公司回购股权，彰显龙头信心

——上汽集团股权回购事件点评

增持|维持

事件：

公司全资子公司上汽香港拟以每股 3.1 港币的价格以现金出资方式收购神州优车及 Amber Gem 所持有的神州租车有限公司不超过 613,377,424 股股份。并拟以集中交易方式不超过 25.97 元/股回购公司股份 0.5%-1%用于股权激励。

- **上汽收购神州租车，积极布局出行产品与服务供应商**

神州租车作为国内汽车租赁行业具备成熟的运营管理经验的领军企业，将有助于上汽集团从传统汽车制造型企业向移动出行服务供应商进行综合转型，有利于加快“电动化、网联化、智能化和共享化”的创新转型发展。

- **PB 进入十年最低点，而盈利能力依旧领军行业**

上汽集团目前的 PB 仅为 0.87，是公司过去十年中的最低点；而上一次出现 0.87x PB 的时候还是在 2008 年金融危机期间；当时公司业绩亏损 15.7 亿元，而此时公司依旧盈利。从 ROE 来看，公司 2008 年 ROE 仅有 1.9%，而目前 ROE 为 10.57%，在 SW 乘用车中依旧保持了 NO.1 的地位；且从 2018 年车市下滑至今，公司 ROE 一直维持在 10%以上，体现了公司作为龙头企业较强的抗压能力。

- **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 2020-2022 年归母净利润为 246.52 亿元、246.07 亿元和 248.64 亿元，对应 PE 9x、9x、9x。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，疫情控制不及预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	902194	843324	815663	867751	917248
收入同比（%）	4	-7	-3	6	6
归母净利润(百万元)	36009	25603	24652	24607	24864
归母净利润同比(%)	5	-29	-4	0	1
ROE（%）	15.4	10.3	9.4	9.0	8.6
每股收益（元）	3.08	2.19	2.11	2.11	2.13
市盈率(P/E)	6.31	8.88	9.22	9.23	9.14

资料来源：Wind,国元证券研究中心

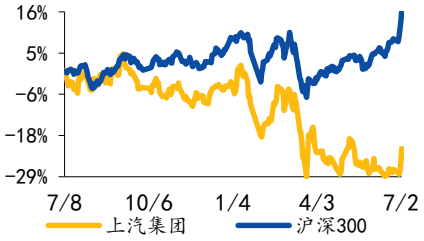
当前价/目标价：18.65 元/22 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	26.23 / 16.99
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）：	217896.55
总市值（百万元）：	217896.55

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券*公司研究*上汽集团（600104）：短期业绩承压，长期依旧看好*汽车与汽车零部件*满在朋*20200414》2020.04.15

《国元证券*公司研究*上汽集团（600104）：车市波动业绩承压，2020 有望回暖*汽车与汽车零部件*满在朋*20200115》2020.01.16

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

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	453376	511158	485320	514899	545786
现金	123771	127827	126475	138902	160874
应收账款	40130	41341	36169	38774	41338
其他应收款	16099	14603	14019	14852	15790
预付账款	18694	28939	23548	25495	27012
存货	58943	54399	49656	53510	57160
其他流动资产	195740	244050	235454	243367	243613
非流动资产	329394	338176	351834	367252	374930
长期投资	70930	64617	66243	66675	66771
固定资产	69187	83056	98411	116351	125632
无形资产	14008	15281	15732	16190	16595
其他非流动资产	175268	175221	171448	168035	165932
资产总计	782770	849333	837154	882151	920716
流动负债	414323	462803	428448	446616	457596
短期借款	16726	25588	19305	18646	19332
应付账款	125265	137086	123475	132957	141405
其他流动负债	272331	300129	285668	295013	296859
非流动负债	83726	85690	86148	91683	95951
长期借款	19158	19137	23618	28118	32484
其他非流动负债	64569	66553	62530	63565	63466
负债合计	498050	548494	514596	538299	553547
少数股东权益	50352	51138	60116	69098	78168
股本	11683	11683	11683	11683	11683
资本公积	55323	55567	55567	55567	55567
留存收益	155941	166124	180495	193355	206693
归属母公司股东权益	234369	249702	262442	274754	289001
负债和股东权益	782770	849333	837154	882151	920716

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8976	46272	46480	17965	25725
净利润	48405	35289	33630	33589	33934
折旧摊销	11344	13310	14450	18359	22338
财务费用	195	24	1638	1829	1995
投资损失	-33126	-24901	-29815	-29845	-29700
营运资金变动	-20415	32982	11713	-1743	1254
其他经营现金流	2572	-10433	14864	-4224	-4096
投资活动现金流	9845	-39264	-23240	3531	3142
资本支出	31975	26935	20067	30563	27885
长期投资	-8502	41612	26510	-3366	-2710
其他投资现金流	33318	29282	23337	30728	28317
筹资活动现金流	-19114	-3094	-24592	-9069	-6894
短期借款	1009	8862	-6283	-659	686
长期借款	12264	-21	4481	4500	4366
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	455	244	0	0	0
其他筹资现金流	-32841	-12178	-22790	-12910	-11947
现金净增加额	-727	3605	-1352	12427	21972

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902194	843324	815663	867751	917248
营业成本	769986	726100	702284	747131	789749
营业税金及附加	7463	6610	6393	6801	7189
营业费用	63423	57451	65253	69420	73380
管理费用	21336	22308	21576	22954	24264
研发费用	15385	13394	16385	17888	18325
财务费用	195	24	1638	1829	1995
资产减值损失	-3490	-1642	-112	-461	-728
公允价值变动收益	-113	1497	960	1139	1079
投资净收益	33126	24901	29815	29845	29700
营业利润	53674	40345	37209	37455	38105
营业外收入	1125	767	1874	1516	1230
营业外支出	455	154	551	481	447
利润总额	54344	40958	38532	38490	38888
所得税	5939	5669	4902	4902	4955
净利润	48405	35289	33630	33589	33934
少数股东损益	12395	9686	8978	8982	9070
归属母公司净利润	36009	25603	24652	24607	24864
EBITDA	65213	53680	53297	57644	62438
EPS（元）	3.08	2.19	2.11	2.11	2.13

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	3.6	-6.5	-3.3	6.4	5.7
营业利润(%)	-0.8	-24.8	-7.8	0.7	1.7
归属母公司净利润(%)	4.6	-28.9	-3.7	-0.2	1.0
获利能力					
毛利率(%)	14.7	13.9	13.9	13.9	13.9
净利率(%)	4.0	3.0	3.0	2.8	2.7
ROE(%)	15.4	10.3	9.4	9.0	8.6
ROIC(%)	-166.2	-194.4	-156.2	-559.9	########
偿债能力					
资产负债率(%)	63.6	64.6	61.5	61.0	60.1
净负债比率(%)	10.14	13.05	12.44	12.76	13.42
流动比率	1.09	1.10	1.13	1.15	1.19
速动比率	0.95	0.98	1.01	1.03	1.06
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.03	0.97	1.01	1.02
应收账款周转率	23	20	20	22	22
应付账款周转率	6.25	5.54	5.39	5.83	5.76
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.08	2.19	2.11	2.11	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	3.96	3.98	1.54	2.20
每股净资产(最新摊薄)	20.06	21.37	22.46	23.52	24.74
估值比率					
P/E	6.31	8.88	9.22	9.23	9.14
P/B	0.97	0.91	0.87	0.83	0.79
EV/EBITDA	2	2	2	2	2

***国元持仓披露：未达到1%或以上，无需披露。**

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连带损失承担任何责任。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售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