

2021年02月09日

销量短期承压 电动车增量可期

上汽集团(600104)

事件概述

公司发布 2021 年 1 月产销快报：单月汽车批发总产量 43.0 万辆，同比增长 2.7%；单月汽车批发总销量 40.3 万辆，同比增长 0.7%。其中，上汽乘用车（自主）单月销量 5.7 万辆，同比减少 4.6%；上汽大众 8.6 万辆，同比减少 23.8%；上汽通用 13.0 万辆，同比增长 3.7%；上汽通用五菱销量 9.3 万辆，同比增长 19.2%。

分析判断：

► 上汽通用持续改善 新能源和出口表现亮眼

- 1) **上汽通用**：1 月销量达 13.0 万辆，同比增长 3.7%，其中全新英朗 1 月销量达 2.7 万辆，同比增长 171.6%，别克 GL8 销量达 1.8 万辆，同比增长 25.5%，凯迪拉克销量达 2.3 万辆，同比增长 18.3%。今年计划上市多款新车型补充市场空白，预计销量有望持续增长。
- 2) **上汽通用五菱**：1 月销量达 9.3 万辆，同比增长 19.2%，其中售价低于 3 万元的五菱宏光 Mini 月销稳定在 3 万辆以上，1 月达 3.7 万辆，环比增长 14.5%，凭借极致性价比成为大爆款，持续贡献显著增量。
- 3) **上汽大众**：1 月销量达 8.6 万辆，同比减少 23.8%，我们判断主要受芯片短缺的影响，帕萨特、途观、途岳、途昂等销量大幅下滑，预计 2021Q1 销量短期将继续承压。今年将推出 3 款 MEB 平台电动车，包括 ID.4X（紧凑型 SUV）、ID.ROOMZZ（中大型 SUV）和 ID.3（紧凑型轿车）及数款改款新车，其中 ID.4X 已于 1 月 21 日正式开启预售，补贴后的售价 199,888-272,888 元，定价较有竞争力，增量可期，有望带动销量止跌回升。
- 4) **上汽乘用车**：1 月销量达 5.7 万辆，同比减少 4.6% 其中名爵系列出口畅销，MG5 月销达 1.3 万辆（对比去年同期的 744 辆），预计随着 Marvel R（搭载 5G 智能座舱，NEDC 续航里程 505km）、荣威 iMAX8 等新车型销量爬坡，销量有望改善。

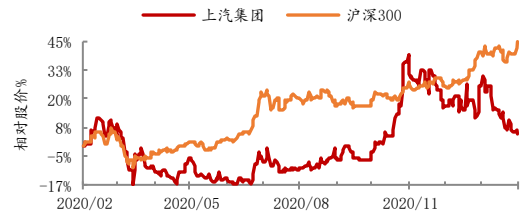
► 高端智能纯电品牌正式发布 首款车年底交付

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。2021 年 1 月 13 日，智己汽车全球品牌正式发布，两款量产定型车亮相，其中轿车将在 4 月上海车展展出并开始接受预订，年底交付，

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：21.27

股票代码：600104
52 周最高价/最低价：28.8/16.9
总市值(亿)：2,485.07
自由流通市值(亿)：2,485.07
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)事件点评：智己品牌正式发布 高端智能电动启航
2021.01.13
2. 上汽集团(600104)业绩预告点评：业绩短期承压 龙头底部蓄力
2021.01.11
3. 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

SUV 则将于 2022 年交付。

► 推进新四化发展 迎接行业变革

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%，全面覆盖网约车业务、企业用车业务、个人租车业务和出租车业务；
- d) 国际化：2020 海外整体销量达到 39 万辆，同比增长 11.3%，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 3.3%）。公司目前处于盈利和估值历史底部，维持盈利预测：预计公司 2020-2022 年营收为 7,247/8,020/8,514 亿元，归母净利润为 200/285/322 亿元，EPS 为 1.72/2.44/2.76 元，对应 PE 12/9/8 倍，对应 PB 1.04/0.93/0.84 倍。给予公司 2021 年 1.2 倍 PB，目标价 31.45 元不变，维持“买入”评级。

风险提示

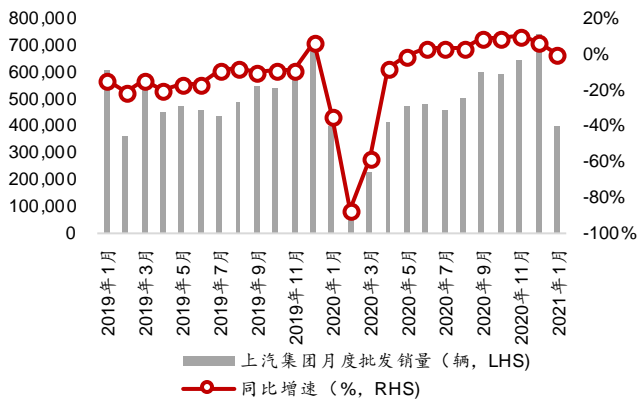
车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期；汽车消费刺激政策效果不达预期；新冠病毒疫情扩张或反复导致供应链体系风险。

