

公司研究/季报点评

2020年10月31日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 23.15  
目标价格(元): 31.08

**林志轩** SAC No. S0570519060005  
研究员 SFC No. AVU633  
021-28972090  
zhixuan.lin@htsc.com

**刘千琳** SAC No. S0570518060004  
研究员 SFC No. BQB847  
021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

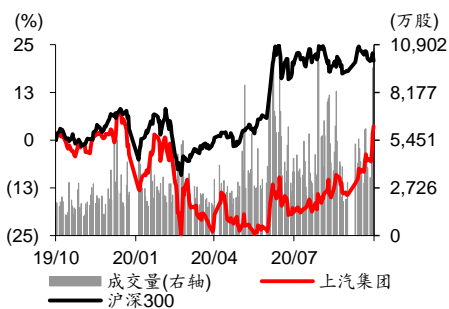
**邢重阳** SAC No. S0570520070003  
研究员 SFC No. BNN388  
021-38476205  
xingchongyang@htsc.com

**王涛** SAC No. S0570519110001  
研究员 021-28972053  
wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1《上汽集团(600104 SH,买入): 销量持续正增长, 龙头复苏在望》2020.10
- 2《上汽集团(600104 SH,买入): Q2 业绩超预期, 龙头复苏在望》2020.08
- 3《上汽集团(600104 SH,买入): 销量持续正增长, 通用增速转正》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## Q3 业绩超预期, 龙头拐点显现

### 上汽集团(600104)

#### Q3 业绩超预期, 龙头拐点显现

公司 10 月 30 日发布三季报, Q1-Q3 实现营收 4987 亿元 (同比-14.8%), 归母净利润 166 亿元 (同比-20%); 扣非归母净利润 152 亿元 (同比-19%)。其中 Q3 营收 2149 亿元 (同比+3%), 归母净利润 82.5 亿元 (同比+17%), 扣非归母净利润 80 亿元 (同比+27%); 公司 Q3 归母净利润高于我们预期 (华泰预期 Q3 实现归母净利润 75 亿元), 主要原因是自主品牌减亏以及出售金融资产产生投资收益 20 亿元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.06/2.59/3.01 元, 维持“买入”评级。

#### 合资品牌净利改善, 自主品牌减亏

公司 Q3 实现投资收益 89 亿元, 同比+19%。其中来自合联营企业的投资收益 64.7 亿元, 同比+3%, 主要原因是合资品牌净利润同比改善。金融资产产生的投资收益 24 亿元, 公允价值变动损失 4 亿元, 金融资产对利润贡献约 20 亿元, 同比+8.4 亿元。扣除此影响, 公司 Q3 归母净利润约 75 亿元, 同比+7.3%。从母公司报表看, 上汽自主品牌约实现收入 153 亿元 (同比+2%), 毛利率 8% (同比-1pct), 销售费用率 9.9% (同比-3.6pct), 管理费用率 2.6% (同比-1pct), 研发费用率 3.1%, 同比+0.5pct, 财务费用 1.36 亿元, 同比+5 亿元。扣除财务费用影响, 自主品牌制造端减亏 5 亿元。

#### Q3 销量增速同比转正, 市占率环比改善

2020 年 Q3, 公司实现批发销量 156 万台, 同比+6.5%。其中上汽大众 (未上市) 销量 45 万台, 同比-4%; 上汽通用 (未上市) 销量 39.5 万台, 同比+2.6%; 上汽自主 (未上市) 销量 16 万台, 同比+1%; 上汽通用五菱 (未上市) 销量 45.4 万台, 同比+18.7%。Q3 公司在乘用车市场市占率 26.6%, 同比-0.8pct, 环比+0.9pct。从 2020 年 4 月开始, 上汽通用逐步将三缸机车型转回四缸机, 英朗和科鲁泽已经转为四缸车型。2020 年 Q4 上汽大众 MEB 工厂已投产, 上汽大众有望在新能源汽车领域取得突破。2022 年上汽奥迪产品有望上市, 公司布局豪华车领域, 有望带来丰厚利润。

#### 上调盈利预测, 上调目标价至 31.08 元

考虑到公司合资和自主品牌净利均改善, 我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 241/302/352 亿元 (前值 207/242/266 亿元), EPS 分别为 2.06/2.59/3.01 元 (前值 1.78/2.08/2.28 元), 同行业可比公司 2021 年平均估值 20XPE, 考虑到公司业绩弹性略弱于可比公司, 给予公司 2021 年 12XPE 估值, 上调目标价至 31.08 元 (前值 27.04 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 我国汽车销量增速不及预期, 公司海外市场拓展不及预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	11,683
流通 A 股 (百万股)	11,683
52 周内股价区间 (元)	16.99-25.30
总市值 (百万元)	270,472
总资产 (百万元)	845,825
每股净资产 (元)	21.76

