

汽车

上汽集团 (600104.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

利润端情况改善，创新业务优势扩大

买入

2021年3月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021-3-25

收盘价(元):	19.95
年内最高/最低(元):	27.32/19.73
流通A股/总股本(亿):	116.83/116.83
流通A股市值(亿):	2330.85
总市值(亿):	2330.85

基础数据：2020-12-31

基本每股收益(元/股):	1.75
每股净资产(元):	22.26
净资产收益率(%):	8.02

分析师：张湃

执业登记编码：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

事件描述：公司发布2020年年报，2020年，公司实现营业收入7230.43亿元，同比-12.52%；归母净利润204.31亿元，同比-20.20%；扣非归母净利润177.44亿元，同比-17.78%。

事件点评

➢ **全年业绩下滑，利润端情况改善。**2020年，新冠肺炎疫情爆发，以及芯片短缺等因素，为汽车行业带来一定下行压力，公司收入端、利润端压力加大。2020年，公司营收、归母净利润、扣非归母净利润同比分别下降12.52%、20.20%、17.78%；2020Q4，公司三项指标同比分别下降6.04%、21.36%、7.46%。下半年，行业层面，国内宏观经济回暖，叠加政策推动，以及2019下半年低基数，国内汽车市场整体呈现回暖态势；公司层面，公司挖掘细分市场机遇，加大新车投放，并持续提升新能源汽车、国际经营等创新业务的竞争优势，公司产销整体回暖，利润端情况有所改善。2020年6月，公司汽车销量同比实现转正，且持续9个月同比正增长，公司全年实现整车销辆560万辆，同比下降10.2%，但下半年销量同比增长7.6%，同时公司季度销量同比增速呈现逐季攀升态势，且季度环比增速显著领先行业平均水平；2020年，公司归母净利润、扣非归母净利润分别为204.31亿元、177.44亿元，同比降幅分别较2019年收窄8.70pct、15.63pct。

➢ **销售费用率下降，Q4毛利率改善。**主要受收入准则调整及公司广告宣传等费用下降因素影响，公司销售费用整体下滑。2020年，公司销售费用同比下降33.74%，销售费用率为5.13%，同比-1.68pct，公司毛利率为10.76%，较2019年下降1.39pct，管理费用率、财务费用率分别为5.13%、4.74%、0.07%，同比分别+0.51pct、+0.07pct；2020Q4，公司毛利率改善较为明显，实现毛利率12.42%，环比+2.87pct，同比+1.02pct，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.26%、5.37%、-0.07%，环比分别+0.16pct、+1.70pct、-0.16pct，同比分别-0.59pct、+0.74pct、+0.18pct。

➢ **海外及新能源业务优势扩大，深挖市场潜力。**一方面，公司发挥差异化竞争优势，进一步扩大海外销量规模 and 市场份额，截止2020年底，公司产品和服务已进入全球60余个国家和地区，并培育形成了9个“万辆级”海外区域市，年整车出口销量连续五年蝉联全国第一；另一方面，市场及产品助力，公司新能源汽车2020年销量达32万辆，同比+73.4%，新能源汽



车销量集团排名位列全国第一，全球第三，同时公司持续推进新能源产业链建设，加大在关键技术方面的布局，整体完善新能源布局，有望为公司业绩提供持续增长点。

➤ **创新赋能，技术护航，看好公司长期竞争优势。**公司作为国内整车龙头，产业链布局充分、体系架构完整，抗风险能力整体较强。同时，公司一方面加强创新赋能，荣威推出新“狮标”和全新“R标”，五菱推出全球“银标”，上汽大通推出了新能源乘用车产品 EUNIQ 系列；另一方面，公司持续推进汽车行业新兴领域的布局，持续高研发投入，完善相关布局，新能源产业链建设、智能网联战略推进、数字化建设、移动出行和服务布局方面均有所调推进，后续随着公司相关技术逐步落地，有望助力公司进一步提升产品力和核心竞争力，扩大领先优势，看好公司长期竞争优势。

投资建议：公司车型覆盖面广，产品矩阵完善，产业链布局充分，具备长期竞争优势；同时，公司持续高研发，并加大在汽车行业新兴领域的布局，为公司积极转型奠定坚实的基础。在此基础上，预计公司 2021 年、2022 年 EPS 为 2.03 元、2.39 元，对应公司 2021 年 3 月 25 日收盘价 19.95 元/股，公司 2021 年、2022 年 PE 为 9.81 倍、8.36 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。

