

汽车汽配

汽车零部件 II

上汽集团 (600104)

2020 年 2 月产销数据点评

买入

(维持评级)

2020 年 03 月 09 日

短期疫情冲击明显，长期需求有望反弹

证券分析师：梁超 0755-22940097 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 0755-81981823 hejunyi@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

事项：

上汽集团 2020 年 2 月单月实现销量 4.74 万辆，同比下滑 86.9%。

国信观点：

2 月由于新冠疫情影响，购车需求短期受到明显抑制，但随着疫情逐步得到控制，整车厂及零部件企业逐渐复工，需求长期有望回升。目前各省新增病例数大幅下降，考虑到此次疫情带来的短途私家车出行需求，未来首次购车群体将有所增加，疫情基本可控，且各经销商复工后开展线上销售等服务，预计 3 月后购车需求将逐渐回升。短期考虑到通用销量在 19 年大幅度消化，短期疫情拖累终端需求，我们下调公司 19/20/21 年归母净利润分别为 255.58/259.52/290.15 亿元(原：304.21/342.60/374.91 亿元)，下调 19/20/21 年 EPS 分别为 2.19/2.22/2.50 元(原：2.60/2.93/3.21 元)，下调公司合理估值区间至 29.94-34.93 元(对应 21 年 12-14x 市盈率，原：37.20-44.64 元)。考虑到 20 年底 MEB 工厂投放上汽大众新能源重磅车型推出以及 2021 年奥迪国产将量产 A7L 增厚公司业绩，维持“买入”评级。

