

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

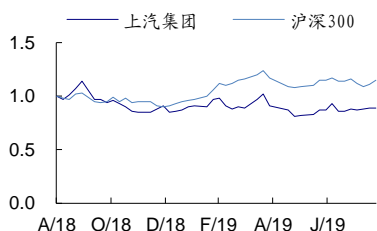
上汽集团(600104)
买入

2019 半年报点评

(维持评级)

2019 年 09 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	11,683/11,503
总市值/流通(百万元)	288,815/284,365
上证综指/深圳成指	2,891/9,414
12 个月最高/最低(元)	31.64/21.57

相关研究报告:

《上汽集团-600104-2018 年 9 月产销数据点评:短期承压,长期仍有看点》——2018-10-12
 《上汽集团-600104-2018 年 8 月产销数据点评:8 月同比增速放缓,上汽通用下滑收窄》——2018-09-10
 《上汽集团-600104-2018 年半年报点评:结构优化,业绩符合预期》——2018-08-31
 《上汽集团-600104-2018 年 7 月产销数据点评:7 月同比增速稳定,上汽大众销量超预期》——2018-08-06
 《上汽集团-600104-2018 年 6 月产销数据点评:6 月同比增速稳定,上汽通用五菱销量超预期》——2018-07-04

证券分析师:梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师:何俊艺

E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

短期下滑, 静候拐点

● 利润同比下滑 27.49%, 业绩符合预期

公司上半年实现营收 3762.93 亿元, 同比下降 19.05%, 归母净利润 137.64 亿元, 同比下降 27.49%, 扣非后归母净利润 124.95 亿元, 同比下降 27.61%。二季度实现营收 1802.78 亿元, 同比下降 21.62%, 归母净利润 55.13 亿元, 同比下降 40.56%, 扣非后归母净利润 48.91 亿元, 同比下降 42.01%。公司利润下滑幅度大于营收下滑幅度, 主要由于整车厂产能利用率下降以及终端折扣增加所致, 整体而言, 上半年业绩符合我们预期。

● 各利润板块均出现不同幅度下滑

公司来自于大众、通用、华域投资收益、上汽财务以及通用五菱的利润占比分别为 39.9%、21.7%、5.8%、12.9%、12.9% (2018 年数据)。受到上半年汽车行业大幅下滑影响, 19H1 大众销量同比下滑 9.94%, 通用销量同比下滑 12.91%, 上汽乘用车销量同比下滑 13.18%, 上汽通用五菱销量同比下滑 29.19%, 公司 19H1 整体销量同比下滑 16.62%。大众营收同比下降 19.15%, 利润同比下降 36.14%。通用营收同比下降 18.34%, 利润同比下降 30.59%。五菱营收同比下降 28.91%, 利润同比下降 58.68%。上汽投资收益同比增长 9.53%, 利润同比增长 2.33%。来自于华域的投资收益同比下滑 29.53%。公司各板块业务受行业影响均出现较大幅度下滑, 主要由于产能利用率下滑同时终端折扣增加, 最终利润端下滑幅度较大程度超过销量端下滑程度。

● 风险提示

下半年车市回暖不及预期, 竞争加剧折扣力度持续加大。

● 投资逻辑: 短期下滑显著, 静候行业拐点

考虑到行业以及公司上半年销量出现大幅下滑, 同时公司在年中较大幅度下调全年销量目标至 650 万辆, 相对年初目标 710 万辆减少 60 万辆, 减少的销量增幅弹性为-8.5%, 调整后目标同比去年下滑 7.8%。因此我们对 19-20 年公司的盈利预测进行了下调, 我们预计 19/20/21 年的归母净利润分别为 304.21/342.60/374.91 亿 (此前年初预测 19/20 年归母净利润分别为 403.54/434.27 亿), 下调后的合理估值区间为 29.30-35.16 元 (对应 2020 年 PE 为 10-12x), 此前预测合理估值区间为 37.20-44.64 元, 考虑到下半年车市有望复苏以及公司的龙头优势, 有望迎来量利提升, 维持“买入”评级。

