

通用销量企稳转正，上汽大众新车上市有望促进销量改善

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **上汽集团整体销量持续保持正增长。**上汽集团 7 月整体销量 45.76 万辆，同比增长 4%，连续两个月同比增长；1-7 月累计销量 250.67 万辆，同比下滑 25.8%。上汽集团 7 月整体销量同比实现正增长，主要受上汽通用五菱销量同比增长 20%，以及上汽通用、上汽大通销量增长拉动。随着行业整体逐步复苏，上汽集团销量有望持续改善。
- **上汽大众改款车型上市有望促进销量转正。**上汽大众 7 月销量 13.4 万辆，同比下滑 7.6%；1-7 月累计销量 71.14 万辆，同比下滑 33.2%。根据乘联会的周度数据，7 月国内狭义乘用车批发销量同比增长 4%；上汽大众 7 月销量同比增速低于行业平均水平。近期，途安 L、途昂、途昂 X、途铠等车型 2020 款改款上市，朗逸、桑塔纳、凌渡等车型 2020 款改款仍未上市，下半年有望逐步发力。上汽大众 MEB 项目稳步推进，预计今年 10 月份将正式投产，未来将投产包括 ID.4 等在内的大众及奥迪多款车型，有望推动新能源车销量快速提升。
- **上汽通用销量企稳转正。**上汽通用 7 月销量 11.28 万辆，同比增长 1.1%，今年来首次转正；1-7 月累计销量 66.9 万辆，同比下滑 29.3%。近期上汽通用密集推出新车型，6 月份凯迪拉克 XT6 和别克 GL8 ES 陆尊正式上市；7 月全新昂科威 S、君越改款、全新微蓝 7、微蓝 6 PHEV 等车型正式上市。新车型上市及四缸机车型推出有望推动公司销量延续此前改善的趋势。
- **上汽自主品牌销量下滑幅度继续收窄，荣威全新车标车型将上市。**上汽自主品牌 7 月销量 5.1 万辆，同比下滑 2%，下滑幅度继续收窄；1-7 月累计销量 29.25 万辆，同比下滑 19.6%。近期荣威发布全新 R 车标，对应荣威新能源车型的独立体系，旗下首款车型 ER6 将于 8 月中旬上市。ER6 续航里程达到 620km，预售价 16 万~22 万元，上市后有望成为销量增长点。

财务预测与投资建议：

预测 2020-2022 年 EPS 为 1.76、2.20、2.56 元，参照可比公司平均估值水平，给予 2020 年 14 倍 PE 估值，目标价 24.64 元，维持买入评级。

风险提示：自主乘用车销量低于预期、上汽大众、上汽通用销量低于预期影响盈利。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	887,626	826,530	733,179	806,944	872,586
同比增长(%)	3.5%	-6.9%	-11.3%	10.1%	8.1%
营业利润(百万元)	53,674	40,345	31,417	39,588	46,040
同比增长(%)	-0.8%	-24.8%	-22.1%	26.0%	16.3%
归属母公司净利润(百万元)	36,009	25,603	20,579	25,696	29,881
同比增长(%)	4.6%	-28.9%	-19.6%	24.9%	16.3%
每股收益(元)	3.08	2.19	1.76	2.20	2.56
毛利率(%)	13.3%	12.2%	11.8%	12.4%	12.7%
净利率(%)	4.1%	3.1%	2.8%	3.2%	3.4%
净资产收益率(%)	15.7%	10.6%	8.1%	9.7%	10.5%
市盈率	5.9	8.3	10.4	8.3	7.1
市净率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月06日)	18.27元
目标价格	24.64元
52周最高价/最低价	26.08/16.99元
总股本/流通A股(万股)	1,168,346/1,168,346
A股市值(百万元)	213,457
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020年08月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.83	-7.54	-6.88	-23.30
相对表现	-1.46	-9.52	-27.88	-54.28
沪深300	2.29	1.98	21.00	30.98



