

证券研究报告

公司研究——年报点评

上汽集团 (600104.sh)

| | | | |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级: 增持, 2019.01.07

范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

付盛刚 研究助理

联系电话: +86 21 61678581

邮箱: fushenggang@cindasc.com

相关研究

《20190107 上汽集团 (600104.sh) 自主亮眼高增长 龙头优势尽显》2019.01.07

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

市场低迷业绩受压, 龙头生态优化铸成长空间

2019年4月9日

事件: 2019年4月2日, 上汽集团披露2018年年报。2018年公司实现营业收入9021.94亿元, 同比增长3.62%。归母净利润360.09亿元, 同比增长4.65%。扣非后归母净利润324.09亿元, 同比降低1.54%。

点评:

- **终端市场需求低迷, 业绩增长低于预期。**2018年, 公司营业收入、归母净利润均实现平稳增长, 业绩指标增速好于销量增速。公司全年整车销售达705.2万辆, 同比增长1.8%。受2018年汽车市场需求低迷影响, 公司经营业绩低于预期。
- **自主品牌强态势保持延续, 合资稳定筑牢行业地位。**2018年, 公司自主品牌荣威和名爵全年整车销售73万辆, 同比增长36.5%, 增速在国内乘用车行业处于领先地位。荣威RX5年销量超20万辆, 名爵ZS和新MG6年销量双双跻身10万辆级阵营。公司合资企业上汽大众、上汽通用五菱、上汽通用继续占据国内整车销量前四强席位。
- **智能电动布局成果初显, 服务生态优化探索新空间。**公司在新能源技术领域持续布局, 新一轮“三电”核心技术创新和全新电动车专属架构开发等项目持续推进。公司持续加大感知、规划、决策、执行等智能驾驶关键系统开发力度, 深入推进与阿里巴巴、Mobileye等国内外著名企业跨界合作。公司不断优化服务生态体系, 运用人工智能等技术, 加快构建上汽移动出行大平台和服务大生态。
- **市场低迷态势延续, 低估值龙头优势显现。**公司2月份产销快报显示, 2019年前两个月各业务板块销量均同比下滑, 汽车市场低迷萎靡态势延续。2018年公司拟实施现金分红147.21亿元, 行业龙头优势明显。
- **盈利预测及评级:**受2019年车市场表现维持低迷状态, 公司2019年业绩压力较大, 我们下调公司盈利预测。我们预计公司2019-2021年摊薄每股收益分别为3.10元、3.35元、3.58元。公司经营业绩保障充分, 积极探索储备成长空间, 优势龙头蓄势成长潜能, 我们维持公司“增持”评级。
- **风险因素:**汽车市场增速大幅回落风险; 产业政策变革超出预期风险。

