

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

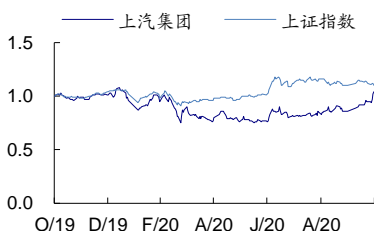
汽车零部件 II

上汽集团(600104)
买入

2020 年三季报点评

(维持评级)

2020 年 11 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	11,683/11,683
总市值/流通(百万元)	270,472/270,472
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12 个月最高/最低(元)	25.39/16.90

相关研究报告:

《上汽集团-600104-2020 年 4 月产销数据点评: 受益行业回暖, 销量降幅显著收窄》——2020-05-11

《上汽集团-600104-2019 年年报点评: 分红维持高水平, 业绩符合预期》——2020-04-15

《上汽集团-600104-2020 年 3 月产销数据点评: 销量降幅收窄, 政策利好下需求有望持续复苏》——2020-04-14

《上汽集团-600104-2020 年 2 月产销数据点评: 短期疫情冲击明显, 长期需求有望反弹》——2020-03-09

《上汽集团-600104-2019 半年报点评: 短期下滑, 静候拐点》——2019-09-02

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 何俊艺

电话: 0755-81981823

E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

20Q3 销量增速转正, 业绩略超预期

● 20Q3 利润同比增长 17.43%, 业绩略超市场预期

公司前三季度实现营收 4846.47 亿 (-15.39%), 实现归母净利润 166.48 亿 (-19.93%), 实现扣非归母净利润 151.85 亿 (-19.30%)。单三季度来看, 公司实现营收 2101.27 亿 (+2.55%), 实现归母净利润 82.54 亿 (+17.43%), 公司业绩略微超出市场预期。

● 销量分析: 前三季度集团同比增长 5.92%, 下滑 8 个季度后首转正

集团 20 年前三季度累计销 361.32 万辆 (-18.14%), Q3 单季度销量 156.41 万辆 (+5.92%)。具体到子品牌来看, 前三季度上汽通用、上汽大众、上汽通用五菱和上汽自主累计销量分别为 95.16/103.14/98.50/64.52 万辆, 对应同比变化分别为 -21.97/-25.92/-12.62/-4.41pct; 20Q3 单季度各个子品牌对应销量分别为 39.54/45.40/45.40/26.07 万辆, 对应同比变化分别为 +2.59/-4.06/+18.69/+10.65pct。集团层面来看, 实现从 18Q3 开始持续 8 个季度下滑后的首个季度销量转正。

● 盈利分析: 降本明显, 合资增长较为显著

公司前三季度四费率为 9.64%, 同比下降 1.77pct, 其中管理/销售/财务费用率分别为 4.44/5.06/0.14%, 同比变动 0.38/-2.17/0.02pct。单三季度四费率 8.86%, 同比下降 2.28pct。结构来看, 公司 20Q3 实现投资收益 89 亿元 (+19%), 其中来自合营企业的投资收益 64.7 亿元 (+3%)。自主品牌制造端利润为 -15.86 亿, 环比及同比来看亏损略微扩大(20Q2: -11.46 亿, 19Q3: -12.71 亿), 我们预计主要由于公司加大智能化以及后期相关车型投入导致。

● 风险提示

汽车行业复苏进度低于预期, 新产品市场接受度低于预期。

● 投资逻辑: 销量拐点显现, 维持“买入”评级

我们略微上调 20/21/22 归母净利润为 226.23/283.97/315.68 亿 (主要由于营收端以及费用控制略超我们预期, 原: 211.24/268.80/302.08 亿元), 上调 EPS 为 1.94/2.43/2.70 元 (原: 1.81/2.30/2.59 元), 上调合理估值区间至 29.16-34.02 (维持 21 年 12-14x 市盈率, 原: 27.60-32.20 元), 考虑到 20 年底 MEB 新能源产品投放及 21 年奥迪国产, 有望带来估值盈利双升, 维持“买入”评级。

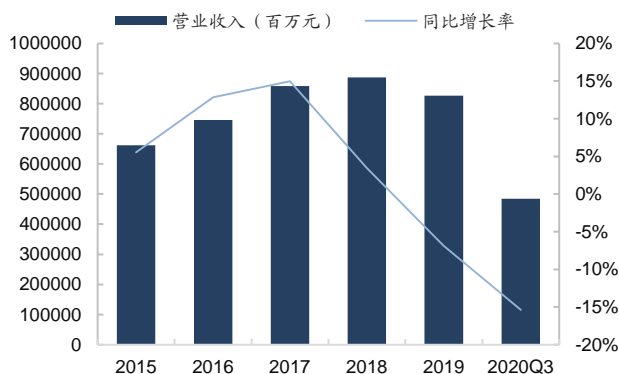
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	843,324	885,491	991,749	1,061,172
(+/-%)	-6.5%	5.0%	12.0%	7.0%
净利润(百万元)	25603	22623	28397	31568
(+/-%)	-28.9%	-11.6%	25.5%	11.2%
摊薄每股收益(元)	2.19	1.94	2.43	2.70
EBIT Margin	3.7%	1.8%	2.0%	2.2%
净资产收益率(ROE)	10.3%	9.1%	11.4%	12.7%
市盈率(PE)	10.6	12.0	9.5	8.6
EV/EBITDA	18.8	33.1	31.4	31.1
市净率(PB)	1.08	1.08	1.09	1.09

