

汽车

上汽集团 (600104.SH)

维持评级

报告原因：事件点评

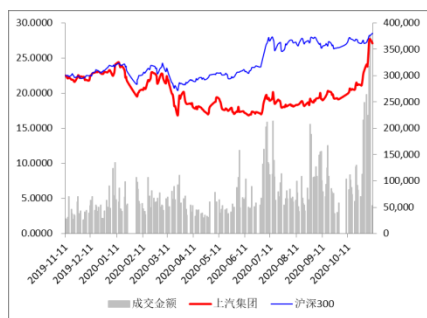
产销持续改善，上汽通用、上汽乘用车表现亮眼

买入

2020年11月9日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年11月6日

收盘价(元):	27.72
年内最高/最低(元):	28.80/16.90
流通A股/总股本(亿):	116.83/116.83
流通A股市值(亿):	3238.66
总市值(亿):	3238.66

基础数据：2020年9月30日

基本每股收益(元/股):	1.43
每股净资产(元):	21.76
净资产收益率(%):	6.61

分析师：张湃

执业证书编号：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10月份产销快报，本月公司汽车产销量分别为602,958辆、596,719辆，累计产销量分别为4,140,257、4,209,947辆。

事件点评

➢ **月销量同比环比提升，累计产销同比降幅收窄。**2020年10月份，公司汽车产销比为0.99倍（前值1.05倍），汽车当月产销量分别为60.30万辆和59.67万辆，同比分别增长5.21%、9.61%，增速分别较上月提升6.35pct、0.01pct，产量环比增长5.42%，销量环比下降0.93%，销量持续5个月同比正增长，且本月同比增速环比提升。2020年1-10月，公司汽车累计产销量产销比为1.02倍（前值1.02倍），公司本年累计汽车产销量分别为414.03万辆和420.99万辆，同比分别下降16.04%和15.09%，同比降幅分别较上月收窄2.57pct、3.05pct，累计产销量延续二季度以来的同比降幅收窄态势。

➢ **上汽通用、上汽乘用车表现亮眼，上汽大众销量同比降幅扩大。**子公司口径来看：上汽通用五菱月销量持续同比高增长，10月实现月销量17.9万辆，同比增长19.33%，较上月收窄0.40pct，截止2020年10月，上汽通用五菱月销量同比持续5个月超过15%；荣威iMAX8上市后表现亮眼，以及别克、凯迪拉克品牌销量强势拉动等因素，上汽通用、上汽乘用车月销量同比延续正增长态势，且同比环比提升，实现单月销量同比高增长，10月月销量分别为156,014辆、70,381辆，同比分别增长14.03%、16.29%，同比分别较上月提升4.56pct、10.43pct，其中别克品牌、凯迪拉克品牌同比分别增长27%、81%；上汽大众本月销量为15.5万辆，同比下降8.01%，同比降幅较上月扩大6.83pct；此外，上汽大通、上海申沃、依维柯红岩、南京依维柯、上汽正大月销量均延续同比高速增长态势，本月同比增速分别为33.24%、41.61%、57.51%、13.31%、63.24%。

➢ **行业复苏+公司车型投放，有望带动公司销量持续改善。**行业层面，我国经济运行总体复苏态势持续向好，叠加促销政策拉动，以及2019年下半年产销低基数，国内乘用车市场有望延续复苏态势，公司作为国内乘用车整车龙头有望受益；公司层面，一是公司新能源汽车井喷式增长，有望为公司提供持续增量，二是公司部分车型销量爬坡，叠加后续多款车型投放，有望带动公司产销持续改善。

投资建议：公司产业链布局充分，产品体系完善，且持续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。国内汽车市场竞争加剧，公司有望凭自身优势扩大领先优势，推动盈利能力整体提升，预计公司2020年、2021年EPS为1.72、2.17元/股，对应2020年11月6日公司收盘价27.72元，公司2020年、2021年PE为16.10、12.75，维持“买入”评级