| 重要财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 营业总收入(百万元) | 870,639.43 | 902,194.06 | 950,425.00 | 1,010,362.81 | 1,067,482.47 |
| 增长率 YoY % | 15.10% | 3.62% | 5.35% | 6.31% | 5.65% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 34,410.34 | 36,009.21 | 36,164.42 | 39,177.31 | 41,864.02 |
| 增长率 YoY% | 7.50% | 4.65% | 0.43% | 8.33% | 6.86% |
| 毛利率% | 14.73% | 14.65% | 15.10% | 15.17% | 15.35% |
| 净资产收益率 ROE% | 16.49% | 15.67% | 14.76% | 14.23% | 13.25% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.95 | 3.08 | 3.10 | 3.35 | 3.58 |
| 市盈率 P/E(倍) | 10 | 9 | 9 | 8 | 8 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.46 | 1.40 | 1.28 | 1.11 | 0.97 |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 4 月 8 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 流动资产 | 389,948.53 | 453,375.84 | 556,982.07 | 594,541.19 | 626,487.08 |
| 货币资金 | 121,611.12 | 123,771.38 | 221,470.83 | 250,077.71 | 273,649.38 |
| 应收票据 | 29,641.74 | 20,960.44 | 21,708.68 | 23,045.35 | 24,308.18 |
| 应收账款 | 34,667.81 | 40,129.81 | 41,562.35 | 44,121.48 | 46,539.22 |
| 预付账款 | 29,835.19 | 18,693.77 | 19,590.94 | 20,808.46 | 21,938.63 |
| 存货 | 50,041.76 | 58,942.62 | 61,771.45 | 65,610.37 | 69,173.85 |
| 其他 | 124,150.90 | 190,877.83 | 190,877.83 | 190,877.83 | 190,877.83 |
| 非流动资产 | 333,584.61 | 329,394.01 | 267,291.07 | 294,184.64 | 329,493.67 |
| 长期股权投资 | 67,500.22 | 70,930.41 | 70,930.41 | 70,930.41 | 70,930.41 |
| 固定资产(合计) | 58,226.66 | 69,187.28 | 95,107.05 | 129,455.27 | 161,246.09 |
| 无形资产 | 11,745.32 | 14,008.33 | 15,812.77 | 17,148.75 | 18,622.45 |
| 其他 | 196,112.41 | 175,267.98 | 85,440.84 | 76,650.20 | 78,694.72 |
| 资产总计 | 723,533.13 | 782,769.85 | 824,273.14 | 888,725.83 | 955,980.75 |
| 流动负债 | 390,972.51 | 414,323.14 | 423,131.83 | 434,921.20 | 445,901.25 |
| 短期借款 | 15,717.40 | 16,726.44 | 16,726.44 | 16,726.44 | 16,726.44 |
| 应付票据 | 16,541.42 | 29,561.22 | 30,979.94 | 32,905.26 | 34,692.43 |
| 应付账款 | 121,119.41 | 125,265.50 | 131,277.34 | 139,435.85 | 147,009.00 |
| 其他 | 237,594.27 | 242,769.99 | 244,148.10 | 245,853.66 | 247,473.37 |
| 非流动负债 | 60,454.81 | 83,726.48 | 82,528.94 | 82,528.94 | 82,528.94 |
| 长期借款 | 6,894.02 | 19,157.93 | 19,157.93 | 19,157.93 | 19,157.93 |
| 其他 | 53,560.79 | 64,568.55 | 63,371.01 | 63,371.01 | 63,371.01 |
| 负债合计 | 451,427.31 | 498,049.62 | 505,660.77 | 517,450.15 | 528,430.19 |
| 少数股东权益 | 46,770.51 | 50,351.66 | 62,800.54 | 76,286.55 | 90,697.41 |
| 归属母公司股东权益 | 225,335.30 | 234,368.56 | 255,811.82 | 294,989.13 | 336,853.15 |
| 负债和股东权益 | 723,533.13 | 782,769.85 | 824,273.14 | 888,725.83 | 955,980.75 |

