

汽车

上汽集团 (600104.SH)

维持评级

报告原因：公司点评

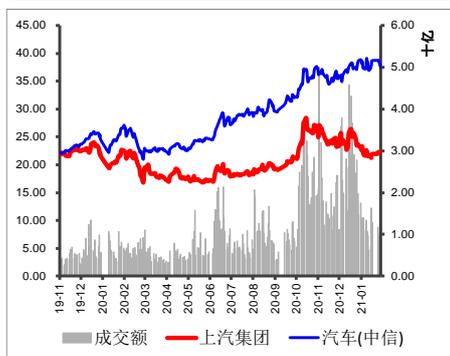
上汽通用增长稳定，静待上汽大众逐步回暖

买入

2021年2月25日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021-02-23

收盘价(元):	21.87
年内最高/最低(元):	27.32/20.68
流通A股/总股本(亿):	116.83/116.83
流通A股市值(亿):	2,555.17
总市值(亿):	2,555.17

基础数据：2020-9-30

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

点评

➤ 月产销同比持续增长，同比增幅略有下降。2021年1月，公司汽车产销比为0.94倍（前值1.12倍），汽车当月产销量分别为43.04万辆和40.31万辆，产量环比-35.22%，销量环比-46.01%，同比分别+2.73%、+0.72%，分别较上月-5.89pct、-6.30pct，销量持续8个月同比正增长，且同比增速较为稳定。全年累计产销量产销比为0.94倍（前值1.02倍），累计汽车产销量分别为43.04万辆和40.31万辆，同比分别+2.73%和+0.72%，分别较上月+79.00+13.91pct和+10.94pct，1月上汽整体销量同比仍维持正增长，但考虑到去年过年假期以及疫情影响，整体表现一般。

➤ 上汽大通、上汽通用与五菱表现较好，上汽大众表现不佳。子品牌来看，2021年1月，上汽大众销售86100辆，同比-23.81%；上汽通用销售130077辆，同比+3.68%；上汽乘用车销售57250辆，同比-4.62%；上汽大通销售16803辆，同比+46.02%；上汽通用五菱销售93262辆，同比+19.20%。

➤ 英朗、五菱宏光、五菱宏光MINI EV、别克GL8、名爵ZS增长稳定。销量排名前五车型分别为1、英朗，月销42233辆；2、五菱宏光S月销39184辆；3、朗逸月销36369辆；4、宏光MINI EV月销32097辆；5、途观L月销27316辆。

分品牌来看，销量与增长势头表现较好的有：上汽大通G50、EUNIQ6；上汽大众朗逸、途观L；上汽通用别克英朗与昂科威；上汽通用五菱宏光S与MINI EV；上汽通用雪佛兰科鲁泽；上汽名爵5与名爵ZS；上汽通用凯迪拉克XT5、XT4、CT5；宝骏520、宝骏510；荣威i5、RX5；斯柯达系列表现较为不稳定。

投资建议：

行业层面，我国经济复苏态势持续向好，三四线城市购车潜力较大。同时，随着电动车品质与基础设施逐步完善，电动车的认可度也在逐渐提高，长期来看，汽车消费仍有望整体保持较高基数的同时低速增长。

公司层面，美系车型销量逐步回暖，五菱与宝骏爆款车型较多，名爵车型增速较快，未来有望带动公司销量进一步的提升。去年，受到产品投放周期、疫情等因素影响，上汽大众销量下滑较多，对公司业绩产生了不利的影响，但未来随着ID.4 X在内的三款MEB车型，以及途昂、途观L、帕萨特、新明锐等经典车型的焕新，预计上汽大众整体销量会有个迅速的回升。

在此基础上，预计公司2020年、2021年EPS为1.78元、2.13元，对应公司2021年2月24日收盘价21.31元/股，公司2020年、2021年PE为11.96倍、9.99倍，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；行业政策大幅调整。

目录

1.产销数据分析.....	3
2.子品牌销售分析.....	5
3.车型销售分析.....	7
4.盈利预测及投资建议.....	11
5.风险提示.....	11

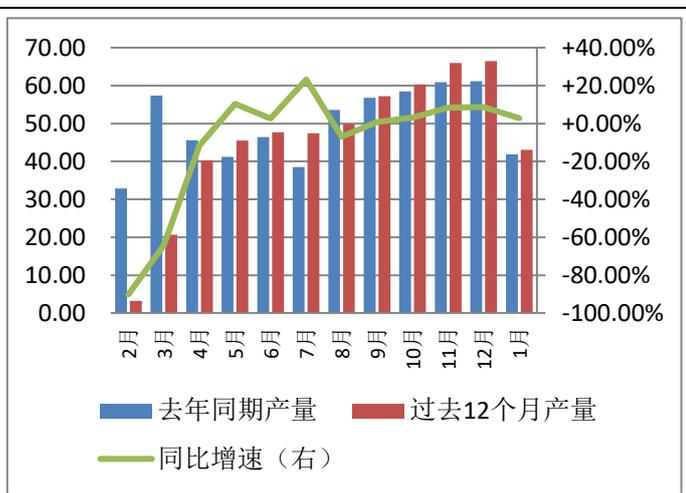
图表目录

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）.....	3
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）.....	3
图 3：公司汽车月销量（万辆，%）.....	3
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）.....	3
图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）.....	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）.....	4
图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）.....	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）.....	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：子品牌销量情况（辆，%）.....	5
图 12：子品牌口径月产量情况（辆，%）.....	5
图 13：子品牌口径月销量情况（辆，%）.....	6
图 14：子品牌累计产量情况（辆，%）.....	6
图 15：子品牌累计销量情况（辆，%）.....	6
图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）.....	7
表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）.....	11

1.产销数据分析

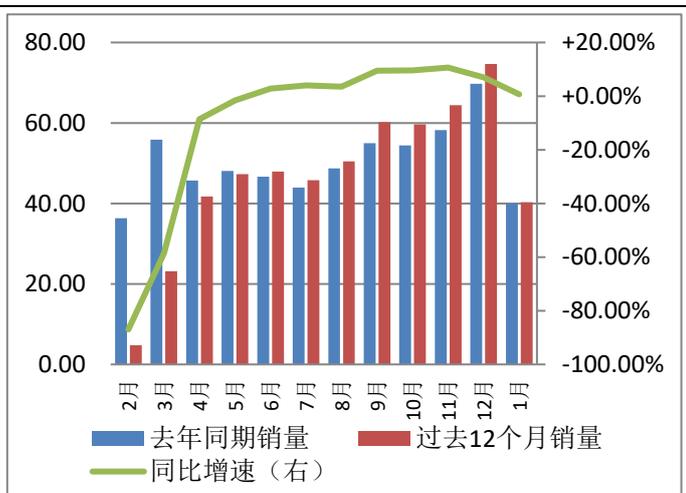
月产销同比持续增长，同比增幅略有下降。2021年1月，公司汽车产销比为0.94倍（前值1.12倍），汽车当月产销量分别为43.04万辆和40.31万辆，产量环比-35.22%，销量环比-46.01%，同比分别+2.73%、+0.72%，分别较上月-5.89pct、-6.30pct，销量持续8个月同比正增长，且同比增速较为稳定。全年累计产销量产销比为0.94倍（前值1.02倍），累计汽车产销量分别为43.04万辆和40.31万辆，同比分别+2.73%和+0.72%，分别较上月+79.00+13.91pct和+10.94pct，1月上汽整体销量同比仍维持正增长，但考虑到去年过年假期以及疫情影响，整体表现一般。