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

021-63325888*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

联系人 周翰

021-63325888*7524

zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

已过最差时期，拟回购股份实施股权激励， 2020-07-05

彰显未来发展信心：

集团零售转正，上汽通用将逐步企稳： 2020-05-08

业绩符合预期，预计 2 季度盈利将逐步改善： 2020-04-30

善：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	123,771	127,827	109,977	121,042	130,888	营业收入	887,626	826,530	733,179	806,944	872,586
应收账款	40,130	41,341	36,659	40,347	43,629	营业成本	769,986	726,100	646,628	706,803	762,038
预付账款	18,694	28,939	22,202	23,228	27,364	营业税金及附加	7,463	6,610	5,863	6,453	6,978
存货	58,943	54,399	51,730	63,612	68,583	营业费用	63,423	57,451	49,856	54,872	59,336
其他	211,838	258,652	235,530	235,269	239,682	管理费用	36,721	35,702	30,574	33,892	35,776
流动资产合计	453,376	511,158	456,098	483,498	510,147	财务费用	195	24	85	64	100
长期股权投资	70,930	64,617	64,617	64,617	64,617	资产减值损失	3,490	1,642	1,010	1,198	888
固定资产	69,187	83,056	93,680	94,777	93,946	公允价值变动收益	(113)	1,497	1,300	1,200	1,200
在建工程	20,849	16,188	13,563	12,032	11,269	投资净收益	33,126	24,901	26,478	30,249	32,895
无形资产	14,008	15,281	14,262	13,244	12,225	其他	14,314	14,947	4,476	4,476	4,476
其他	154,419	159,034	139,365	128,335	125,344	营业利润	53,674	40,345	31,417	39,588	46,040
非流动资产合计	329,394	338,176	325,488	313,005	307,402	营业外收入	1,125	767	950	800	900
资产总计	782,770	849,333	781,586	796,503	817,549	营业外支出	455	154	150	160	160
短期借款	16,726	25,588	67,890	57,621	41,666	利润总额	54,344	40,958	32,217	40,228	46,780
应付账款	125,265	137,086	129,326	129,930	145,454	所得税	5,939	5,669	4,027	5,029	5,848
其他	272,331	300,129	200,405	198,052	193,917	净利润	48,405	35,289	28,190	35,200	40,933
流动负债合计	414,323	462,803	397,621	385,603	381,037	少数股东损益	12,395	9,686	7,611	9,504	11,052
长期借款	19,158	19,137	19,137	19,137	19,137	归属于母公司净利润	36,009	25,603	20,579	25,696	29,881
应付债券	13,375	16,162	16,000	16,000	11,000	每股收益(元)	3.08	2.19	1.76	2.20	2.56
其他	51,194	50,392	33,283	33,283	33,283						
非流动负债合计	83,726	85,690	68,420	68,420	63,420						
负债合计	498,050	548,494	466,041	454,023	444,457						
少数股东权益	50,352	51,138	58,749	68,253	79,305						
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683						
资本公积	55,323	55,567	55,567	55,567	55,567						
留存收益	155,941	166,124	176,421	193,852	213,412						
其他	11,422	16,328	13,125	13,125	13,125						
股东权益合计	284,720	300,840	315,545	342,479	373,092						
负债和股东权益总计	782,770	849,333	781,586	796,503	817,549						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	48,405	35,289	28,190	35,200	40,933
折旧摊销	10,572	11,802	11,261	12,573	13,752
财务费用	195	24	85	64	100
投资损失	(33,126)	(24,901)	(26,478)	(30,249)	(32,895)
营运资金变动	(2,756)	(69,494)	(88,401)	(11,628)	(8,294)
其它	(14,314)	93,551	26,375	(2)	(312)
经营活动现金流	8,976	46,272	(48,968)	5,956	13,285
资本支出	(26,535)	(20,947)	(10,938)	(10,502)	(10,506)
长期投资	36,727	30,181	(29,298)	11,576	2,049
其他	(347)	(48,498)	46,568	21,801	34,620
投资活动现金流	9,845	(39,264)	6,332	22,875	26,162
债权融资	15,540	14,249	(7,149)	831	(3,225)
股权融资	455	244	0	0	0
其他	(35,109)	(17,586)	31,935	(18,597)	(26,376)
筹资活动现金流	(19,114)	(3,094)	24,786	(17,767)	(29,601)
汇率变动影响	(434)	(308)	0	0	0
现金净增加额	(727)	3,605	(17,850)	11,065	9,846

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.5%	-6.9%	-11.3%	10.1%	8.1%
营业利润	-0.8%	-24.8%	-22.1%	26.0%	16.3%
归属于母公司净利润	4.6%	-28.9%	-19.6%	24.9%	16.3%
获利能力					
毛利率	13.3%	12.2%	11.8%	12.4%	12.7%
净利率	4.1%	3.1%	2.8%	3.2%	3.4%
ROE	15.7%	10.6%	8.1%	9.7%	10.5%
ROIC	14.4%	9.4%	6.7%	7.8%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	64.6%	59.6%	57.0%	54.4%
净负债率	0.0%	0.0%	4.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.09	1.10	1.15	1.25	1.34
速动比率	0.95	0.98	0.99	1.06	1.13
营运能力					
应收账款周转率	23.7	20.3	18.8	21.0	20.8
存货周转率	13.6	12.4	11.1	10.5	9.9
总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1
每股指标(元)					
每股收益	3.08	2.19	1.76	2.20	2.56
每股经营现金流	0.77	3.96	-4.19	0.51	1.14
每股净资产	20.06	21.37	21.98	23.47	25.15
估值比率					
市盈率	5.9	8.3	10.4	8.3	7.1
市净率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	0.6	0.7	0.9	0.7	0.6
EV/EBIT	0.7	1.0	1.2	1.0	0.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

