

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2021年01月07日

全年 560 万辆销量，智己汽车即将发布

事件:

公司发布产销快报，12 月上汽集团销量为 74.7 万辆，同比+7%，环比+16%，20 年全年销量为 560 万辆，同比-10%。

点评:

12 月自主和通用销量表现出色，大众相对一般。12 月上汽自主销量 10.3 万辆，同比+34%，环比+28%，无论是同比还是环比都大幅增长。上汽通用销量 19.4 万辆，同比+56%，环比+17%，复苏加速。大众表现相对一般，销量 15.8 万辆，同比-33%，环比-3%，可能是公司减少了终端经销商库存。通用五菱销量 24.1 万辆，同比+8%，环比+45%，主要受益于爆款新能源车“五菱宏光 MINI EV”的热销，12 月份五菱宏光 MINI 销量 3.5 万辆，连续 4 月排名新能源车销量冠军

全年上汽集团销量为 560 万辆，同比-10%。分子公司的同比数据上来看，自主>通用五菱>通用>大众，销量分别为 66、160、147 和 151 万辆，同比增速分别为-2%、-4%、-8%和-25%。尽管全年销量下滑，但 20Q4 上汽伴随行业复苏，实现了 9%的同比增长，除大众同比下滑外，其他 3 个子品牌都实现了双位数的同比增长。

智己汽车即将发布，特殊的“造车新势力”前景广阔。上汽集团联合浦东新区、阿里巴巴打造“智己汽车”，智己汽车将于 2021 年 1 月 13 日在上海举办全球发布会，正式发布该车企的首款新车型，我们认为这将是股价重要的催化剂。上汽拥有多年专业传统汽车造车经验以及完善的零部件体系，能够为智己汽车提供强大的制造能力以及品牌市场。合作方张江高科拥有 AI、芯片等核心技术资源，阿里巴巴则能发挥大数据、达摩院的最新技术以及阿里云的协同优势，共同为合作项目搭建创新体系。我们预计智己汽车作为特殊的“造车新势力”，有望在未来的新能源车市中占据重要的一席之地。

投资建议：乘用车行业持续复苏，上汽集团作为行业龙头受益行业景气，联合打造“智己汽车”，头部企业的协同效应有望进一步提升公司在新能源汽车领域的竞争力，我们预计公司 20-22 年的归母净利润预期分别为 246 亿、297 亿和 367 亿，对应 PE 分别为 11 倍、9 倍、7 倍。维持“买入”评级。

风险提示：车市下行风险，行业竞争加剧风险，投资项目不能实现预期收益的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	902,194.06	843,324.37	775,230.32	852,317.54	919,769.63
增长率(%)	3.62	(6.53)	(8.07)	9.94	7.91
EBITDA(百万元)	80,445.16	71,705.05	45,405.00	53,487.30	65,020.90
净利润(百万元)	36,009.21	25,603.38	24,587.58	29,663.60	36,692.02
增长率(%)	4.65	(28.90)	(3.97)	20.64	23.69
EPS(元/股)	3.08	2.19	2.10	2.54	3.14
市盈率(P/E)	7.54	10.60	11.04	9.15	7.40
市净率(P/B)	1.16	1.09	1.10	1.04	0.97
市销率(P/S)	0.30	0.32	0.35	0.32	0.30
EV/EBITDA	0.68	0.43	1.86	(0.43)	0.94

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,683.46
流通 A 股股本(百万股)	11,683.46
A 股总市值(百万元)	271,406.81
流通 A 股市值(百万元)	271,406.81
每股净资产(元)	21.76
资产负债率(%)	64.11
一年内最高/最低(元)	28.80/16.90

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
文康	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519040002	
wenkang@tfzq.com	