2021年3月25日

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	566,174.7	548,891.8	601,836.6	630,673.6	营业收入	742132.5	814119.3	865408.8	904352.2
现金	142,565.0	132,400.4	183,890.7	202,523.2	营业成本	645250.0	704397.0	744251.6	777742.9
应收账款	53,439.2	55,643.2	59,148.7	62,913.7	营业税金及附加	5759.8	6350.1	6750.2	7053.9
其他应收款	9,836.7	11,772.8	12,514.4	12,714.0	销售费用	38066.9	48847.2	51924.5	54261.1
预付账款	39,101.8	42,715.5	51,396.0	59,832.8	管理费用	21818.4	24423.6	25962.3	27130.6
存货	69,395.5	62,444.4	68,211.4	74,624.1	研发费用	13395.0	14654.1	15577.4	16278.3
其他流动资产	251,836.5	243,915.6	226,675.3	218,065.8	财务费用	516.9	559.6	266.8	-668.6
非流动资产	353,240.1	334,740.0	324,266.3	317,915.4	加：其他费用	2579.6	2800.0	2800.0	2800.0
长期投资	59,649.8	59,649.8	59,649.8	59,649.8	资产减值损失	-3189.6	1822.7	-51.3	-399.3
固定资产	82,982.3	83,103.0	82,933.4	82,446.4	公允价值变动收益	3811.6	461.6	-37.9	-128.6
无形资产	16,020.5	14,952.5	13,955.7	13,025.3	投资净收益	21029.5	22026.0	22025.1	22023.6
其他非流动资产	194,587.4	177,034.6	167,727.4	162,793.9	营业利润	35607.5	38352.6	45514.6	47648.3
资产总计	919,414.8	883,631.8	926,102.8	948,589.0	营业外收入	749.6	758.0	758.0	758.0
流动负债	510,884.1	477,036.8	488,259.3	477,204.3	营业外支出	465.5	448.1	448.1	448.1
短期借款	23,628.6	23,096.1	21,385.3	4,171.6	利润总额	35891.6	38662.5	45824.5	47958.2
应付账款	148,948.3	136,728.5	152,259.8	163,203.2	所得税	6703.6	5799.4	6873.7	7193.7
其他流动负债	338,307.1	317,212.2	314,614.2	309,829.4	净利润	29188.1	32863.1	38950.8	40764.5
非流动负债	98,489.4	92,972.0	95,975.6	98,055.5	少数股东损益	8757.0	9098.3	11053.4	11694.7
长期借款	23,608.3	24,848.3	26,049.3	26,969.3	归属母公司净利润	20431.0	23764.8	27897.4	29069.8
其他非流动负债	74,881.1	68,123.7	69,926.4	71,086.2	EBITDA	72801.8	57453.4	65543.1	67747.8
负债合计	609,373.4	570,008.7	584,234.9	575,259.7	EPS (元)	1.7	2.0	2.4	2.5
少数股东权益	49,938.4	59,036.7	70,090.1	81,784.8	主要财务比率				
股本	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	57,027.1	57,027.1	57,027.1	57,027.1	成长能力				
留存收益	175,807.2	185,875.9	203,067.3	222,833.9	营业收入	-12.00%	9.70%	6.30%	4.50%
归属母公司股东权益	260,103.0	254,586.4	271,777.8	291,544.5	营业利润	-11.74%	7.71%	18.67%	4.69%
负债和股东权益	919,414.8	883,631.8	926,102.8	948,589.0	归属于母公司净利润	-20.20%	16.32%	17.39%	4.20%
					获利能力				
					毛利率(%)	13.05%	13.48%	14.00%	14.00%
					净利率(%)	2.75%	2.92%	3.22%	3.21%
					ROE(%)	9.41%	10.48%	11.39%	10.92%
					ROIC(%)	93.83%	473.32%	125.91%	205.47%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	66.28%	64.51%	63.09%	60.64%
					净负债比率(%)	102.63%	122.06%	86.90%	78.15%
					流动比率	1.11	1.15	1.23	1.32
					速动比率	0.97	1.02	1.09	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.90	0.96	0.96
					应收账款周转率	17.47	18.61	19.12	18.68
					应付账款周转率	5.19	5.70	5.99	5.73
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.75	2.03	2.39	2.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.21	0.11	3.90	2.27
					每股净资产(最新摊薄)	22.26	21.79	23.26	24.95
					估值比率				
					P/E	11.4	9.8	8.4	8.0
					P/B	0.9	0.9	0.9	0.8
					EV/EBITDA	0.45	0.17	-0.29	-0.54

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	37,517.9	1,314.0	45,532.4	26,551.2
净利润	29,188.1	23,764.8	27,897.4	29,069.8
折旧摊销	14,343.5	6,687.1	6,984.4	7,289.8
财务费用	2,179.7	559.6	266.8	-668.6
投资损失	-21,009.9	-22,000.0	-22,000.0	-22,000.0
营运资金变动	16,149.1	-19,080.0	21,419.8	1,693.4
其他经营现金流	-3,332.7	11,382.5	10,964.2	11,166.8
投资活动现金流	-7,110.3	22,468.0	21,962.1	21,871.4
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	4,967.2	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	-12,077.5	22,468.0	21,962.1	21,871.4
筹资活动现金流	-15,851.8	-19,364.1	-10,048.7	-23,945.5
短期借款	-1,959.3	-532.5	-1,710.7	-17,213.7
长期借款	4,471.3	1,240.0	1,201.0	920.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	1,460.4	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-19,824.2	-20,071.6	-9,538.9	-7,651.7
现金净增加额	14,555.8	4,417.8	57,445.8	24,477.2

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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

