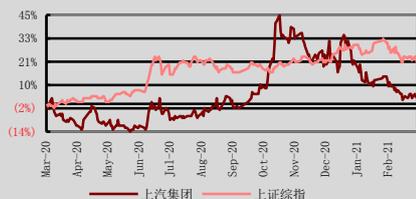


600104.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.18

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.3)	(5.3)	(15.6)	11.7
相对上证指数	(10.4)	0.2	(15.8)	(12.0)

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	235,772
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,505
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	71

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年3月24日收市价为标准

相关研究报告

《上汽集团: 短期业绩承压, 期待大众新品周期及智己汽车》20210112

《上汽集团: Q3 业绩超预期, 经营改善后续发展看好》20201102

《上汽集团: Q2 业绩大幅改善, 前瞻布局发展看好》20200828

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

证券分析师: 朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

上汽集团

Q4 业绩小幅下滑, 智能电动全面布局前景看好

公司发布 2020 年报, 全年共实现营业收入 7421.3 亿元, 同比下降 12.0%; 归母净利润 204.3 亿元, 同比下降 20.2%; 每股收益 1.75 元, 拟每 10 股分配现金股利人民币 6.2 元 (含税)。公司全年销售汽车 560.0 万辆 (-10.2%), 其中 Q4 销售 198.7 万辆 (+9.0%), 但大众销量下降导致收入和利润小幅下滑。公司在智能电动整车、硬件、软件及生态等领域全面布局, 有望构筑长期竞争优势。2021 年国内大众迎来新品周期, ID.4X 等新车型陆续上市; 海外业务拓展顺利, 有望助力长期发展。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.35 元、2.71 元和 2.95 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **Q4 业绩小幅下滑, 2021 年销量及业绩有望回暖。**2020 年公司共销售汽车 560.0 万辆 (-10.2%), 收入下降 12.0%, 全年市占率 22.1% (-2.1pct), 其中大众销量表现欠佳 (-24.8%)。费用方面, 车贷贴息科目调整及广宣费用减少带来销售费用下降 33.7%, 管理费用小幅下降, 研发费用基本持平, 汇兑损失增加 7.5 亿导致财务费用大幅增加, 全年四项费用率下降 1.1pct。预计受销量下降及促销降价等影响, 全年毛利率下降 1.4pct。此外受销量下降影响, 大众、通用等利润大幅下滑, 投资收益下降导致全年利润下滑 20.2%。20Q4 实现销量 198.7 万辆 (+9.0%), 但大众销量下滑 22.2%, 收入下降 5.6%, 此外毛利率提升 1.0pct、销售费用大幅下降、公允价值变动收益及资产减值增加, 扣非净利润下滑 7.5%。2021 年经济持续复苏、疫情影响减弱, 国内汽车销量有望较快增长, 公司销量及业绩有望回暖。

- **全面布局智电汽车, 构筑长期竞争优势。**智能电动汽车是未来发展方向, 一方面, 公司携手阿里等打造智己汽车, 首款 SUV 及轿车已于 2021 年 1 月正式亮相, 并将于年内开启预订; 另一方面, 上汽乘用车近日发布 R 汽车的全新技术品牌“R-TECH”, 5 年投入超过 200 亿研发, 搭载 PP-CEM 全栈自研高阶自动驾驶方案的 ES33 预计 2022 年下半年上市。智己汽车及 R 品牌将形成差异化的组合, 未来发展看好。在新能源和智能化领域, 公司通过研发和投资等手段, 构筑了技术领先的硬件基础、前瞻创新的软件能力、开放融合的生态平台, 这都将为公司发展带来长期竞争优势。

- **国内大众迎来新品周期, 海外市场助力长期发展。**上汽大众受部分车型及芯片供给影响, 短期产销承压, 预计后续芯片短缺有望缓解。2021 年开始大众将迎来新产品周期, ID.4 等多款 MEB 车型陆续上市, 续航、动力等综合性能突出, 有望获得热销。2020 年 12 月奥迪、一汽和上汽已就销售和服务模式达成共识, 2022 年开始上汽奥迪多款车型将陆续发售。近年来国内豪华车销量占比快速提升, 上汽奥迪未来发展看好。2020 年公司整车出口及海外销售 39 万辆, 同比增长 11.3%, 在欧洲、中东、印度、泰国等市场表现优异。国内销量增速放缓, 海外市场将是公司长期发展的重要助力, 未来发展看好。