股价走势

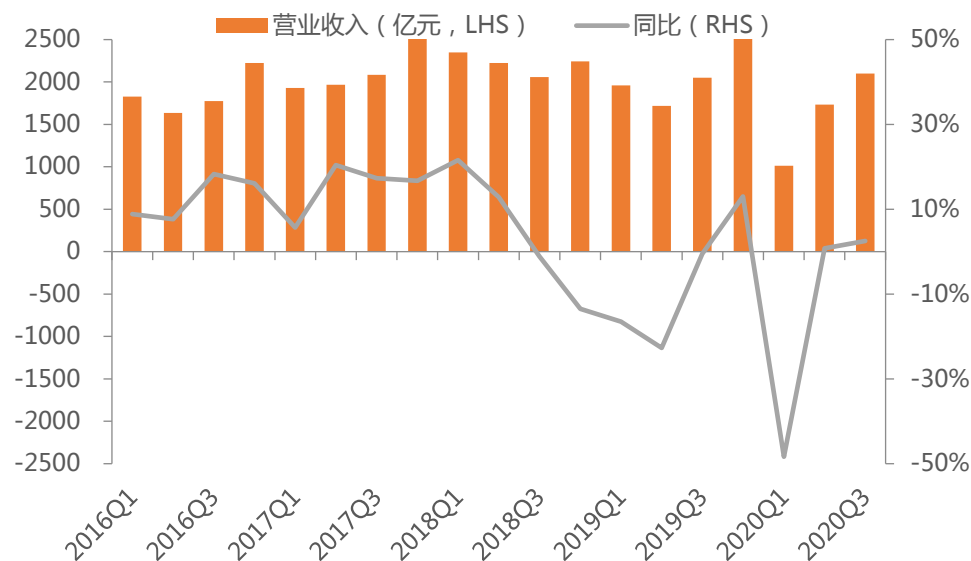


资料来源: 贝格数据

相关报告

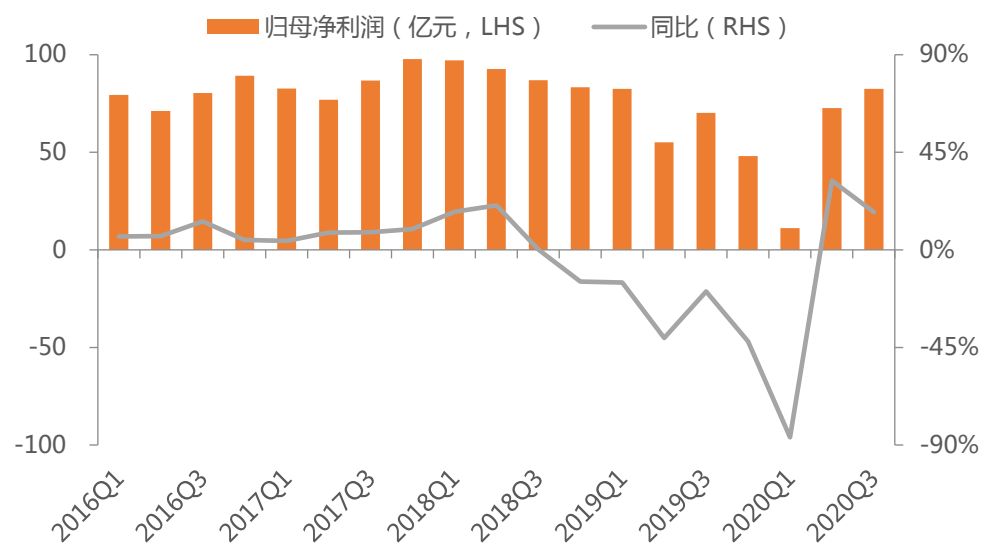
- 1 《上汽集团-公司点评:联合浦东、阿里打造高端智能纯电汽车“智己”》 2020-11-28
- 2 《上汽集团-季报点评:Q3 净利润同比+17%，复苏态势确立》 2020-10-31
- 3 《上汽集团-半年报点评:Q2 业绩超预期，盈利能力恢复迅速》 2020-08-28

