



600104.SH

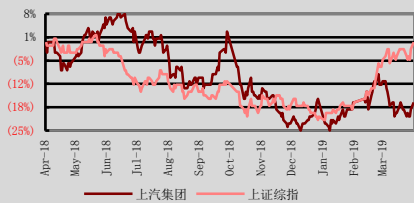
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.59

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.3	(7.3)	(0.3)	(17.5)
相对上证指数	(23.3)	(13.2)	(27.4)	(17.6)

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	310,663
3个月日均交易额(人民币 百万)	966
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	71

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年4月1日收市价为标准

相关研究报告

《上汽集团—短期业绩承压, 长期发展看好》
20190130

《上汽集团—2018年销量突破700万, 2019年
新品周期延续》 20190106

《上汽集团—业绩符合预期, 表现优于行业》
20181030

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

上汽集团

新四化全面发展, 看好豪华车及海外市场前景

公司发布 2018 年报, 全年共实现营业收入 9021.9 亿元, 同比增长 3.6%; 归母净利润 360.1 亿元, 同比增长 4.6%; 扣非净利润 324.1 亿元, 同比下降 1.5%; 每股收益 3.08 元, 拟每 10 股分配现金股利人民币 12.6 元 (含税)。公司全年销售汽车 705.2 万辆, 同比增长 1.8%, 市占率持续提升; 但受行业竞争加剧、研发投入加大等因素影响, 扣非净利润略有下滑。国内汽车行业仍有广阔发展空间, 政策刺激有望推动销量逐渐回暖。公司作为行业龙头, 旗下合资和自主品牌新品周期延续, 有望持续受益。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 3.13 元、3.44 元和 3.63 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 市占率持续提升, 毛利率保持稳定。2018 年公司销售汽车 705.2 万辆, 同比增长 1.8%, 高于行业水平 4.6 个百分点, 市占率稳步提升至 25.1%, 收入逆势增长 3.6%, 剔除华域收购小系影响增长 2.6%。全年毛利率、销售及财务费用率同比持平, 工资薪酬增长 17.6% 带来管理费用率增长 0.3 个百分点; 新能源及智能网联等投入加大导致研发费用率提升 0.2 个百分点, 四项费用率提升 0.5 个百分点, 因此扣非净利润略有下滑。2018Q4 销售汽车 190.5 万辆, 同比下降 9.7%, 仍优于行业 12.3% 降幅; Q4 收入下滑 13.4%, 毛利率下滑 1.0 个百分点, 预计由于竞争加剧降价所致; 销售、管理、研发费用率分别增加 0.3、1.1、0.4 个百分点, 预计由于收入规模下降及部分费用处理季节性因素所致。

■ 2019 年新品周期延续, 看好豪华车及海外市场前景。2019 年通用别克和雪佛兰将各有 2 款 SUV, 雪佛兰还将有多款轿车, 凯迪拉克将有 3 款新车, 大众有 T-cross 等新车, 自主也将有多款新车上市。在政策及需求推动下, 国内汽车销量有望逐步回暖。公司旗下合资和自主品牌新品周期延续, 有望持续受益。汽车消费升级推动豪华车销量持续增长, 上汽奥迪项目持续推进, 有望成为未来增长点。此外公司持续推进全球布局, 建立了 3 个海外整车制造基地、11 个区域营销服务中心及 500 多个海外营销服务网点, 形成了 6 个“万辆级”海外销售市场, 2018 年整车出口及海外销售 27.7 万辆, 同比增长 62.5%, 海外市场有望成为长期增长点。

■ 新四化全面发展, 长期前景看好。新能源汽车领域, 2018 年公司新能源汽车销售 14.2 万辆, 同比增长 120%, 2019 年目标翻倍增长, 产品全面涵盖纯电动、插电及氢燃料电池等技术路线, 并掌握三电、IGBT 等核心供应链。在智能网联领域, 公司持续加大在感知、规划、决策、执行等智能驾驶关键系统的自主开发力度, 深入推进与阿里巴巴、武汉光庭、Mobileye、TTTech 等跨界合作, 智能驾驶汽车样车测试总里程已超过 11 万公里。共享出行领域, 公司实现“享道出行”网约车项目落地运营, 上汽环球车享业务进入全国 64 个城市, 车队规模达到 4.5 万辆, 累计注册用户超过 400 万。公司新四化全面布局, 有望逐步从传统的制造型企业, 向提供移动出行服务与产品的综合供应商方向发展, 长期前景看好。