风险提示：行业景气度下行；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。

目录

1.销量同比持续改善，上汽通用五菱表现亮眼	3
2.盈利预测及投资建议	7
3.风险提示	7

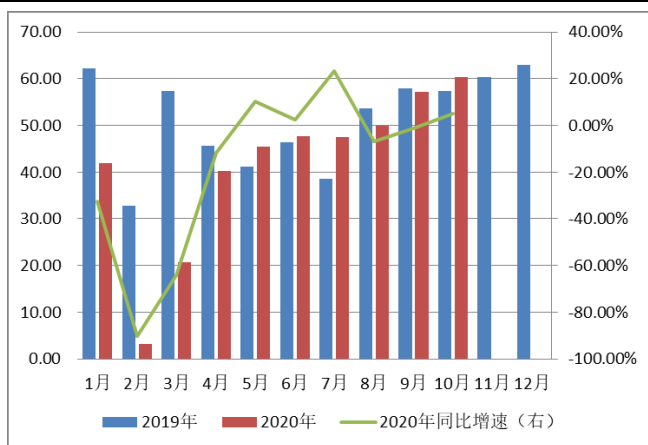
图表目录

图 1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%）	3
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）	3
图 3：上汽集团月销量（万辆，%）	3
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）	3
图 5：上汽集团汽车累计产量（万辆，%）	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）	4
图 7：上汽集团汽车累计销量（万辆，%）	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）	4
图 9：月产销比情况（倍）	4
图 10：本年累计产销比情况（倍）	4
图 11：子公司口径月产量情况（辆，%）	5
图 12：子公司口径月销量情况（辆，%）	6
图 13：子公司口径累计产量情况（辆，%）	6
图 14：在公司口径累计销量情况（辆，%）	6
表 1：上汽集团重要财务数据预测（百万元）	7

1.销量同比持续改善，上汽通用五菱表现亮眼

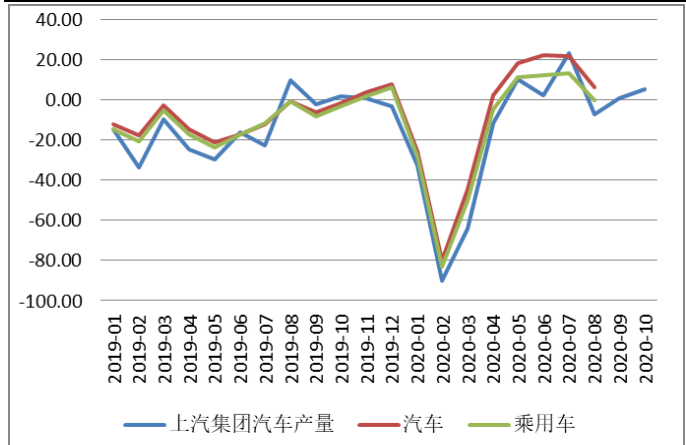
月销量同比环比提升，累计产销同比降幅收窄。2020年10月份，公司汽车产销比为0.99倍（前值1.05倍），汽车当月产销量分别为60.30万辆和59.67万辆，同比分别增长5.21%、9.61%，增速分别较上月提升6.35pct、0.01pct，产量环比增长5.42%，销量环比下降0.93%，销量持续5个月同比正增长，且本月同比增速环比提升。2020年1-10月，公司汽车累计产销量产销比为1.02倍（前值1.02倍），公司本年累计汽车产销量分别为414.03万辆和420.99万辆，同比分别下降16.04%和15.09%，同比降幅分别较上月收窄2.57pct和3.05pct，累计产销量延续二季度以来的同比降幅收窄态势。

图1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%）



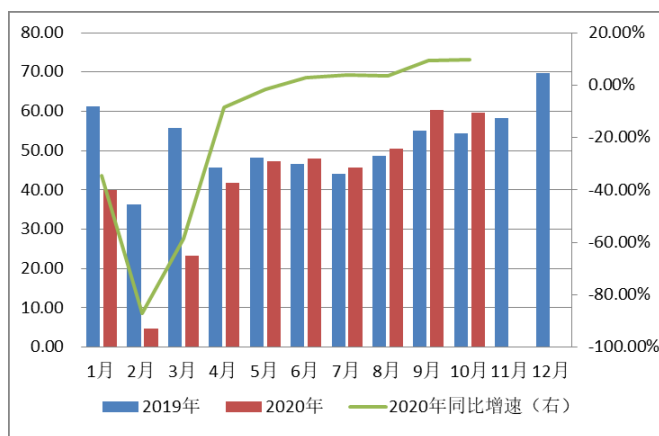
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