评论：

■ 受疫情影响，2 月单月同比下滑 86.9%

上汽集团 2 月单月实现销量 4.74 万辆，同比下滑 86.9%。1-2 月上汽集团累计实现销量 44.76 万辆，同比下滑 54.1%。

上汽大众 2 月单月销售 1.00 万辆，同比下滑 91.0%。1-2 月上汽大众累计实现销量 12.30 万辆，同比下滑 59.1%。

上汽通用 2 月单月销售 0.76 万辆，同比下滑 92.2%。1-2 月上汽通用累计实现销量 13.31 万辆，同比下滑 52.1%。

上汽通用五菱 2 月单月销售 1.18 万辆，同比下滑 88.1%。1-2 月上汽通用五菱累计实现销量 9.00 万辆，同比下滑 65.2%。

上汽乘用车 2 月单月销售 1.80 万辆，同比不变下滑 55.1%。1-2 月上汽乘用车累计实现销量 6.8 万辆，同比下滑 32.0%。

受疫情影响，终端客流大幅度下滑，2 月集团以及旗下各子品牌均出现大幅度下滑。

■ 风险提示：

第一，疫情放缓后二季度终端需求复苏不及预期；

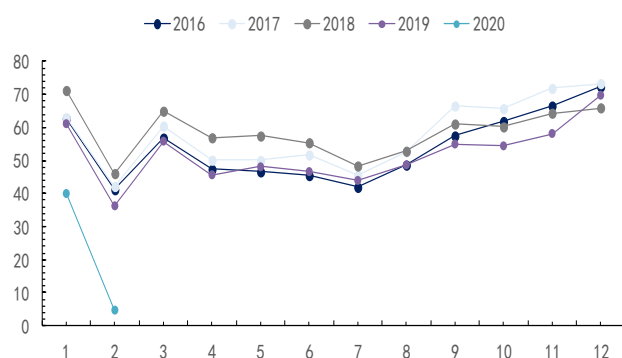
第二，新车型上市进度推迟；

第三，整车厂为保证全年销量目标在四季度引发价格战。

■ **核心观点：疫情短期冲击明显，需求长期有望反弹**

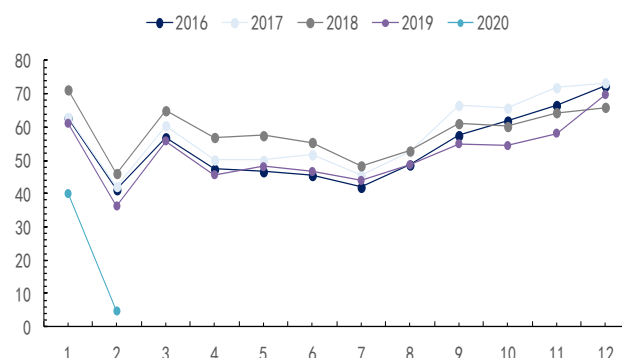
2月由于新冠疫情影响，购车需求短期受到明显抑制，但随着疫情逐步得到控制，整车厂及零部件企业逐渐复工，需求长期有望回升。据中国汽车工业协会数据，全国主要汽车厂复工时间集中在2月10日-2月14日。上汽大众于2月14日、2月17日复工，上汽通用五菱和上汽大通集中在2月15日-2月16日复工，上汽自主和上汽通用在2月20日-3月2日复工，预计3月开始产能供给爬坡。目前各省新增病例数大幅下降，考虑到此次疫情带来的短途私家车出行需求，未来首次购车群体将有所增加，疫情基本可控，且各经销商复工后开展线上销售等服务，预计3月后购车需求将逐渐回升。短期考虑到通用销量在19年大幅度下滑，20年年初短期疫情拖累终端需求，我们下调公司19/20/21年归母净利润分别为255.58/259.52/290.15亿元（原：304.21/342.60/374.91亿元），下调19/20/21年EPS分别为2.19/2.22/2.50元（原：2.60/2.93/3.21元），下调公司合理估值区间至29.94-34.93元（对应21年12-14x市盈率，原：37.20-44.64元）。考虑到20年底MEB工厂投放上汽大众新能源重磅车型推出以及2021年奥迪国产将量产A7L增厚公司业绩同时有望带来估值双升，维持“买入”评级。

图 1：上汽集团单月销量（单位：万辆）



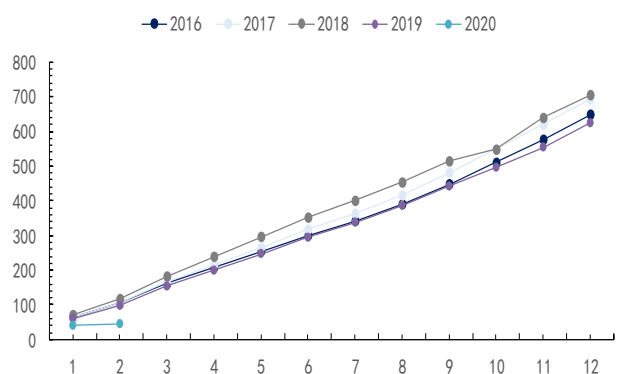
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：上汽集团单月销量同比增速



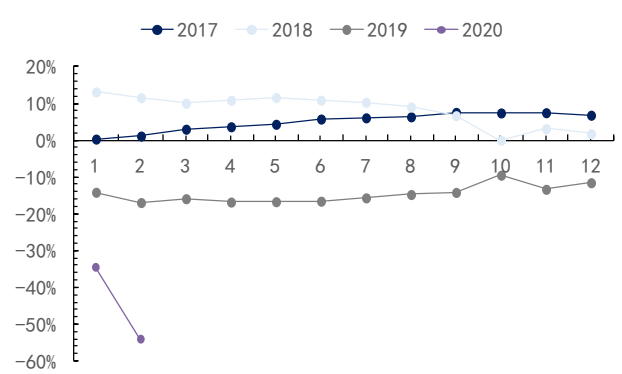
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：上汽集团累计销量（单位：万辆）



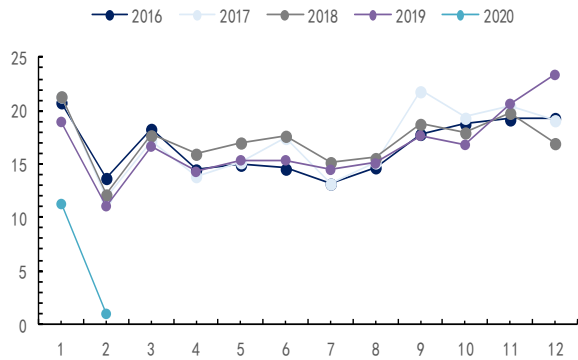
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：上汽集团累计销量同比增速



