

2021年01月11日

## 业绩短期承压 龙头底部蓄力

### 上汽集团(600104)

#### 事件概述

公司发布 2020 年业绩预告：2020 年实现归母净利润预计约为 200 亿元，同比减少 21.89%左右。

#### 分析判断：

##### ► 上汽大众疲软致业绩承压 2021 底部向上可期

公司 2020 年归母净利预计为 200 亿元，同比减少 21.9%，其中 2020Q4 归母净利预计为 33.5 亿元，同比减少 59.8%，我们判断利润下滑增速显著高于销量降幅（2020 销量 560 万辆，同比-10.2%，其中 2020Q4 销量 20 万辆，同比+9.0%），主因：

- 1) 营收端：上汽大众贡献营收占整车收入比重约 40%，2020 年上汽大众销量 150.6 万辆，同比减少 24.8%，预计拖累公司整体营收下滑幅度达 15%以上；
- 2) 毛利率：上汽大众毛利率最高，预计 15%以上，高于公司整体毛利率 13.9%，预计上汽大众营收占比下降导致公司整体毛利率下滑；
- 3) 费用端：考虑到营收下滑及研发费用增长等，预计费用率略有提升。

但除了上汽大众之外，上汽通用五菱、上汽通用、上汽乘用车销量均呈逐月改善态势，2020 年销量分别达 160 万辆、147 万辆、66 万辆，对应同比增速为+6.4%、-7.0%、-2.3%。

展望 2021 年，伴随上汽大众 ID4X 等新车型上市贡献增量，叠加行业层面周期向上，预计上汽大众销量有望触底反弹，上汽通用五菱、上汽通用、上汽乘用车将持续改善，带动整体销量复苏。同时上汽奥迪首款产品将于 2022 年初上市，增量可期，公司有望继续发挥龙头规模效应，驱动盈利底部向上。

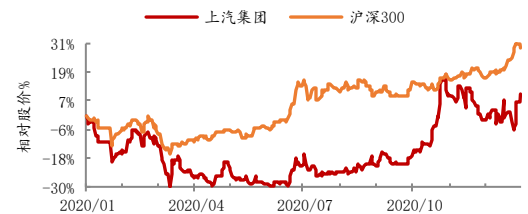
##### ► 携手阿里打造高端智能电动车 推进新四化发展

- 1) 2020 年 12 月 25 日，智己汽车成立，注册资本为 100 亿元，其中上海元界智能科技股权投资基金（基金认缴出资总额为人民币 72 亿元，其中公司认缴出资 53.99 亿元，持有其 75%左右的份额）持股 72%，阿里巴巴持股 18%，为第二大股东，定位“智能时代出行变革的实现者”，落地张江智能园区。
- 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

#### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：31.45  
最新收盘价：26.43

股票代码：600104  
52 周最高价/最低价：28.8/16.9  
总市值(亿)：3,087.94  
自由流通市值(亿)：3,087.94  
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) 12月销量点评：龙头底部蓄力 2021 电动车增量可期  
2021.01.07
2. 上汽集团(600104) 11月销量点评：自主品牌持续亮眼 打造高端智能电动车  
2020.12.06
3. 上汽集团(600104) 10月销量点评：自主表现亮眼 新能源渐发力  
2020.11.08

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

乘用车行业顺周期趋势明确，公司作为乘用车龙头，多年来维持高股息率（2019 年分红对应当前股价的股息率为 3.8%），2021 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，考虑到上汽大众疲软致业绩短期承压，调整盈利预测：预计公司 2020-2022 年营收由 7738/8433/8885 亿元调为 7247/8020/8514 亿元，归母净利由 270/302/331 亿元调为 200/285/322 亿元，EPS 由 2.31/2.58/2.83 元调为 1.72/2.44/2.76 元，对应 PE 14/10/8 倍，对应 PB 1.04/0.93/0.84 倍。给予公司 2021 年 1.2 倍 PB，目标价由 28.86 元上调至 31.45 元，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	724,669	802,010	851,371
YoY (%)	3.6%	-6.5%	-14.1%	10.7%	6.2%
归母净利润(百万元)	36,009	25,603	20,040	28,516	32,206
YoY (%)	4.6%	-28.9%	-21.7%	42.3%	12.9%
毛利率 (%)	14.2%	13.9%	13.4%	13.7%	13.8%
每股收益 (元)	3.08	2.19	1.72	2.44	2.76
ROE	15.4%	10.3%	7.3%	9.3%	9.4%
市盈率	7.54	10.60	13.54	9.52	8.43

