



600104.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 24.72

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	3.0	0.2	7.1	(8.8)
相对上证指数	(14.2)	1.9	7.9	(13.2)

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	288,815
3个月日均交易额(人民币 百万)	544
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8月29日收市价为标准

相关研究报告

《上汽集团—Q1 业绩表现稳健, 新车上市有望推动销量回暖》 20190430

《上汽集团—新四化全面发展, 看好豪华车及海外市场前景》 20190402

《上汽集团—短期业绩承压, 长期发展看好》 20190130

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

低点已过, 前景依然可期

公司发布2019年中报,上半年共实现营业收入3,762.9亿元,同比下降19.1%;归母净利润137.6亿元,同比下降27.5%;每股收益1.18元。公司上半年销售汽车293.7万辆,同比下降16.6%,收入下降但部分费用等相对刚性,加上投资收益降低,净利润大幅下滑,业绩低于预期。国内汽车行业长期空间依旧广阔,短期低点已过,下半年有望逐步转好。公司作为国内汽车行业龙头企业,有望充分受益。公司在新四化等领域持续投入,竞争力领先,此外看好豪华车及海外市场前景。国内汽车销量低迷,我们下调了盈利预测,预计公司2019-2021年每股收益分别为2.52元、2.94元和3.16元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- **行业低迷销量下滑, 短期业绩承压。**受宏观经济放缓等因素影响,国内汽车销量持续低迷,2019H1公司销售汽车293.7万辆(-16.6%),降幅略高于行业平均水平,此外国五去库存促销等导致售价下降,收入降幅略高于销量。上半年毛利率12.6%,同比小幅下降0.5pct。公司积极管控费用,销售、管理、研发和财务费用分别下降6.9%、24.4%、9.8%、34.7%,广告宣传及其它费用基本持平,销售费用率上升1.0pct,导致四项费用率增加0.9pct。收入及毛利率下降费用率上升,大众通用等利润下滑导致投资净收益减少23.6%,净利润降幅较大。其中Q2销售汽车140.4万辆(-17.4%),销量下滑及降价导致收入下降22.1%,毛利率下滑0.7pct。预计由于国五去库存降价;销售、管理、研发、财务费用分别下降3.7%、23.8%、29.7%、2.2%,归母净利润下降40.6%。Q2国五去库存,销量及价格承压,预计将是短期低点,下半年量价均有望改善,并推动盈利回暖。
- **汽车行业长期空间依旧广阔, 下半年有望逐步转好。**从中长期看,目前国内汽车千人保有量约173辆,仅为美国的1/5,还有巨大成长空间。国内经济增速依然较快,居民人均可支配收入持续增长,未来我国汽车千人保有量有望达到300-500辆左右,汽车保有量有望达到4.35-7.25亿辆。短期来看,2018年下半年以来国内汽车销量持续下滑,目前已处于本轮周期的底部,从7月数据看销量降幅及折扣均逐步收窄,后续有望恢复增长。公司作为国内汽车行业龙头企业,有望充分受益于行业复苏。
- **新四化竞争力持续领先, 看好豪华车及海外市场前景。**新能源方面,公司第二代插电混动电驱变速箱、燃料电池电堆和系统等关键零部件持续突破,新能源汽车上半年销售8.2万辆(+42%)。智能网联方面,具有“最后一公里”自主泊车功能的荣威Marvel X Pro版实现量产发布,域控制器i-ECU实现批产,高精度电子地图实现商业化应用落地,此外公司与中移动、华为等在无人驾驶、智慧交通等领域开展广泛合作。公司在新四化等领域积极投入,竞争力持续领先。汽车消费升级推动豪华车销量持续增长,凯迪拉克XT6/CT5等新车陆续上市,上汽奥迪项目持续推进,有望成为未来增长点。公司持续推进全球布局,上半年出口及海外销量达到14.5万辆(+11.5%),海外市场长期前景看好。

