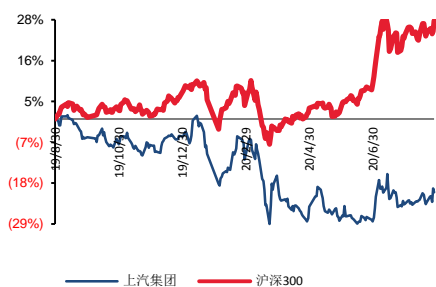


可选消费 汽车与汽车零部件

费用优化业绩大幅改善, 创新不止龙头实力不减

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	11,683/11,683
总市值/流通(百万元)	221,285/221,285
12个月最高/最低(元)	25.94/16.99

■ 相关研究报告:

上汽集团(600104)《规模大幅下行拖累业绩, 自主及合资依然看点十足》
--2020/04/30

上汽集团(600104)《【太平洋汽车】上汽集团: 龙头盈利回升, 自主与合资逐季向暖》
--2019/10/30

上汽集团(600104)《上汽集团: 自主销量企稳回升, 整体销量降幅缩窄》
--2019/10/13

证券分析师: 白宇

电话: 010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518020004

证券分析师: 赵水平

电话: 15601632638

E-MAIL: zhaosp@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040001

事件: 公司发布2020年半年报, 公司实现营业总收入2837.4亿元, 同比下滑24.6%, 实现归属上市公司股东净利润83.9亿元, 同比下滑39.01%。其中Q2单季度实现营收1778亿元, 同比增长1%, 实现归母净利润72.7亿元, 同比大增32%。

Q2 费用改善明显, 利润增速强于销量增速。 Q1、Q2 集团分别实现销量68万辆、137万辆, 同比分别为-56%、-2%, 二季度环比出现较大改善, 但同比仍承压。Q2 由于销量逐步恢复常态下摊销减小, 同时费用端得到大幅改善, 尤其销售费用同比减少60亿左右(其中30亿左右为会计准则变化带来), Q2 利润出现30%以上强势增长, 增长表现大幅好于销量。

大众通用短期仍承压、五菱略有亏损但不乏亮点。 上半年上汽大众实现营收740亿元, 同比-35%, 实现净利润69.1亿元, 同比-30%; 上汽通用实现营收657亿元, 同比-28%, 实现净利润17.8亿元, 同比-75%, 公司核心利润来源合资双雄业绩依然面临压力, 但其长期积累的品牌优势仍在。五菱上半年业绩出现一定亏损, 但发布全新银标提升品牌力, 同时人民电动车宏光MINI-EV广受消费者欢迎, 订单及销量均大幅超预期。

新车有望不断发力, 实力造就创新不止。 上汽大众MEB首款产品有望在Q4实现量产, 大众将不断开始恢复, 自主重磅新车荣威RX5-Plus已成爆款拉动自主品牌向上复苏, 全新R标新车将引领自主品牌向上, 荣威品牌全新MPV亦将带来增量。同时公司在新能源及智能驾驶领域不断突破, 全新软件公司零束将为公司带来长期竞争力, 凭借非凡实力创新不止。

投资建议: 公司二季度销量环比改善同比微幅下滑, 但由于费用优化等因素利润出现大幅改善, 旗下合资公司恢复缓慢但实力犹存, 在行业逐步恢复过程规模优势有望逐步呈现。我们预计公司2020年/2021年归母净利润分别为235亿元/283亿元, 对应PE估值分别为9倍/8倍, 给予“买入”评级。

风险提示: 乘用车行业恢复不及预期, 终端优惠幅度大于预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	843324	777376	844697	908641
(+/-%)	(6.53)	(7.82)	8.66	7.57
净利润(百万元)	25603	23512	28306	30290
(+/-%)	(28.90)	(8.17)	20.39	7.01
摊薄每股收益(元)	2.19	2.01	2.42	2.59
市盈率(PE)	8.64	9.41	7.82	7.31

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	123,77	127,82	62,190	175,70	132,50	营业收入	902,194	843,324	777,376	844,697	908,641
应收和预付款项	93,353	89,737	80,752	103,70	94,693	营业成本	769,986	726,100	676,240	730,663	787,428
存货	58,943	54,399	39,134	67,044	42,970	营业税金及附加	7,463	6,610	6,520	6,898	7,388
其他流动资产	82,265	136,20	91,104	103,19	110,16	销售费用	63,423	57,451	54,572	60,142	65,150
流动资产合计	453,37	511,15	382,172	559,375	487,565	管理费用	21,336	22,308	24,410	26,186	27,804
长期股权投资	70,930	64,617	64,617	64,617	64,617	财务费用	195	24	(143)	40	23
投资性房地产	3,190	3,252	3,252	3,252	3,252	资产减值损失	3,490	(1,642)	1,863	1,237	486
固定资产	69,187	83,056	79,597	76,137	72,678	投资收益	33,126	24,901	22,500	24,200	26,400
在建工程	20,849	16,188	16,188	16,188	16,188	公允价值变动	(113)	1,497	(210)	(302)	272
无形资产	14,547	16,928	15,680	14,433	13,186	营业利润	53,674	40,345	36,229	43,457	47,061
长期待摊费用	2,047	2,471	1,712	953	194	其他非经营损益	670	613	478	587	559
其他非流动资产	39,609	68,356	46,395	51,453	55,402	利润总额	54,344	40,958	36,707	44,044	47,620
资产总计	782,770	849,333	692,435	870,153	796,372	所得税	5,939	5,669	4,642	5,493	6,184
短期借款	16,726	25,588	8,191	0	0	净利润	48,405	35,289	32,065	38,551	41,436
应付和预收款项	236,77	258,89	154,04	306,69	202,58	少数股东损益	12,395	9,686	8,553	10,245	11,146
长期借款	19,158	19,137	0	0	0	归母股东净利润	36,009	25,603	23,512	28,306	30,290
其他负债	196,43	200,65	192,37	196,48	196,50						
负债合计	498,05	548,49	387,080	538,396	436,385						
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	155,94	166,12	178,41	194,57	211,65						
归母公司股东权益	234,36	249,70	245,66	261,82	278,90						
少数股东权益	50,352	51,138	59,691	69,936	81,082						
股东权益合计	284,72	300,84	305,35	331,75	359,98						
负债和股东权益	782,770	849,333	692,435	870,153	796,372						

预测指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.65%	13.90%	13.01%	13.50%	13.34%
销售净利率	5.95%	4.78%	4.66%	5.14%	5.18%
销售收入增长率	3.62%	-6.53%	-7.82%	8.66%	7.57%
EBIT 增长率	26.35%	-15.26%	-38.76%	20.54%	8.25%
净利润增长率	4.65%	-28.90%	-8.17%	20.39%	7.01%
ROE	15.36%	10.25%	9.57%	10.81%	10.86%
ROA	6.18%	4.15%	4.63%	4.43%	5.20%
ROIC	-114.5%	-153.7%	1710.9%	92.12%	-71.40%
EPS (X)	3.08	2.19	2.01	2.42	2.59
PE (X)	6.15	8.64	9.41	7.82	7.31
PB (X)	0.94	0.89	0.90	0.85	0.79
PS (X)	0.25	0.26	0.28	0.26	0.24
EV/EBITDA (X)	0.68	0.43	0.42	-2.03	-0.81

现金流量表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	8,976	46,272	(7,073)	108,292	(61,150)
投资性现金流	9,845	(39,264)	16,779	23,048	29,075
融资性现金流	(19,114)	(3,094)	(75,342)	(17,821)	(11,135)
现金增加额	(284)	3,897	(65,637)	113,519	(43,209)

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。