图1：公司汽车月产量（万辆，%）



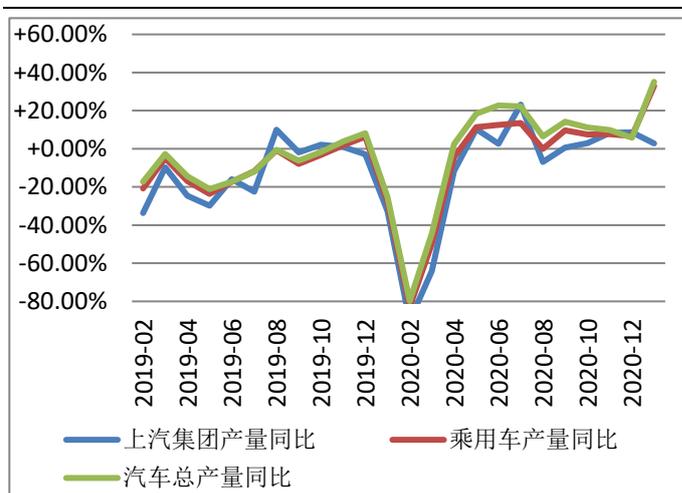
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：公司汽车月销量（万辆，%）



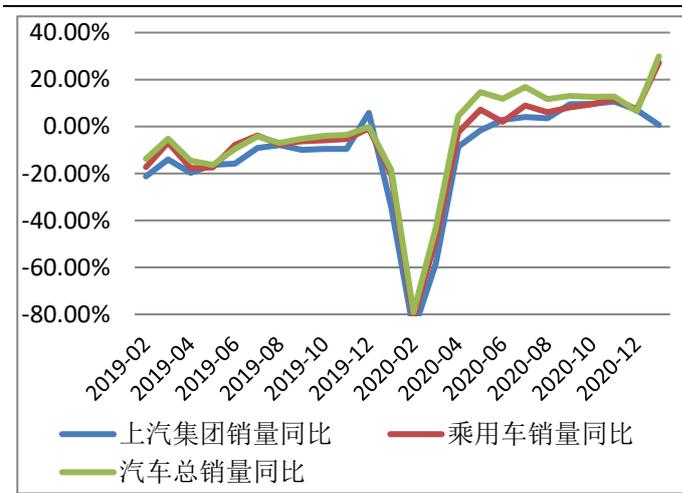
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

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：公司汽车累计产量（万辆，%）



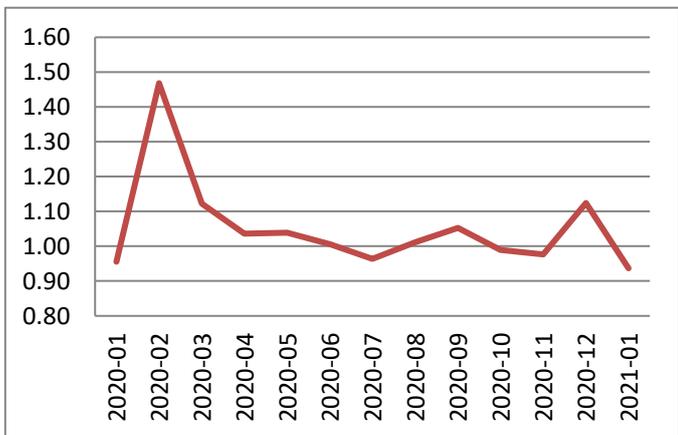
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）



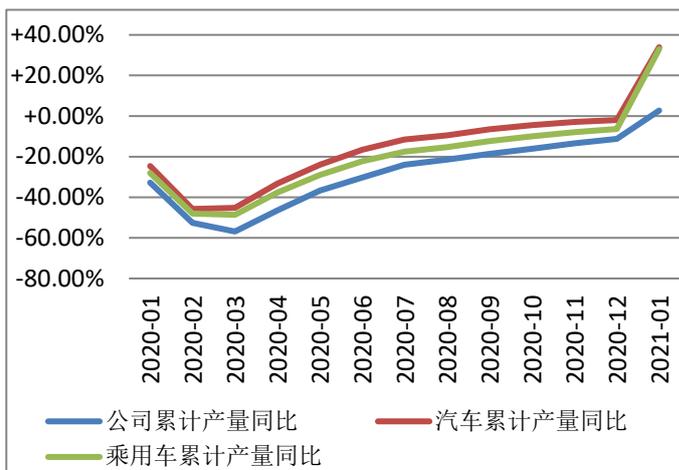
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



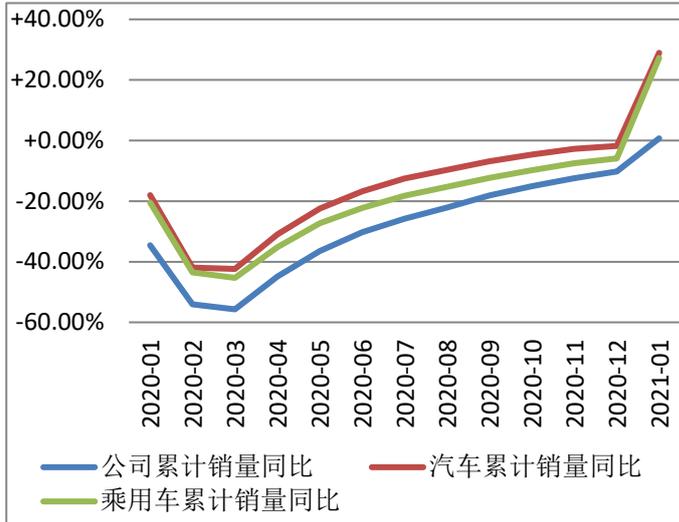
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）



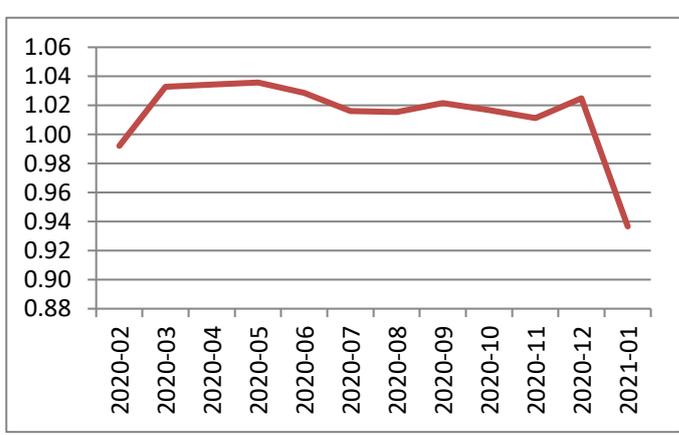
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）