图 1：上汽集团 16 年至今单季度营业收入及同比（亿元，%）



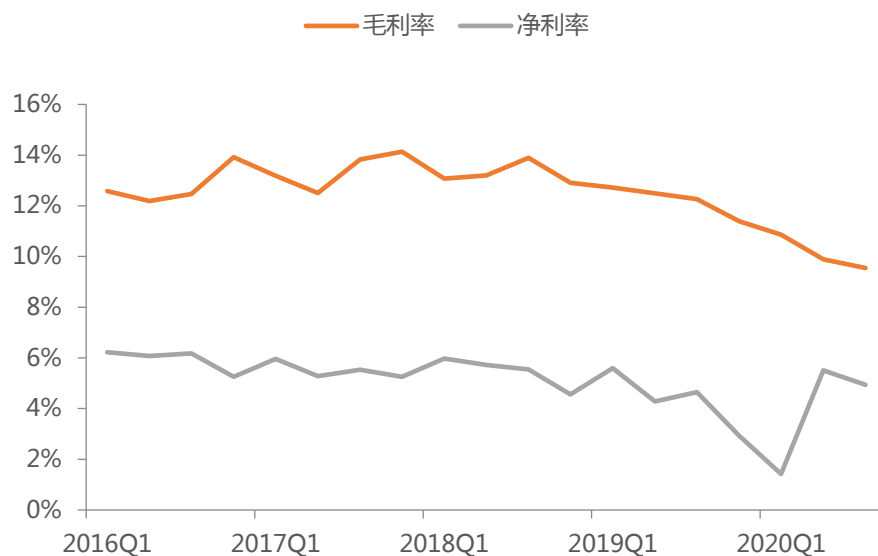
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：上汽集团 16 年至今单季度归母净利润及同比（亿元，%）



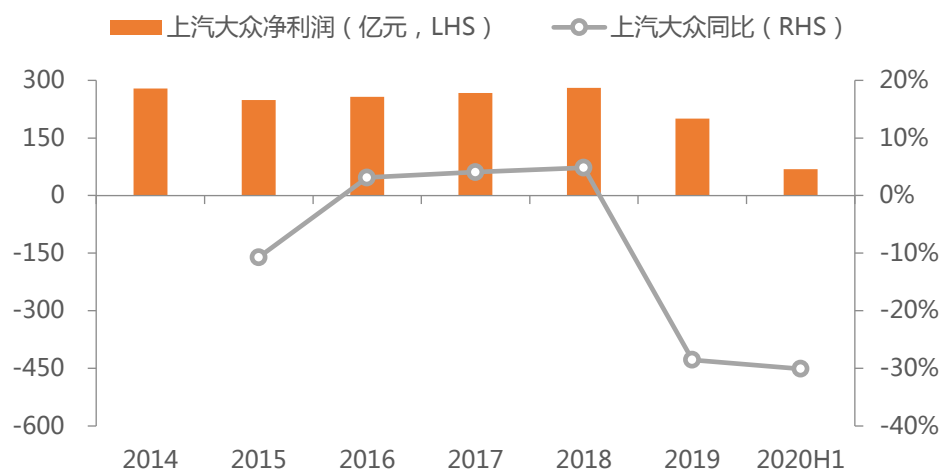
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：上汽集团 16 年至今单季度毛利率及净利率（%）



