



2020年07月06日

销量同比转正 底部向上已现

上汽集团(600104)

事件概述

公司发布2020年6月产销快报：单月汽车批发总产量47.7万辆，同比增长2.6%；单月汽车批发总销量47.9万辆，同比增长2.8%，环比增长1.4%。其中，上汽乘用车（自主）单月销量4.8万辆，同比减少3.5%；上汽大众14.3万辆，同比减少7.0%；上汽通用13.1万辆，同比减少6.8%；上汽通用五菱销量12.4万辆，同比增长24.0%。公司2020年前6月汽车累计销量160.0万辆，同比减少30.2%。

分析判断：

销量同比转正 底部向上已现

随着国内疫情得到有效控制后，公司6月整体产销进一步回升，产量持续正增长，批发销量同比转正，“刺激政策+首购需求”双重逻辑驱动需求持续回暖，底部向上可期。其中，各品牌表现略有分化：

1) 自主方面，上汽通用五菱批发销量表现亮眼，连续三个月同比正增长，6月环比增长1.6%，主力车型五菱宏光系列单月销量维持1.9万辆，近期国家提倡新地摊经济，政策引导下五菱宏光等微车车型消费潜力扩大；上汽乘用车6月批发销量环比下降7.6%，但同比降幅有所收窄。我们判断，疫情催化私家车出行需求，未来汽车首购需求将进一步释放，配合各地政府推出的现金补贴政策，预计7月上汽自主销量有望持续改善。

2) 合资方面，上汽大众6月批发销量环比增长9.4%，其中有五款车型的销量在万辆以上，大众朗逸3.4万辆，大众途观2.5万辆，大众桑塔纳1.9万辆，大众帕萨特1.5万辆，大众途岳1.1万辆，驱动上汽大众销量持续改善；上汽通用6月批发销量环比下降3.9%，其中上汽通用四款主力车型销量均在万辆以上，别克英朗系列2.5万辆，别克昂科威1.1万辆，雪佛兰克鲁泽1.8万辆，别克君威1.2万辆；同时，凯迪拉克单月销量高达2.1万辆，占比高达15.1%，驱动上汽通用产品结构向上。

展望2020全年：销量目标明确 坚持新四化发展

1) 公司力争2020全年实现整车销售600万辆左右，市占率继续保持国内领先，目标营收/营业成本分别为7,800/6,786亿元；我们认为，公司在毛利率维持13%的情况下，2020年继续完善内部管理，深化改革提高经营效益，盈利有望实现改善；
 2) 公司将继续把握科技进步大方向、市场演变大格局、行业变革大趋势，继续深入推进“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的新四化战略。新能源方面，加快提升三电系统的自

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 增持
目标价格： 28.19
最新收盘价： 19.76

股票代码： 600104
52周最高价/最低价： 26.23/16.99
总市值(亿) 2,308.65
自由流通市值(亿) 2,308.65
自由流通股数(百万) 11,683.46



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

1. 上汽集团(600104)点评报告：回购彰显信心 底部向上可期 2020.07.06
2. 上汽集团(600104)点评报告：入股神州租车 加码出行服务 2020.07.03
3. 上汽集团(600104)5月：排产恢复正增长 销量环比持续改善 2020.06.07

主核心能力，第二代 EDU 电驱变速箱成功批产上市，全新一代电子电器架构等技术和产品的自主开发工作持续推进，上汽大众 MEB 新能源工厂正式落成；智能网联方面，公司与上港、移动合力打造的上海洋山港 5G 自动驾驶重卡项目，在第二届进博会期间顺利完成演示并启动示范运营；共享出行方面，享道出行稳步开拓市场，持续加强在长三角的布局，并拟入股神州租车加码出行服务布局；国际化方面，2019 年 MG、MAXUS 等品牌海外销量达到 18.6 万辆，同比增长 82.3%。

投资建议

乘用车行业“刺激政策+需求释放”双重逻辑驱动需求回暖；公司作为乘用车龙头，多年来维持高股息率（2019 年 5%），2020 年销量复苏有望继续发挥龙头规模效应，驱动盈利底部向上。