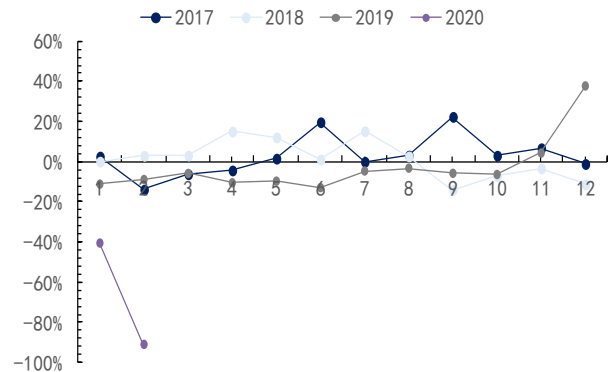
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 上汽大众单月销量 (单位: 万辆)



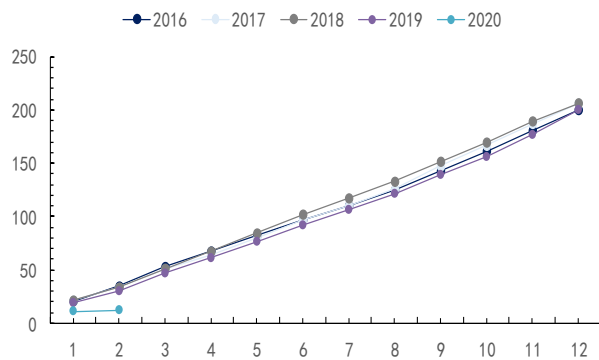
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 上汽大众单月销量同比增速



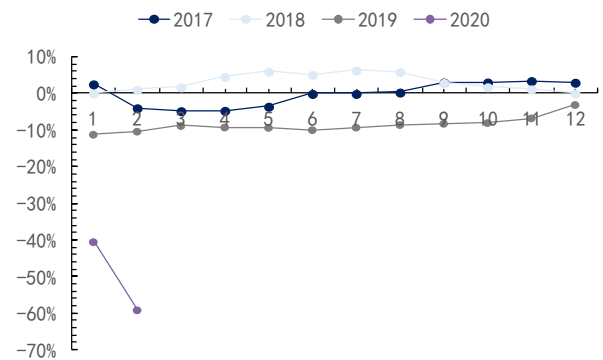
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 上汽大众累计销量 (单位: 万辆)



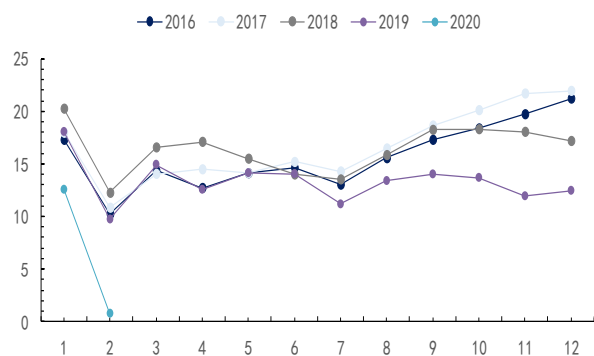
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 上汽大众累计销量同比增速



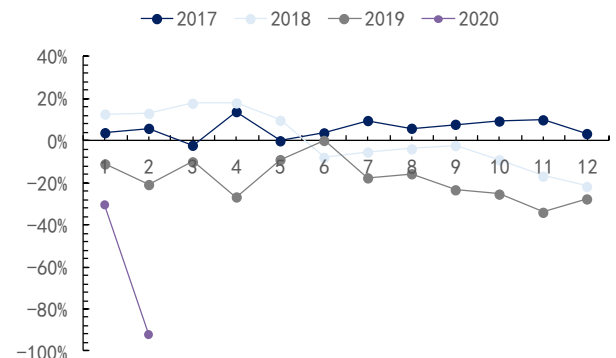
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 上汽通用单月销量 (单位: 万辆)



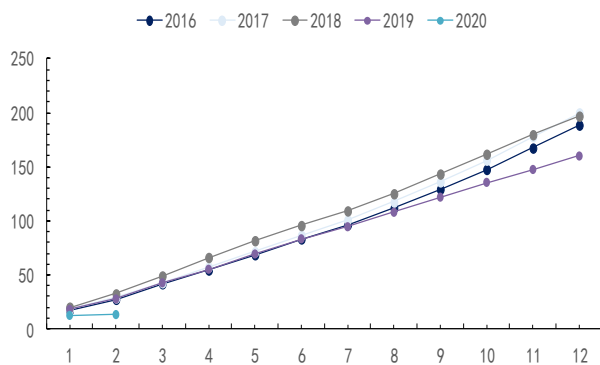
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 上汽通用单月销量同比增速