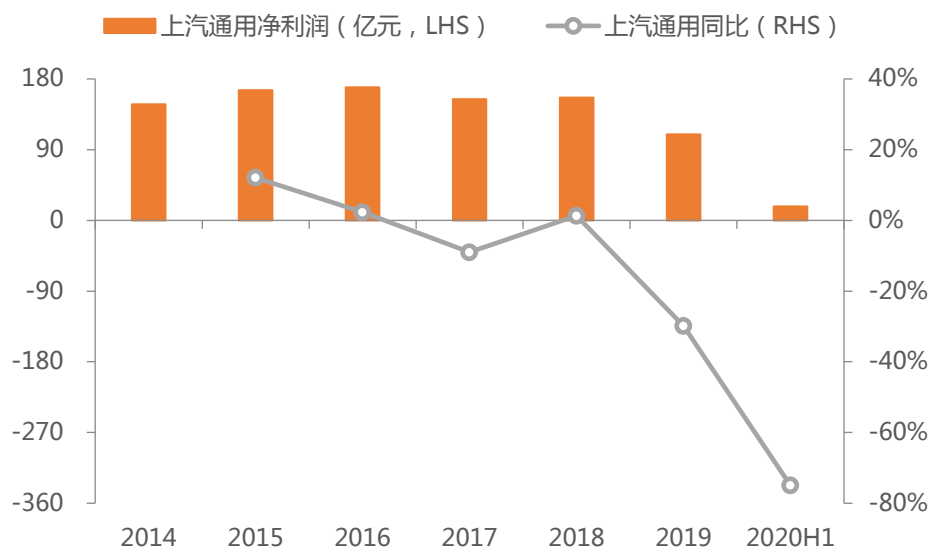
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：上汽大众 14 年至今净利润及同比（亿元，%）



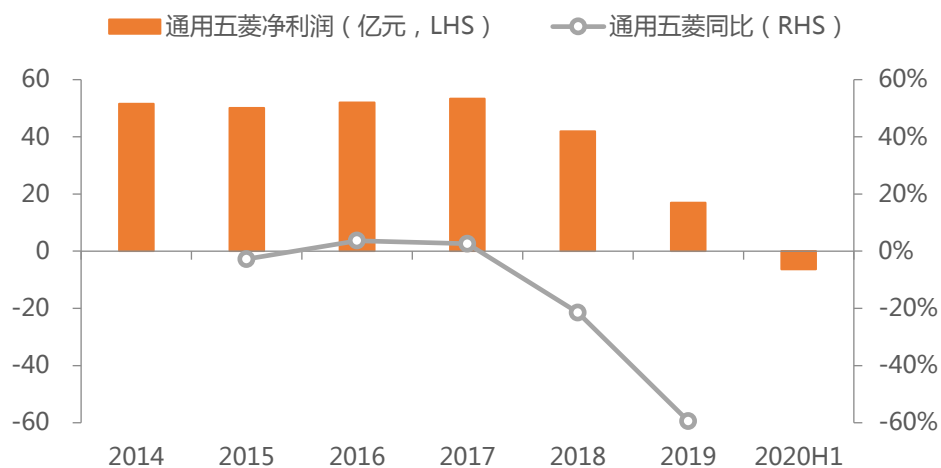
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5: 上汽通用 14 年至今净利润及同比 (亿元, %)



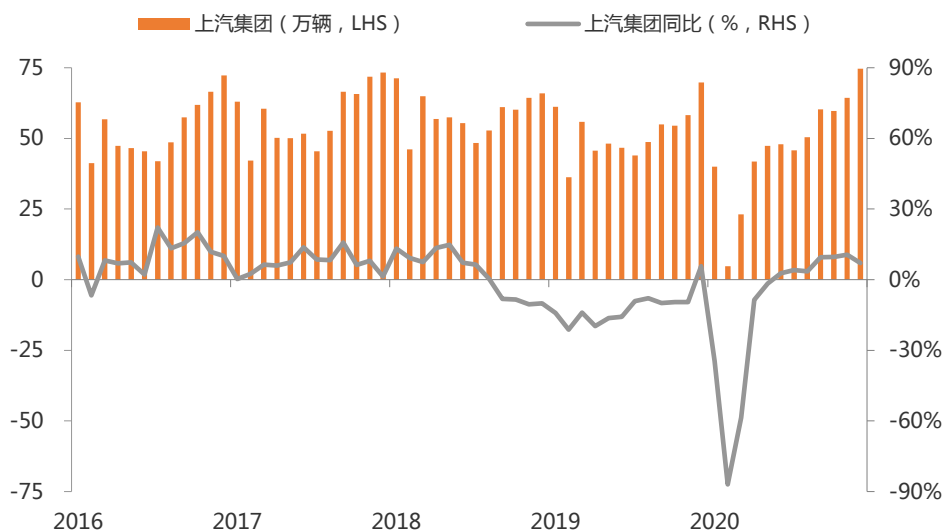
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 通用五菱 14 年至今净利润及同比 (亿元, %)