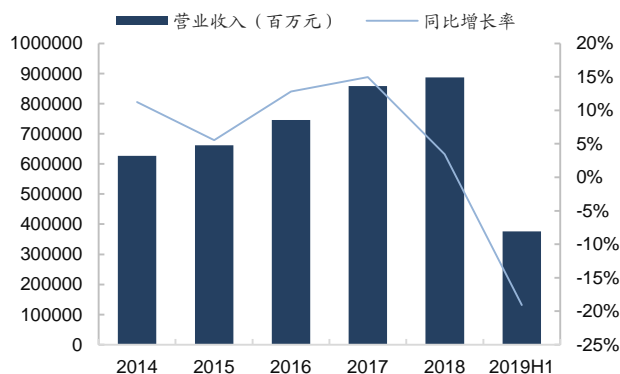
盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	902,194	830,019	888,120	994,694
(+/-%)	3.6%	-8.0%	7.0%	12.0%
净利润(百万元)	36009	30421	34260	37491
(+/-%)	4.6%	-15.5%	12.6%	9.4%
摊薄每股收益(元)	3.08	2.60	2.93	3.21
EBIT Margin	4.4%	1.9%	2.4%	2.6%
净资产收益率(ROE)	15.4%	12.8%	14.3%	15.4%
市盈率(PE)	7.9	9.4	8.3	7.6
EV/EBITDA	15.4	32.5	28.9	27.7
市净率(PB)	1.22	1.20	1.19	1.17

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

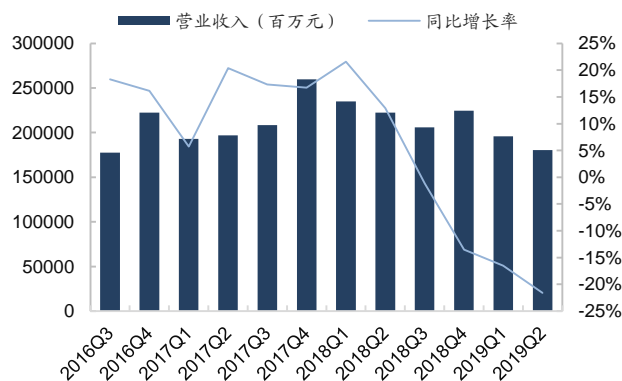
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：公司营业收入及增速



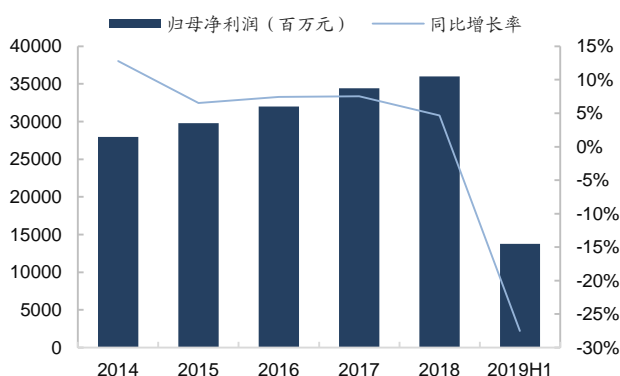
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



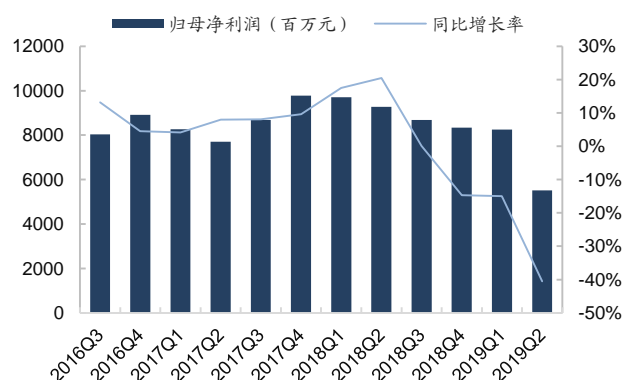
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



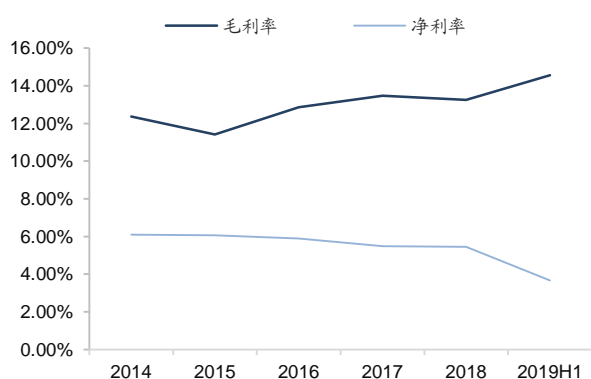
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速