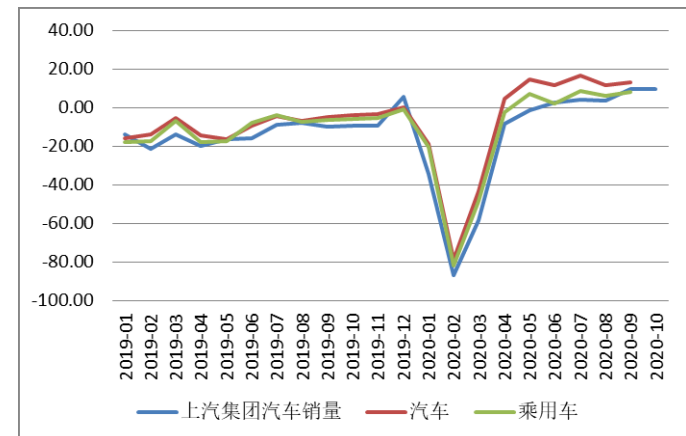
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：上汽集团月销量（万辆，%）



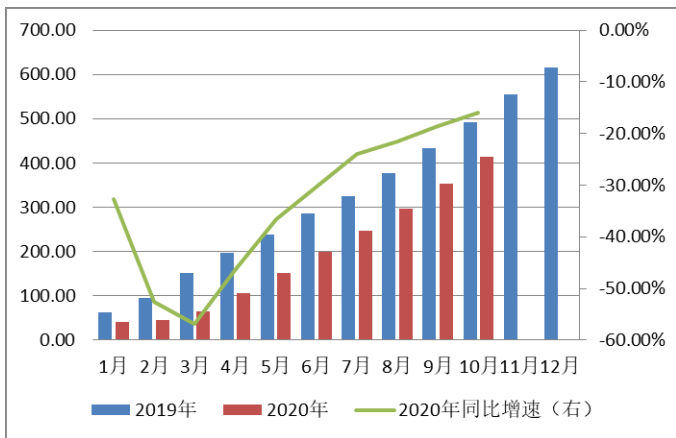
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



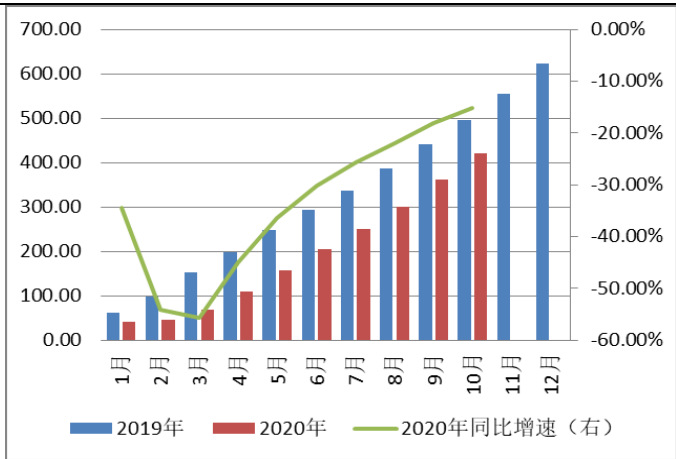
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：上汽集团汽车累计产量（万辆，%）



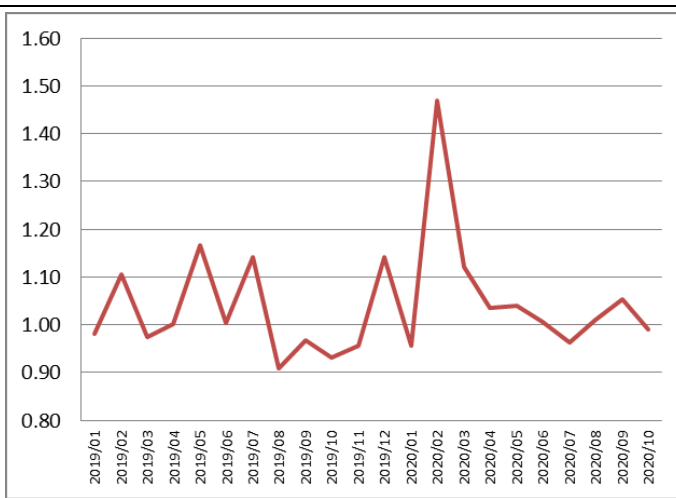
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：上汽集团汽车累计销量（万辆，%）



