

Q4 业绩承压，砥砺前行 买入（维持）

2020年04月13日

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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	8,433	7,566	8,224	8,710
同比(%)	-6.5%	-10.3%	8.7%	5.9%
归母净利润(亿元)	256	224	246	267
同比(%)	-28.9%	-12.6%	9.9%	8.3%
每股收益(元/股)	2.19	1.92	2.11	2.28
P/E(倍)	8.52	9.75	8.87	8.19

投资要点

■ **事件要点：**2019年营业总收入8433亿元，同比-6.53%，归母净利润256亿元，同比-28.9%，EPS为2.19元。2019Q4营业总收入2579.8亿元，同比+13.42%，归母净利润48.11亿元，同比-42.29%。2019年分红率40.16%。**2020年目标：实现整车销售600万辆左右，市占率继续保持国内领先，营业总收入7800亿元，营业成本6786亿元。**

■ **投资收益下行+毛利率下降，导致Q4净利下滑显著**

2019Q4上汽集团总产量同比持平环比+21.3%，其中上汽自主同比+23.8%，上汽大众同比+1.9%，上汽通用同比-25.1%，上汽通用五菱同比+8.3%。然而在此背景下Q4净利润同比增速下滑42.29%，与产量及营收同比增速发生较大背离。**可能原因分析：1）投资净收益同比下滑50.44%，其中下滑最明显是非联营及合营的投资收益（主要是可出售金融资产，会计政策调整所致），其次是两大合资公司（大众&通用）。2）行业需求下行+竞争加剧下，毛利率Q4同比下降了1.17pct。**

■ **研发费用保持高位，在建工程减少，经营性现金流改善较为明显**

未来汽车CASE革命驱动下上汽集团依然保持高研发投入（2019年134亿元，同比减少20亿元）。2019Q3-Q4随着已有在建项目逐步转固，在建项目减少至161.9亿元，固定资产项目增加至830.6亿元。2019Q4经营性现金流净额207.82亿元，连续三个季度正值且高于180亿元。

■ **展望2020Q1：疫情影响下，一季度业绩承压较大**

受疫情影响，2-3月份产销维持低位，导致上汽集团2020Q1产量65.74万辆，同比下滑56.87%，批发67.9万辆，同比下滑55.71%。其中上汽大众产量同比下滑52.38%，上汽通用产量同比下滑64.91%。产能利用率低下，预计一季度并表业绩承压较大。

■ **盈利预测与投资评级**

稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求有望企稳回升，Q2受海外疫情影响供给或部分受限，预计行业继续被动去库存，2020H2有望进入持续补库阶段。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。我们适度调整2020-2022年上汽集团的归母净利润为224/246/267亿元，对应EPS为1.92/2.11/2.28元，对应PE为9.75/8.87/8.19倍。行业且公司均处于周期底部，且估值处于历史低位，维持“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)	18.68
一年最低/最高价	17.46/28.80
市净率(倍)	0.87
流通A股市值(百万元)	218247.06

基础数据

每股净资产(元)	21.37
资产负债率(%)	64.58
总股本(百万股)	11683.46
流通A股(百万股)	11683.46

相关研究

1、《上汽集团(600104)：受疫情影响，2月产销大幅下滑》
2020-03-08

上汽集团三大财务预测表

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,112	4,507	5,152	5,696	营业收入	8,433	7,566	8,224	8,710
现金	1,278	1,419	1,750	2,134	减:营业成本	7,261	6,578	7,135	7,516
应收账款	476	504	532	559	营业税金及附加	66	63	67	71
存货	544	480	534	558	营业费用	575	492	543	601
其他流动资产	1,894	1,501	1,634	1,676	管理费用	223	197	214	226
非流动资产	3,382	3,540	3,550	3,595	财务费用	0	25	20	15
长期股权投资	646	677	677	667	资产减值损失	-16	0	0	0
固定资产	831	928	1,013	1,086	加:投资净收益	249	213	222	234
在建工程	162	137	112	80	其他收益	45	45	45	45
无形资产	153	158	165	169	营业利润	403	352	387	420
其他非流动资产	1,590	1,345	1,405	1,436	加:营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	8,493	8,047	8,702	9,292	利润总额	410	358	394	426
流动负债	4,628	3,923	4,212	4,436	减:所得税费用	57	50	54	59
短期借款	256	193	206	218	少数股东损益	97	85	93	101
应付账款	1,700	1,361	1,527	1,641	归属母公司净利润	256	224	246	267
其他流动负债	2,553	2,211	2,337	2,425	EBIT	415	384	414	442
非流动负债	857	807	834	833	EBITDA	549	456	496	533
长期借款	191	191	191	191					
其他非流动负债	666	616	642	641	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	5,485	4,730	5,046	5,268	每股收益(元)	2.19	1.92	2.11	2.28
少数股东权益	511	596	689	790	每股净资产(元)	21.37	23.29	25.39	27.68
					发行在外股份(亿股)	117	117	117	117
归属母公司股东权益	2,497	2,721	2,967	3,233	ROIC(%)	10.8%	9.8%	9.8%	9.7%
负债和股东权益	8,493	8,047	8,702	9,292	ROE(%)	8.7%	7.1%	7.1%	6.9%
					毛利率(%)	13.9%	13.1%	13.2%	13.7%
					销售净利率(%)	4.2%	4.1%	4.1%	4.2%
					资产负债率(%)	64.6%	58.8%	58.0%	56.7%
					收入增长率(%)	-6.5%	-10.3%	8.7%	5.9%
					净利润增长率(%)	-28.9%	-12.6%	9.9%	8.3%
					P/E	8.52	9.75	8.87	8.19
					P/B	0.87	0.80	0.74	0.67
					EV/EBITDA	4.22	3.83	2.94	2.21

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>