重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 870,639.43 | 902,194.06 | 950,425.00 | 1,010,362.8 | 1,067,482.4 |
| 同比(%) | 15.10% | 3.62% | 5.35% | 6.31% | 5.65% |
| 归属母公司净利润 | 34,410.34 | 36,009.21 | 36,164.42 | 39,177.31 | 41,864.02 |
| 同比(%) | 7.50% | 4.65% | 0.43% | 8.33% | 6.86% |
| 毛利率(%) | 14.73% | 14.65% | 15.10% | 15.17% | 15.35% |
| ROE% | 16.49% | 15.67% | 14.76% | 14.23% | 13.25% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.95 | 3.08 | 3.10 | 3.35 | 3.58 |
| P/E | 10 | 9 | 9 | 8 | 8 |
| P/B | 1.46 | 1.40 | 1.28 | 1.11 | 0.97 |
| EV/EBITDA | 5.79 | 5.79 | 5.36 | 4.81 | 4.35 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 870,639.43 | 902,194.06 | 950,425.00 | 1,010,362.8 | 1,067,482.4 |
| 营业成本 | 742,382.41 | 769,985.82 | 806,939.63 | 857,088.60 | 903,639.46 |
| 营业税金及附加 | 7,881.68 | 7,463.33 | 7,729.76 | 8,205.70 | 8,655.35 |
| 销售费用 | 61,121.68 | 63,423.03 | 65,687.09 | 69,731.66 | 73,552.77 |
| 管理费用 | 31,301.21 | 21,336.02 | 22,097.66 | 23,458.29 | 24,743.74 |
| 研发费用 | 0.00 | 15,385.01 | 15,934.22 | 16,915.35 | 17,842.26 |
| 财务费用 | 143.23 | 195.44 | 1,111.97 | -327.11 | -588.60 |
| 减值损失合计 | 3,739.59 | 3,490.50 | 3,931.26 | 4,174.38 | 4,402.18 |
| 投资净收益 | 30,811.61 | 33,125.86 | 30,876.32 | 31,729.26 | 32,707.67 |
| 其他 | -771.24 | -366.96 | -1,637.79 | -1,996.97 | -2,864.86 |
| 营业利润 | 54,109.99 | 53,673.82 | 56,231.95 | 60,848.23 | 65,078.11 |
| 营业外收支 | 151.03 | 670.03 | 960.17 | 1,108.61 | 1,127.62 |
| 利润总额 | 54,261.01 | 54,343.85 | 57,192.12 | 61,956.85 | 66,205.73 |
| 所得税 | 7,144.92 | 5,939.19 | 8,578.82 | 9,293.53 | 9,930.86 |
| 净利润 | 47,116.10 | 48,404.66 | 48,613.30 | 52,663.32 | 56,274.87 |
| 少数股东损益 | 12,705.76 | 12,395.45 | 12,448.88 | 13,486.01 | 14,410.85 |
| 归属母公司净利润 | 34,410.34 | 36,009.21 | 36,164.42 | 39,177.31 | 41,864.02 |
| EBITDA | 64,739.71 | 67,690.67 | 73,074.99 | 81,495.70 | 90,148.12 |
| EPS(当年)(元) | 2.95 | 3.08 | 3.10 | 3.35 | 3.58 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 24,301.07 | 8,975.65 | 118,305.92 | 42,584.63 | 49,363.85 |
| 净利润 | 47,116.10 | 48,404.66 | 48,613.30 | 52,663.32 | 56,274.87 |
| 折旧摊销 | 9,084.51 | 11,483.72 | 13,254.03 | 17,025.34 | 21,371.21 |
| 财务费用 | 1,394.19 | 1,863.10 | 2,628.83 | 2,513.52 | 2,571.18 |
| 投资损失 | -30,811.61 | -33,125.86 | -30,876.32 | -31,729.26 | -32,707.67 |
| 营运资金变动 | -3,073.45 | -20,414.85 | -1,029.35 | -1,337.25 | -1,796.35 |
| 其它 | 591.34 | 764.89 | 85,715.42 | 3,448.97 | 3,650.60 |
| 投资活动现金流 | -10,911.78 | 9,844.85 | -3,256.47 | -11,464.23 | -23,221.00 |
| 资本支出 | -24,658.89 | -30,319.27 | -34,132.80 | -43,193.49 | -55,928.67 |
| 长期投资 | 236,884.41 | 292,851.29 | 30,876.32 | 31,729.26 | 32,707.67 |
| 其他 | -223,137.3 | -252,687.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -491.08 | -19,113.69 | -17,349.99 | -2,513.52 | -2,571.18 |
| 吸收投资 | 15,424.99 | 1,169.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | -624.46 | 6,404.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付利息或股息 | 29,228.42 | 32,796.13 | 17,349.99 | 2,513.52 | 2,571.18 |
| 现金流净增加额 | 12,841.75 | -726.76 | 97,699.45 | 28,606.88 | 23,571.67 |

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

付盛刚，汽车行业研究助理，先后服务于上汽集团、吉利汽车等知名汽车制造商，7 年战略研究、市场研究、产品规划工作经历，2017 年 6 月加入信达证券，从事汽车行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。