

短期承压稳定增长，期待新周期绽放

——上汽集团（600104）2018 年报点评

2019 年 04 月 04 日

推荐/维持

上汽集团

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，报告期内公司实现营业总收入 9021.9 亿元，同比增长 3.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 360 亿元，同比增长 4.65%；扣非后净利润 324.1 亿元，同比减少 1.54%。基本每股收益 3.08 元，同比增长 4.16%。其中第四季度单季实现归母净利润 70.9 亿元，同比减少 21.74%。
- **公司业绩 Q4 承压，分红比例下滑。**汽车行业 Q3 开始负增长，四季度销量保持双位数下滑，公司凭借龙头优势，全年销量同比增长 1.8%，营收同比增长 3.62%，展现出超越行业的能力。但 Q4 压力较大，主要是因为合资品牌上汽大众和上汽通用销量出现不同程度下滑，Q4 单季度营收和归母净利润分别同比下滑 13.4%和 21.7%。公司分红每 10 股派 12.6 元，分红比例 40.9%，较 2016-2017 年有所下滑，分红比例略低于市场预期。
- **上汽大众车型竞争力提升、大力布局前瞻技术。**我们从上汽大众最新推出的全新帕萨特可以看出，一直备受消费者诟病的内饰已经开始向高档和年轻化发展；同时上海 MEB 工厂开始建设，仪征二期也即将开工，公司成立了前瞻研究部，大力研发网联技术和自动驾驶技术。近期即将发布的小型 SUV 市场关注度很高，预计售价 13-17 万元，有望成为爆款车型。随着内饰的改变和智能网联技术的应用，上汽大众车型竞争力将得到提升。
- **2019 上汽通用进入产品大年。**2018 年通用推出新车较少，销量表现不佳。据我们调研，2019 年上汽通用将推出 9 款左右新车，包括凯迪拉克 CTS、XT7 等豪华车型、别克和雪佛兰各推出 2 款 SUV。我们认为随着新车周期的开启，上汽通用销量和业绩将发力。
- **自主品牌减亏，爆款车型频出。**自主品牌上汽乘用车近年来每年推出 5-6 款新车，销量实现跨越式增长，18 年销量同比增长 36.5%，业绩亏损程度有所缓解。上汽乘用车凭借较强的车型开发能力和在电动化、智能网联化的布局，推出多款爆款新车，随着 i5、i6 plus、全新 RX5 和新能源汽车上市，我们认为自主品牌将保持较高的增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为公司将受益于行业复苏周期，预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 364.5 亿元、384.3 亿元和 404.4 亿元；EPS 分别为 3.12 元、3.29 元和 3.46 元，对应 PE 分别为 8.52X、8.08X 和 7.68X。我们预计下半年将迎来行业复苏时点，行业估值有望回升，给予公司 10 倍估值，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、新车销量不及预期；2、终端价格战压缩利润空间。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	870,639.	902,194.	922,325.	984,747.	1,034,45
增长率（%）	15.10%	3.62%	2.23%	6.77%	5.05%
净利润（百万元）	47,116.1	48,404.6	50,627.3	53,558.5	57,465.0
增长率（%）	7.17%	2.73%	4.59%	5.79%	7.29%
净资产收益率（%）	15.27%	15.36%	15.72%	16.09%	16.43%
每股收益（元）	2.96	3.08	3.12	3.29	3.46
PE	8.99	8.63	8.52	8.08	7.68
PB	1.38	1.33	1.34	1.30	1.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

交易数据

52 周股价区间（元）	27.17-33.11
总市值（亿元）	3174.4
流通市值（亿元）	3125.48
总股本/流通 A 股（万股）	1168346/1150343
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.19

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《上汽集团（600104）：稳定前行中，迎接新周期》2019-02-11
- 2、《上汽集团（600104）季报点评：业绩稳定增长，新车周期可期》2018-10-30
- 3、《上汽集团（600104）：风雨中的美丽》2018-09-07
- 4、《上汽集团（600104）：合资自主两翼齐飞，汽车金融再添助力》2018-09-03

