



# 稳定前行中，迎接新周期

## ——上汽集团（600104）点评

2019年01月31日

推荐/维持

上汽集团

财报点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn	010-66554142

### 事件：

公司发布2018年度业绩预告，报告期内实现归属于上市公司股东的净利润预计增加约16亿元，同比增长4.6%左右。扣非后归母净利润约324亿元，较2017年减少约5亿元，同比减少1.5%左右。经计算，2018Q4单季度实现归母净利润约83.3亿元，同比减少14.8%；扣非后归母净利润约70.8亿元，同比减少21.8%。

表 1：公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	196281.83	200124.49	211643.27	262589.83	238833.74	226018.35	209888.54
增长率（%）	5.72%	20.40%	17.32%	16.72%	21.58%	12.89%	-1.12%
毛利率（%）	13.18%	12.51%	13.83%	14.14%	13.07%	13.19%	13.90%
期间费用率（%）	10.69%	10.80%	8.32%	12.83%	10.42%	11.28%	7.27%
营业利润率（%）	6.58%	5.84%	5.97%	6.73%	6.66%	6.48%	6.31%
净利润（百万元）	11527.76	10405.96	11532.65	13649.73	14042.03	12710.53	11413.85
增长率（%）	01.37%	04.66%	05.16%	16.89%	21.81%	22.15%	-01.03%
每股盈利（季度，元）	0.71	0.66	0.74	0.84	0.83	0.79	0.74
资产负债率（%）	58.22%	61.34%	60.48%	62.39%	61.74%	63.91%	61.97%
净资产收益率（%）	4.40%	4.23%	4.47%	5.02%	4.93%	4.78%	4.09%
总资产收益率（%）	1.84%	1.63%	1.77%	1.89%	1.88%	1.73%	1.55%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 主要观点：

- 行业下行周期，全年业绩稳定。2018年下半年始，国内汽车销量连续数月下滑，受市场需求萎缩影响，上汽集团 Q3、Q4 单季销量分别同比下滑 1.23%和 9.65%。全年来看，上汽大众销量增长 0.1%，上汽通用销量下滑 1.5%，上汽通用五菱下滑 3.65%，上汽乘用车销量增长 34.45%，集团销量合计 705.17 万辆，同比仅增长 1.75%。公司归母净利润增长 4.6%，扣非后归母净利润减少 1.5%左右，业绩相对稳定，符合我们预期。通过对上汽集团下属合资、自主品牌整车厂的发展战略和新车规划分析，我们对公司 2019-2020 年业绩保持乐观态度。
- 上汽大众 SUV 全面布局，建设上海和仪征 MEB 工厂。2018 年上汽大众投放超过 10 款新车，进入强产品周期，尤其加强在 SUV 产品的投放，下半年紧凑型 SUV Tharu 上市，将承接老途观市场；2019 年小型 SUV T-Cross 将上市，将在中低端 SUV 市场与自主品牌展开竞争。主力车型帕萨特、凌渡、Polo 和明锐

等迎来换代，换代后将对销量有小幅提升。我们认为新车上市放量后，2019年上汽大众将凭借强产品周期保持国内乘用车市场领先地位。同时，上汽大众加快在新能源汽车领域产品研发，安亭MEB工厂已经开工，仪征二期也将开始建设，用于生产MEB和MQB车型。

- **上汽通用迎来强产品周期。**上汽通用2018年全年销量下滑，但豪华品牌凯迪拉克销量同比增长31.8%，高端车销量比例得到提升。2019年上汽通用将有9款左右新车上市，包括凯迪拉克引进的全新车型CTS、雪佛兰品牌的全新SUV、别克品牌全新SUV，以及各类换代车型等，我们预计2019-2020年上汽通用销量将有较大的提升。
- **前瞻技术引领上汽乘用车竞争力提升。**上汽乘用车全年销量达70.19万辆，同比增长34.45%，增速领跑行业，下半年上市的i5月销量突破2万辆。我们认为上汽乘用车的成功与上汽集团在新能源汽车、前瞻技术的研发和创新是分不开的。上汽集团重视新能源汽车三电核心技术研发，基本掌握了电池pack、电机和电控技术；上汽英飞凌IGBT已经实现批产交付；智能网联系统走在行业前沿。自主品牌荣威和名爵车型竞争力得到提升。
- **结论：**前期基于对汽车行业周期、以及消费端需求影响因素分析，我们认为行业有望在2019Q3或Q4迎来复苏。在发改委等部门促进汽车消费政策的刺激下，行业复苏时点有望提前。公司凭借合资品牌在中高端市场的竞争力以及自主品牌在三四线城市的扩张，在此轮行业复苏周期中，市场占有率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2018-2020年实现归母净利润分别为362.4亿元、394亿元和413.5亿元；EPS分别为3.11元、3.37元和3.54元，对应PE分别为8.7X、8X和7.7X。考虑到公司的龙头优势和产品竞争力，我们认为公司销量和业绩将保持超越行业的增速，维持“推荐”评级。

