

公司研究

4Q20 业绩暂时承压，2021 年开启智能电动新品周期

——上汽集团（600104.SH）2020 年年报点评

要点

事件: 公司发布 2020 年年报, 2020 年实现营业收入 7421.3 亿元(同比-12.0%), 归母净利润 204.3 亿元(同比-20.2%), 归母扣非净利润 177.4 亿元(同比-17.8%)。同时公司公布分红预案, 拟派发现金红利 71.8 亿元(占 2020 年归母净利润的 35.13%, 考虑 2020 年公司回购 20.4 亿元后, 分红率为 45.11%)。

点评:

2020 年集团销量下滑幅度高于行业水平, 收入规模走弱: 受疫情影响, 2020 年公司销量同比下滑 10.2%至 560 万辆, 下滑幅度高于乘用车整体水平, 致使全年营业收入同比下滑 12%。4Q20 随着销量环比改善(公司 Q4 销量环比+14.2%), 收入环比增长 13.3%至 2434.7 亿元。

合资公司业绩承压拖累公司全年业绩: 公司 2020 年归母净利润同比减少 51.7 亿元, 其中长期股权投资收益同比减少 87 亿元(同比-37.8%), 是公司业绩承压的最大因素。具体看, 上汽大众 2020 年净利润同比下滑 22.7%, 净利率 8.9%(同比+0.4pct), 投资收益贡献同比减少约 22.7 亿元; 上汽通用 2020 年净利润同比下滑 62.6%, 净利率 2.3%(同比-3.5pct), 投资收益贡献同比减少约 34.3 亿元。

减值计提、合资公司业绩承压和所得税提升致 Q4 业绩环比下滑: 公司 4Q20 归母净利润 37.8 亿元(环比-54.2%), 增收不增利, 原因: 1) Q4 资产和信用减值损失环比增加 28.7 亿元; 2) 合资公司投资收益环比减少 26.7 亿元, 上汽大众和上汽通用 Q4 销量环比增长未带动利润增长; 3) Q4 所得税率为 32.5%(环比+21.8pct), 所得税环比增加 25.2 亿元, 主要系递延所得税调整所致。我们判断上述减值计提、递延所得税调整的影响是暂时的, 未来或回归正常水平。

小幅下修盈利预测, 维持“增持”评级: 展望 2021 年, 我们判断国内乘用车销量预计同比增长 5%~10%, 公司业绩有望随行业需求复苏而修复。2021 年是自主品牌开启新一轮基于智能网联电动化的产品周期的元年(1 月发布与阿里合资的智己汽车品牌、2 月 R 品牌主打 5G 技术的 MARVEL R 上市、3 月 R 品牌发布包含智能驾驶、智能座舱、三电科技的 R-TECH 技术)。同时, 2021 年也是上汽大众电动化转型元年, 首款 MEB 车型 ID.4 上市, ID.3 和 ID.6 接续推出, 品牌力和产品力有望助力 MEB 车型热销。考虑缺芯影响因素, 我们小幅下修 21E、22E 归母净利润至 264 亿元(下调 2.5%)和 322 亿元(下调 1.4%), 预测 23E 归母净利润为 393 亿元, 对应 EPS 为 2.26、2.76、3.36 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 1. 疫情反复致需求复苏存不确定性; 2. 新品销量不及预期; 3. 市场竞争加剧; 4. 汇率风险; 5. 汽车芯片短缺的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	843,324	742,132	838,729	897,233	940,316
营业收入增长率	-6.53%	-12.00%	13.02%	6.98%	4.80%
净利润(百万元)	25,603	20,431	26,381	32,190	39,307
净利润增长率	-28.90%	-20.20%	29.12%	22.02%	22.11%
EPS(元)	2.19	1.75	2.26	2.76	3.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.25%	7.85%	9.45%	10.76%	12.23%
P/E	9	11	9	7	6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测。股价时间为 2021-03-25

增持(维持)

当前价: 19.95 元

作者

分析师: 杨耀先

执业证书编号: S0930520120001

021-52523656

yangyx@ebscn.com

分析师: 邵将

执业证书编号: S0930518120001

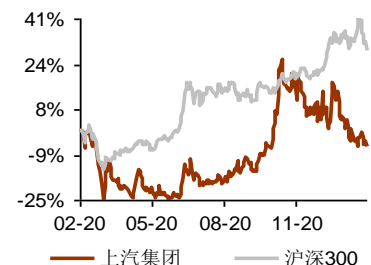
021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	116.83
总市值(亿元)	2330.85
一年最低/最高(元)	16.74/28.80
近 3 月换手率:	32.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.81	-20.20	-27.93
绝对	-6.12	-22.50	4.41

资料来源: Wind

相关研报

低基数放大行业复苏趋势——2021 年 2 月汽车销量跟踪报告(2021-03-12)

2021 年光大汽车时钟怎么转? ——汽车行业 2021 年春季投资策略(2021-03-03)