估值

■ 我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 3.13 元、3.44 元和 3.63 元, 当前股价对应 2019 年仅 8.5 倍市盈率, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 市场竞争加剧, 销量和利润率下滑; 2) 中美贸易冲突持续升级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	870,639	902,194	911,216	975,001	1,033,501
变动(%)	15	4	1	7	6
净利润(人民币 百万)	34,410	36,009	36,565	40,201	42,361
全面摊薄每股收益(人民币)	2.945	3.082	3.130	3.441	3.626
变动(%)	1.4	4.6	1.5	9.9	5.4
全面摊薄市盈率(倍)	9.0	8.6	8.5	7.7	7.3
价格/每股现金流量(倍)	12.8	34.6	30.8	6.0	11.4
每股现金流量(人民币)	2.08	0.77	0.86	4.41	2.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.5	7.0	7.3	5.3	4.4
每股股息(人民币)	1.830	1.260	1.878	2.064	2.175
股息率(%)	6.9	4.7	7.1	7.8	8.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1.2018 年业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018Y	2017Y	同比变动(%)
营业收入	9,021.9	8,706.4	3.6
营业利润	536.7	541.1	(0.8)
净利润	484.1	471.2	2.7
归属于上市公司股东的净利润	360.1	344.1	4.6
扣非后归属于上市公司股东的净利润	324.1	329.2	(1.5)
营业成本	7,699.9	7,423.8	3.7
毛利润	1,322.1	1,282.6	3.1
销售费用	634.2	611.2	3.8
管理费用	213.4	182.9	16.7
研发费用	153.9	130.1	18.2
财务费用	2.0	1.4	36.4
资产减值损失	34.9	37.4	(6.7)
销售费用率(%)	7.0	7.0	
管理费用率(%)	2.4	2.1	
研发费用率(%)	1.7	1.5	
财务费用率(%)	0.0	0.0	
毛利率(%)	14.7	14.7	
净利率(%)	5.4	5.4	

资料来源: 公司公告、中银国际证券

图表 2.2018Q4 业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018Q4	2017Q4	同比变动(%)
营业收入	2,274.5	2,625.9	(13.4)
营业利润	106.5	175.1	(39.2)
净利润	102.4	136.5	(25.0)
归属于上市公司股东的净利润	83.4	97.7	(14.7)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	70.9	90.6	(21.7)
营业成本	1,954.7	2,228.7	(12.3)
毛利润	319.8	397.2	(19.5)
销售费用	179.6	198.5	(9.5)
管理费用	31.4	6.7	371.3
研发费用	59.8	59.2	1.1
财务费用	(6.7)	(2.3)	(185.8)
资产减值损失	24.5	30.0	(18.2)
销售费用率(%)	7.9	7.6	
管理费用率(%)	1.4	0.3	
研发费用率(%)	2.6	2.3	
财务费用率(%)	(0.3)	(0.1)	
毛利率(%)	14.1	15.1	
净利率(%)	4.5	5.2	

资料来源: 公司公告、中银国际证券

图表 3. 主要控股参股公司业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018 年营业总收入	同比变动 (%)	2018 年净利润	同比变动 (%)
上汽大众	2,593.0	1.2	280.2	4.8
上汽通用	2,244.4	(1.6)	156.2	1.3
上汽通用五菱	1,013.9	(3.9)	41.9	(21.5)
华域汽车	1,571.7	11.9	80.3	22.5
上汽财务	160.9	14.3	47.2	20.3

资料来源: 公司公告、中银国际证券



图表 4. 销量情况

公司	2018Q4 销量 (万辆)	Q4 同比 (%)	2018 年销量 (万辆)	2018 年同比 (%)
上汽大众	54.8	(7.1)	206.5	0.1
上汽通用	53.6	(16.0)	197.0	(1.5)
上汽乘用车	19.3	20.0	70.2	34.5
上汽通用五菱	56.9	(14.0)	207.2	(3.7)
总体	190.5	(9.7)	705.2	1.8