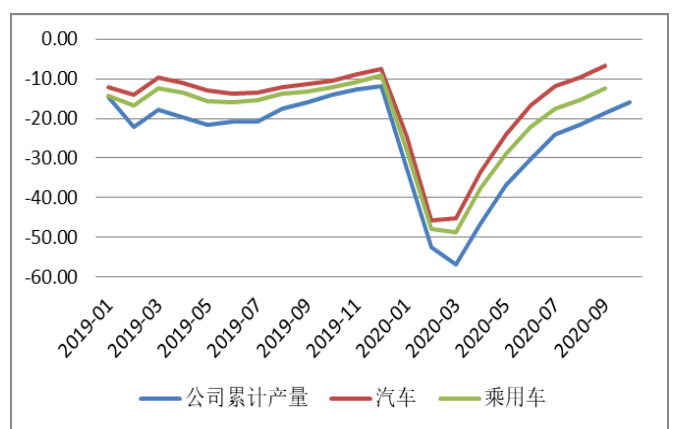
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



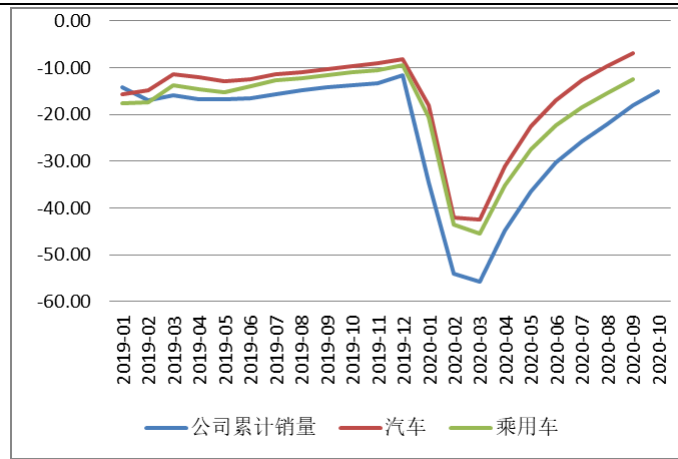
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



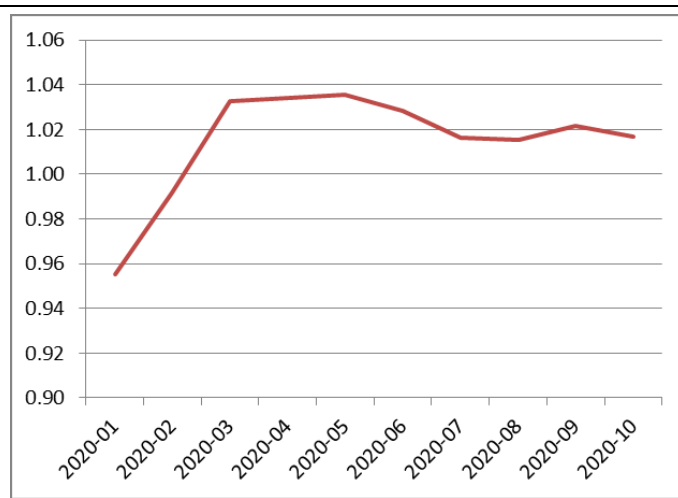
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