公司目前处于盈利历史底部，估值历史大底，维持盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母净利为 204/260/290 亿元，EPS 为 1.75/2.23/2.49 元，对应 PE 11.30/8.86/7.95 倍，对应 PB 0.84/0.76/0.69 倍。给予公司 2020 年 1.2 倍 PB，目标价由 20.07 元上调至 28.19 元，由“增持”上调至“买入”评级。

风险提示

车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期；汽车消费刺激政策效果不达预期；新冠病毒疫情扩张或反复导致供应链体系风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	902,194	843,324	773,765	843,286	888,460
YoY (%)	3.6%	-6.5%	-8.2%	9.0%	5.4%
归母净利润(百万元)	36,009	25,603	20,432	26,047	29,038
YoY (%)	4.6%	-28.9%	-20.2%	27.5%	11.5%
毛利率 (%)	14.7%	13.9%	13.1%	13.5%	13.7%
每股收益(元)	3.08	2.19	1.75	2.23	2.49
ROE	15.4%	10.3%	7.4%	8.6%	8.6%
市盈率	6.41	9.02	11.30	8.86	7.95

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 销量同比转正 底部向上已现	4
2. 投资建议	6
3. 风险提示	7

图表目录

表 1 公司分业务预测	6
图 1 上汽集团月度批发销量及同比 (辆; %)	5
图 2 上汽大众月度批发销量及同比 (辆; %)	5
图 3 上汽通用月度批发销量及同比 (辆; %)	5
图 4 上汽乘用车月度批发及同比 (辆; %)	5
图 5 上汽通用五菱月度批发及同比 (辆; %)	5
图 5 上汽大通月度批发销量及同比 (辆; %)	5
图 7 公司历史 PB	6
图 8 公司历史 PE	6

1. 销量同比转正 底部向上已现

随着国内疫情得到有效控制后，公司6月整体产销进一步回升，产量持续正增长，批发销量同比转正，“刺激政策+首购需求”双重逻辑驱动需求持续回暖，底部向上可期。其中，各品牌表略有分化：

1) 自主方面，上汽通用五菱批发销量表现亮眼，连续三个月同比正增长，6月环比增长1.6%，主力车型五菱宏光系列单月销量维持1.9万辆，近期国家提倡新地摊经济，政策引导下五菱宏光等微车车型消费潜力扩大；上汽乘用车6月批发销量环比下降7.6%，但同比降幅有所收窄。我们判断，疫情催化私家车出行需求，未来汽车首购需求将进一步释放，配合各地政府推出的现金补贴政策，预计7月上汽自主销量有望持续改善。

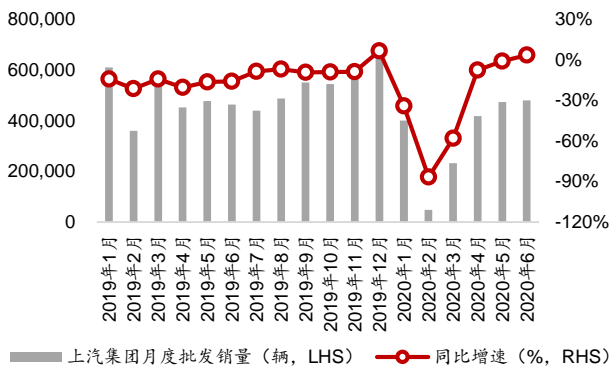
2) 合资方面，上汽大众6月批发销量环比增长9.4%，其中有五款车型的销量在万辆以上，大众朗逸3.4万辆，大众途观2.5万辆，大众桑塔纳1.9万辆，大众帕萨特1.5万辆，大众途岳1.1万辆，驱动上汽大众销量持续改善；上汽通用6月批发销量环比下降3.9%，其中上汽通用四款主力车型销量均在万辆以上，别克英朗系列2.5万辆，别克昂科威1.1万辆，雪佛兰克鲁泽1.8万辆，别克君威1.2万辆；同时，凯迪拉克单月销量高达2.1万辆，占比高达15.1%，驱动上汽通用产品结构向上。