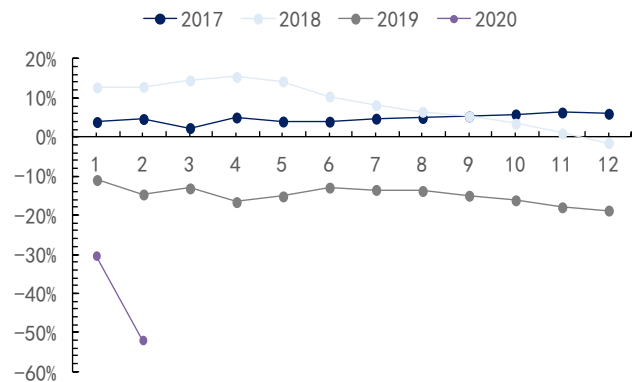
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 上汽通用累计销量 (单位: 万辆)



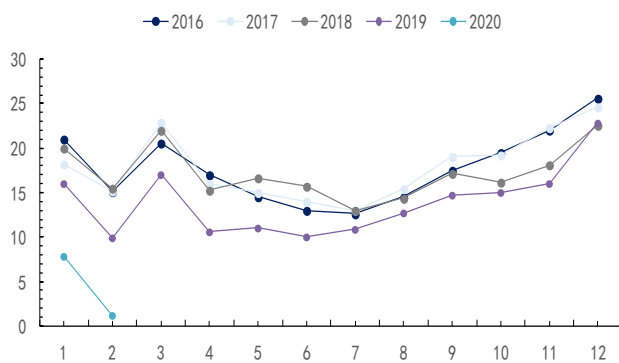
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 上汽通用累计销量同比增速



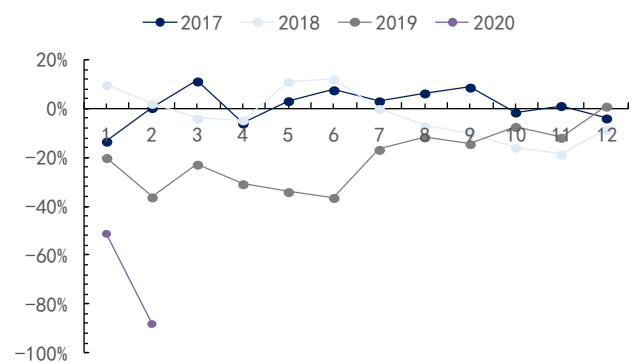
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 上汽通用五菱单月销量 (单位: 万辆)



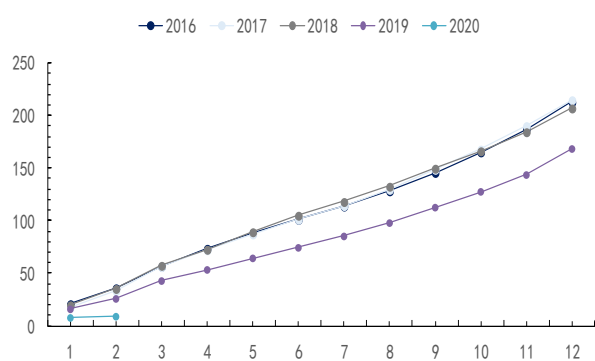
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 上汽通用五菱单月销量同比增速



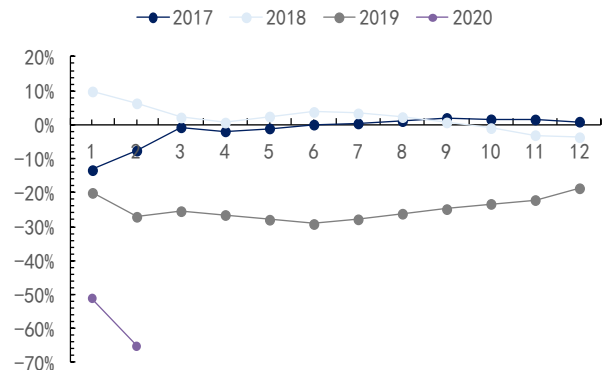
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 上汽通用五菱累计销量 (单位: 万辆)