估值

- 我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.35 元、2.71 元和 2.95 元, 目前估值水平较低, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 销量不及预期; 2) 原材料短缺及涨价; 3) 产品大幅降价。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	843,324	742,132	831,188	889,372	933,840
变动(%)	(7)	(12)	12	7	5
净利润(人民币 百万)	25,603	20,431	27,414	31,670	34,500
全面摊薄每股收益(人民币)	2.191	1.749	2.346	2.711	2.953
变动(%)	(28.9)	(20.2)	34.2	15.5	8.9
全面摊薄市盈率(倍)	9.2	11.5	8.6	7.4	6.8
价格/每股现金流量(倍)	5.1	6.3	6.4	5.4	7.3
每股现金流量(人民币)	3.96	3.21	3.17	3.74	2.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	4.1	3.0	1.7	0.8
每股股息(人民币)	0.880	0.614	0.939	1.084	1.181
股息率(%)	4.4	3.0	4.7	5.4	5.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 年业绩摘要

(人民币, 亿元)	2020 年	2019 年	同比变动(%)
营业总收入	7421.3	8,433.2	(12.0)
营业利润	356.1	403.5	(11.7)
净利润	291.9	352.9	(17.3)
归属于上市公司股东的净利润	204.3	256.0	(20.2)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	177.4	215.8	(17.8)
营业成本	6,452.5	7,261.0	(11.1)
毛利润	968.8	1,172.2	(17.4)
销售费用	380.7	574.5	(33.7)
管理费用	218.2	223.1	(2.2)
研发费用	134.0	133.9	0.0
财务费用	5.2	0.2	2,021.4
资产+信用减值损失	(43.1)	(35.1)	22.8
销售费用率(%)	5.1	6.8	
管理费用率(%)	2.9	2.6	
研发费用率(%)	1.8	1.6	
财务费用率(%)	0.1	0.0	
毛利率(%)	10.8	12.2	
净利率(%)	3.9	4.2	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2020 年四季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2020Q4	2019Q4	同比变动(%)
营业收入	2,434.7	2,579.8	(5.6)
营业利润	116.1	90.4	28.4
净利润	78.2	74.4	5.0
归属于上市公司股东的净利润	37.8	48.1	(21.4)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	25.6	27.7	(7.5)
营业成本	2,088.0	2,248.1	(7.1)
毛利润	346.7	331.7	4.5
销售费用	128.2	150.9	(15.1)
管理费用	85.8	75.2	14.0
研发费用	44.9	44.2	1.6
财务费用	(1.6)	(6.5)	(74.6)
资产+信用减值损失	(8.9)	(14.5)	(38.8)
销售费用率(%)	5.3	5.9	
管理费用率(%)	3.5	2.9	
研发费用率(%)	1.8	1.7	
财务费用率(%)	(0.1)	(0.3)	
毛利率(%)	12.4	11.4	
净利率(%)	3.2	2.9	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 主要控股参股公司业绩摘要

(人民币, 亿元)	2020 年营业总收入	同比变动 (%)	2020 年净利润	同比变动 (%)
上汽大众	1,745.0	(26.0)	154.9	(22.7)
上汽通用	1,773.0	(5.6)	41.0	(62.6)
上汽通用五菱	729.3	(14.9)	1.4	(91.6)
华域汽车	1,335.8	(7.3)	54.0	(16.4)
上汽财务	181.5	(0.7)	51.4	4.6