展望2020全年：销量目标明确，坚持新四化发展：

1) 公司力争2020全年实现整车销售600万辆左右，市占率继续保持国内领先，目标营收/营业成本分别为7,800/6,786亿元；我们认为，公司在毛利率维持13%的情况下，2020年继续完善内部管理，深化改革提高经营效益，盈利有望实现改善；

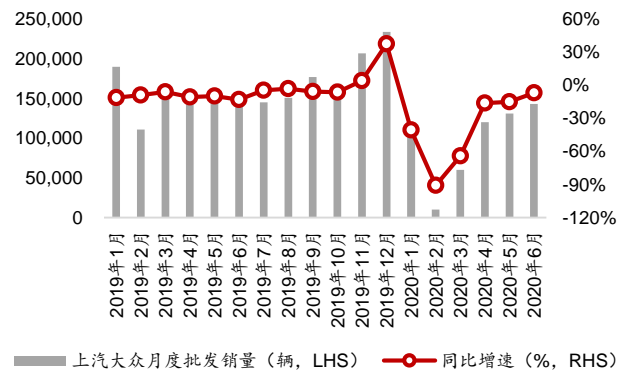
2) 公司将继续把握科技进步大方向、市场演变大格局、行业变革大趋势，继续深入推进“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的新四化战略。新能源方面，加快提升三电系统的自主核心能力，第二代EDU电驱变速箱成功批产上市，全新一代电子电器架构等技术和产品的自主开发工作持续推进，上汽大众MEB新能源工厂正式落成；智能网联方面，公司与上港、移动合力打造的上海洋山港5G自动驾驶重卡项目，在第二届进博会期间顺利完成演示并启动示范运营；共享出行方面，享道出行稳步开拓市场，持续加强在长三角的布局，并拟入股神州租车加码出行服务布局；国际化方面，2019年MG、MAXUS等品牌海外销量达到18.6万辆，同比增长82.3%。

图1 上汽集团月度批发销量及同比 (辆; %)



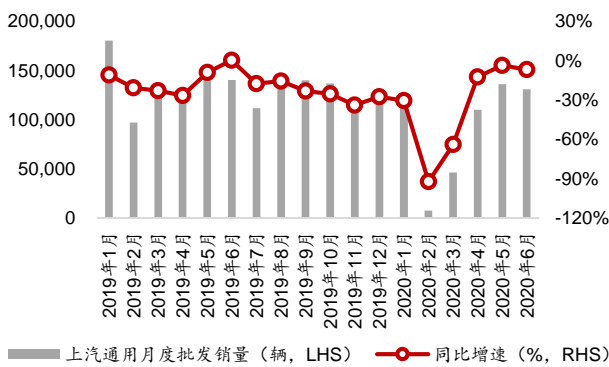
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图2 上汽大众月度批发销量及同比 (辆; %)



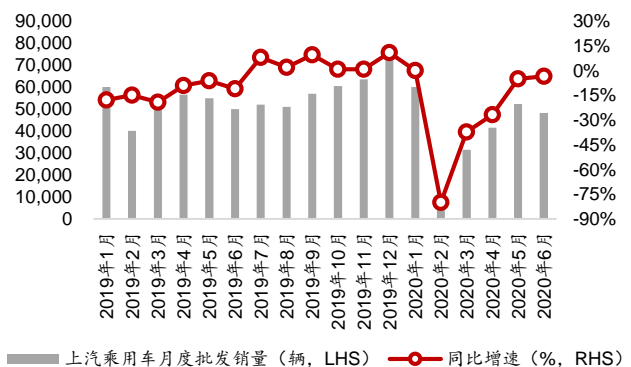
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图3 上汽通用月度批发销量及同比 (辆; %)



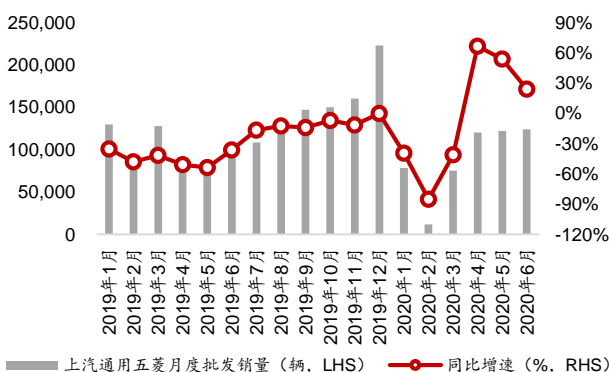
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图4 上汽乘用车月度批发及同比 (辆; %)