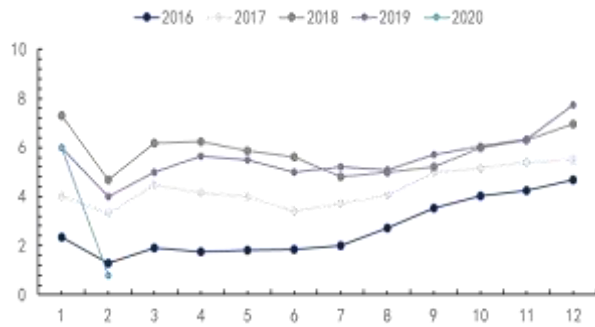


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

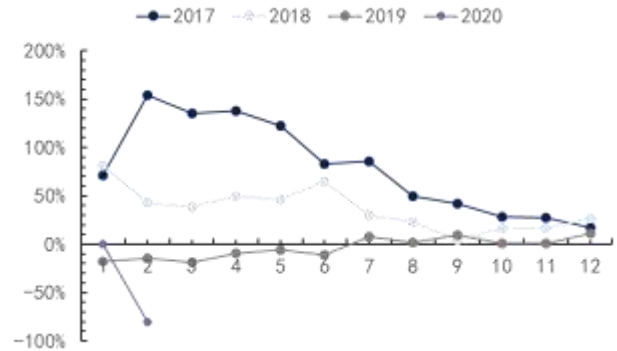
图 16: 上汽通用五菱累计销量同比增速



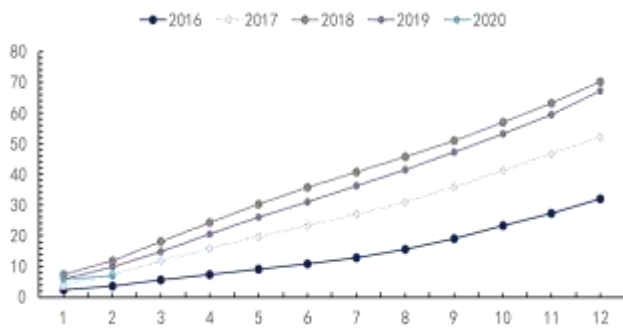
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 上汽自主单月销量 (单位: 万辆)


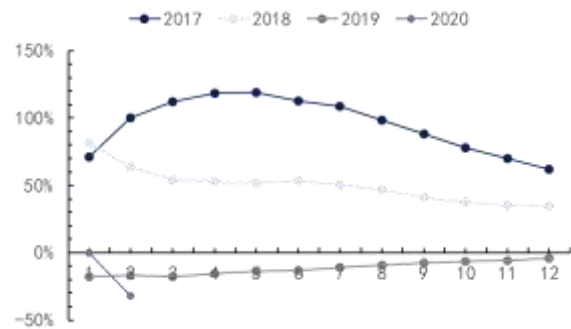
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 上汽自主单月销量同比增速


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 上汽自主累计销量 (单位: 万辆)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 上汽自主累计销量同比增速


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

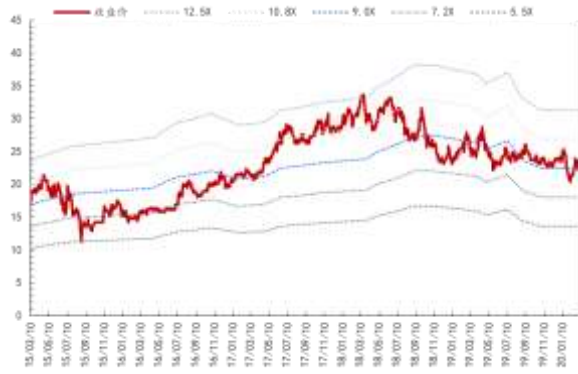
表 1: 可比公司对标

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿)	EPS (元)			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600104.SH	上汽集团	22.92	2678	2.19	2.22	2.50	10.48	10.32	9.19	买入
000625.SZ	长安汽车	11.47	551	-0.55	1.56	1.26	-	7.34	9.13	买入
601238.SH	广汽集团	11.65	1193	0.78	0.99	1.13	14.94	11.77	10.31	未评级
601633.SH	长城汽车	9.11	831	0.58	0.65	0.73	15.71	14.02	12.48	买入