资料来源：Wind，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	724,669	802,010	851,371	净利润	35,289	26,720	38,021	42,941
YoY (%)	-6.5%	-14.1%	10.7%	6.2%	折旧和摊销	13,474	10,759	10,928	10,872
营业成本	726,100	627,917	692,224	733,690	营运资金变动	20,315	-74,559	-4,300	-13,366
营业税金及附加	6,610	5,363	5,935	6,300	经营活动现金流	46,272	-54,777	22,760	15,591
销售费用	57,451	41,524	47,319	51,934	资本开支	-25,079	-22,726	-22,165	-22,491
管理费用	22,308	25,363	22,456	22,987	投资	-43,179	4,313	9,313	4,813
财务费用	24	1,041	667	423	投资活动现金流	-39,264	-372	8,005	4,863
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	18,841	22,456	25,541	债务募资	42,167	-25,588	0	0
营业利润	40,345	30,159	43,182	48,980	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	-82,512	29,529	19,219
利润总额	40,958	30,713	43,702	49,357	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	5,669	3,993	5,681	6,416	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	35,289	26,720	38,021	42,941	营业收入增长率	-6.5%	-14.1%	10.7%	6.2%
归属于母公司净利润	25,603	20,040	28,516	32,206	净利润增长率	-28.9%	-21.7%	42.3%	12.9%
YoY (%)	-28.9%	-21.7%	42.3%	12.9%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	2.19	1.72	2.44	2.76	毛利率	13.9%	13.4%	13.7%	13.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	4.2%	3.7%	4.7%	5.0%
货币资金	127,827	45,315	74,845	94,063	总资产收益率 ROA	3.0%	2.6%	3.4%	3.5%
预付款项	28,939	15,698	17,306	18,342	净资产收益率 ROE	10.3%	7.3%	9.3%	9.4%
存货	54,399	43,008	47,413	50,253	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	299,993	327,366	348,723	372,780	流动比率	<b>1.10</b>	<b>1.18</b>	<b>1.26</b>	<b>1.33</b>
流动资产合计	511,158	431,388	488,286	535,439	速动比率	0.92	1.02	1.09	1.16
长期股权投资	64,617	58,304	51,990	45,677	现金比率	0.28	0.12	0.19	0.23
固定资产	83,056	100,317	117,104	133,088	资产负债率	64.6%	57.6%	55.9%	53.8%
无形资产	15,281	16,884	18,377	19,906	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	338,176	351,722	359,478	372,703	总资产周转率	0.99	0.93	0.95	0.94
资产合计	849,333	783,110	847,764	908,142	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	25,588	0	0	0	每股收益	2.19	1.72	2.44	2.76
应付账款及票据	170,048	118,702	130,859	138,698	每股净资产	21.37	23.46	26.21	29.21
其他流动负债	267,168	246,796	257,708	264,437	每股经营现金流	3.96	-4.69	1.95	1.33
流动负债合计	462,803	365,498	388,567	403,135	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	19,137	19,137	19,137	19,137	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	66,553	66,553	66,553	66,553	PE	10.60	13.54	9.52	8.43
非流动负债合计	85,690	85,690	85,690	85,690	PB	1.12	1.04	0.93	0.84
负债合计	548,494	451,188	474,257	488,825					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	51,138	57,818	67,323	78,058					
股东权益合计	300,840	331,921	373,507	419,317					
负债和股东权益合计	849,333	783,110	847,764	908,142					

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。