,568	5,142	5,655
净利润	48,405	35,289	28,297	31,850	35,028
少数股东损益	12,395	9,686	7,782	8,759	9,633
归属母公司净利润	36,010	25,603	20,515	23,091	25,395
EBITDA	32,192	26,284	23,939	26,949	28,778
EPS (元, 基本)	3.08	2.19	1.76	1.98	2.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.62	(6.53)	(9.64)	7.02	7.02
营业利润	(0.81)	(24.83)	(20.10)	12.80	10.15
归属母公司净利润	4.64	(28.90)	(19.87)	12.56	9.98
获利能力 (%)					
毛利率	13.25	12.15	11.62	11.71	11.71
净利率	3.99	3.04	2.69	2.83	2.91
ROE	12.65	8.51	6.04	6.18	6.18
ROIC	18.17	13.83	8.65	8.86	8.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.63	64.58	59.93	58.92	57.09
净负债比率 (%)	174.93	182.32	149.58	143.43	133.03
流动比率	1.09	1.10	1.21	1.27	1.34
速动比率	0.95	0.99	1.10	1.18	1.23
营运能力					
总资产周转率	1.15	0.99	0.90	0.90	0.91
应收账款周转率	14.39	14.05	14.62	15.58	15.59
应付账款周转率	5.27	4.47	4.53	5.29	5.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.08	2.19	1.76	1.98	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	3.96	1.50	3.58	2.75
每股净资产(最新摊薄)	24.37	25.75	29.06	31.98	35.18
估值比率					
PE (倍)	5.87	8.25	10.30	9.15	8.32
PB (倍)	0.74	0.70	0.62	0.57	0.51
EV_EBITDA (倍)	6.18	7.57	8.31	7.38	6.91

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林志轩、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司