资料来源: 国信证券经济研究所预测

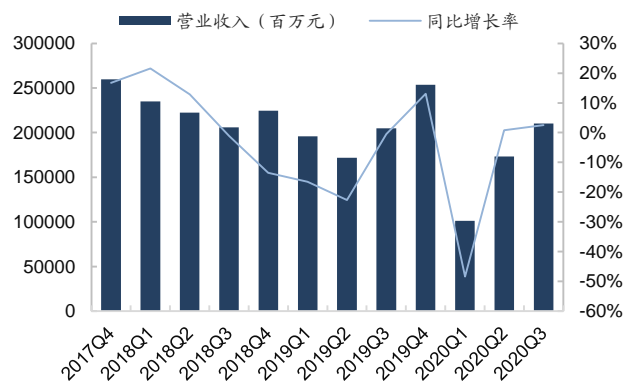
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入及增速



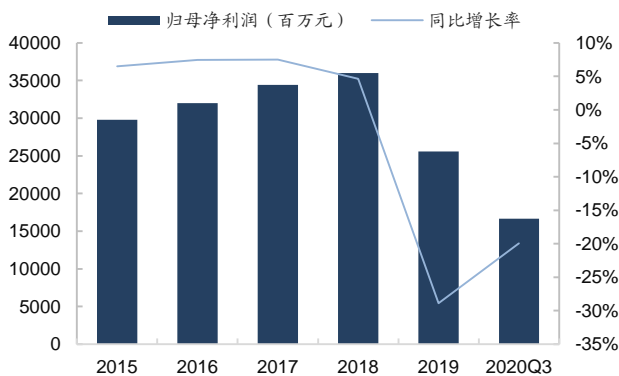
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



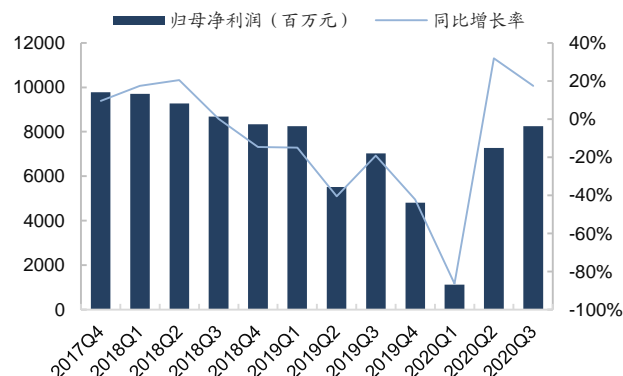
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



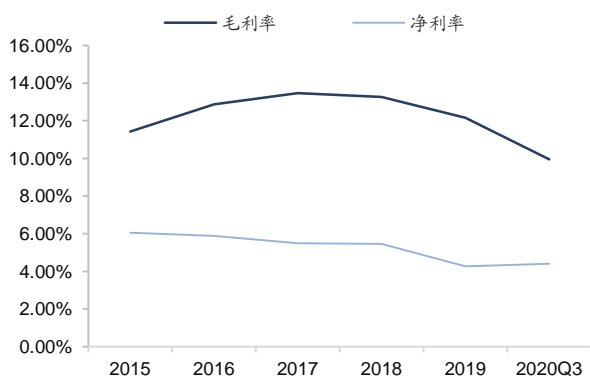
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度净利润及增速



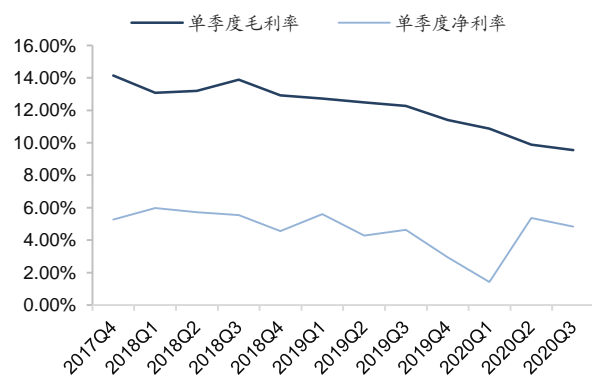
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率