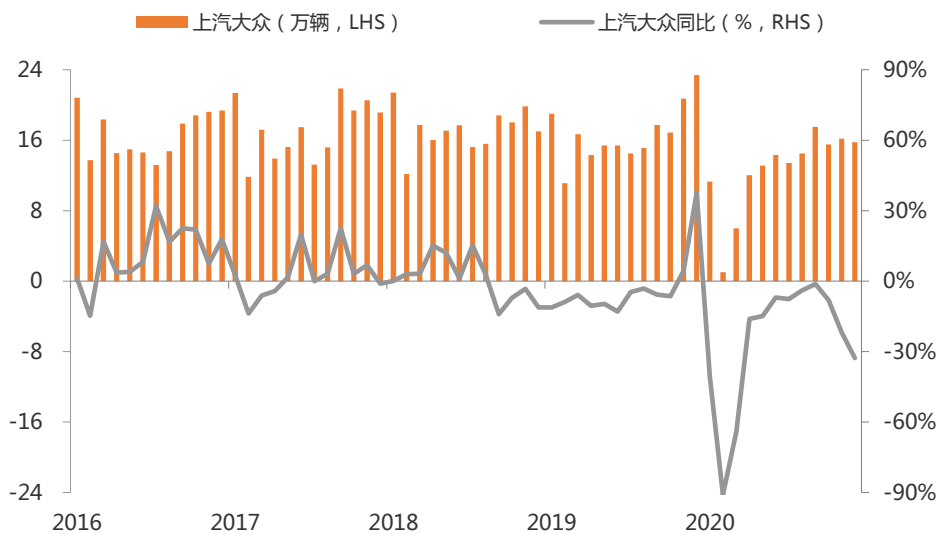
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 上汽集团 16 年至 20 年 12 月月度销量及同比 (万辆, %)



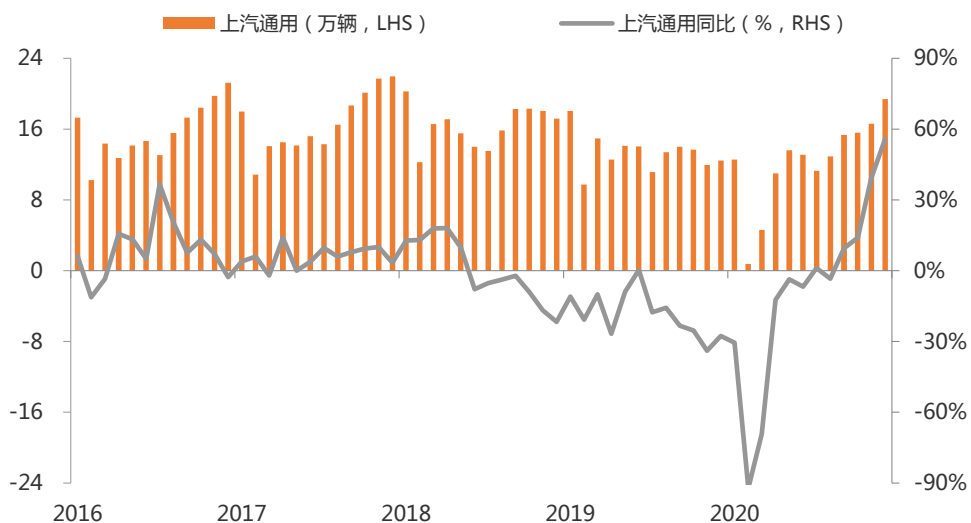
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 上汽大众 16 年至 20 年 12 月月度销量及同比 (万辆, %)