资料来源: 公司公告、中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	870,639	902,194	911,216	975,001	1,033,501
销售成本	(750,264)	(777,449)	(787,291)	(840,451)	(891,912)
经营费用	(87,569)	(92,727)	(94,287)	(99,715)	(104,466)
息税折旧前利润	32,807	32,018	29,638	34,835	37,124
折旧及摊销	(8,594)	(10,908)	(8,515)	(10,130)	(11,699)
经营利润(息税前利润)	24,213	21,110	21,123	24,705	25,425
净利息收入/(费用)	(143)	(195)	(202)	(110)	17
其他收益/(损失)	30,974	33,712	34,501	36,338	38,765
税前利润	54,261	54,344	55,422	60,932	64,207
所得税	(7,145)	(5,939)	(6,648)	(7,309)	(7,702)
少数股东权益	(12,706)	(12,395)	(12,188)	(13,400)	(14,120)
净利润	34,410	36,009	36,565	40,201	42,361
核心净利润	35,213	36,365	36,701	40,294	42,474
每股收益(人民币)	2.945	3.082	3.130	3.441	3.626
核心每股收益(人民币)	3.014	3.113	3.141	3.449	3.635
每股股息(人民币)	1.830	1.260	1.878	2.064	2.175
收入增长(%)	15	4	1	7	6
息税前利润增长(%)	23	(13)	0	17	3
息税折旧前利润增长(%)	21	(2)	(7)	18	7
每股收益增长(%)	1	5	2	10	5
核心每股收益增长(%)	(4)	3	1	10	5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	121,611	123,771	122,935	156,982	176,477
应收帐款	73,524	74,659	72,148	86,296	81,773
库存	50,042	58,943	45,057	63,791	55,678
其他流动资产	144,772	196,003	209,202	206,281	221,658
流动资产总计	389,949	453,376	449,343	513,349	535,587
固定资产	74,704	90,037	95,737	99,996	102,841
无形资产	11,747	14,547	15,207	16,155	16,717
其他长期资产	101,630	113,729	117,927	123,321	128,557
长期资产总计	188,080	218,313	228,871	239,472	248,115
总资产	723,533	782,770	774,716	856,555	886,405
应付帐款	137,661	154,827	126,840	173,828	150,784
短期债务	15,717	16,726	15,000	15,000	15,000
其他流动负债	237,594	242,770	252,938	256,509	276,740
流动负债总计	390,973	414,323	394,779	445,337	442,524
长期借款	13,966	32,533	28,375	28,375	28,375
其他长期负债	46,489	51,194	51,450	53,250	54,848
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备	197,310	211,263	225,889	241,970	258,914
股东权益	208,993	222,947	237,573	253,653	270,597
少数股东权益	46,771	50,352	62,540	75,940	90,060
总负债及权益	723,533	782,770	774,716	856,555	886,405
每股帐面价值(人民币)	17.89	19.08	20.33	21.71	23.16
每股有形资产(人民币)	16.88	17.84	19.03	20.33	21.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.47)	(7.52)	(7.95)	(10.87)	(12.54)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	55,044	54,627	55,422	60,932	64,207
折旧与摊销	8,594	10,908	8,515	10,130	11,699
净利息费用	143	195	202	110	(17)
运营资本变动	10,590	(8,755)	(28,556)	38,989	(13,972)
税金	4,778	6,173	(6,669)	(7,331)	(7,726)
其他经营现金流	(54,848)	(54,172)	(18,832)	(51,314)	(26,980)
经营活动产生的现金流	24,301	8,976	10,082	51,516	27,211
购买固定资产净值	951	2,800	14,875	15,338	15,106
投资减少/增加	25,934	28,938	29,520	31,722	34,000
其他投资现金流	(37,796)	(21,893)	(15,944)	(40,835)	(31,899)
投资活动产生的现金流	(10,912)	9,845	28,452	6,224	17,207
净增权益	658	0	0	0	0
净增债务	17,860	10,950	(5,811)	514	456
支付股息	(21,381)	(14,721)	(21,939)	(24,120)	(25,417)
其他融资现金流	2,371	(15,343)	(11,621)	(88)	37
融资活动产生的现金流	(491)	(19,114)	(39,371)	(23,694)	(24,923)
现金变动	12,898	(293)	(837)	34,047	19,496
期初现金	105,933	121,611	123,771	122,935	156,982
公司自由现金流	13,389	18,821	38,534	57,741	44,419
权益自由现金流	31,393	29,966	32,925	58,365	44,858

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.8	3.5	3.3	3.6	3.6
息税前利润率(%)	2.8	2.3	2.3	2.5	2.5
税前利润率(%)	6.3	6.1	6.1	6.2	6.2
净利率(%)	4.0	4.0	4.0	4.1	4.1
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	169.0	108.0	104.5	223.7	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	9.0	8.6	8.5	7.7	7.3
核心业务市盈率(倍)	8.8	8.5	8.5	7.7	7.3
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	12.8	34.6	30.8	6.0	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.5	7.0	7.3	5.3	4.4
周转率					
存货周转天数	21.2	25.6	24.1	23.6	24.4
应收帐款周转天数	29.6	30.0	29.4	29.7	29.7
应付帐款周转天数	53.3	59.2	56.4	56.3	57.3
回报率					
股息支付率(%)	60.8	40.6	60.0	60.0	60.0
净资产收益率(%)	18.1	16.8	15.9	16.4	16.2
资产收益率(%)	3.2	2.5	2.4	2.7	2.6
已运用资本收益率(%)	3.2	3.0	2.7	2.8	2.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371