估值

■ 我们预计公司2019-2021年每股收益分别为2.52元、2.94元和3.16元,汽车销量有望触底反弹,公司将持续受益,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	811,975	868,813	920,942
变动(%)	15	4	(10)	7	6
净利润(人民币 百万)	34,410	36,009	29,435	34,388	36,877
全面摊薄每股收益(人民币)	2.945	3.082	2.519	2.943	3.156
变动(%)	1.4	4.6	(18.3)	16.8	7.2
先前预测每股收益(人民币)			3.130	3.441	3.626
调整幅度(%)			(19)	(14)	(13)
全面摊薄市盈率(倍)	8.4	8.0	9.8	8.4	7.8
价格/每股现金流量(倍)	11.9	32.2	22.9	13.5	5.3
每股现金流量(人民币)	2.08	0.77	1.08	1.83	4.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.3	7.6	6.2	4.3
每股股息(人民币)	1.830	1.260	1.512	1.766	1.894
股息率(%)	7.4	5.1	6.1	7.1	7.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1.2019H1 业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018H1	2019H1	同比变动(%)
营业收入	4,648.5	3,762.9	(19.1)
营业利润	300.3	205.2	(31.7)
净利润	267.5	183.2	(31.5)
归属于上市公司股东的净利润	189.8	137.6	(27.5)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	172.6	125.0	(27.6)
营业成本	3,971.5	3,215.2	(19.0)
毛利润	677.0	547.8	(19.1)
销售费用	294.4	274.1	(6.9)
管理费用	126.6	95.7	(24.4)
研发费用	66.5	60.0	(9.8)
财务费用	8.0	5.2	(34.7)
资产减值损失	4.8	2.5	(48.1)
销售费用率(%)	6.3	7.3	
管理费用率(%)	2.7	2.5	
研发费用率(%)	1.4	1.6	
财务费用率(%)	0.2	0.1	
毛利率(%)	13.1	12.6	
净利率(%)	5.8	4.9	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2.2019Q2 业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018Q2	2019Q2	同比变动(%)
营业收入	2,260.2	1,761.0	(22.1)
营业利润	144.0	81.0	(43.7)
净利润	127.1	73.6	(42.1)
归属于上市公司股东的净利润	92.8	55.1	(40.6)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	84.4	48.9	(42.0)
营业成本	1,929.9	1,504.3	(22.1)
毛利润	330.3	256.8	(22.3)
销售费用	147.0	141.5	(3.7)
管理费用	64.4	49.1	(23.8)
研发费用	35.3	24.8	(29.7)
财务费用	4.1	4.0	(2.2)
资产减值损失	1.3	0.4	(72.7)
销售费用率(%)	6.5	8.0	
管理费用率(%)	2.8	2.8	
研发费用率(%)	1.6	1.4	
财务费用率(%)	0.2	0.2	
毛利率(%)	13.2	12.5	
净利率(%)	5.6	4.2	

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)	2019H1 营业总收入	同比变动 (%)	2019H1 净利润	同比变动 (%)
上汽大众	1,127.9	(19.1)	98.8	(36.1)
上汽通用	913.8	(18.3)	71.1	(30.6)
上汽通用五菱	366.2	(28.9)	8.4	(58.7)
华域汽车	705.6	(13.6)	33.6	(29.5)
上汽财务	87.8	9.5	28.8	2.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



图表 4. 销量情况

公司	2019Q2 销量 (万辆)	Q2 同比 (%)	2019H1 销量 (万辆)	H1 同比 (%)
上汽大众	45.1	(11.1)	91.9	(9.9)
上汽通用	40.7	(12.7)	83.4	(12.9)
上汽乘用车	16.2	(8.8)	31.2	(13.2)
上汽通用五菱	31.6	(33.7)	74.5	(29.2)
总体	140.4	(17.4)	293.7	(16.6)