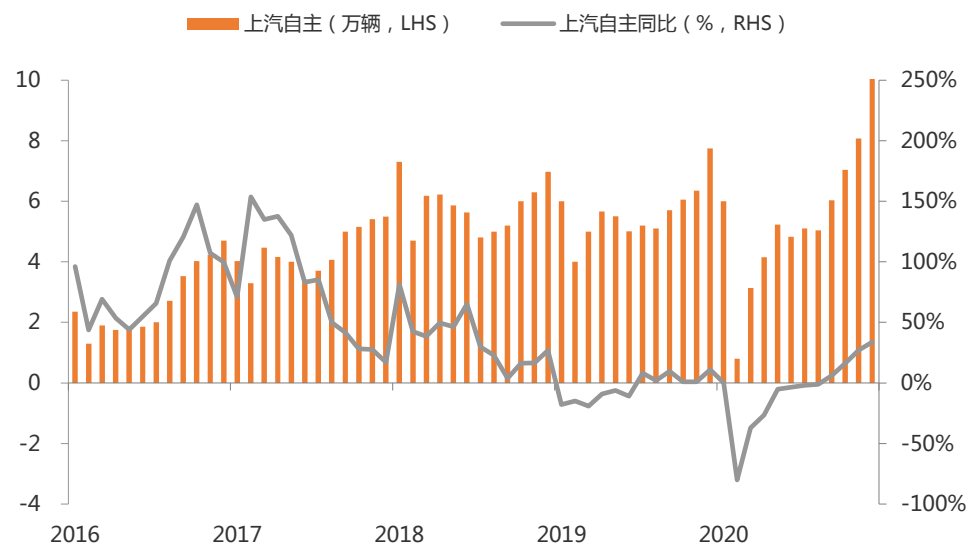
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 9：上汽通用 16 年至 20 年 12 月月度销量及同比（万辆，%）