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 2020 年销量情况

公司	Q1 销量 (万辆)	Q1 同比 (%)	Q2 销量 (万辆)	Q2 同比 (%)	Q3 销量 (万辆)	Q3 同比 (%)	Q4 销量 (万辆)	Q4 同比 (%)	Q1-4 销量 (万辆)	累计同比 (%)
上汽大众	18.3	(60.9)	39.4	(12.6)	45.4	(4.1)	47.4	(22.2)	150.6	(24.8)
上汽通用	17.9	(58.0)	37.7	(7.4)	39.5	2.6	51.6	35.5	146.7	(8.3)
上汽乘用车	9.9	(33.7)	14.2	(12.1)	16.2	1.1	25.5	26.4	65.8	(2.3)
上汽通用五菱	16.5	(61.5)	36.6	15.9	45.4	18.7	61.5	15.4	160.0	(3.6)
总体	67.9	(55.7)	137.0	(2.4)	156.4	5.9	198.7	9.0	560.0	(10.2)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	843,324	742,132	831,188	889,372	933,840
销售成本	(732,710)	(651,010)	(728,95)	(779,97)	(818,97)
经营费用	(65,336)	(56,557)	(65,178)	(69,621)	(72,703)
息税折旧前利润	45,278	34,566	37,058	39,772	42,159
折旧及摊销	(12,781)	(13,534)	(10,954)	(11,980)	(13,078)
经营利润(息税前利润)	32,498	21,032	26,104	27,792	29,081
净利息收入/(费用)	(24)	(517)	(280)	233	815
其他收益/(损失)	27,040	25,125	21,365	25,866	28,451
税前利润	40,958	35,892	43,165	49,866	54,323
所得税	(5,669)	(6,704)	(5,611)	(6,483)	(7,062)
少数股东权益	(9,686)	(8,757)	(10,140)	(11,713)	(12,760)
净利润	25,603	20,431	27,414	31,670	34,500
核心净利润	25,603	20,431	27,414	31,670	34,500
每股收益(人民币)	2.191	1.749	2.346	2.711	2.953
核心每股收益(人民币)	2.191	1.749	2.346	2.711	2.953
每股股息(人民币)	0.880	0.614	0.939	1.084	1.181
收入增长(%)	(7)	(12)	12	7	5
息税前利润增长(%)	(11)	(35)	24	6	5
息税折旧前利润增长(%)	(4)	(24)	7	7	6
每股收益增长(%)	(29)	(20)	34	16	9
核心每股收益增长(%)	(29)	(20)	34	16	9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	127,827	142,565	171,706	216,035	249,309
应收帐款	60,798	56,925	81,606	62,448	89,229
库存	54,399	69,395	67,039	71,262	80,136
其他流动资产	268,134	297,289	291,480	322,380	313,073
流动资产总计	511,158	566,175	611,831	672,124	731,746
固定资产	99,244	96,115	95,727	93,392	91,041
无形资产	16,928	18,467	17,902	17,256	16,530
其他长期资产	136,225	137,951	143,465	147,255	150,318
长期资产总计	252,397	252,534	257,093	257,904	257,889
总资产	849,333	919,415	959,376	1,020,9	1,082,1
应付帐款	170,048	205,047	184,194	219,661	224,706
短期债务	25,588	23,629	25,000	25,000	25,000
其他流动负债	267,168	282,208	327,673	321,191	342,464
流动负债总计	462,803	510,884	536,867	565,852	592,171
长期借款	35,299	47,100	46,992	46,992	46,992
其他长期负债	50,392	51,389	54,472	56,379	57,788
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备	221,691	232,834	249,283	268,285	288,985
股东权益	233,374	244,518	260,966	279,968	300,668
少数股东权益	51,138	49,938	60,078	71,791	84,552
总负债及权益	849,333	919,415	959,376	1,020,9	1,082,1
每股帐面价值(人民币)	19.97	20.93	22.34	23.96	25.73
每股有形资产(人民币)	18.53	19.35	20.80	22.49	24.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.11)	(8.16)	(10.55)	(14.34)	(17.19)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	40,958	35,892	43,165	49,866	54,323
折旧与摊销	12,781	13,534	10,954	11,980	13,078
净利息费用	24	517	280	(233)	(815)
运营资本变动	27,198	24,476	5,550	17,126	8,758
税金	(14,538)	(7,695)	(9,636)	(10,508)	(11,087)
其他经营现金流	(38,706)	(38,954)	(17,286)	(28,566)	(35,967)
经营活动产生的现金流	46,272	37,518	37,051	43,690	32,315
购买固定资产净值	2,381	1,540	10,000	9,000	10,000
投资减少/增加	31,215	25,972	19,818	24,368	27,000
其他投资现金流	(72,860)	(34,622)	(13,702)	(21,247)	(23,760)
投资活动产生的现金流	(39,264)	(7,110)	16,116	12,121	13,240
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	21,065	(900)	2,669	869	643
支付股息	(10,281)	(7,177)	(10,966)	(12,668)	(13,800)
其他融资现金流	(13,877)	(7,775)	(15,730)	316	877
融资活动产生的现金流	(3,094)	(15,852)	(24,027)	(11,482)	(12,281)
现金变动	3,914	14,556	29,141	44,329	33,274
期初现金	123,771	127,827	142,566	171,707	216,035
公司自由现金流	7,007	30,408	53,167	55,811	45,555
权益自由现金流	28,097	30,025	56,116	56,447	45,383

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.4	4.7	4.5	4.5	4.5
息税前利润率(%)	3.9	2.8	3.1	3.1	3.1
税前利润率(%)	7.1	6.1	5.7	6.1	6.2
净利率(%)	5.2	4.1	3.8	4.0	4.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	1,333.7	40.7	93.4	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	9.2	11.5	8.6	7.4	6.8
核心业务市盈率(倍)	9.2	11.5	8.6	7.4	6.8
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	5.1	6.3	6.4	5.4	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	4.1	3.0	1.7	0.8
周转率					
存货周转天数	28.2	34.7	34.2	32.4	33.7
应收帐款周转天数	29.3	28.9	30.4	29.6	29.6
应付帐款周转天数	70.3	92.2	85.5	82.9	86.8
回报率					
股息支付率(%)	23.3	23.8	34.9	35.5	35.8
净资产收益率(%)	19.4	12.6	12.4	13.2	13.3
资产收益率(%)	3.6	2.0	2.4	2.5	2.4
已运用资本收益率(%)	1.9	1.4	1.8	1.9	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371