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

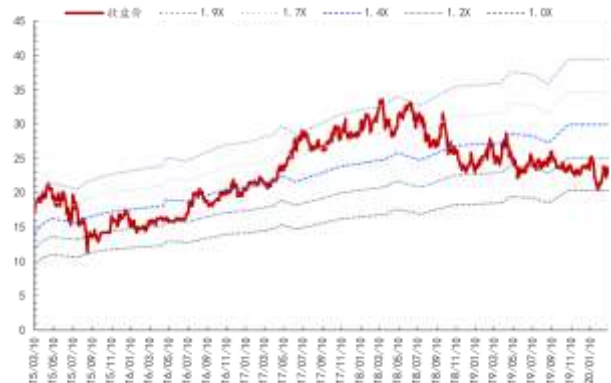
备注: 未评级公司参照 wind 一致预期

图 21: 上汽集团 PE-Band



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 上汽集团 PB-Band



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 上汽集团 2020 年车型规划

类型	级别	时间
上汽大众		
大众		
途观 L 运动版	增配车型	中型 SUV
途岳 EV	新车型	紧凑型 SUV
辉昂	换代	D 级轿车
某 MPV	新车型	2020 年
斯柯达		
昕动	换代	A 级轿车
新锐	换代	A 级轿车
上汽通用		
别克		
昂科奇	新车型	中大型 SUV
昂科威	换代	中型 SUV
纯电 SUV	新车型	2020 年
雪佛兰		
某 SUV	新车型	紧凑型
凯迪拉克		
CT4	新车型	B 级轿车
自主		
荣威		
RX5	换代	紧凑型 SUV
某 MPV	新车型	2020 年
某轿车	新车型	2020 年

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	123771	123771	123051	123531	营业收入	902194	830019	846619	931281
应收款项	74659	68686	70060	77066	营业成本	769986	729586	741638	813008
存货净额	58943	55965	56820	62254	营业税金及附加	7463	6866	7004	7704
其他流动资产	100958	92882	94739	104213	销售费用	63423	58349	59516	65468
流动资产合计	453376	436348	496742	610379	管理费用	21336	19294	19669	21580
固定资产	90037	110588	133085	154182	财务费用	195	219	2274	6020
无形资产及其他	14008	13448	12888	12327	投资收益	33126	25800	25800	29500
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	874924	1012528	营业利润	53674	37901	38668	43383
短期借款及交易性金融负债	31340	49976	122271	216330	营业外净收支	670	670	497	612
应付款项	154827	147004	149252	163525	利润总额	54344	38571	39165	43995
其他流动负债	228156	215967	219366	240436	所得税费用	5939	4215	4280	4808
流动负债合计	414323	412947	490889	620292	少数股东损益	12395	8798	8933	10035
长期借款及应付债券	32533	32533	32533	32533	归属于母公司净利润	36009	25558	25952	29152
其他长期负债	51194	55899	60603	65308					
长期负债合计	83726	88431	93136	97841	现金流量表 (百万元)				
负债合计	498050	501378	584026	718133	净利润	36009	25558	25952	29152
少数股东权益	50352	51137	51934	52829	资产减值准备	(249)	103	263	378
股东权益	234369	236649	238965	241566	折旧摊销	10908	8277	9323	10639
负债和股东权益总计	782770	789164	874924	1012528	公允价值变动损失	3603	3603	3650	3619
					财务费用	195	219	2274	6020
					营运资本变动	28019	1824	6529	18512
					其它	1355	682	534	517
					经营活动现金流	79646	40047	46251	62817
					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)	(23277)	(23636)	(26551)
					其它融资现金流	22205	18636	72295	94059
					融资活动现金流	(17691)	(4641)	48659	67508
					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)	(2583)	14929
					权益自由现金流	87596	10749	67687	103626

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	3.08	2.19	2.22	2.50
每股红利	2.81	1.99	2.02	2.27
每股净资产	20.06	20.25	20.45	20.67
ROIC	19%	8%	8%	10%
ROE	15%	11%	11%	12%
毛利率	15%	12%	12%	13%
EBIT Margin	4%	2%	2%	3%
EBITDA Margin	6%	3%	3%	4%
收入增长	4%	-8%	2%	10%
净利润增长率	5%	-29%	2%	12%
资产负债率	70%	70%	73%	76%
息率	11.5%	8.2%	8.3%	9.3%
P/E	7.9	11.2	11.0	9.8
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	15.4	32.5	30.9	29.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《上汽集团-600104-2019 半年报点评：短期下滑，静候拐点》 ——2019-09-02
- 《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

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