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	811,975	868,813	920,942
销售成本	(750,264)	(777,449)	(703,17)	(749,78)	(794,77)
经营费用	(87,569)	(92,727)	(83,470)	(88,141)	(92,197)
息税折旧前利润	32,807	32,018	25,335	30,887	33,972
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	16,820	20,757	22,273
净利息收入/(费用)	(143)	(195)	(181)	(248)	(139)
其他收益/(损失)	30,974	33,712	27,981	31,616	33,765
税前利润	55,044	54,627	44,620	52,125	55,899
所得税	(7,145)	(5,939)	(5,352)	(6,252)	(6,705)
少数股东权益	(12,706)	(12,395)	(9,812)	(11,463)	(12,292)
净利润	34,410	36,009	29,435	34,388	36,877
核心净利润	35,213	36,365	29,571	34,481	36,990
每股收益(人民币)	2.945	3.082	2.519	2.943	3.156
核心每股收益(人民币)	3.014	3.113	2.531	2.951	3.166
每股股息(人民币)	1.830	1.260	1.512	1.766	1.894
收入增长(%)	15	4	(10)	7	6
息税前利润增长(%)	23	(13)	(20)	23	7
息税折旧前利润增长(%)	21	(2)	(21)	22	10
每股收益增长(%)	1	5	(18)	17	7
核心每股收益增长(%)	(4)	3	(19)	17	7

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	126,189	128,802	173,317
应收帐款	73,524	74,659	51,648	87,931	59,560
库存	50,042	58,943	33,947	63,160	43,297
其他流动资产	144,772	196,003	197,523	195,945	209,392
流动资产总计	389,949	453,376	409,307	475,837	485,567
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	115,749	121,066	126,234
长期资产总计	188,080	218,313	226,692	237,217	245,793
总资产	723,533	782,770	732,501	816,789	834,063
应付帐款	137,661	154,827	112,232	161,506	135,529
短期债务	15,717	16,726	15,000	15,000	15,000
其他流动负债	237,594	242,770	233,376	241,469	256,168
流动负债总计	390,973	414,323	360,608	417,976	406,696
长期借款	13,966	32,533	28,375	28,375	28,375
其他长期负债	46,489	51,194	48,634	50,336	51,846
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备	197,310	211,263	223,038	236,793	251,544
股东权益	208,993	222,947	234,721	248,476	263,227
少数股东权益	46,771	50,352	60,163	71,626	83,918
总负债及权益	723,533	782,770	732,501	816,789	834,063
每股帐面价值(人民币)	17.89	19.08	20.09	21.27	22.53
每股有形资产(人民币)	16.88	17.84	18.79	19.88	21.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.47)	(7.52)	(8.23)	(8.46)	(12.27)

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	44,620	52,125	55,899
折旧与摊销	8,594	10,908	8,515	10,130	11,699
净利息费用	143	195	181	248	139
运营资本变动	10,590	(8,755)	(30,010)	22,339	3,356
税金	4,778	6,173	(5,373)	(6,274)	(6,729)
其他经营现金流	(54,848)	(54,172)	(5,303)	(57,215)	(10,358)
经营活动产生的现金流	24,301	8,976	12,630	21,352	54,007
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	23,000	27,000	29,000
其他投资现金流	(37,796)	(21,893)	(12,177)	(40,703)	(31,782)
投资活动产生的现金流	(10,912)	9,845	25,698	1,634	12,324
净增权益	658	0	0	0	0
净增债务	17,860	10,950	(6,615)	486	431
支付股息	(21,381)	(14,721)	(17,661)	(20,633)	(22,126)
其他融资现金流	2,371	(15,343)	(11,635)	(226)	(120)
融资活动产生的现金流	(491)	(19,114)	(35,911)	(20,373)	(21,816)
现金变动	12,898	(293)	2,417	2,613	44,515
期初现金	105,933	121,611	123,777	126,189	128,802
公司自由现金流	13,389	18,821	38,328	22,986	66,331
权益自由现金流	31,393	29,966	31,894	23,720	66,901

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	3.1	3.6	3.7
息税前利润率(%)	2.8	2.3	2.1	2.4	2.4
税前利润率(%)	6.3	6.1	5.5	6.0	6.1
净利率(%)	4.0	4.0	3.6	4.0	4.0
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	169.0	108.0	92.9	83.8	159.8
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)	8.4	8.0	9.8	8.4	7.8
核心业务市盈率(倍)	8.2	7.9	9.8	8.4	7.8
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	11.9	32.2	22.9	13.5	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.3	7.6	6.2	4.3
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	28.4	29.3	29.2
应付帐款周转天数	53.3	59.2	60.0	57.5	58.9
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	12.9	14.2	14.4
资产收益率(%)	3.2	2.5	2.0	2.4	2.4
已运用资本收益率(%)	3.2	3.0	2.2	2.5	2.4

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