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）

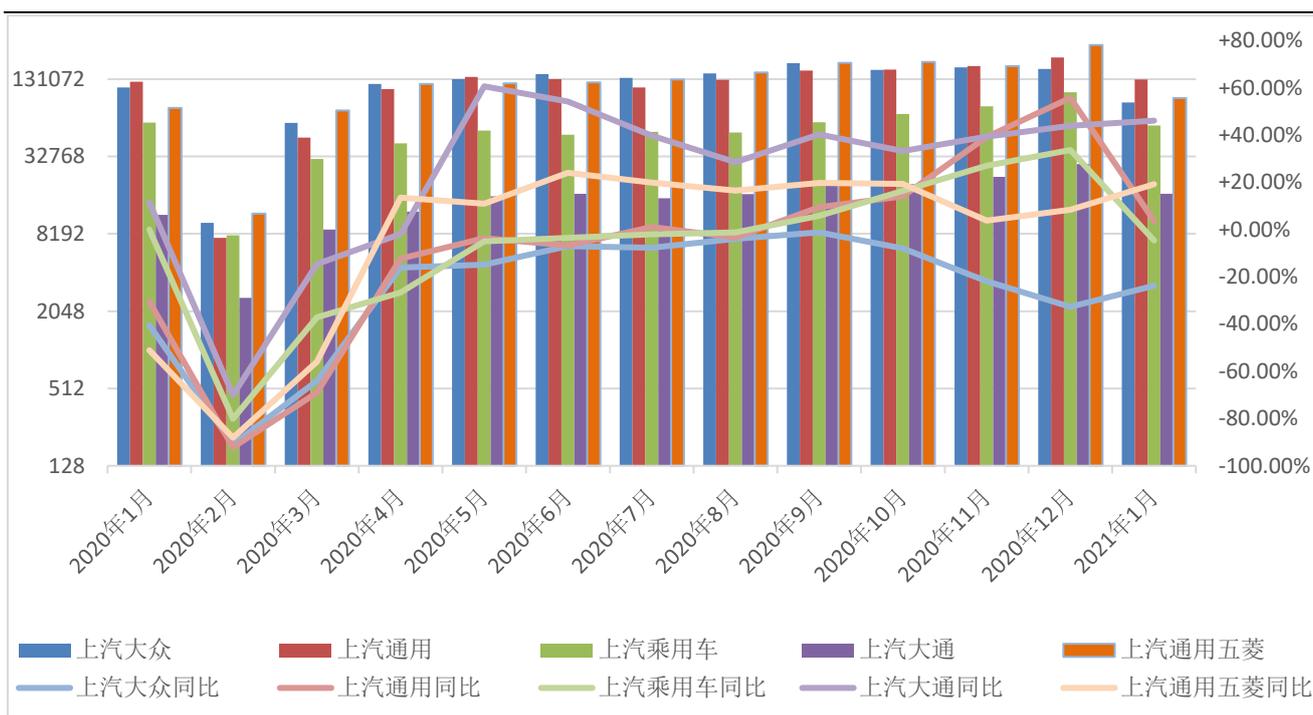


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.子品牌销售分析

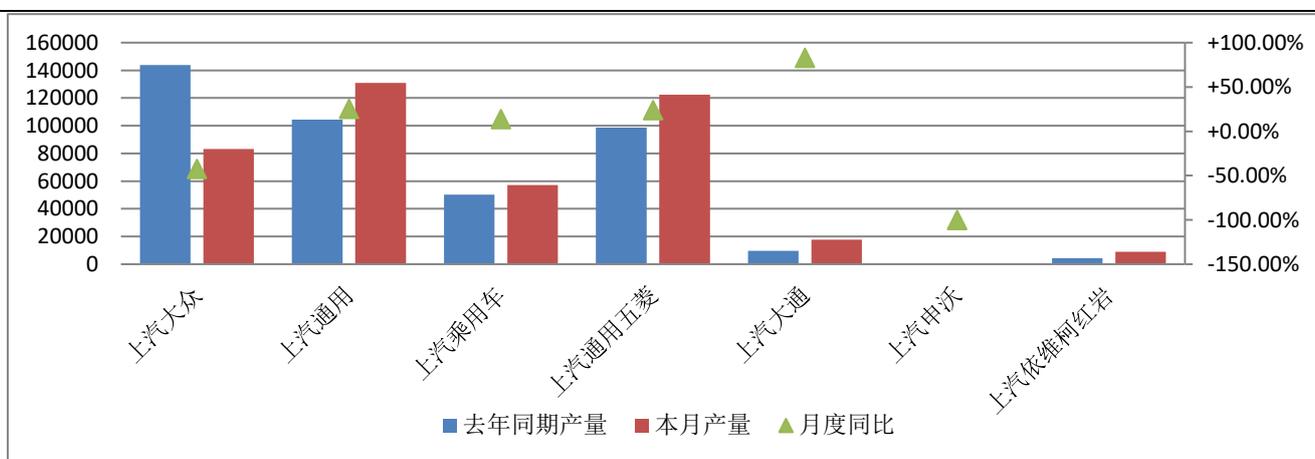
上汽大通、上汽通用与五菱表现较好，上汽大众表现不佳。子品牌来看，2021年1月，上汽大众销售86100辆，同比-23.81%；上汽通用销售130077辆，同比+3.68%；上汽乘用车销售57250辆，同比-4.62%；上汽大通销售16803辆，同比+46.02%；上汽通用五菱销售93262辆，同比+19.20%。

图 11：子品牌销量情况（辆，%）



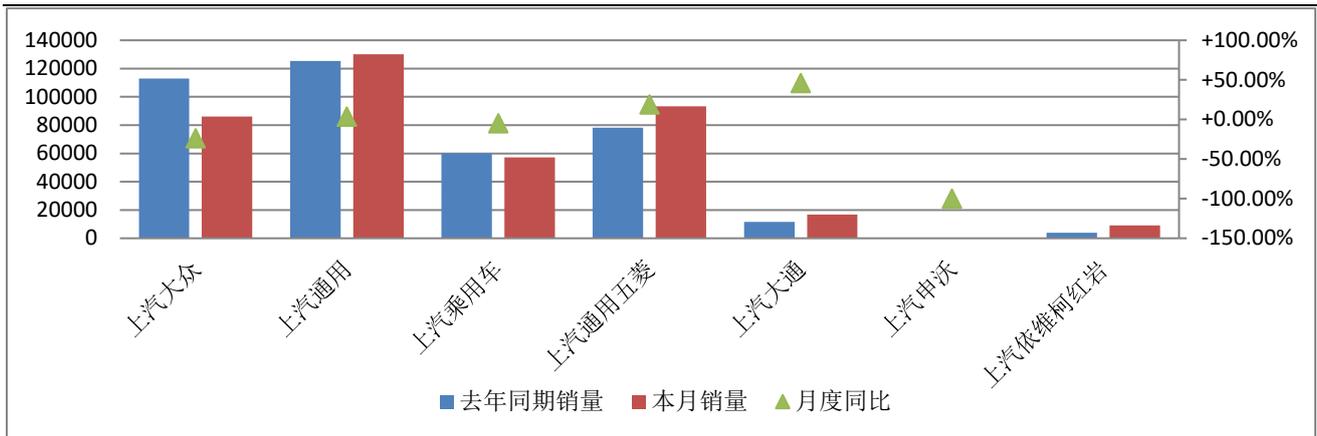
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：子品牌口径月产量情况（辆，%）