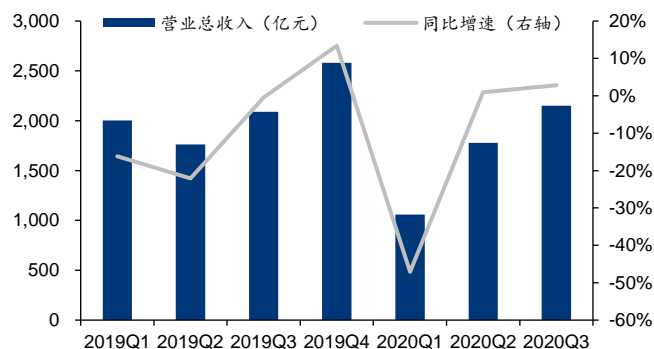
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	902,194	843,324	762,687	816,263	873,604
+/-%	3.62	(6.53)	(9.56)	7.02	7.02
归属母公司净利润 (百万元)	36,010	25,603	24,068	30,242	35,201
+/-%	4.64	(28.90)	(6.00)	25.65	16.40
EPS (元, 最新摊薄)	3.08	2.19	2.06	2.59	3.01
PE (倍)	7.51	10.56	11.24	8.94	7.68

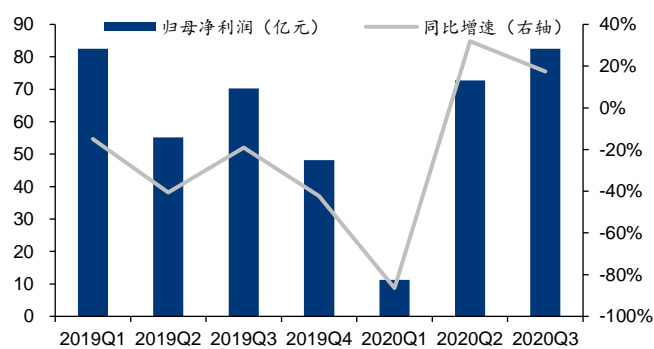
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 上汽集团营业收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 上汽集团归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

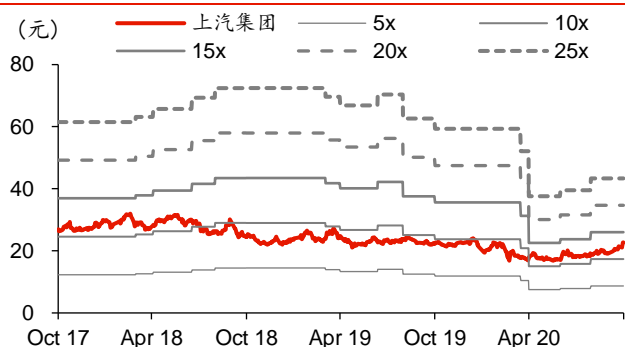
图表3: 可比公司估值 (20201030)

代码	公司	EPS(元)			PE			市值 (亿元)
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
601238 CH	广汽集团	0.67	0.90	1.09	20	15	12	1,172
601633 CH	长城汽车	0.52	0.79	0.97	45	30	24	1,778
600741 CH	华域汽车	1.59	2.09	2.38	28	20	17	981

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所 (同类可比公司估值来自于Wind一致预期, 评级和目标价来自于华泰证券)