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 | 6.90 | 9.71 | 12.40 | 8.71 | 7.72 |

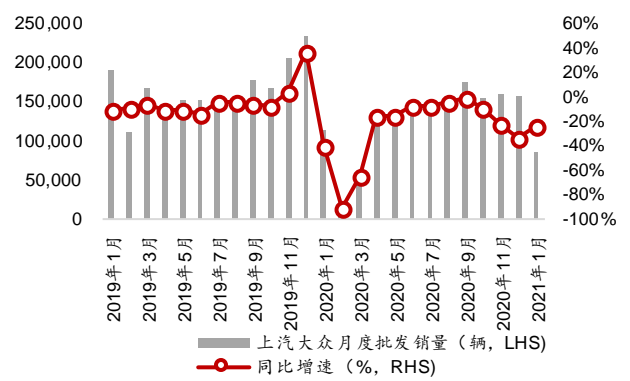
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量及同比 (辆; %)



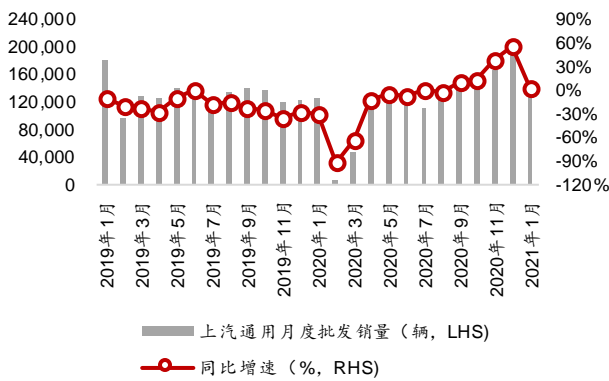
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 2 上汽大众月度批发销量及同比 (辆; %)



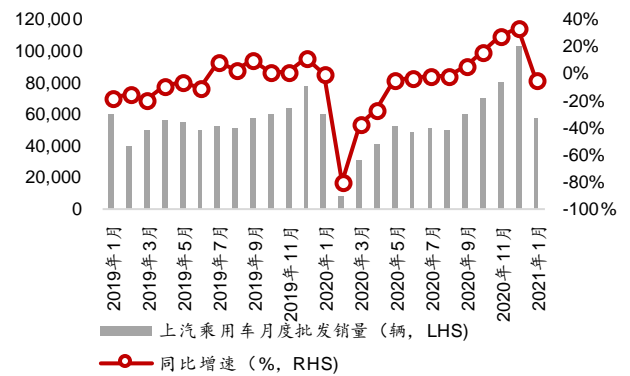
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 3 上汽通用月度批发销量及同比 (辆; %)



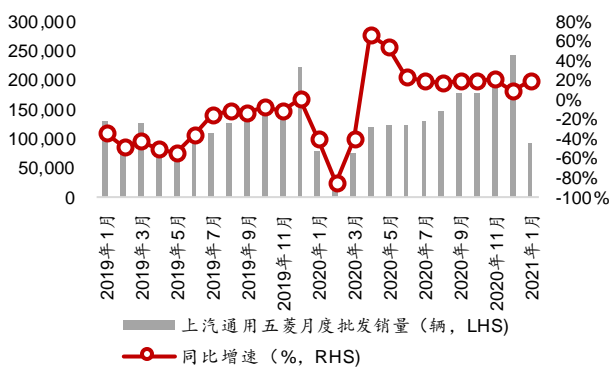
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 4 上汽乘用车月度批发销量及同比 (辆; %)



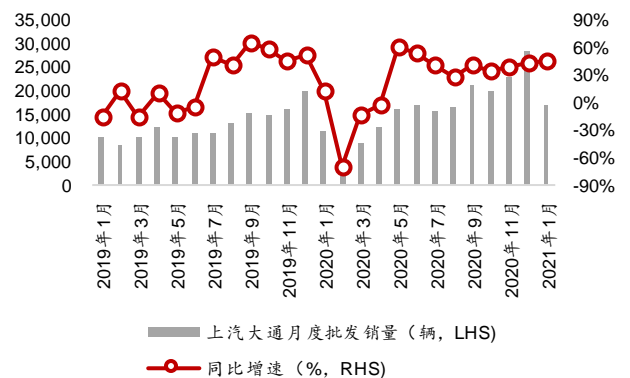
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 上汽通用五菱月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 6 上汽大通月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 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 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 5,669 | 3,993 | 5,681 | 6,416 | 成长能力 (%) | | | | |
| 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% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 2.19 | 1.72 | 2.44 | 2.76 | 毛利率 | 13.9% | 13.4% | 13.7% | 13.8% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 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 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 299,993 | 327,366 | 348,723 | 372,780 | 流动比率 | 1.10 | 1.18 | 1.26 | 1.33 |
| 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 | 经营效率 (%) | | | | |
| 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 | 每股指标 (元) | | | | |
| 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 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 66,553 | 66,553 | 66,553 | 66,553 | PE | 9.71 | 12.40 | 8.71 | 7.72 |
| 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。