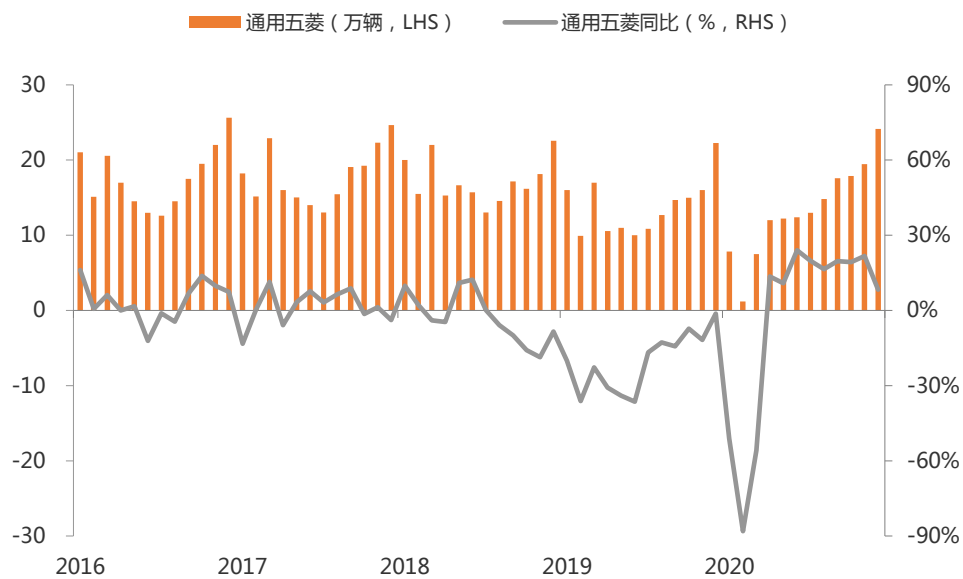
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：上汽自主 16 年至 20 年 12 月月度销量及同比（万辆，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11: 通用五菱 16 年至 20 年 12 月月度销量及同比 (万辆, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	123,771.38	127,826.84	117,505.48	186,905.97	139,414.02
应收票据及应收账款	61,090.24	47,585.73	58,735.73	56,329.59	66,618.24
预付账款	18,693.77	28,939.12	14,727.79	32,695.37	18,629.52
存货	58,942.62	54,398.63	37,824.61	68,678.86	46,588.03
其他	122,395.21	199,215.06	147,578.60	169,836.69	169,618.39
流动资产合计	384,893.23	457,965.38	376,372.20	514,446.49	440,868.19
长期股权投资	70,930.41	64,617.01	65,263.61	64,518.08	62,380.63
固定资产	69,187.28	83,056.01	97,518.63	108,778.33	117,592.43
在建工程	20,849.26	16,187.54	10,296.82	6,314.97	3,097.03
无形资产	14,546.98	16,927.86	17,573.63	18,406.33	18,940.62
其他	70,257.49	75,560.18	52,407.92	57,576.01	63,002.91
非流动资产合计	245,771.42	256,348.59	243,060.61	255,593.72	265,013.62
资产总计	782,769.85	849,333.28	759,766.77	912,526.36	845,161.61
短期借款	16,726.44	25,587.99	60,065.09	15,000.00	34,777.23
应付票据及应付账款	154,826.71	170,047.66	89,906.94	207,446.67	118,388.79
其他	242,769.99	267,167.63	222,127.10	273,692.07	242,556.18
流动负债合计	414,323.14	462,803.28	372,099.12	496,138.74	395,722.20
长期借款	19,157.93	19,136.97	20,000.00	20,000.00	20,939.18
应付债券	13,374.79	16,161.76	12,202.80	13,913.12	14,092.56
其他	51,193.76	50,391.65	49,358.11	50,314.51	50,021.42
非流动负债合计	83,726.48	85,690.38	81,560.92	84,227.63	85,053.17
负债合计	498,049.62	548,493.66	453,660.04	580,366.37	480,775.36
少数股东权益	50,351.66	51,137.61	60,438.87	71,660.33	85,540.58
股本	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	55,322.95	55,566.66	55,566.66	55,566.66	55,566.66
留存收益	211,263.48	221,690.61	233,984.40	248,816.20	267,162.21
其他	(43,901.33)	(39,238.72)	(55,566.66)	(55,566.66)	(55,566.66)
股东权益合计	284,720.23	300,839.62	306,106.73	332,159.99	364,386.25
负债和股东权益总	782,769.85	849,333.28	759,766.77	912,526.36	845,161.61