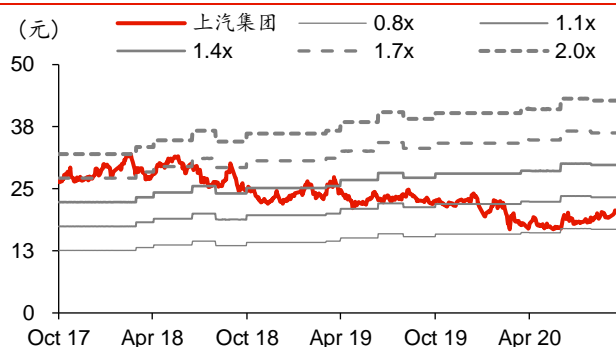
PE/PB - Bands

图表4: 上汽集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 上汽集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	453,377	511,158	501,916	567,561	625,293
现金	150,333	177,623	175,995	193,221	205,878
应收账款	61,090	58,988	45,239	59,434	52,566
其他应收账款	16,099	14,603	16,000	16,000	16,000
预付账款	18,694	28,939	16,000	16,000	16,000
存货	58,943	54,399	41,976	37,797	47,168
其他流动资产	148,218	176,606	206,706	245,108	287,681
非流动资产	329,393	338,176	349,959	354,359	358,759
长期投资	70,930	64,617	72,000	73,000	74,000
固定投资	90,036	99,244	103,644	107,044	110,444
无形资产	16,028	18,409	18,409	18,409	18,409
其他非流动资产	152,399	155,906	155,906	155,906	155,906
资产总计	782,770	849,333	851,875	921,920	984,052
流动负债	414,322	462,803	411,813	435,811	445,057
短期借款	32,317	26,799	26,799	26,799	26,799
应付账款	154,827	170,048	119,058	143,056	152,302
其他流动负债	227,178	265,956	265,956	265,956	265,956
非流动负债	83,728	85,690	95,690	97,690	99,690
长期借款	32,533	35,299	45,299	47,299	49,299
其他非流动负债	51,195	50,392	50,392	50,392	50,392
负债合计	498,050	548,494	507,504	533,502	544,748
少数股东权益	50,352	51,138	60,267	71,738	85,090
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
资本公积	107,588	68,692	68,692	68,692	68,692
留存公积	115,097	169,327	203,729	236,305	273,839
归属母公司股东权益	234,368	249,702	284,104	316,680	354,214
负债和股东权益	782,770	849,333	851,875	921,920	984,052

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	8,976	46,272	19,438	46,293	41,723
净利润	48,405	35,289	33,198	41,713	48,553
折旧摊销	11,484	13,310	14,000	15,000	15,000
财务费用	1,863	2,026	30.00	30.00	30.00
投资损失	(33,126)	(24,901)	(23,905)	(27,132)	(29,302)
营运资金变动	(20,415)	32,982	(4,585)	15,981	6,743
其他经营现金	765.00	(12,434)	700.00	700.00	700.00
投资活动现金	(9,846)	(39,264)	(31,400)	(31,400)	(31,400)
资本支出	30,319	25,079	18,400	18,400	18,400
长期投资	(40,165)	1,567	1,000	1,000	1,000
其他投资现金	19,692	12,618	12,000	12,000	12,000
筹资活动现金	(19,547)	(3,094)	10,334	2,334	2,334
短期借款	(541.00)	(5,518)	0.00	0.00	0.00
长期借款	17,320	2,766	10,000	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(31,627)	(25,675)	(25,000)	(25,000)	(25,000)
其他筹资现金	(4,699)	25,334	25,334	25,334	25,334
现金净增加额	(20,417)	3,605	(1,628)	17,226	12,657

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902,194	843,324	762,687	816,263	873,604
营业成本	769,986	726,100	654,612	693,271	738,393
营业税金及附加	7,463	6,610	6,101	6,530	6,989
营业费用	63,423	57,451	52,625	55,914	59,405
管理费用	36,721	35,702	33,177	35,507	37,565
财务费用	195.00	24.37	30.00	30.00	30.00
资产减值损失	(3,490)	(3,507)	(3,550)	(3,550)	(3,550)
公允价值变动收益	(113.00)	1,497	2,000	200.00	200.00
投资净收益	33,126	24,901	23,905	27,132	29,302
营业利润	53,674	40,345	37,927	47,817	55,761
营业外收入	1,125	766.95	780.00	780.00	780.00
营业外支出	455.00	154.26	150.00	150.00	150.00
利润总额	54,344	40,958	38,557	48,447	56,391
所得税	5,939	5,669	5,359	6,734	7,838
净利润	48,405	35,289	33,198	41,713	48,553
少数股东损益	12,395	9,686	9,129	11,471	13,352
归属母公司净利润	36,010	25,603	24,068	30,242	35,201
EBITDA	32,192	26,284	25,093	34,555	40,328
EPS (元, 基本)	3.08	2.19	2.06	2.59	3.01

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.62	(6.53)	(9.56)	7.02	7.02
营业利润	(0.81)	(24.83)	(5.99)	26.08	16.61
归属母公司净利润	4.64	(28.90)	(6.00)	25.65	16.40
获利能力 (%)					
毛利率	13.25	12.15	11.70	12.58	12.97
净利率	3.99	3.04	3.16	3.70	4.03
ROE	12.65	8.51	6.99	7.79	8.01
ROIC	18.17	13.83	10.02	11.24	11.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.63	64.58	59.57	57.87	55.36
净负债比率 (%)	174.93	182.32	147.37	137.35	124.00
流动比率	1.09	1.10	1.22	1.30	1.41
速动比率	0.95	0.99	1.12	1.22	1.30
营运能力					
总资产周转率	1.15	0.99	0.90	0.89	0.89
应收账款周转率	14.39	14.05	14.64	15.60	15.60
应付账款周转率	5.27	4.47	4.53	5.29	5.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.08	2.19	2.06	2.59	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	3.96	1.66	3.96	3.57
每股净资产(最新摊薄)	24.37	25.75	29.48	33.25	37.60
估值比率					
PE (倍)	7.51	10.56	11.24	8.94	7.68
PB (倍)	0.95	0.90	0.79	0.70	0.62
EV_EBITDA (倍)	5.75	7.04	7.37	5.35	4.59

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、邢重阳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、刘千琳、邢重阳、王涛本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

## 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com