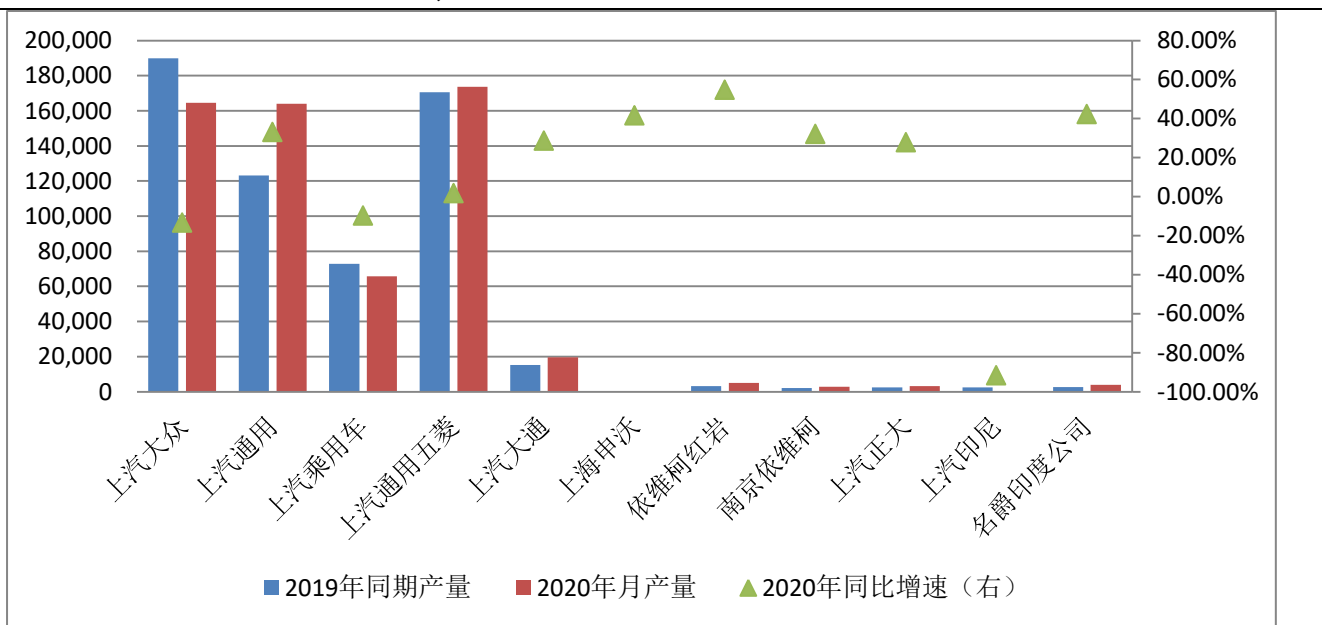
图 10：本年累计产销比情况（倍）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

上汽通用、上汽乘用车表现亮眼，上汽大众销量同比降幅扩大。子公司口径来看：上汽通用五菱月销量持续同比高增长，10月实现月销量17.9万辆，同比增长19.33%，较上月收窄0.40pct，截止2020年10月，上汽通用五菱月销量同比持续5个月超过15%；荣威iMAX8上市后表现亮眼，以及别克、凯迪拉克品牌销量强势拉动等因素，上汽通用、上汽乘用车月销量同比延续正增长态势，且同比环比提升，实现单月销量同比高增长，10月月销量分别为156,014辆、70,381辆，同比分别增长14.03%、16.29%，同比分别较上月提升4.56pct、10.43pct，其中别克品牌、凯迪拉克品牌同比分别增长27%、81%；上汽大众本月销量为15.5万辆，同比下降8.01%，同比降幅较上月扩大6.83pct，原因来看可能主要受帕萨特销量下滑影响；此外，上汽大通、上海申沃、依维柯红岩、南京依维柯、上汽正大月销量均延续同比高速增长态势，本月同比增速分别为33.24%、41.61%、57.51%、13.31%、63.24%。

