

2020年10月31日

业绩如期改善 新能源渐发力

上汽集团(600104)

事件概述

公司发布2020三季报：2020Q1-Q3实现营收4,986.6亿元，同比减少14.8%；归母净利166.5亿元，同比减少19.9%；扣非后归母净利151.8亿元，同比减少19.3%。其中2020Q3实现营收2,149.2亿元，同比增长2.8%，环比增长20.9%；归母净利82.5亿元，同比增长17.4%，环比增长13.5%，扣非归母净利80.1亿元，同比增长26.7%，环比增长23.4%。

分析判断：

► 业绩持续改善 静待新能源发力

公司20Q3整车销售同比增长5.9%，营收同比增长2.8%，扣非归母净利增长26.7%，环比增长23.4%，持续改善主要受益于各品牌销量逐渐回暖，规模效应增强，驱动投资收益回升，叠加成本费用管控加强：

1) 各品牌表现均趋势向好，投资收益同环比明显增长。20Q1-Q3公司旗下上汽乘用车、上汽大众、上汽通用及上汽通用五菱销量增速分别为-14.5%/-25.9%/-22.0%/-24.6%，其中20Q3增速分别为+1.1%/-4.1%/+2.6%/+12.6%，自主品牌同比均已转正，合资品牌环比持续改善，使得20Q3对联营及合营公司投资收益为88.8亿元，同比增长19.2%，环比增长78.4%，20Q1-Q3合计投资收益161.7亿元，同比减少21.6%；

2) 费用管控加强，研发持续投入。20Q3销售及管理费用分别同比减少26.6%/7.6%，对应销售费用率5.1%/2.2%，费用管控加强，其中销售费用明显减少主因新收入准则下车贷贴息部分不再计入销售费用，直接抵减收入；研发费用58.4亿元，同比增长2.9%，对应研发费用率为1.4%，持续投入“新四化”核心技术领域，加速企业转型升级。

我们认为公司在新能源方面逐渐发力，20Q3新能源汽车销量达8.6万辆，同比增长105%，其中售价低于3万元的五菱宏光Mini销量9月已突破两万辆，凭借极致性价比迅速抢占中低端电动车市场，成为爆款车型。同时ID.4X已于10月底正式投产，预计明年初开始投放市场，作为上汽大众基于大众MEB平台的首款ID.家族纯电车型，预计销量亦可观。

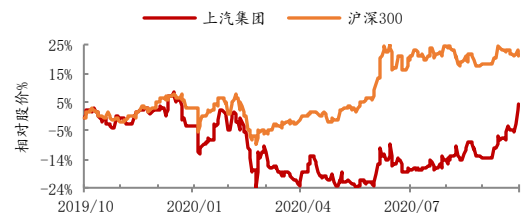
► 销量目标明确 坚持新四化发展

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，公司不断完善内部管理，深化改革提高经营效

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：28.86
最新收盘价：23.15

股票代码：600104
52周最高价/最低价：25.3/16.99
总市值(亿)：2,704.72
自由流通市值(亿)：2,704.72
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)9月销量点评：销量显著改善 龙头加速复苏
2020.10.12
2. 上汽集团(600104)8月销量点评：销量持续改善 静待金九银十
2020.09.06
3. 上汽集团(600104)2020半年报点评：龙头开启底部向上
2020.08.27

益，叠加行业复苏，盈利有望持续改善。

2) 公司将继续深入推进“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的新四化战略，具体来看：

- a) 电动化：加快提升三电系统的自主核心能力，上汽英飞凌实现全球最先进的第七代 IGBT 量产，400 型燃料电池电堆和系统研发快速推进，300 型燃料电池技术已在公司多款商用车产品上实现应用，并已获得多家企业的订单；
- b) 智能网联化：核心技术产业化持续推进，包括智能驾驶决策域控制器 iECU 完成硬件升级、智能车联终端 T-Box 已搭载在 RX5 MAX 上实现量产、智能底盘中的第四代冗余电子转向系统 EPS 完成产品交样等，并成立软件中心“零束”攻克“卡脖子”的关键技术；
- c) 共享化：享道出行的注册用户数已突破 1000 万人，较年初增长超过 40%；
- d) 国际化：2020Q3 海外整体销量达到 8.9 万辆，其中自主品牌 MG 和大通海外销量 6.1 万辆，同比增长 35.9%，不惧疫情创历史新高，全球化不断加速。

