

汽车

报告原因：中报点评

2020年8月28日

上汽集团（600104.SH）

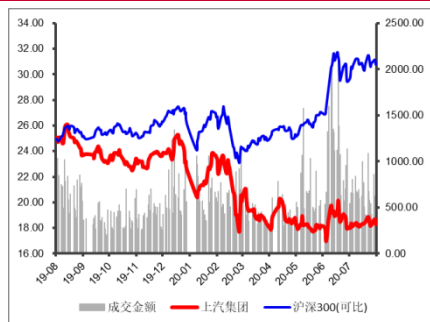
产品技术护航，龙头地位稳固

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年8月27日

收盘价(元):	19.20
年内最高/最低(元):	24.15/16.90
流通A股/总股本(亿):	116.83/116.83
流通A股市值(亿):	2243.22
总市值(亿):	2243.22

基础数据：2020年6月30日

基本每股收益:	0.72
每股净资产(元):	21.14
净资产收益率:	3.38%

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述：公司发布2020年半年报，2020年上半年，公司实现营业收入2745.20亿元，同比-25.39%，实现归属于上市公司股东的净利润83.94亿元，同比-39.01%。

事件点评

➤ **疫情加大汽车销售压力，Q2销量表现回暖。**2020Q1，新冠疫情爆发，加大行业下行压力，国内汽车产销同比大幅下滑，Q2随着疫情防控形式好转，以及消费政策出台落地，购车需求逐步释放，汽车产销呈现回暖态势，但累计产销量仍同比下降。2020H1，国内实现汽车销量1023.4万辆（同比-17.2%），其中，乘用车销量783.2万辆（同比-22.9%），商用车销量240.2万辆（同比+9.1%），新能源汽车销量36.7万辆（同比-40.6%）；公司实现汽车销量204.9万辆（同比-30.2%），其中，乘用车销量163万辆（同比-35.8%），商用车销量41.9万辆（同比+5.0%），新能源汽车销量5.8万辆，同比领跑新能源车整体市场约12个百分点。从公司月销量情况来看，2020Q2公司汽车销量同比降幅持续收窄，6月月销量同比转正，同样呈回暖态势。目前，国内宏观经济回暖，叠加政策推动，以及2019下半年低基数，国内汽车市场有望持续回暖态势，公司作为国内整车龙头有望受益。

➤ **上半年经营压力加大，多项费用同比下降。**2020H1，主要受疫情影响，收入端、利润端压力加大，公司营收、归母净利润同比分别下降25.39%、39.01%，降幅分别较2019H1扩大5.86pct、11.53pct，公司毛利率、净利率分别为10.25%、4.00%，分别较2019H1下降2.36pct、0.98pct，销售费用、管理费用、财务费用、研发费用均同比下降，降幅分别为47.92%、12.00%、9.05%、2.60%，合计在营业收入中占比12.35%，较2019H1下降0.84pct。

➤ **Q2营收同比转正，盈利能力环比改善。**2020Q2，公司努力协调全球供应链资源，并加大终端的金融持续和营销力度，汽车产销回暖，产能利用率回升，营收及归母净利润同比均回正，盈利能力环比显著改善。2020Q2，公司实现营收1777.94亿元，同比+0.80%，同比较2020Q1、2019Q2分别提升49.14pct、23.48pct，实现归母净利润72.73亿元，同比增长31.92%，同比较2020Q1、2019Q2分别提升118.34pct、72.48pct，公司毛利率、净利率分别为9.89%、5.51%，毛利率较2020Q1、2019Q2分别下降0.98pct、2.61pct，净利率较2020Q1、2019Q2分别提升4.09pct、1.23pct。

➤ **海外业务持续推进，自主品牌海外销量表现亮眼。**公司持续推进海外

业务布局，不断完善物流、营销、汽车金融等海外体系，并深挖全球市场机遇，加快拓展海外营销力度。上半年，公司实现整车出口及海外销售 13.2 万辆，其中自主品牌海外销售 7.9 万辆，同比增长 17.3%，公司整车出口销量、MG 品牌单品出口销量均继续排名全国第一，且中东、澳新、英国、埃及和东南亚市场的销量、市占率均显著增长。随着公司海外布局不断完善，海外业务有望成为公司业务又一持续增长点。

➤ **产品技术护航，持续提升公司竞争力。**公司作为国内整车龙头，产业链布局充分、体系架构完整，抗风险能力整体较强。同时，公司一方面加强战略升级，荣威推出新“狮标”和全新“R 标”，名爵发布“mission 100”战略，上汽大通推出了新能源乘用车产品 EUNIQ 系列；另一方面，持续推进汽车新四化创新落地，持续高研发投入，推动项目建设，完善相关布局，在燃料电池电堆、IGBT 模块、智能座舱、ADAS 产品等方面均有所进展。目前，行业竞争加剧，公司作为国内整车龙头，在平台、资金、管理、布局等方面均积累了一定优势，而随着公司相关技术逐步落地，有望助力公司进一步提升核心竞争力，扩大领先优势，公司长期业绩稳定性较高。

投资建议：公司车型覆盖面广，产业链布局充分，体系架构完善，且持续推进海外业务，加强战略升级，推进汽车新四化创新落地，具备高安全边际和长期竞争优势，乘用车行业竞争加剧，公司作为乘用车龙头，后续有望凭自身优势巩固扩大领先优势，推动盈利能力整体提升，维持“买入”评级。预计公司 2020 年、2021 年 EPS 分别为 1.72、2.17，对应 8 月 27 日收盘价 19.20 元，2020 年、2021 年 PE 分别为 11.55、8.83。