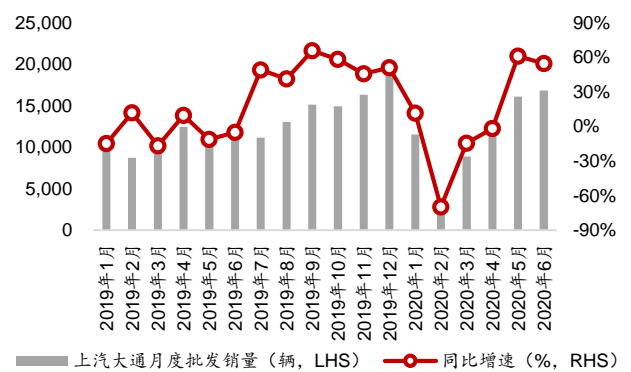
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图5 上汽通用五菱月度批发及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图6 上汽大通月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

2. 投资建议

乘用车行业“刺激政策+需求释放”双重逻辑驱动需求回暖；公司作为乘用车龙头，多年来维持高股息率（2019年5%），2020年销量复苏有望继续发挥龙头规模效应，驱动盈利底部向上。

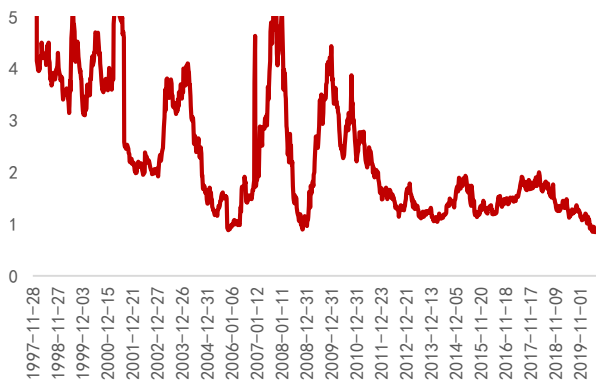
公司目前处于盈利历史底部，估值历史大底，维持盈利预测：预计公司2020-2022年归母净利润为204/260/290亿元，EPS为1.75/2.23/2.49元，对应PE 11.30/8.86/7.95倍，对应PB 0.84/0.76/0.69倍。给予公司2020年1.2倍PB，目标价由20.07元上调至28.19元，由“增持”上调至“买入”评级。

表1 公司分业务预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(万元)	90,219,406	84,332,437	77,376,508	84,328,574	88,846,037
收入增速(%)	3.62%	-6.53%	-8.25%	8.98%	5.36%
整车	66,499,765	61,334,108	56,448,028	62,057,026	65,134,603
零部件	17,776,344	16,478,671	14,995,591	15,745,370	16,532,639
其他	5,172,400	6,519,658	5,932,889	6,526,178	7,178,796
毛利率	14.72%	13.37%	13.11%	13.51%	13.66%
整车	13%	9%	10%	10%	10%
零部件	20%	22%	20%	21%	21%
其他	18%	30%	30%	30%	30%

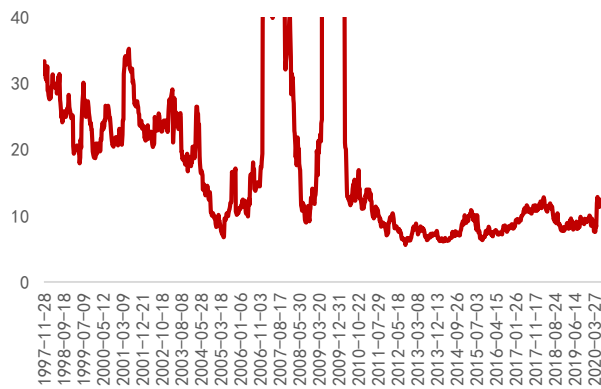
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 公司历史PB



