

车市波动业绩承压，2020 有望回暖

——上汽集团 2019 年度业绩预告点评

事件：

2020年1月14日，公司发布2019年度业绩预告。公司预计2019年实现归属上市公司股东的净利润为256亿元，与上年同期相比，将减少104亿元，同比下滑28.9%。扣非后净利润为214亿元，较去年同期减少110亿元，同比减少34%。公司2019年度整车销量623.8万辆，同比减少11.53%。

● 车市波动，公司短期承压

2019年公司整车年度销量为623.8万辆，同比减少11.5%；其中，上汽通用和上汽通用五菱的销量下滑较为明显，上汽通用销量160万辆，同比下滑19%；上汽通用五菱销量166万辆，同比下滑19%。此外，上汽大众销量200万辆，同比减少3%；上海汽车销量67万辆，同比下滑4%。2019年随着国五国六车型切换加剧供需矛盾，国内新能源汽车补贴退坡等多重因素影响导致行业下行。

● 2020 年新能源汽车市场政策回暖，特斯拉与大众 MEB 有望发力

2020年汽车百人会上，工信部相关司局负责人表示2020年新能源汽车政策将保持稳定，不会大幅退坡；这条信息对新能源汽车行业在2020年乃至以后的发展都振奋了信心。叠加2019年底特斯拉国产化超预期，特斯拉Model 3在中国新能源汽车市场正式交付、以及计划于2020年下半年正式投产的大众MEB新能源车型都在目前的中国新能源汽车市场上具有较强的性价比与产品竞争力。2020年随着政策环境的回暖和特斯拉/MEB的放量，公司有望在新能源汽车业务方面得到增量。

● 投资建议与盈利预测

2019年中国乘用车销量下滑9.6%，而以BBA为代表的豪华车销量依旧保持正增长。随着上汽奥迪国产化、特斯拉国产化以及大众MEB平台的量产，我们认为公司业绩有望回暖；叠加豪华车的利润一般较高，公司的业绩也有望得到持续的推动力。由此，我们预计公司2019-2021年归母净利润为257.24亿元、280.04亿元和286.11亿元，对应PE 11x、10x、10x。维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济发展不及预期、车市销量不及预期，车市竞争加剧、新能源汽车销量不及预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	870639	902194	801148	852309	900926
收入同比 (%)	15	4	-11	6	6
归母净利润(百万元)	34410	36009	25724	28004	28611
归母净利润同比 (%)	8	5	-29	9	2
ROE (%)	15.3	15.4	10.4	10.7	10.4
每股收益 (元)	2.95	3.08	2.20	2.40	2.45
市盈率(P/E)	8.34	7.97	11.15	10.25	10.03

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

增持|维持

当前价/目标价：24.97 元/25.3 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：30.22 / 22.5