公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合	389949	453376	454293	518341	569667	营业收入	870639	902194	922325	984748	1034454				
货币资金	121611	123771	133278	137865	144824	营业成本	742382	769986	792923	846095	886320				
应收账款	34668	40130	41025	43802	46013	营业税金及附	7882	7463	8393	8554	9200				
其他应收款	9214	13569	13871	14810	15558	营业费用	61122	63423	60412	64501	67757				
预付款项	29835	18694	17927	11396	7547	管理费用	31301	21336	33204	35451	37240				
存货	50042	58943	60698	64769	67848	财务费用	143	195	137	149	154				
其他流动资	52013	78990	96200	149566	192061	资产减值损失	3739.59	3490.50	3479.86	3569.98	3513.45				
非流动资产	333585	329394	333288	344697	356181	公允价值变动	-4.34	-112.81	-5.00	-5.00	-5.00				
长期股权投	67500	70930	68370	70450	72160	投资净收益	30811.61	33125.86	34125.86	34725.86	35325.86				
固定资产	58226.66	69187.28	77007.00	84411.05	91275.56	营业利润	54110	53674	57897	61149	65591				
无形资产	11745	14008	14608	15347	16312	营业外收入	868.57	1125.11	1137.76	1150.41	1163.06				
其他非流动	2309	4842	2778	3248	3718	营业外支出	717.54	455.08	808.98	660.53	641.53				
资产总计	723533	782770	787581	863038	925848	利润总额	54261	54344	58226	61639	66113				
流动负债合	390973	414323	395842	445357	479710	所得税	7145	5939	7599	8080	8647				
短期借款	15717	16726	0	47347	80168	净利润	47116	48405	50627	53559	57465				
应付账款	121119	125265	127230	135762	142216	少数股东损益	12706	12395	14177	15124	17028				
预收款项	27177	15355	11696	3291	-3176	归属母公司净	34410	36009	36450	38434	40438				
一年内到期	16937	14614	14614	14614	14614	EBITDA	73925	77812	68775	73154	78675				
非流动负债	60455	83726	86779	90679	94829	EPS (元)	2.96	3.08	3.12	3.29	3.46				
长期借款	6894	19158	21808	24508	27258	主要财务比率									
应付债券	7072	13375	13375	13375	13375		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	451427	498050	482621	536036	574539	成长能力									
少数股东权	46771	50352	64529	79653	96681	营业收入增长	15.10%	3.62%	2.23%	6.77%	5.05%				
实收资本	11683	11683	11683	11683	11683	营业利润增长	11.72%	-0.81%	7.87%	5.62%	7.26%				
资本公积	54868	55323	55323	55323	55323	归属于母公司	7.51%	4.65%	1.22%	5.44%	5.21%				
未分配利润	104695	115097	114368	113600	112791	获利能力									
归属母公司	225335	234369	231908	238826	246105	毛利率(%)	14.73%	14.65%	14.03%	14.08%	14.32%				
负债和所有	723533	782770	787581	863038	925848	净利率(%)	5.41%	5.37%	5.49%	5.44%	5.56%				
现金流	单位: 百万元					总资产净利润	7.81%	4.76%	4.60%	4.63%	4.45%				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	15.27%	15.36%	15.72%	16.09%	16.43%				
经营活动现	24301	8976	11005	19192	15228	偿债能力									
净利润	47116	48405	50627	53559	57465	资产负债率(%)	62%	64%	61%	62%	62%				
折旧摊销	19672.03	23943.16	1605.53	10395.94	11395.49	流动比率	1.00	1.09	1.15	1.16	1.19				
财务费用	143	195	137	149	154	速动比率	0.87	0.95	0.99	1.02	1.05				
应收账款减	0	0	-895	-2777	-2211	营运能力									
预收帐款增	0	0	-3659	-8405	-6467	总资产周转率	1.33	1.20	1.17	1.19	1.16				
投资活动现	-10912	9845	44296	4196	8628	应收账款周转	27	24	23	23	23				
公允价值变	-4	-113	-5	-5	-5	应付账款周转	7.71	7.32	7.31	7.49	7.44				
长期股权投	0	0	9152	-5376	-62	每股指标(元)									
投资收益	30812	33126	34126	34726	35326	每股收益(最新)	2.96	3.08	3.12	3.29	3.46				
筹资活动现	-491	-19114	-45794	19582	3559	每股净现金流	1.10	-0.03	0.81	0.39	0.60				
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	19.29	20.06	19.85	20.44	21.06				
长期借款增	0	0	2650	2700	2750	估值比率									
普通股增加	658	0	0	0	0	P/E	8.99	8.63	8.52	8.08	7.68				
资本公积增	15061	455	0	0	0	P/B	1.38	1.33	1.34	1.30	1.26				
现金净增加	12898	-293	9507	4586	6959	EV/EBITDA	3.19	3.22	3.30	3.73	3.83				

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。

研究助理简介

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。