**风险提示：**新车销量不及预期；终端优惠导致利润空间下降。

**表 2: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	330946	389949	417628	451266	479638	<b>营业收入</b>	756416	870639	922325	984748	1034454
货币资金	105933	121611	129126	137865	144824	<b>营业成本</b>	650218	742382	791231	842599	882950
应收账款	30662	34668	36726	39211	41191	营业税金及附	7521	7882	8393	8938	9401
其他应收款	6961	9214	9761	10422	10948	营业费用	47503	61122	59951	64009	67240
预付款项	20530	29835	39139	49374	59927	管理费用	28258	31301	33204	35451	37240
存货	37040	50042	53335	56797	59517	财务费用	-332	143	137	149	154
其他流动资产	42453	52013	56339	61564	65724	资产减值损失	3209.47	3739.59	3265.75	3404.94	3470.09
<b>非流动资产合计</b>	259683	333585	345706	358618	371410	公允价值变动	-10.02	-4.34	-5.00	-5.00	-5.00
长期股权投资	62677	67500	68370	70450	72160	投资净收益	30572.26	30811.61	31811.61	32411.61	33011.61
固定资产	47053.91	58226.66	67526.06	76210.04	84181.69	<b>营业利润</b>	48433	54110	57951	62605	67006
无形资产	10794	11745	12571	13514	14662	营业外收入	3313.77	868.57	870.00	870.00	870.00
其他非流动资产	1617	2309	2778	3248	3718	营业外支出	1254.31	717.54	720.00	720.00	720.00
<b>资产总计</b>	590628	723533	763334	809884	851048	<b>利润总额</b>	50492	54261	58101	62755	67156
<b>流动负债合计</b>	297481	390973	406719	427152	439697	所得税	6530	7145	7582	8227	8784
短期借款	8728	15717	19714	25500	25074	<b>净利润</b>	43962	47116	50518	54528	58372
应付账款	104731	121119	127321	135586	142080	少数股东损益	11953	12706	14177	15124	17028
预收款项	22676	27177	32219	37457	43035	归属母公司净	32009	34410	36241	39404	41345
一年内到期的非	8674	16937	16937	16937	16937	EBITDA	65628	73925	67122	73127	78799
<b>非流动负债合计</b>	58050	60455	63470	67370	71520	<b>EPS (元)</b>	2.90	2.96	3.11	3.37	3.54
长期借款	4286	6894	9544	12244	14994	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	14160	7072	7072	7072	7072	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	355532	451427	470190	494522	511217	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	43175	46771	60948	76072	93100	营业收入增长	12.82%	15.10%	5.94%	6.77%	5.05%
实收资本(或股	11026	11683	11683	11683	11683	营业利润增长	11.12%	11.72%	7.10%	8.03%	7.03%
资本公积	39807	54868	54868	54868	54868	归属于母公司	5.61%	8.43%	5.61%	8.43%	4.92%
未分配利润	96793	104695	103968	103180	102353	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	191921	225335	217934	225027	232469	毛利率(%)	14.04%	14.73%	14.21%	14.44%	14.65%
<b>负债和所有者权</b>	590628	723533	763334	809884	851048	净利率(%)	5.81%	5.41%	5.48%	5.54%	5.64%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润	2.94%	5.42%	4.76%	4.76%	4.87%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	16.68%	15.27%	16.68%	17.51%	17.78%
<b>经营活动现金流</b>	11377	24301	22221	26718	32317	<b>偿债能力</b>					
净利润	43962	47116	50518	54528	58372	资产负债率(%)	60%	62%	62%	61%	60%
折旧摊销	17527.24	19672.03	1358.05	9116.02	10288.36	流动比率	1.11	1.00	1.03	1.06	1.09
财务费用	-332	143	137	149	154	速动比率	0.99	0.87	0.90	0.92	0.96
应收账款减少	0	0	-2058	-2486	-1979	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	5042	5237	5578	总资产周转率	1.37	1.33	1.24	1.25	1.25
<b>投资活动现金流</b>	26437	-10912	8323	4796	5074	应收账款周转	25	27	26	26	26
公允价值变动收	-10	-4	-5	-5	-5	应付账款周转	7.42	7.71	7.42	7.49	7.45
长期股权投资减	0	0	361	-2696	-1402	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	30572	30812	31812	32412	33012	每股收益(最新	2.90	2.96	3.11	3.37	3.54
<b>筹资活动现金流</b>	-6142	-491	-23029	-22775	-30432	每股净现金流	2.87	1.10	0.64	0.75	0.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	17.41	19.29	18.65	19.26	19.90
长期借款增加	0	0	2650	2700	2750	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	658	0	0	0	P/E	9.33	9.16	8.71	8.03	7.66
资本公积增加	867	15061	0	0	0	P/B	1.56	1.40	1.45	1.41	1.36
<b>现金净增加额</b>	31672	12898	7514	8739	6959	EV/EBITDA	3.48	3.27	3.59	3.29	2.99

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

---

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。