资料来源：Wind，华西证券研究所

图8 公司历史PE



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 风险提示

车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期；汽车消费刺激政策效果不达预期；新冠病毒疫情扩张或反复导致供应链体系风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	843,324	773,765	843,286	888,460	净利润	35,289	27,243	34,730	38,718
YoY (%)	-6.5%	-8.2%	9.0%	5.4%	折旧和摊销	13,474	10,759	10,928	10,872
营业成本	726,100	672,350	729,372	767,071	营运资金变动	20,315	-68,343	-5,330	-13,892
营业税金及附加	6,610	5,726	6,240	6,575	经营活动现金流	46,272	-54,081	14,670	9,092
销售费用	57,451	50,295	57,343	60,415	资本开支	-25,079	-22,602	-22,503	-22,831
管理费用	22,308	23,213	22,347	23,988	投资	-43,179	4,313	9,313	4,813
财务费用	24	1,008	621	422	投资活动现金流	-39,264	5,671	11,774	6,614
资产减值损失	-1,642	32	-12	3	股权募资	334	0	0	0
投资收益	24,901	24,760	26,564	27,631	债务募资	42,167	-25,588	0	0
营业利润	40,345	30,646	39,746	44,473	筹资活动现金流	-3,094	-27,363	-1,235	-1,235
营业外收支	613	668	173	30	现金净流量	3,605	-75,773	25,209	14,470
利润总额	40,958	31,314	39,919	44,503	主要财务指标				
所得税	5,669	4,071	5,190	5,785	成长能力 (%)				
净利润	35,289	27,243	34,730	38,718	营业收入增长率	-6.5%	-8.2%	9.0%	5.4%
归属于母公司净利润	25,603	20,432	26,047	29,038	净利润增长率	-28.9%	-20.2%	27.5%	11.5%
YoY (%)	-28.9%	-20.2%	27.5%	11.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.19	1.75	2.23	2.49	毛利率	13.9%	13.1%	13.5%	13.7%
资产负债表 (百万元)					净利率率	4.2%	3.5%	4.1%	4.4%
货币资金	127,827	52,054	77,263	91,733	总资产收益率 ROA	3.0%	2.6%	3.0%	3.2%
预付款项	28,939	16,809	18,234	19,177	净资产收益率 ROE	10.3%	7.4%	8.6%	8.6%
存货	54,399	46,051	49,957	52,539	偿债能力 (%)				
其他流动资产	299,993	331,402	352,116	375,829	流动比率	1.10	1.17	1.24	1.30
流动资产合计	511,158	446,316	497,570	539,277	速动比率	0.92	1.01	1.07	1.13
长期股权投资	64,617	58,304	51,990	45,677	现金比率	0.28	0.14	0.19	0.22
固定资产	83,056	100,317	117,104	133,088	资产负债率	64.6%	58.3%	56.7%	54.8%
无形资产	15,281	16,884	18,377	19,906	经营效率 (%)				
非流动资产合计	338,176	351,722	359,478	372,703	总资产周转率	0.99	0.97	0.98	0.97
资产合计	849,333	798,038	857,048	911,981	每股指标 (元)				
短期借款	25,588	0	0	0	每股收益	2.19	1.75	2.23	2.49
应付账款及票据	170,048	127,102	137,881	145,008	每股净资产	21.37	23.49	26.03	28.76
其他流动负债	267,168	252,802	262,738	268,957	每股经营现金流	3.96	-4.63	1.26	0.78
流动负债合计	462,803	379,904	400,619	413,965	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	19,137	19,137	19,137	19,137	估值分析				
其他长期负债	66,553	66,553	66,553	66,553	PE	9.02	11.30	8.86	7.95
非流动负债合计	85,690	85,690	85,690	85,690	PB	1.12	0.84	0.76	0.69
负债合计	548,494	465,594	486,309	499,655					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	51,138	57,948	66,631	76,310					
股东权益合计	300,840	332,444	370,739	412,326					
负债和股东权益合计	849,333	798,038	857,048	911,981					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，保证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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。