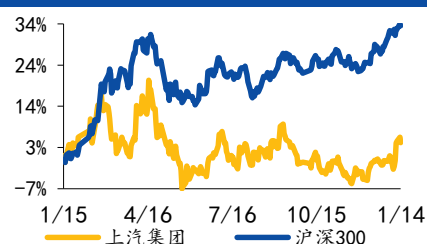
A 股流通股 (百万股)：11683.46

A 股总股本 (百万股)：11683.46

流通市值 (百万元)：291736.03

总市值 (百万元)：291736.03

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 薛雨冰

执业证书编号 S0020519120001

电话 021-51097188-1952

邮箱 xueyubing@gyzq.com.cn

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 黄浦

电话 021-51097188

邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	389949	453376	430694	462608	494803
现金	121611	123771	132485	152134	175776
应收账款	34668	40130	33198	35699	37757
其他应收款	11411	16099	12918	14192	14866
预付账款	29835	18694	21068	22120	23527
存货	50042	58943	46629	49649	52957
其他流动资产	142381	195740	184397	188814	189921
非流动资产	333585	329394	335453	359357	368486
长期投资	67500	70930	66270	66794	67300
固定资产	58227	69187	88807	109650	121328
无形资产	11745	14008	14991	15925	16946
其他非流动资产	196112	175268	165386	166989	162913
资产总计	723533	782770	766148	821965	863290
流动负债	390973	414323	376703	398386	408428
短期借款	15717	16726	17763	18646	19332
应付账款	121119	125265	111360	118014	124709
其他流动负债	254136	272331	247580	261727	264387
非流动负债	60455	83726	82662	91664	99413
长期借款	6894	19158	25358	32328	39690
其他非流动负债	53561	64569	57303	59336	59724
负债合计	451427	498050	459365	490050	507841
少数股东权益	46771	50352	59565	69581	79812
股本	11683	11683	11683	11683	11683
资本公积	54868	55323	55323	55323	55323
留存收益	142441	155941	166943	181650	195842
归属母公司股东权益	225335	234369	247218	262334	275637
负债和股东权益	723533	782770	766148	821965	863290

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	24301	8976	21603	26000	29992
净利润	47116	48405	34937	38020	38843
折旧摊销	8941	11344	12216	16233	20194
财务费用	143	195	331	778	1119
投资损失	-30812	-33126	-30402	-30915	-31165
营运资金变动	-3073	-20415	-9223	9247	396
其他经营现金流	1986	2572	13743	-7363	605
投资活动现金流	-10912	9845	-3416	-1604	2200
资本支出	25412	31975	20067	30563	27885
长期投资	16457	-8502	16648	-1674	-576
其他投资现金流	30958	33318	33298	27285	29509
筹资活动现金流	-491	-19114	-9474	-4747	-8550
短期借款	6989	1009	1037	883	686
长期借款	2608	12264	6200	6970	7362
普通股增加	658	0	0	0	0
资本公积增加	13756	455	0	0	0
其他筹资现金流	-24502	-32841	-16711	-12600	-16598
现金净增加额	12842	-727	8713	19649	23642

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	870639	902194	801148	852309	900926
营业成本	742382	769986	684982	725315	766688
营业税金及附加	7882	7463	7097	7625	7990
营业费用	61122	63423	64092	68185	72074
管理费用	18286	21336	20029	21308	22523
研发费用	13015	15385	16385	17888	18325
财务费用	143	195	331	778	1119
资产减值损失	3740	3490	3476	3455	3489
公允价值变动收益	-4	-113	-77	-89	-85
投资净收益	30812	33126	30402	30915	31165
营业利润	54110	53674	38170	41845	43002
营业外收入	869	1125	2387	2198	1905
营业外支出	718	455	808	769	728
利润总额	54261	54344	39748	43274	44179
所得税	7145	5939	4811	5254	5336
净利润	47116	48405	34937	38020	38843
少数股东损益	12706	12395	9213	10016	10231
归属母公司净利润	34410	36009	25724	28004	28611
EBITDA	63194	65213	50717	58855	64315
EPS (元)	2.95	3.08	2.20	2.40	2.45

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	15.1	3.6	-11.2	6.4	5.7
营业利润 (%)	11.4	-0.8	-28.9	9.6	2.8
归属母公司净利润 (%)	7.5	4.6	-28.6	8.9	2.2
获利能力					
毛利率 (%)	14.7	14.7	14.5	14.9	14.9
净利率 (%)	4.0	4.0	3.2	3.3	3.2
ROE (%)	15.3	15.4	10.4	10.7	10.4
ROIC (%)	-60.9	-88.1	-96.9	-133.2	-205.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.4	63.6	60.0	59.6	58.8
净负债比率 (%)	8.76	10.14	12.52	13.44	14.51
流动比率	1.00	1.09	1.14	1.16	1.21
速动比率	0.86	0.95	1.01	1.03	1.08
营运能力					
总资产周转率	1.32	1.20	1.03	1.07	1.07
应收账款周转率	26	23	21	24	24
应付账款周转率	6.57	6.25	5.79	6.32	6.32
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.95	3.08	2.20	2.40	2.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.08	0.77	1.85	2.23	2.57
每股净资产 (最新摊薄)	19.29	20.06	21.16	22.45	23.59
估值比率					
P/E	8.34	7.97	11.15	10.25	10.03
P/B	1.27	1.22	1.16	1.09	1.04
EV/EBITDA	2	2	3	3	2

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188