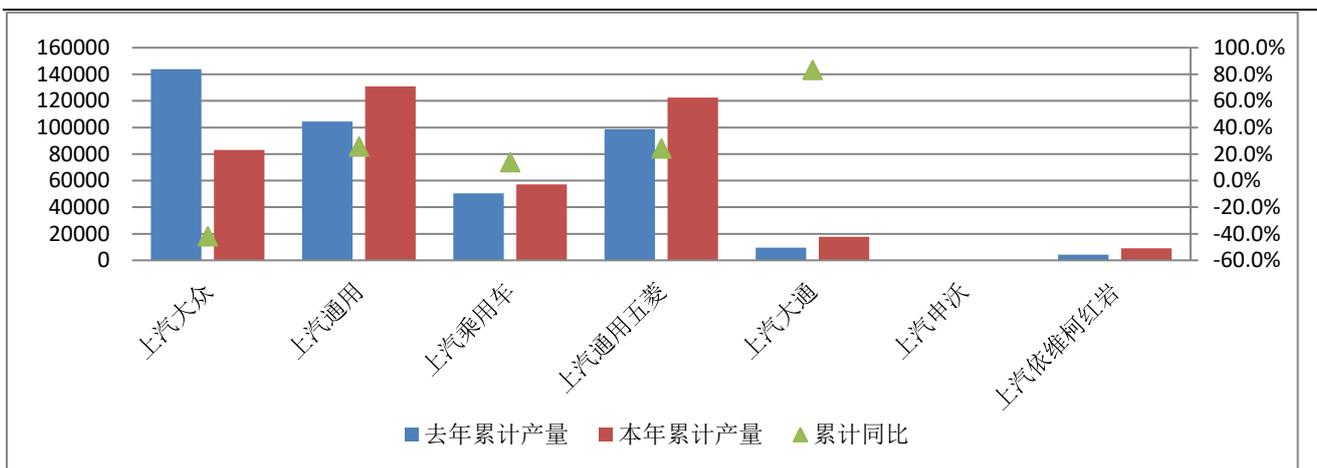
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 13：子品牌口径月销量情况（辆，%）



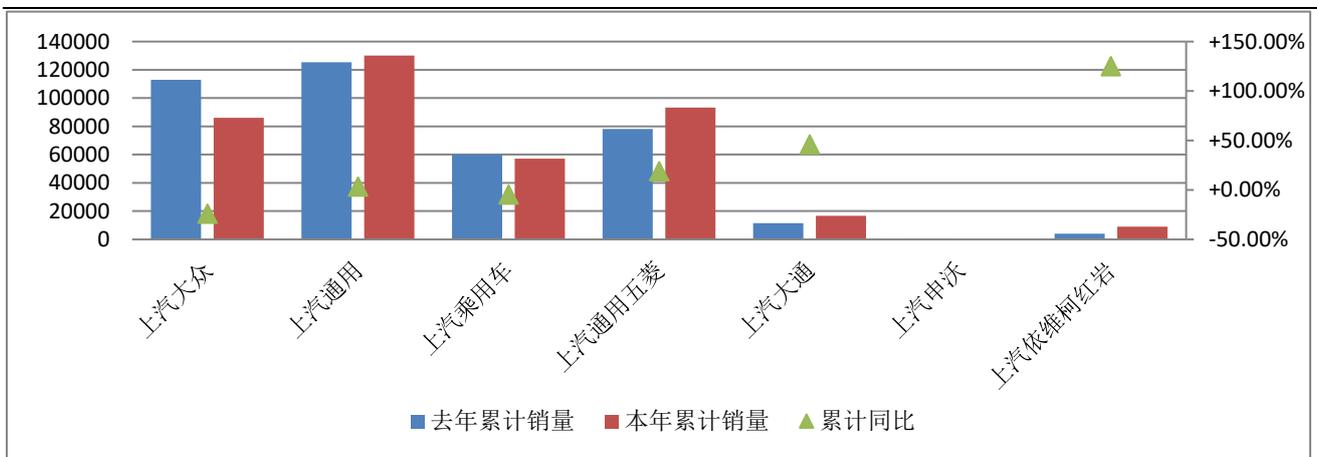
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 14：子品牌累计产量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 15：子品牌累计销量情况（辆，%）



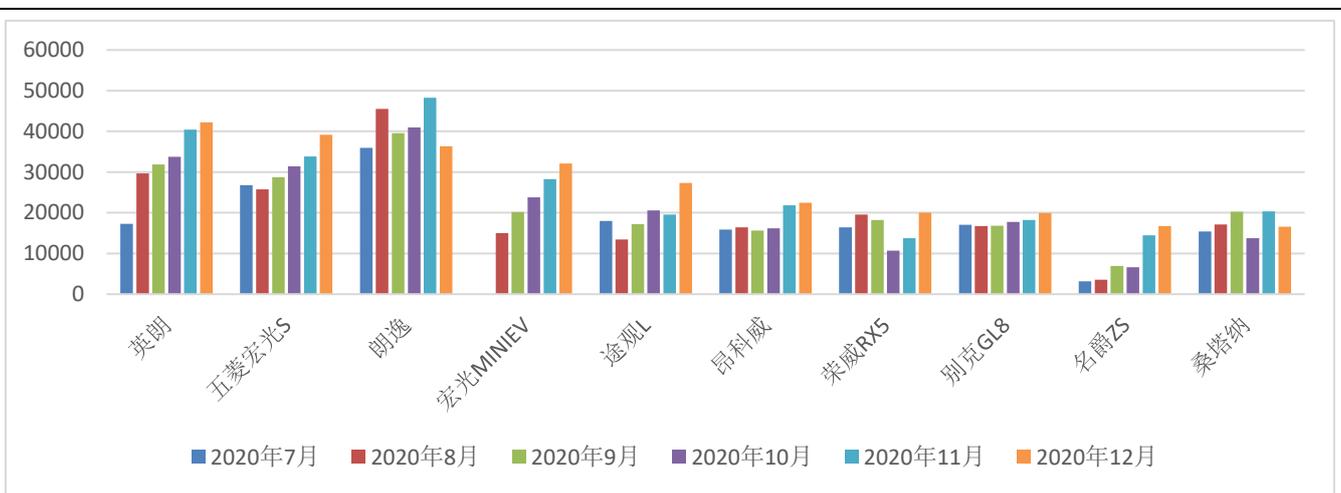
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

3.车型销售分析

英朗、五菱宏光、五菱宏光 MINIEV、别克 GL8、名爵 ZS 增长稳定。销量排名前五车型分别为 1、英朗，月销 42233 辆；2、五菱宏光 S 月销 39184 辆；3、朗逸月销 36369 辆；4、宏光 MINIEV 月销 32097 辆；5、途观 L 月销 27316 辆。