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	48,404.66	35,288.91	24,587.58	29,663.60	36,692.02
折旧摊销	11,483.72	13,474.47	5,800.67	6,802.46	7,709.31
财务费用	1,863.10	2,025.93	1,287.51	560.96	(249.03)
投资损失	(33,125.86)	(24,900.82)	(24,675.95)	(28,259.47)	(31,512.97)
营运资金变动	(39,860.97)	(45,759.39)	(24,648.24)	95,924.75	(99,542.99)
其它	20,211.01	66,142.76	8,887.40	11,419.40	13,886.24
经营活动现金流	8,975.65	46,271.85	(8,761.03)	116,111.71	(73,017.43)
资本支出	28,523.96	18,856.60	16,051.87	13,956.63	14,132.83
长期投资	3,430.19	(6,313.40)	646.61	(745.54)	(2,137.45)
其他	(22,109.30)	(51,807.58)	(12,355.52)	(2,016.85)	8,834.18
投资活动现金流	9,844.85	(39,264.39)	4,342.96	11,194.25	20,829.57
债权融资	63,873.07	87,724.88	111,730.84	69,218.13	92,011.01
股权融资	(4,406.33)	5,380.93	(17,360.18)	(305.70)	504.30
其他	(78,580.43)	(96,199.49)	(100,273.93)	(126,817.90)	(87,819.40)
筹资活动现金流	(19,113.69)	(3,093.68)	(5,903.28)	(57,905.47)	4,695.90
汇率变动影响	28.69	29.59	24.66	27.65	27.30
现金净增加额	(264.49)	3,943.37	(10,296.69)	69,428.13	(47,464.65)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902,194.06	843,324.37	775,230.32	852,317.54	919,769.63
营业成本	769,985.82	726,100.21	666,775.60	732,907.86	786,403.03
营业税金及附加	7,463.33	6,609.89	6,502.39	6,960.03	7,478.22
营业费用	63,423.03	57,450.59	52,328.05	57,531.43	62,275.75
管理费用	21,336.02	22,308.09	19,420.14	21,351.23	22,258.43
研发费用	15,385.01	13,394.15	13,023.87	14,130.13	15,102.94
财务费用	195.44	24.37	1,287.51	560.96	(249.03)
资产减值损失	3,490.50	(1,641.96)	1,862.71	1,237.08	485.94
公允价值变动收益	(112.81)	1,496.51	(413.85)	197.94	5.99
投资净收益	33,154.56	24,930.41	24,700.61	28,287.11	31,540.27
其他	(65,800.64)	(47,692.98)	(48,573.52)	(56,970.10)	(63,092.52)
营业利润	53,673.82	40,345.10	38,316.82	46,123.87	57,560.62
营业外收入	1,125.11	766.95	920.21	937.42	874.86
营业外支出	455.08	154.26	442.30	350.55	315.70
利润总额	54,343.85	40,957.79	38,794.74	46,710.75	58,119.78
所得税	5,939.19	5,668.89	4,905.90	5,825.69	7,547.52
净利润	48,404.66	35,288.91	33,888.83	40,885.06	50,572.26
少数股东损益	12,395.45	9,685.52	9,301.25	11,221.46	13,880.25
归属于母公司净利润	36,009.21	25,603.38	24,587.58	29,663.60	36,692.02
每股收益(元)	3.08	2.19	2.10	2.54	3.14

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.62%	-6.53%	-8.07%	9.94%	7.91%
营业利润	-0.81%	-24.83%	-5.03%	20.37%	24.80%
归属于母公司净利润	4.65%	-28.90%	-3.97%	20.64%	23.69%
获利能力					
毛利率	14.65%	13.90%	13.99%	14.01%	14.50%
净利率	3.99%	3.04%	3.17%	3.48%	3.99%
ROE	15.36%	10.25%	10.01%	11.39%	13.16%
ROIC	-114.54%	-153.76%	1877.78%	69.70%	-147.51%
偿债能力					
资产负债率	63.63%	64.58%	59.71%	63.60%	56.89%
净负债率	-21.04%	-13.33%	-1.89%	-35.43%	-13.01%
流动比率	1.09	1.10	1.17	1.16	1.26
速动比率	0.95	0.99	1.07	1.02	1.14
营运能力					
应收账款周转率	14.39	15.52	14.58	14.81	14.96
存货周转率	16.56	14.88	16.81	16.01	15.96
总资产周转率	1.20	1.03	0.96	1.02	1.05
每股指标(元)					
每股收益	3.08	2.19	2.10	2.54	3.14
每股经营现金流	0.77	3.96	-0.75	9.94	-6.25
每股净资产	20.06	21.37	21.03	22.30	23.87
估值比率					
市盈率	7.54	10.60	11.04	9.15	7.40
市净率	1.16	1.09	1.10	1.04	0.97
EV/EBITDA	0.68	0.43	1.86	-0.43	0.94
EV/EBIT	0.79	0.52	2.13	-0.49	1.07

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com