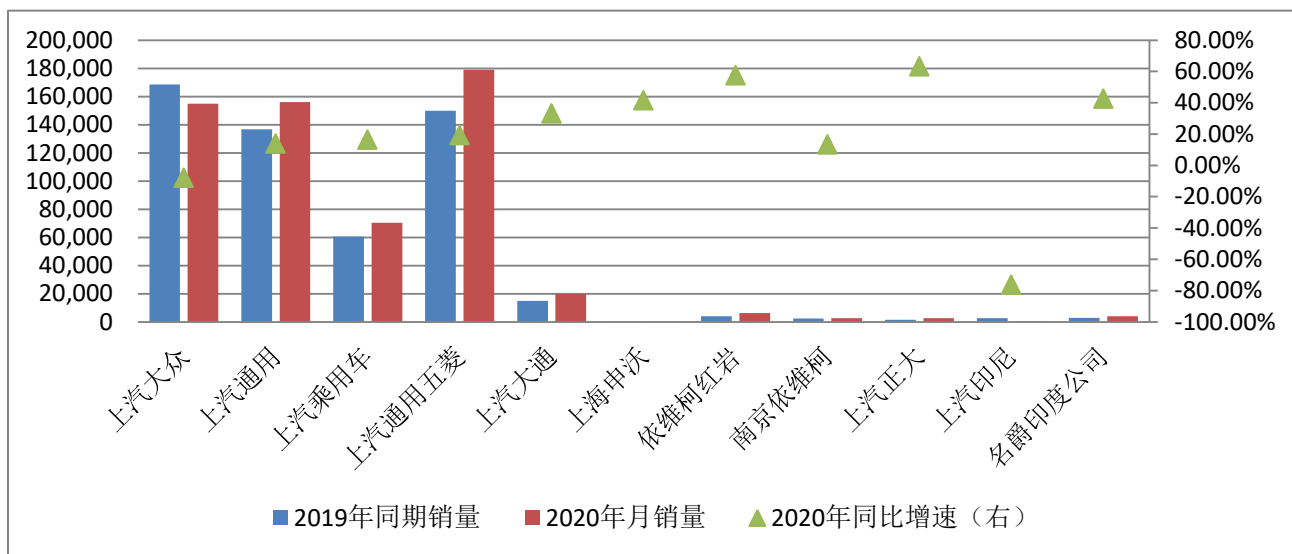
图 11：子公司口径月产量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