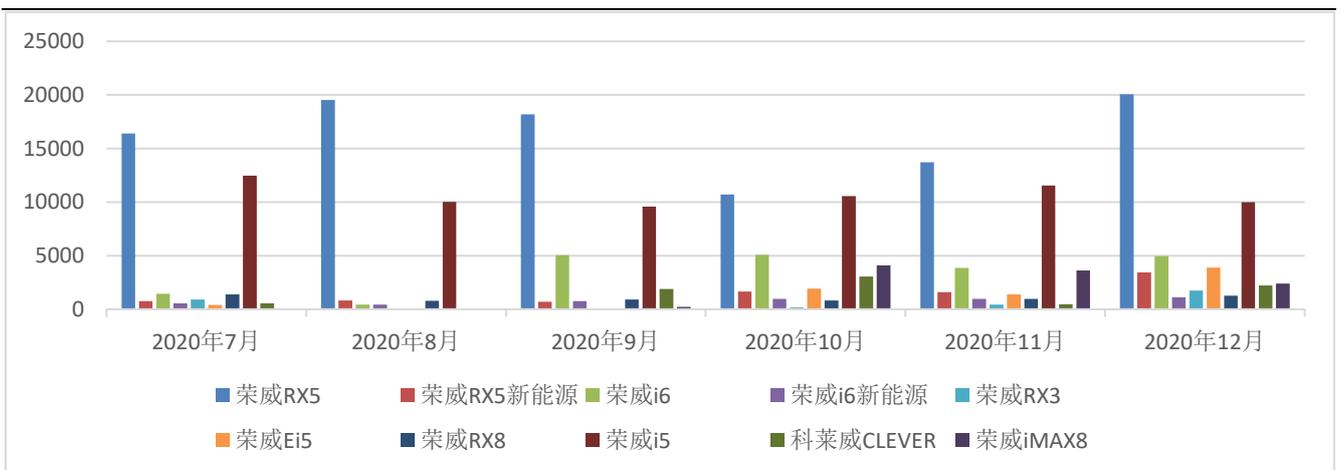
分品牌来看，销量与增长势头表现较好的有：上汽大通 G50、EUNIQ 6；上汽大众朗逸、途观 L；上汽通用别克英朗与昂科威；上汽通用五菱宏光 S 与 MINIEV；上汽通用雪佛兰科鲁泽；上汽名爵 5 与名爵 ZS；上汽通用凯迪拉克 XT5、XT4、CT5；宝骏 520、宝骏 510；荣威 I5、RX5；斯柯达系列表现较为不稳定。

图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）



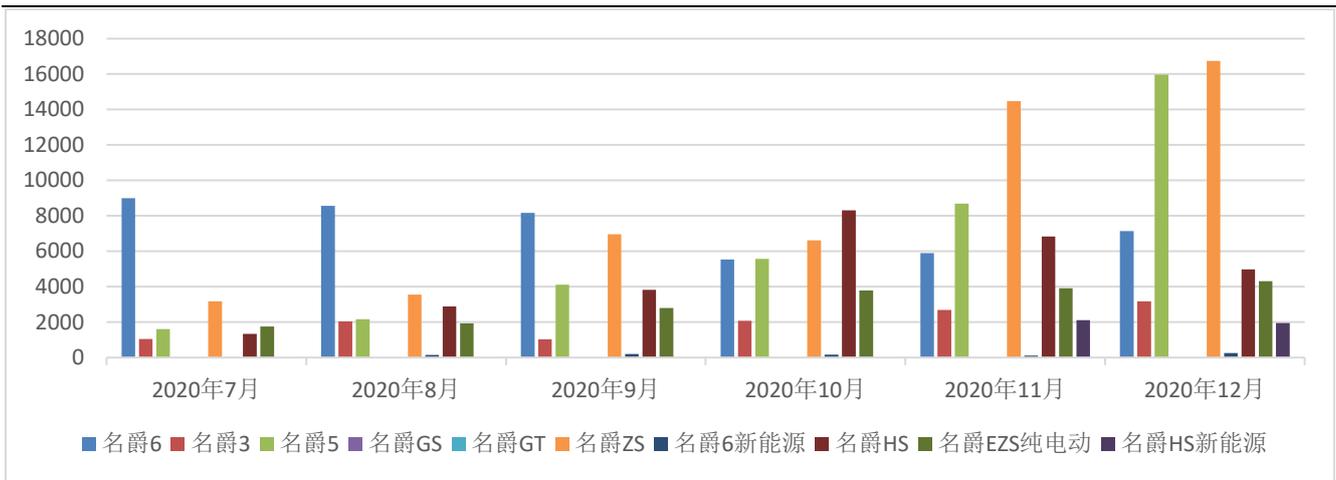
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 17：荣威销量（辆）



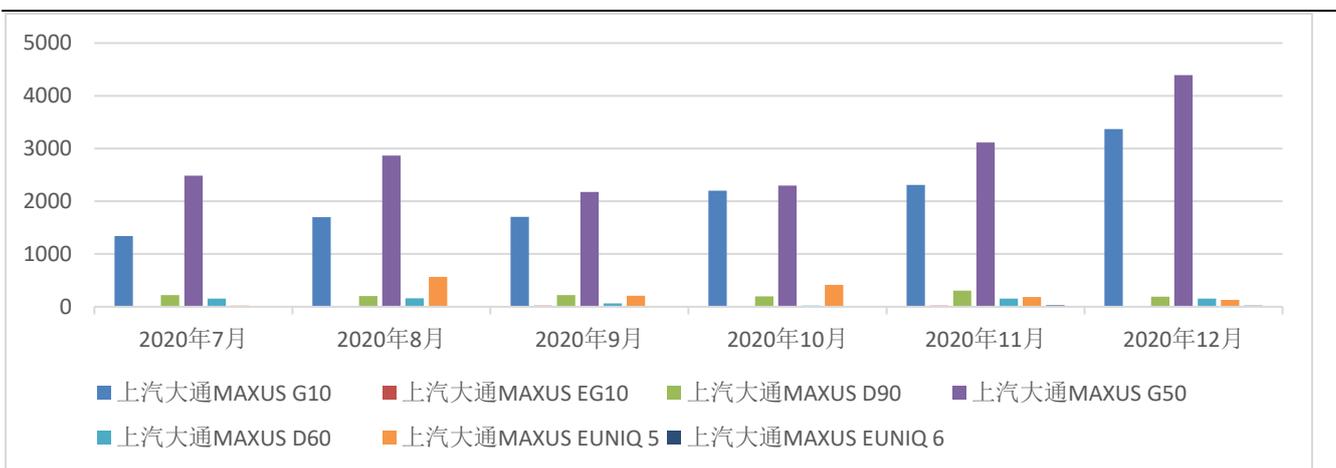
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 18：上汽名爵销量（辆）



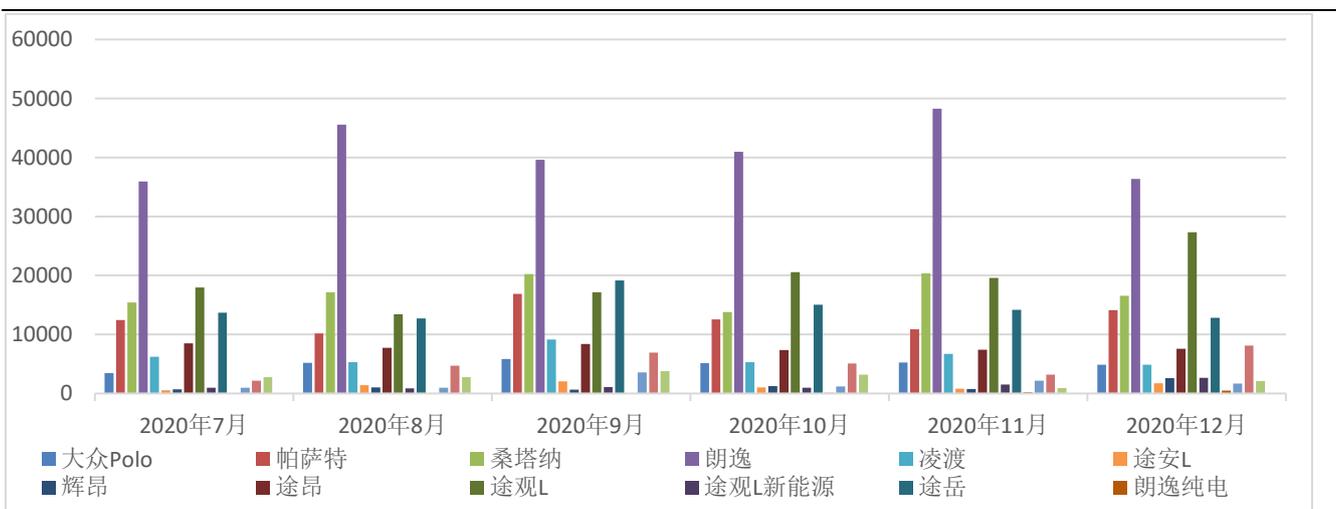
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 19：上汽大通销量（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