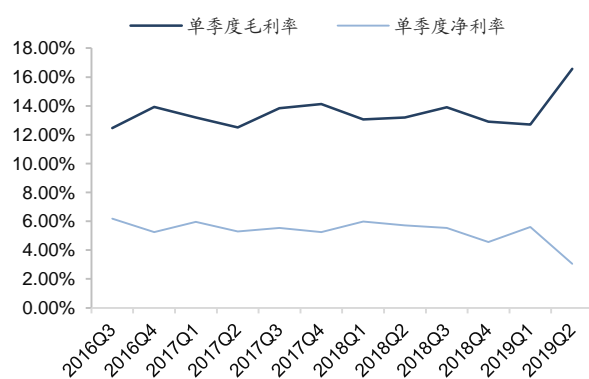
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们选择广汽集团、长城汽车作为对标公司,可比公司 2019 年估值均值为 11.34 倍,考虑到公司是汽车行业的龙头,拥有品牌力强势的大众与通用等合资品牌,后期市占率有望持续提升。考虑到行业以及公司上半年销量出现大幅度下滑,同时公司在年中较大幅度下调全年销量目标至 650 万辆,相对年初目标 710 万辆减少 60 万辆,减少的销量增幅弹性为 8.5%,调整后目标同比去年下滑 7.8%。因此我们对 19-20 年公司的盈利预测进行了下调,我们预计 19/20/21 年的归母净利润分别为 304.21/342.60/374.91 亿(此前年初预测 19/20 年归母净利润分别为 403.54/434.27 亿),下调后的合理估值区间为 29.30-35.16 元(对应 2020 年 PE 为 10-12x),此前预测合理估值区间为 37.20-44.64 元,维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值对标

代码	公司	股价	市值	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600104	上汽集团	24.72	2888.00	2.60	2.93	3.21	9.40	8.30	7.60	买入
601238	广汽集团	11.86	1214.00	1.07	1.22	1.35	11.08	9.72	8.79	未评级
601633	长城汽车	8.29	757.00	0.61	0.68	0.77	13.59	12.19	10.77	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

备注: 未评级公司参考 WIND 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	123771	123771	123051	123531	营业收入	902194	830019	888120	994694
应收款项	74659	68686	73494	82314	营业成本	769986	729586	776661	867373
存货净额	58943	55965	59536	66469	营业税金及附加	7463	6866	7347	8229
其他流动资产	100958	92882	99383	111309	销售费用	63423	58349	62434	69926
流动资产合计	453376	436348	507537	626938	管理费用	21336	19294	20605	23011
固定资产	90037	110588	133085	154182	财务费用	195	206	2071	5529
无形资产及其他	14008	13448	12888	12327	投资收益	33126	33126	35855	38959
投资性房地产	154419	154419	154419	154419	资产减值及公允价值变动	(3603)	(3603)	(3650)	(3619)
长期股权投资	70930	74361	77791	81221	其他收入	(15639)	0	0	0
资产总计	782770	789164	885718	1029087	营业利润	53674	45240	51207	55967
短期借款及交易性金融负债	31340	49393	113840	202947	营业外净收支	670	670	497	612
应付款项	154827	147004	156386	174598	利润总额	54344	45910	51704	56580
其他流动负债	228156	215967	229878	256726	所得税费用	5939	5017	5651	6184
流动负债合计	414323	412364	500104	634271	少数股东损益	12395	10472	11793	12905
长期借款及应付债券	32533	32533	32533	32533	归属于母公司净利润	36009	30421	34260	37491
其他长期负债	51194	55899	60603	65308					
长期负债合计	83726	88431	93136	97841					
负债合计	498050	500795	593240	732112					
少数股东权益	50352	51286	52338	53490					
股东权益	234369	237083	240140	243485					
负债和股东权益总计	782770	789164	885718	1029087					

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	36009	30421	34260	37491
资产减值准备	(249)	103	263	378
折旧摊销	10908	8277	9323	10639
公允价值变动损失	3603	3603	3650	3619
财务费用	195	206	2071	5529
营运资本变动	28019	1824	13380	22464
其它	1355	831	789	773
经营活动现金流	79646	45059	61665	75364
资本开支	(21415)	(31975)	(35173)	(35173)
其它投资现金流	(34949)	0	(57027)	(91243)
投资活动现金流	(59795)	(35405)	(95630)	(129846)
权益性融资	1169	0	0	0
负债净变化	12264	0	0	0
支付股利、利息	(32796)	(27706)	(31203)	(34145)
其它融资现金流	22205	18052	64447	89107
融资活动现金流	(17691)	(9654)	33244	54962
现金净变动	2160	0	(720)	480
货币资金的期初余额	121611	123771	123771	123051
货币资金的期末余额	123771	123771	123051	123531
企业自由现金流	53128	(7692)	6300	21227
权益自由现金流	87596	10177	68903	105410

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032