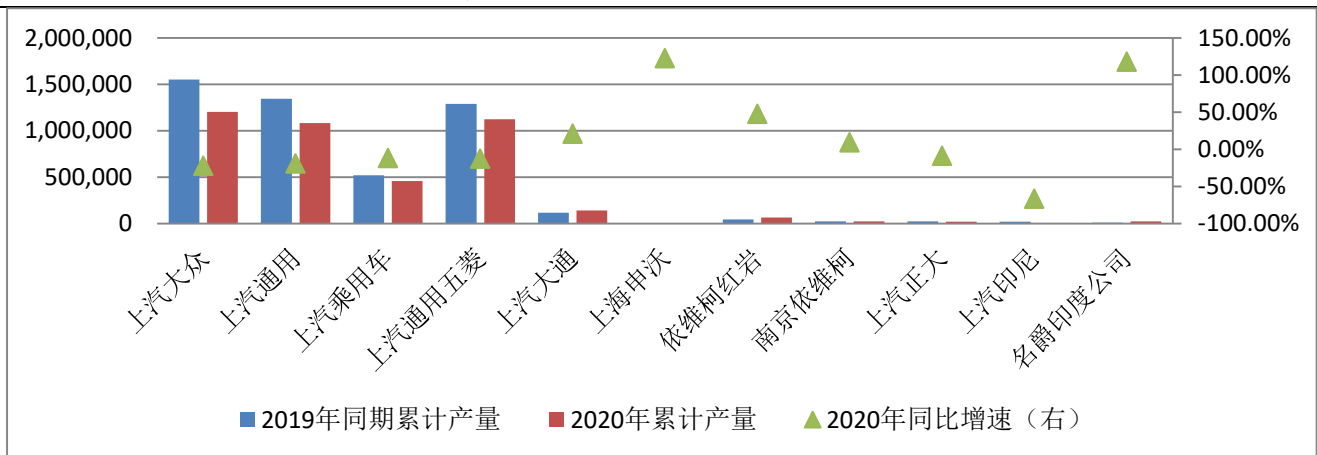


图 12：子公司口径月销量情况（辆，%）



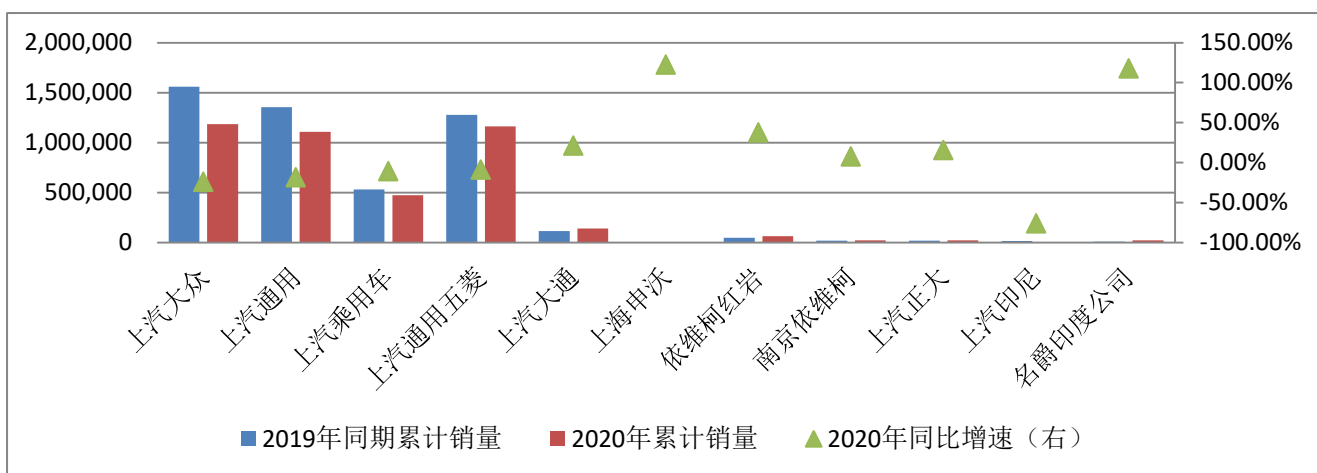
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 13：子公司口径累计产量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 14：在公司口径累计销量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

行业复苏+公司车型投放，有望带动公司销量持续改善。短期来看：行业层面，我国经济运行总体复苏态势持续向好，叠加促销费政策拉动，以及 2019 年下半年产销低基数，国内乘用车市场有望延续复苏态势，公司作为国内乘用车整车龙头有望受益；公司层面，一是公司新能源汽车井喷式增长，有望为公司提供持续增量，二是公司部分车型销量爬坡，叠加后续多款车型投放，有望带动公司产销持续改善。长期来看：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，并持续推进汽车新四化创新落地，积极提升技术优势，逐步延伸产业链条，完善相关布局，随着行业竞争加剧，公司有望依托自身优势，进一步扩大市场份额，看好公司长期竞争优势。

2.盈利预测及投资建议

公司车型覆盖面广，产业链布局充分，产品体系完善，且持续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。同时，国内汽车市场竞争加剧，公司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。

在此基础上，预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 1.72、2.17，对应 2020 年 11 月 6 日公司收盘价 27.72 元/股，公司 2020 年、2021 年 PE 为 16.10、12.75，维持“买入”评级。

表 1：上汽集团重要财务数据预测（百万元）

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	843324.4	801158.2	842818.4	880745.2
收入同比(%)	-6.5%	-5.0%	5.2%	4.5%
归属母公司净利润	25603.4	20114.2	25405.0	28862.7
净利润同比(%)	-28.9%	-21.4%	26.3%	13.6%
每股收益(元)	2.19	1.72	2.17	2.47
P/E	12.65	16.10	12.75	11.22
P/B	1.30	1.34	1.28	1.22

数据来源：wind，山西证券研究所

3.风险提示

- 1) 行业景气度下行；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 海外业务推进不及预期；
- 4) 行业政策大幅调整。