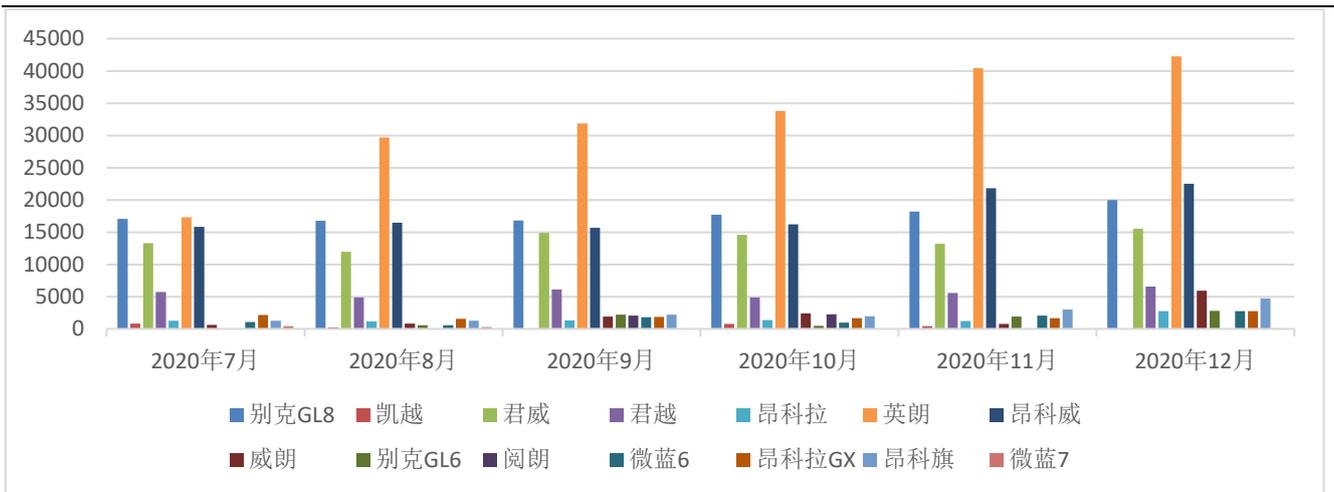
图 20：上汽大众销量（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

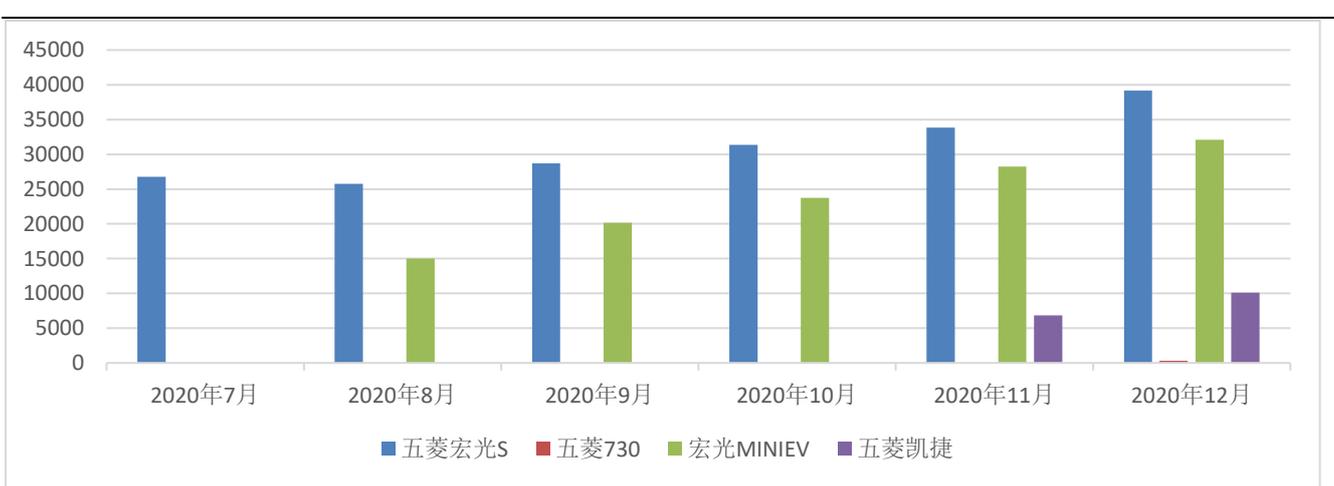


图 21：上汽通用别克销量（辆）



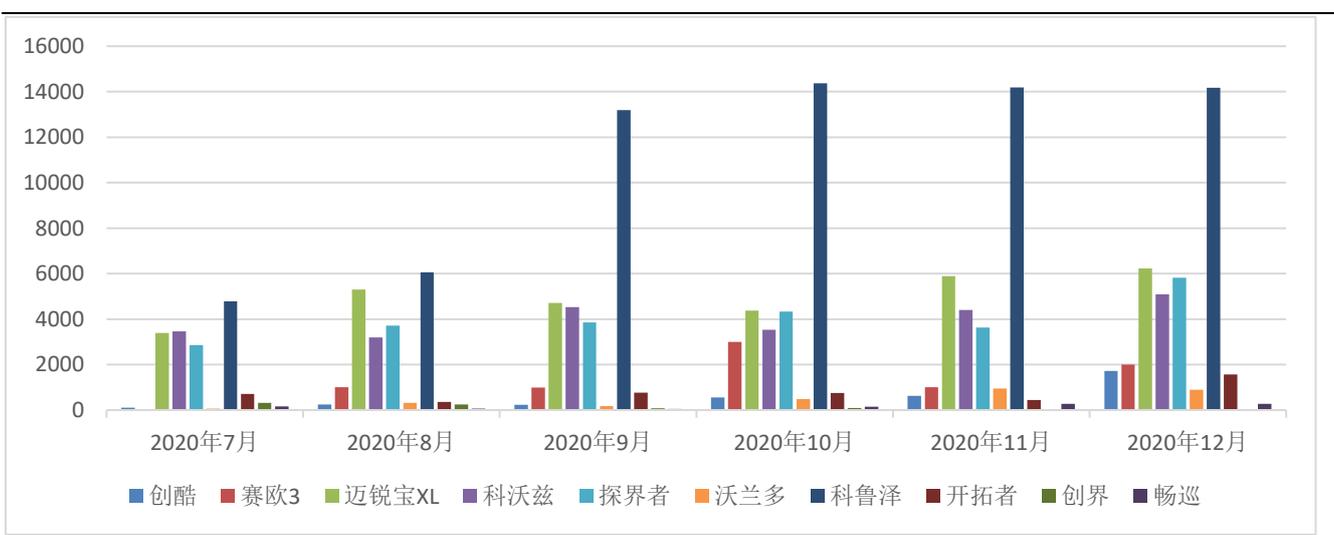
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 22：上汽通用五菱销量（辆）



