

2020年03月08日

## 受疫情影响，2月产销大幅下滑

买入（首次）

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	887,626	816,616	841,115	883,170
同比(%)	3.5%	-8.0%	3.0%	5.0%
归母净利润(百万元)	36,009	25,651	26,136	27,776
同比(%)	4.6%	-28.8%	1.9%	6.3%
每股收益(元/股)	3.08	2.20	2.24	2.38
P/E(倍)	7.44	10.44	10.25	9.64

### 投资要点

#### ■ 公告要点

3月7日上汽集团公告2月份产销数据。2月集团整体产量32260辆，同比-90.2%，其中上汽自主产量4528辆，同比-87.8%，上汽大众产量7435辆，同比-91.7%，上汽通用产量5481辆，同比-93.5%，上汽通用五菱产量5676辆，同比-94.5%。2月集团整体销量47365辆，同比-86.9%，其中上汽自主产量7967辆，同比-80.1%，上汽大众产量10000辆，同比-91%，上汽通用产量7612辆，同比-92.2%，上汽通用五菱产量11800辆，同比-88.1%。

#### ■ 受疫情影响产销两端大幅下滑

2020年2月份新冠疫情全国性爆发，导致企业复工推迟，4S店正常营业时间推迟，居民汽车消费压制，上汽集团2月份产销各主要子公司均呈现下滑幅度超过80%以上，基本符合预期。2月份最终产/销数据分别约占过去12个月均产/销的7%/10%。

#### ■ 具备充足的稳定汽车消费政策来对冲疫情对汽车行业带来的影响

1) 疫情的综合影响测算：我们预计2020年乘用车产量/批发/零售分别减少43/71/77万辆（有疫情情景减无疫情情景）。无疫情情景下，2020年乘用车产量/批发/零售同比分别为+3.2%/3.4%/4.8%。有疫情情景下，2020年乘用车产量/批发/零售同比分别为-2%/-3.2%/-3.6%。时间轴上分布，2月影响最大，3-4月份影响逐步减弱，Q3-Q4将有望部分弥补H1的产销不足。2) 可能出台5种刺激政策拉动测算：①购置税优惠政策拉动最为明显（+5.6%，+120万辆），②开展汽车以旧换新次之（+4%，+82万辆），③增加传统车限购指标（+2.19%，+45万辆），④因地制宜出台促进新能源汽车消费（+1.46%，+30万辆），⑤国六标准推迟实施（缓解产业链资金和成本压力为主）。展望上汽集团，3-4月份产销受疫情影响程度有望逐步减弱。

#### ■ 盈利预测与投资评级

稳定汽车消费基调已定，落地措施可期，或对冲疫情影响。2020-2021年我们依然维持景气复苏的判断，预计到2021年乘用车销量有望恢复至近2018年水平（复合增速约4%）。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业迎来周期复苏。我们预计2019-2021年归母净利润25651/26136/27776百万元，对应ESP为2.20/2.24/2.38元，对应PE为10.44/10.25/9.64倍。行业且公司均处于周期底部，且估值处于较低位置，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示：疫情控制进展低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.92
一年最低/最高价	20.33/28.80
市净率(倍)	1.09
流通A股市值(百万元)	267784.93

### 基础数据

每股净资产(元)	20.94
资产负债率(%)	63.39
总股本(百万股)	11683.46
流通A股(百万股)	11683.46

### 相关研究

上汽集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>453,376</b>	<b>487,559</b>	<b>489,444</b>	<b>531,664</b>	<b>营业收入</b>	<b>887,626</b>	<b>816,616</b>	<b>841,115</b>	<b>883,170</b>
现金	123,771	166,936	151,785	197,214	减:营业成本	769,986	706,373	727,564	763,942
应收账款	40,130	28,684	42,194	32,228	营业税金及附加	7,463	7,378	7,719	7,906
存货	58,943	41,038	61,942	46,187	营业费用	63,423	48,507	50,467	52,990
其他流动资产	230,532	250,901	233,522	256,035	管理费用	21,336	20,415	21,028	22,079
<b>非流动资产</b>	<b>329,394</b>	<b>320,181</b>	<b>318,517</b>	<b>317,502</b>	财务费用	195	-508	-918	-1,322
长期股权投资	70,930	74,601	78,276	81,956	资产减值损失	3,490	0	0	0
固定资产	69,187	60,735	57,509	54,432	加:投资净收益	33,126	4,131	4,351	4,678
在建工程	20,849	16,050	13,554	11,727	其他收益	-113	-103	-58	-69
无形资产	14,547	15,234	15,980	16,612	<b>营业利润</b>	<b>53,674</b>	<b>38,479</b>	<b>39,548</b>	<b>42,183</b>
其他非流动资产	153,880	153,562	153,199	152,776	加:营业外净收支	670	1,276	1,039	784
<b>资产总计</b>	<b>782,770</b>	<b>807,740</b>	<b>807,961</b>	<b>849,166</b>	<b>利润总额</b>	<b>54,344</b>	<b>39,755</b>	<b>40,587</b>	<b>42,967</b>
<b>流动负债</b>	<b>414,323</b>	<b>427,359</b>	<b>417,061</b>	<b>445,976</b>	减:所得税费用	5,939	4,925	5,014	5,246
短期借款	16,726	16,726	16,726	16,726	少数股东损益	12,395	9,179	9,437	9,945
应付账款	125,265	100,764	132,046	112,405	<b>归属母公司净利润</b>	<b>36,009</b>	<b>25,651</b>	<b>26,136</b>	<b>27,776</b>
其他流动负债	272,331	309,868	268,288	316,845	EBIT	54,183	38,430	38,829	40,762
<b>非流动负债</b>	<b>83,726</b>	<b>75,552</b>	<b>68,315</b>	<b>61,183</b>	EBITDA	65,527	48,020	48,898	51,644
长期借款	32,533	24,359	17,122	9,989					
其他非流动负债	51,194	51,194	51,194	51,194	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>498,050</b>	<b>502,911</b>	<b>485,376</b>	<b>507,159</b>	每股收益(元)	3.08	2.20	2.24	2.38
少数股东权益	50,352	59,531	68,968	78,914	每股净资产(元)	20.06	21.00	21.71	22.52
归属母公司股东权益	234,369	245,298	253,616	263,093	发行在外股份(百万股)	11683	11683	11683	11683
<b>负债和股东权益</b>	<b>782,770</b>	<b>807,740</b>	<b>807,961</b>	<b>849,166</b>	ROIC(%)	14.5%	10.3%	10.4%	10.8%
					ROE(%)	17.0%	11.4%	11.0%	11.0%
					毛利率(%)	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	4.1%	3.1%	3.1%	3.1%
经营活动现金流	8,976	70,008	13,098	74,797	资产负债率(%)	63.6%	62.3%	60.1%	59.7%
投资活动现金流	9,845	3,651	-4,112	-5,258	收入增长率(%)	3.5%	-8.0%	3.0%	5.0%
筹资活动现金流	-19,114	-30,495	-24,137	-24,109	净利润增长率(%)	4.6%	-28.8%	1.9%	6.3%
现金净增加额	-727	43,165	-15,151	45,429	P/E	7.44	10.44	10.25	9.64
折旧和摊销	11,344	9,590	10,069	10,882	P/B	1.14	1.09	1.06	1.02
资本开支	31,975	-12,883	-5,339	-4,695	EV/EBITDA	4.05	4.48	4.75	3.68
营运资本变动	-20,415	30,124	-27,333	32,124					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