资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	511,157.6	483,998.1	523,394.7	563,237.7	
现金	127,826.8	113,901.9	136,750.2	182,412.9	
应收账款	54,552.8	49,755.0	52,342.3	55,456.3	
其他应收款	13,212.2	12,300.4	12,940.0	13,614.4	
预付账款	28,939.1	31,793.9	32,692.7	37,591.2	
存货	57,184.5	53,564.5	56,998.4	58,850.1	
其他流动资产	229,442.2	222,682.4	231,671.0	215,312.9	
非流动资产	338,175.7	319,159.7	320,657.2	302,851.2	
长期投资	64,617.0	51,276.0	62,274.5	59,389.2	
固定资产	83,056.0	80,865.7	77,891.3	74,287.2	
无形资产	15,281.2	14,262.4	13,311.6	12,424.1	
其他非流动资产	175,221.5	172,755.6	167,179.8	156,750.7	
资产总计	849,333.3	803,157.8	844,051.9	866,088.9	
流动负债	462,803.3	421,306.3	438,388.6	435,298.9	
短期借款	25,588.0	25,129.8	23,776.0	6,874.4	
应付账款	137,086.1	120,667.2	127,102.3	134,997.3	
其他流动负债	300,129.2	275,509.4	287,510.3	293,427.2	
非流动负债	85,690.4	81,501.0	85,490.0	87,806.2	
长期借款	19,137.0	20,377.0	21,578.0	22,498.0	
其他非流动负债	66,553.4	61,124.0	63,912.0	65,308.2	
负债合计	548,493.7	502,807.2	523,878.6	523,105.1	
少数股东权益	51,137.6	58,454.5	67,649.9	78,270.4	
股本	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5	
资本公积	55,566.7	55,566.7	55,566.7	55,566.7	
留存收益	166,124.0	174,646.0	185,273.3	197,463.3	
归属母公司股东权益	249,702.0	241,896.1	252,523.4	264,713.4	
负债和股东权益	849,333.3	803,157.8	844,051.9	866,088.9	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	46,271.9	-23,963.6	33,966.6	46,925.9	
净利润	35,288.9	20,114.2	25,405.0	28,862.7	
折旧摊销	13,474.5	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	-24,900.8	-22,000.0	-24,000.0	-24,000.0	
营运资金变动	-46,652.3	-35,558.4	15,759.2	24,917.4	
其他经营现金流	67,035.7	6,353.7	9,613.8	10,789.8	
投资活动现金流	-39,264.4	42,329.4	3,167.8	31,111.6	
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	
长期投资	6,313.4	13,341.0	-10,998.5	2,885.3	
其他投资现金流	-45,577.8	28,988.4	14,166.3	28,226.3	
筹资活动现金流	-3,093.7	-15,409.8	-13,821.5	-32,169.7	
短期借款	8,861.5	-458.2	-1,353.8	-16,901.6	
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	
资本公积增加	243.7	0.0	0.0	0.0	
其他筹资现金流	-12,178.0	-16,191.6	-13,668.7	-16,188.1	
现金净增加额	3,913.8	2,956.1	23,312.9	45,867.9	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	843324.4	801158.2	842818.4	880745.2	
营业成本	726100.2	703416.9	729037.9	757440.9	
营业税金及附加	6609.9	6729.7	6574.0	6869.8	
销售费用	57450.6	48069.5	55794.6	58305.3	
管理费用	22308.1	24034.7	25284.6	26422.4	
研发费用	13394.2	12818.5	13485.1	14091.9	
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	
公允价值变动收益	1496.5	-413.8	197.9	6.0	
投资净收益	24930.4	22028.0	24028.0	24028.0	
营业利润	40345.1	31811.9	40246.3	45990.8	
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	40957.8	32271.9	40706.3	46450.8	
所得税	5668.9	4840.8	6105.9	6967.6	
净利润	35288.9	27431.1	34600.4	39483.1	
少数股东损益	9685.5	7316.9	9195.4	10620.5	
归属母公司净利润	25603.4	20114.2	25405.0	28862.7	
EBITDA	71705.1	47557.4	56720.0	62238.7	
EPS（元）	2.2	1.7	2.2	2.5	

主要财务比率				
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%
归属于母公司净利润	-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
应收账款周转率	20.70	20.34	21.93	21.68
应付账款周转率	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(最新摊薄)	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	12.6	16.1	12.7	11.2
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	0.85	2.67	1.93	1.15

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