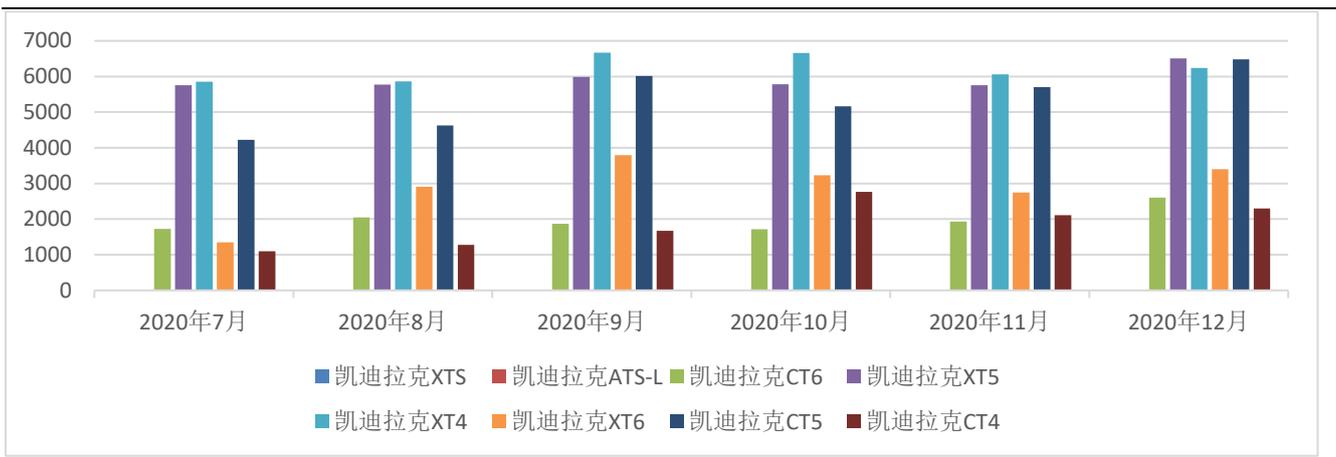
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 23：上汽通用雪佛兰销量（辆）



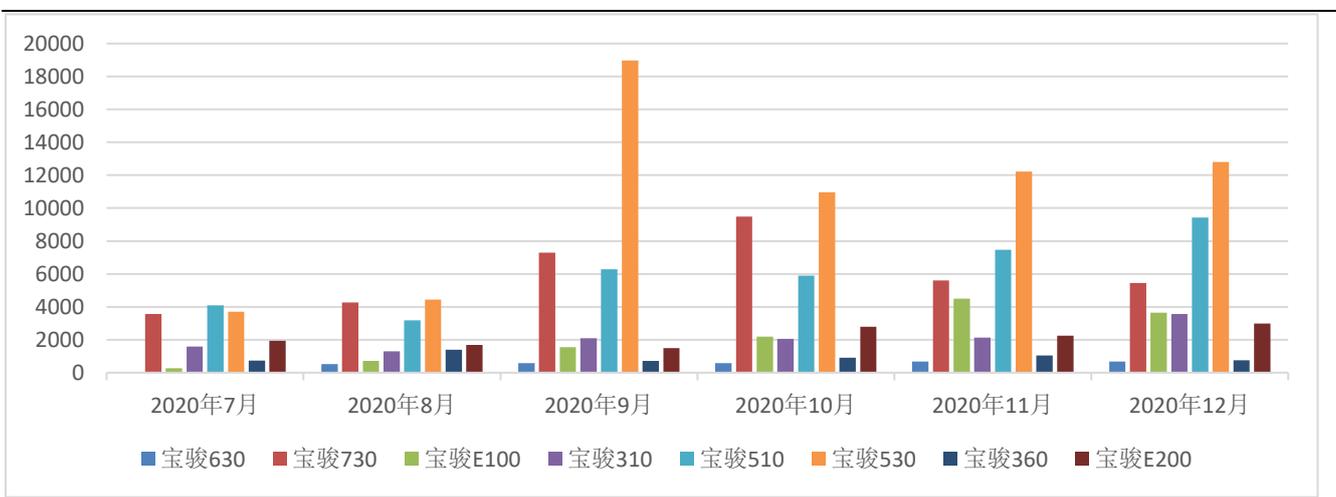
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 24：上汽通用凯迪拉克销量（辆）



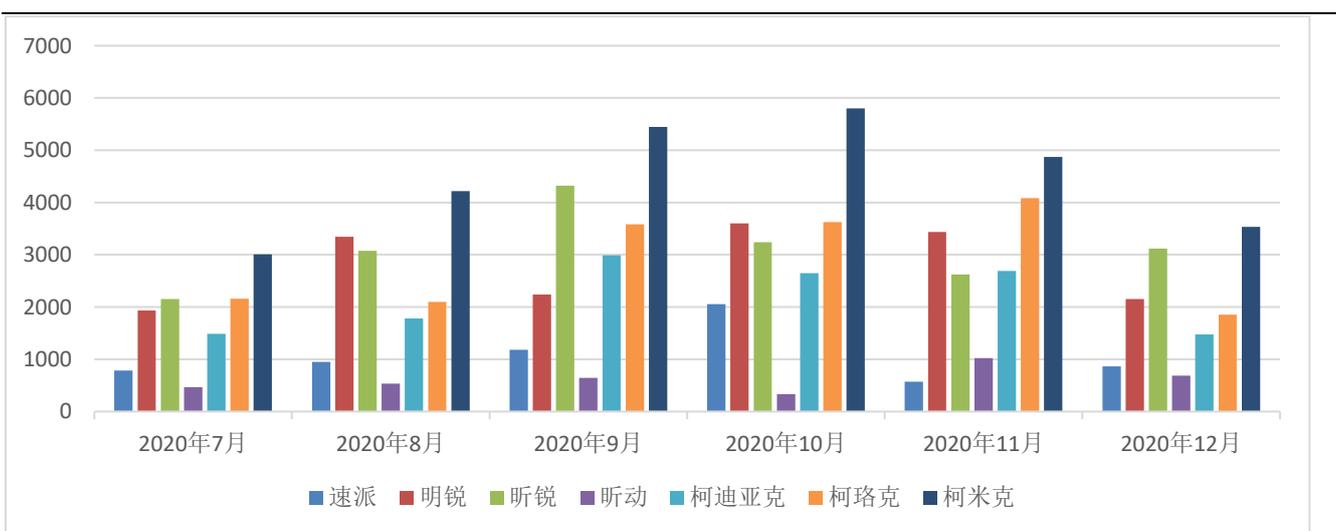
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 25：上汽通用宝骏销量（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 26：上汽斯柯达（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