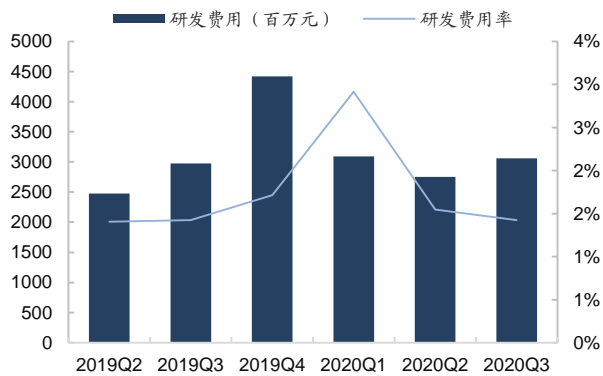


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

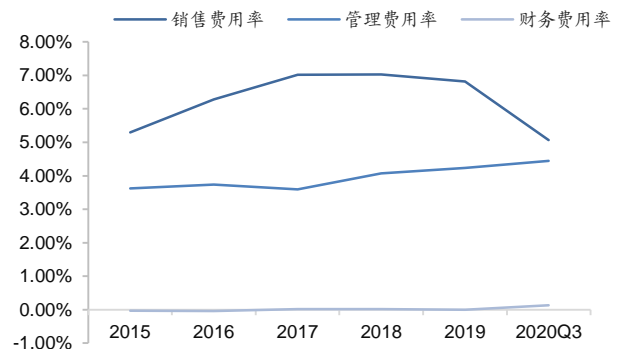
图 6: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司单季度研发费用及费用率


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司对标

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿)	EPS (元)			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
上汽集团	23.15	2705	1.94	2.43	2.70	11.96	9.53	8.57	买入
长安汽车	16.52	886	0.80	0.88	1.07	20.65	18.77	15.44	买入
广汽集团	13.43	1375	0.69	0.91	1.11	19.46	14.76	12.10	未评级
长城汽车	23.72	2177	0.53	0.84	1.02	44.75	28.24	23.25	买入

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

备注: 未评级公司参照 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	127827	128166	126475	127376	营业收入	843324	885491	991749	1061172
应收款项	60798	63838	71498	76503	营业成本	726100	779232	870756	929587
存货净额	54399	58639	65537	69929	营业税金及附加	6610	6940	7773	8317
其他流动资产	165145	173403	194211	207806	销售费用	57451	60323	67562	72291
流动资产合计	511158	527035	622503	745266	管理费用	22308	22817	25482	27223
固定资产	99244	120325	140914	161782	财务费用	24	739	2073	5763
无形资产及其他	15281	14670	14059	13447	投资收益	24901	17000	25800	29500
投资性房地产	159034	159034	159034	159034	资产减值及公允价值变动	3138	3138	891	2389
长期股权投资	64617	58304	51990	45677	其他收入	(18525)	0	0	0
资产总计	849333	879367	988500	1125206	营业利润	40345	35578	44795	49880
短期借款及交易性金融负债	52426	52426	110968	215994	营业外净收支	613	613	632	619
应付款项	170048	183304	204865	218595	利润总额	40958	36190	45426	50499
其他流动负债	240329	258404	288858	308299	所得税费用	5669	5009	6287	6989
流动负债合计	462803	494134	604690	742888	少数股东损益	9686	8558	10742	11942
长期借款及应付债券	35299	35299	35299	35299	归属于母公司净利润	25603	22623	28397	31568
其他长期负债	50392	49590	48787	47985					
长期负债合计	85690	84888	84086	83284	现金流量表 (百万元)				
负债合计	548494	579022	688777	826172	净利润	25603	22623	28397	31568
少数股东权益	51138	51002	50831	50642	资产减值准备	(1849)	122	133	199
股东权益	249702	249343	248892	248391	折旧摊销	12781	9481	10408	11562
负债和股东权益总计	849333	879367	988500	1125206	公允价值变动损失	(3138)	(3138)	(891)	(2389)
					财务费用	24	739	2073	5763
关键财务与估值指标					营运资本变动	(25654)	15113	15980	9576
每股收益	2.19	1.94	2.43	2.70	其它	1695	(258)	(304)	(389)
每股红利	2.23	1.97	2.47	2.74	经营活动现金流	9438	43943	53723	50127
每股净资产	21.37	21.34	21.30	21.26	资本开支	(22118)	(26935)	(29628)	(29628)
ROIC	14%	6%	8%	9%	其它投资现金流	(7944)	0	(61793)	(98869)
ROE	10%	9%	11%	13%	投资活动现金流	(23749)	(20621)	(85108)	(122184)
毛利率	14%	12%	12%	12%	权益性融资	334	0	0	0
EBIT Margin	4%	2%	2%	2%	负债净变化	(21)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	3%	3%	3%	支付股利、利息	(26010)	(22982)	(28847)	(32069)
收入增长	-7%	5%	12%	7%	其它融资现金流	70093	0	58541	105027
净利润增长率	-29%	-12%	26%	11%	融资活动现金流	18366	(22982)	29694	72958
资产负债率	71%	72%	75%	78%	现金净变动	4055	339	(1691)	901
息率	9.6%	8.5%	10.7%	11.9%	货币资金的期初余额	123771	127827	128166	126475
P/E	10.6	12.0	9.5	8.6	货币资金的期末余额	127827	128166	126475	127376
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1	企业自由现金流	(8406)	11598	14144	11976
EV/EBITDA	18.8	33.1	31.4	31.1	权益自由现金流	61666	10961	70899	112038

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032