风险提示：汽车销量不及预期；海外业务推进不及预期；行业政策大幅调整；新冠疫情反复。

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	511,157	483,998	523,394	563,237
现金	127,826	113,901	136,750	182,412
应收账款	54,552.	49,755.	52,342.	55,456.
其他应收款	13,212.	12,300.	12,940.	13,614.
预付账款	28,939.	31,793.	32,692.	37,591.
存货	57,184.	53,564.	56,998.	58,850.
其他流动资产	229,442	222,682	231,671	215,312
非流动资产	338,175	319,159	320,657	302,851
长期投资	64,617.	51,276.	62,274.	59,389.
固定资产	83,056.	80,865.	77,891.	74,287.
无形资产	15,281.	14,262.	13,311.	12,424.
其他非流动	175,221	172,755	167,179	156,750
资产总计	849,333	803,157	844,051	866,088
流动负债	462,803	421,306	438,388	435,298
短期借款	25,588.	25,129.	23,776.	6,874.4
应付账款	137,086	120,667	127,102	134,997
其他流动负	300,129	275,509	287,510	293,427
非流动负债	85,690.	81,501.	85,490.	87,806.
长期借款	19,137.	20,377.	21,578.	22,498.
其他非流动	66,553.	61,124.	63,912.	65,308.
负债合计	548,493	502,807	523,878	523,105
少数股东权益	51,137.	58,454.	67,649.	78,270.
股本	11,683.	11,683.	11,683.	11,683.
资本公积	55,566.	55,566.	55,566.	55,566.
留存收益	166,124	174,646	185,273	197,463
归属母公司股东	249,702	241,896	252,523	264,713
负债和股东权	849,333	803,157	844,051	866,088

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	46,271.	-23,963.	33,966.	46,925.
净利润	35,288.	20,114.	25,405.	28,862.
折旧摊销	13,474.	6,486.5	6,587.2	6,661.2
财务费用	2,025.9	640.4	601.4	-305.2
投资损失	-24,900.	-22,000.	-24,000.	-24,000.
营运资金变动	-46,652.	-35,558.	15,759.	24,917.
其他经营现	67,035.	6,353.7	9,613.8	10,789.
投资活动现金	-39,264.	42,329.	3,167.8	31,111.
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	6,313.4	13,341.	-10,998.	2,885.3
其他投资现	-45,577.	28,988.	14,166.	28,226.
筹资活动现金	-3,093.7	-15,409.	-13,821.	-32,169.
短期借款	8,861.5	-458.2	-1,353.8	-16,901.
长期借款	-21.0	1,240.0	1,201.0	920.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增	243.7	0.0	0.0	0.0
其他筹资现	-12,178.	-16,191.	-13,668.	-16,188.
现金净增加额	3,913.8	2,956.1	23,312.	45,867.

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	843324	801158	842818	880745
营业成本	726100	703416	729037	757440
营业税金及附	6609.9	6729.7	6574.0	6869.8
销售费用	57450.	48069.	55794.	58305.
管理费用	22308.	24034.	25284.	26422.
研发费用	13394.	12818.	13485.	14091.
财务费用	24.4	640.4	601.4	-305.2
加：其他费用	4378.6	4200.0	4200.0	4200.0
资产减值损失	-1642.0	-549.4	220.5	163.3
公允价值变动	1496.5	-413.8	197.9	6.0
投资净收益	24930.	22028.	24028.	24028.
营业利润	40345.	31811.	40246.	45990.
营业外收入	767.0	600.0	600.0	600.0
营业外支出	154.3	140.0	140.0	140.0
利润总额	40957.	32271.	40706.	46450.
所得税	5668.9	4840.8	6105.9	6967.6
净利润	35288.	27431.	34600.	39483.
少数股东损益	9685.5	7316.9	9195.4	10620.
归属母公司净利	25603.	20114.	25405.	28862.
EBITDA	71705.	47557.	56720.	62238.
EPS (元)	2.2	1.7	2.2	2.5

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.53%	-5.00%	5.20%	4.50%
营业利润	-24.83	-21.15	26.51%	14.27%
归属于母公司净	-28.90	-21.44	26.30%	13.61%
获利能力				
毛利率(%)	13.90%	12.20%	13.50%	14.00%
净利率(%)	3.04%	2.51%	3.01%	3.28%
ROE(%)	11.73%	9.13%	10.81%	11.51%
ROIC(%)	665.25	88.37%	78.41%	102.19
偿债能力				
资产负债率(%)	64.58%	62.60%	62.07%	60.40%
净负债比率(%)	101.83	115.49	87.92%	74.45%
流动比率	1.10	1.15	1.19	1.29
速动比率	0.98	1.02	1.06	1.16
营运能力				
总资产周转率	1.03	0.97	1.02	1.03
应收账款周转	20.70	20.34	21.93	21.68
应付账款周转	6.43	6.22	6.80	6.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.72	2.17	2.47
每股经营现金流(最新	3.96	-2.05	2.91	4.02
每股净资产(最新摊薄)	21.37	20.70	21.61	22.66
估值比率				
P/E	8.8	11.2	8.8	7.8
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	0.85	0.57	0.18	-0.45

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20% 以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