投资建议

3 月以来的销量表现逐步验证需求回暖的逻辑，需求提振的过程将驱动业绩修复和估值提升，进入顺周期通道。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。

公司目前处于盈利和估值历史底部，维持盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母净利润为 270/302/331 亿元，EPS 为 2.31/2.58/2.83 元，对应 PE 10.04/8.96/8.17 倍，对应 PB 0.96/0.86/0.77 倍。给予公司 2020 年 1.2 倍 PB，目标价 28.86 元不变，维持“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	26,950	30,200	33,085
YoY (%)	4.6%	-28.9%	5.3%	12.1%	9.6%
毛利率 (%)	14.2%	13.9%	13.1%	13.5%	13.7%
每股收益 (元)	3.08	2.19	2.31	2.58	2.83
ROE	15.4%	10.3%	9.6%	9.6%	9.4%
市盈率	7.51	10.56	10.04	8.96	8.17

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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	35,933	40,267	44,114
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	-40,634	22,812	15,118
销售费用	57,451	40,236	48,067	51,975	资本开支	-25,079	-22,717	-22,157	-22,484
管理费用	22,308	22,439	23,612	23,988	投资	-43,179	4,313	9,313	4,813
财务费用	24	964	506	253	投资活动现金流	-39,264	915	9,169	5,983
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	20,118	23,612	26,654	债务募资	42,167	-25,588	0	0
营业利润	40,345	40,748	45,764	50,329	筹资活动现金流	-3,094	-27,363	-1,235	-1,235
营业外收支	613	554	520	377	现金净流量	3,605	-67,083	30,746	19,866
利润总额	40,958	41,302	46,284	50,706	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	5,669	5,369	6,017	6,592	成长能力 (%)				
净利润	35,289	35,933	40,267	44,114	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	26,950	30,200	33,085	净利润增长率	-28.9%	5.3%	12.1%	9.6%
YoY (%)	-28.9%	5.3%	12.1%	9.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.19	2.31	2.58	2.83	毛利率	13.9%	13.1%	13.5%	13.7%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	4.2%	4.6%	4.8%	5.0%
货币资金	127,827	60,744	91,490	111,355	总资产收益率 ROA	3.0%	3.3%	3.5%	3.6%
预付款项	28,939	16,809	18,234	19,177	净资产收益率 ROE	10.3%	9.6%	9.6%	9.4%
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	1.20	1.28	1.35
流动资产合计	511,158	455,006	511,797	558,900	速动比率	0.92	1.03	1.11	1.18
长期股权投资	64,617	58,304	51,990	45,677	现金比率	0.28	0.16	0.23	0.27
固定资产	83,056	100,317	117,104	133,088	资产负债率	64.6%	57.7%	55.8%	53.6%
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	0.96	0.97	0.95
资产合计	849,333	806,728	871,275	931,603	每股指标 (元)				
短期借款	25,588	0	0	0	每股收益	2.19	2.31	2.58	2.83
应付账款及票据	170,048	127,102	137,881	145,008	每股净资产	21.37	24.05	26.94	30.02
其他流动负债	267,168	252,802	262,738	268,957	每股经营现金流	3.96	-3.48	1.95	1.29
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	10.56	10.04	8.96	8.17
非流动负债合计	85,690	85,690	85,690	85,690	PB	1.12	0.96	0.86	0.77
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	60,121	70,188	81,216					
股东权益合计	300,840	341,134	384,965	431,948					
负债和股东权益合计	849,333	806,728	871,275	931,603					

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。