业绩改善+底部估值, 凸显投资价值 ——上汽集团(600104.SH)2020 年中报业绩点评(2020-08-27)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	843,324	742,132	838,729	897,233	940,316
营业成本	730,588	649,972	729,679	779,289	808,499
折旧和摊销	12,781	13,534	10,825	11,591	12,497
税金及附加	6,610	5,760	6,710	7,178	7,523
销售费用	57,451	38,067	42,775	44,862	47,016
管理费用	22,308	21,818	20,968	22,431	23,508
研发费用	13,394	13,395	14,258	17,945	18,806
财务费用	24	517	-13	272	243
投资收益	24,901	21,010	20,661	23,949	26,000
营业利润	40,345	35,607	40,953	49,994	61,202
利润总额	40,958	35,892	41,382	50,493	61,659
所得税	5,669	6,704	6,207	7,574	9,249
净利润	35,289	29,188	35,175	42,919	52,410
少数股东损益	9,686	8,757	8,794	10,730	13,102
归属母公司净利润	25,603	20,431	26,381	32,190	39,307
EPS(按最新股本计)	2.19	1.75	2.26	2.76	3.36

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	46,272	37,518	71,156	65,263	63,632
净利润	25,603	20,431	26,381	32,190	39,307
折旧摊销	12,781	13,534	10,825	11,591	12,497
净营运资金增加	-10,800	-43,189	-25,635	16,648	25,007
其他	18,688	46,742	59,585	4,834	-13,180
投资活动产生现金流	-39,264	-7,110	-8,036	-4,877	-5,532
净资本支出	-25,079	-14,214	-16,676	-18,341	-20,173
长期投资变化	64,617	59,650	-8,781	-10,178	-11,050
其他资产变化	-78,802	-52,546	17,421	23,643	25,691
融资活动现金流	-3,094	-15,852	-4,390	-10,456	-8,423
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	23,852	6,431	-5,171	-304	7,384
无息负债变化	26,592	54,449	55,323	31,355	22,091
净现金流	3,605	14,025	58,730	49,930	49,676

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.4%	12.4%	13.0%	13.1%	14.0%
EBITDA 率	3.9%	4.5%	4.9%	4.6%	5.5%
EBIT 率	2.3%	2.5%	3.6%	3.3%	4.1%
税前净利润率	4.9%	4.8%	4.9%	5.6%	6.6%
归母净利润率	3.0%	2.8%	3.1%	3.6%	4.2%
ROA	4.2%	3.2%	3.5%	4.1%	4.7%
ROE (摊薄)	10.3%	7.9%	9.4%	10.8%	12.2%
经营性 ROIC	5.0%	5.2%	9.5%	8.5%	10.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	65%	66%	66%	65%	64%
流动比率	1.10	1.11	1.13	1.15	1.17
速动比率	0.99	0.97	0.98	1.00	1.03
归母权益/有息债务	2.85	2.76	3.14	3.37	3.35
有形资产/有息债务	9.10	9.20	10.62	11.35	11.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	849,333	919,415	997,533	1,059,228	1,123,981
货币资金	127,827	142,565	201,295	251,225	300,901
交易性金融资产	49,797	54,801	54,801	54,801	54,801
应收帐款	41,341	43,603	48,148	52,536	53,097
应收票据	6,245	3,486	3,743	3,804	4,200
其他应收款 (合计)	14,603	11,192	12,971	15,020	14,251
存货	54,399	69,395	78,981	85,791	86,421
其他流动资产	134,733	149,025	141,913	119,478	110,885
流动资产合计	511,158	566,175	627,650	673,254	718,780
其他权益工具	18,282	20,698	20,905	21,115	21,326
长期股权投资	64,617	59,650	68,431	78,609	89,659
固定资产	83,056	82,982	81,345	82,906	85,958
在建工程	16,188	13,133	18,584	23,548	28,229
无形资产	15,281	16,021	15,481	15,172	14,842
商誉	1,481	1,485	1,485	1,485	1,485
其他非流动资产	87,845	103,984	106,921	106,921	106,921
非流动资产合计	338,176	353,240	369,883	385,974	405,201
总负债	548,494	609,373	659,525	690,576	720,050
短期借款	25,588	23,629	18,223	17,683	24,828
应付账款	137,086	148,948	174,511	190,272	201,447
应付票据	32,962	56,099	66,627	75,053	81,909
预收账款	11,873	0	0	0	0
其他流动负债	115,692	118,991	131,223	130,844	132,101
流动负债合计	462,803	510,884	557,280	585,936	613,843
长期借款	19,137	23,608	23,608	23,608	23,608
应付债券	16,162	23,492	23,492	23,492	23,492
其他非流动负债	45,713	47,166	55,142	57,537	59,105
非流动负债合计	85,690	98,489	102,245	104,640	106,207
股东权益	300,840	310,041	338,008	368,652	403,931
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
公积金	96,410	97,870	97,870	97,870	97,870
未分配利润	125,281	134,964	154,101	173,980	196,119
归属母公司权益	249,702	260,103	279,276	299,190	321,366
少数股东权益	51,138	49,938	58,732	69,462	82,564

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.81%	5.13%	5.10%	5.00%	5.00%
管理费用率	2.65%	2.94%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	0.00%	0.07%	0.00%	0.03%	0.03%
研发费用率	1.59%	1.80%	1.70%	2.00%	2.00%
所得税率	14%	19%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.88	0.62	1.05	1.47	1.79
每股经营现金流	3.96	3.21	6.09	5.59	5.45
每股净资产	21.37	22.26	23.90	25.61	27.51
每股销售收入	72.18	63.52	71.79	76.80	80.48

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9	11	9	7	6
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.9	10.6	7.6	7.9	6.7
股息率	4.4%	3.1%	5.3%	7.4%	9.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------