4.盈利预测及投资建议

行业层面，我国经济复苏态势持续向好，三四线城市购车潜力较大。同时，随着电动车品质与基础设施逐步完善，电动车的认可度也在逐渐提高，长期来看，汽车消费仍有望整体保持较高基数的同时低速增长。

公司层面，美系车型销量逐步回暖，五菱与宝骏爆款车型较多，名爵车型增速较快，未来有望带动公司销量进一步的提升。去年，受到产品投放周期、疫情等因素影响，上汽大众销量下滑较多，对公司业绩产生了不利的影响，但未来随着 ID.4 X 在内的三款 MEB 车型，以及途昂、途观 L、帕萨特、新明锐等经典车型的焕新，预计上汽大众整体销量会有个迅速的回升。

在此基础上，预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 1.78 元、2.13 元，对应公司 2021 年 2 月 24 日收盘价 21.31 元/股，公司 2020 年、2021 年 PE 为 11.96 倍、9.99 倍，维持“买入”评级。

表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	843324.4	758991.9	821229.3	858184.6
收入同比(%)	-6.5%	-10.0%	8.2%	4.5%
归属母公司净利润	25603.4	20812.2	24930.6	28360.3
净利润同比(%)	-28.9%	-18.7%	19.8%	13.8%
每股收益(元)	2.19	1.78	2.13	2.43
P/E	9.98	12.28	10.25	9.01
P/B	1.02	1.06	1.01	0.97

数据来源：wind，山西证券研究所

5.风险提示

- 1) 行业景气度下行；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 行业政策大幅调整。



2021年2月24日									
资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	511,157.6	449,719.8	499,226.0	533,092.7	营业收入	843324.4	758991.9	821229.3	858184.6
现金	127,826.8	86,256.7	116,413.4	156,058.8	营业成本	726100.2	661841.0	710363.3	738038.7
应收账款	54,552.8	47,136.3	51,001.5	54,035.8	营业税金及附加	6609.9	6375.5	6405.6	6693.8
其他应收款	13,212.2	11,653.0	12,608.5	13,265.6	销售费用	57450.6	48575.5	54365.4	56811.8
预付账款	28,939.1	31,625.1	32,501.0	37,274.0	管理费用	22308.1	22769.8	24636.9	25745.5
存货	57,184.5	50,398.6	55,538.3	57,342.6	研发费用	13394.2	12143.9	13139.7	13731.0
其他流动资产	229,442.2	222,650.1	231,163.2	215,115.9	财务费用	24.4	850.3	968.3	56.4
非流动资产	338,175.7	328,422.6	332,710.4	320,203.1	加:其他费用	4378.6	4200.0	4200.0	4200.0
长期投资	64,617.0	51,276.0	62,274.5	59,389.2	资产减值损失	-1642.0	-681.6	289.8	159.1
固定资产	83,056.0	84,030.5	84,399.0	84,229.3	公允价值变动收益	1496.5	-413.8	197.9	6.0
无形资产	15,281.2	14,262.4	13,311.6	12,424.1	投资净收益	24930.4	22028.0	24028.0	24028.0
其他非流动资产	175,221.5	178,853.7	172,725.4	164,160.5	营业利润	40345.1	32931.7	39486.3	45182.2
资产总计	849,333.3	778,142.4	831,936.4	853,295.8	营业外收入	767.0	600.0	600.0	600.0
流动负债	462,803.3	396,921.1	426,697.6	423,354.7	营业外支出	154.3	140.0	140.0	140.0
短期借款	25,588.0	25,232.8	23,954.2	7,150.8	利润总额	40957.8	33391.7	39946.3	45642.2
应付账款	137,086.1	113,535.0	123,846.5	131,539.3	所得税	5668.9	5008.8	5991.9	6846.3
其他流动负债	300,129.2	258,153.3	278,896.9	284,664.5	净利润	35288.9	28383.0	33954.4	38795.9
非流动负债	85,690.4	80,321.1	84,885.9	87,174.9	少数股东损益	9685.5	7570.8	9023.7	10435.6
长期借款	19,137.0	20,377.0	21,578.0	22,498.0	归属母公司净利润	25603.4	20812.2	24930.6	28360.3
其他非流动负债	66,553.4	59,944.1	63,308.0	64,676.9	EBITDA	71705.1	48426.4	56436.0	62148.2
负债合计	548,493.7	477,242.2	511,583.5	510,529.6	EPS (元)	2.2	1.8	2.1	2.4
少数股东权益	51,137.6	58,708.4	67,732.1	78,167.7	主要财务比率				
股本	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	55,566.7	55,566.7	55,566.7	55,566.7	成长能力				
留存收益	166,124.0	174,941.7	185,370.6	197,348.4	营业收入	-6.53%	-10.00%	8.20%	4.50%
归属母公司股东权益	249,702.0	242,191.8	252,620.7	264,598.5	营业利润	-24.83%	-18.37%	19.90%	14.42%
负债和股东权益	849,333.3	778,142.4	831,936.4	853,295.8	归属于母公司净利润	-28.90%	-18.71%	19.79%	13.76%
					获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	13.90%	12.80%	13.50%	14.00%
					净利率(%)	3.04%	2.74%	3.04%	3.30%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	11.73%	9.43%	10.60%	11.32%
经营活动现金流	46,271.9	-45,299.6	47,090.7	46,681.7	ROIC(%)	665.25%	91.94%	50.11%	67.02%
净利润	35,288.9	20,812.2	24,930.6	28,360.3	偿债能力				
折旧摊销	13,474.5	6,700.5	7,041.7	7,378.7	资产负债率(%)	64.58%	61.33%	61.49%	59.83%
财务费用	2,025.9	850.3	968.3	56.4	净负债比率(%)	101.83%	124.46%	86.21%	78.55%
投资损失	-24,900.8	-22,000.0	-24,000.0	-24,000.0	流动比率	1.10	1.13	1.17	1.26
营运资金变动	-46,652.3	-58,138.0	28,638.6	24,285.7	速动比率	0.98	1.01	1.04	1.12
其他经营现金流	67,035.7	6,475.4	9,511.4	10,600.7	营运能力				
投资活动现金流	-39,264.4	42,329.4	3,167.8	31,111.6	总资产周转率	1.03	0.93	1.02	1.02
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	20.70	19.76	22.23	21.68
长期投资	6,313.4	13,341.0	-10,998.5	2,885.3	应付账款周转率	6.43	6.06	6.92	6.72
其他投资现金流	-45,577.8	28,988.4	14,166.3	28,226.3	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-3,093.7	-15,918.9	-13,837.3	-32,142.7	每股收益(最新摊薄)	2.19	1.78	2.13	2.43
短期借款	8,861.5	-355.2	-1,278.6	-16,803.3	每股经营现金流(最新摊薄)	3.96	-3.88	4.03	4.00
长期借款	-21.0	1,240.0	1,201.0	920.0	每股净资产(最新摊薄)	21.37	20.73	21.62	22.65
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	估值比率				
资本公积增加	243.7	0.0	0.0	0.0	P/E	10.0	12.3	10.2	9.0
其他筹资现金流	-12,178.0	-16,803.7	-13,759.7	-16,259.4	P/B	1.0	1.1	1.0	1.0
现金净增加额	3,913.8	-18,889.1	36,421.2	45,650.6	EV/EBITDA	0.85	1.71	1.08	0.46

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

