

上汽集团 (600104)

期待自主品牌分层发展成效

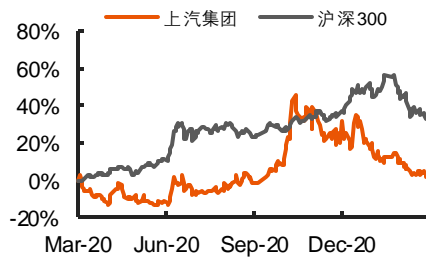
推荐 (维持)

现价: 20.1 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)总公司 71.24%
实际控制人	上海市国有资产管理委员会
总股本(百万股)	11,683
流通 A 股(百万股)	11,683
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	2,348.38
流通 A 股市值(亿元)	2,348.38
每股净资产(元)	22.26
资产负债率(%)	66.3

行情走势图



相关研究报告

- 《上汽集团*600104*高端品牌智己发布量产车型、前瞻布局未来》 2021-01-14
- 《上汽集团*600104*联合营企业盈利改善、自主业务持续承压》 2020-11-01
- 《上汽集团*600104*2Q 盈利复苏、上汽大众表现稳健》 2020-08-28
- 《上汽集团*600104*回购彰显信心、低估值行业龙头谷底复苏》 2020-07-07
- 《上汽集团*600104*疫情对主要合资企业一季度业绩影响较大》 2020-04-30

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布 2020 年年报, 2020 年公司实现营业总收入 7421 亿元 (-12%) ; 实现归属于上市公司股东的净利润 204 亿元 (-20%) 。归属于上市公司股东的扣非净利润 177 亿元(-18%)。分红预案为每 10 股派现 6.2 元 (含税)。

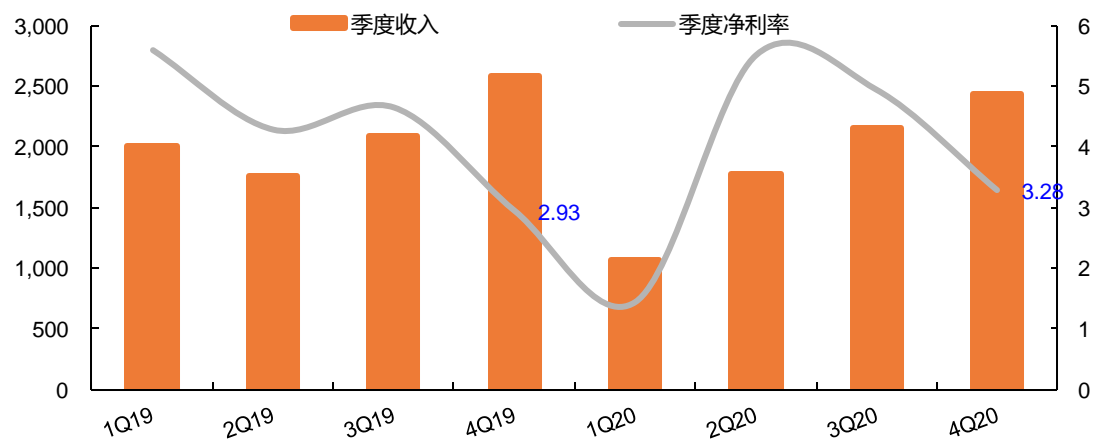
平安观点:

- **2020 年集团合资车企净利润下滑幅度大。**集团销售 560 万台 (-10%) , 上汽大众销售 151 万台(-25%),上汽通用销售 147 万台(-8%),上通五菱销售 160 万台(-4%)。2020 集团整车收入 5309 亿 (-13%) , 投资收益 210 亿, 其中金融资产收益 61 亿 (+196%) , 上汽大众、上汽通用等整车企业贡献投资收益 96 亿 (-44%)。2020 年上汽大众/上汽通用/上通五菱净利润为 155 亿/41 亿/1.4 亿, 分别同比下滑 23%/63%/92%。2020 年合并报表研发支出 150 亿 (费用化 134 亿) , 同比增加 2 亿; 2020 年母公司研发支出 48 亿 (费用化 34 亿) , 占营业收入 8%。
- **自主品牌盈利继续承压, 品牌分层发展, 软件中心打造全栈技术解决方案。**上汽乘用车 2020 销售 66 万台(-2%),海外销量 26.7 万台。母公司报表口径, 剔除投资收益后的净利润显示, 上汽自主业务(乘用车,商用车,本部费用等)净亏损 75 亿 (2019 年为 71 亿) , 毛利率 6.9% (2019 年为 9.3%)。品牌分层发展, R 标为上汽乘用车旗下独立品牌, 力争做新势力的国家队, 纯电车定价 20-30 万, 此价格带汽车市场需求为 400 万量。ES33 预计于 2022 年下半年上市, R 汽车将致力实现硬件可插可换可升级、软件可买可卖可定义、电池可充可换可升级。上汽集团与阿里巴巴、张江高科合资成立的智己汽车定位更为高端, 预计未来 3 年每年上市一款新品。上汽零束软件中心打造全栈智能汽车数据平台解决方案, 自主开发“中央集中式和域控制”电子架构、“开放型面向服务架构”的 SOA 软件平台、具有数据闭环能力的车辆数据平台, 打造“云管端”一体化的全栈式技术解决方案, SOA 软件平台可具备硬件预装、软件迭代的订阅式服务能力。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	826,530	723,043	822,937	911,542	1,018,054
YoY (%)	-6.9	-12.5	13.8	10.8	11.7
净利润(百万元)	25,603	20,431	21,971	26,462	30,977
YoY (%)	-28.9	-20.2	7.5	20.4	17.1
毛利率(%)	12.2	10.8	12.5	12.7	13.0
净利率(%)	3.1	2.8	2.7	2.9	3.0
ROE(%)	11.7	9.4	9.4	10.4	11.1
EPS(摊薄/元)	2.19	1.75	1.88	2.26	2.65
P/E(倍)	9.2	11.5	10.7	8.9	7.6
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7

- 2021 年展望：**公司判断国内汽车行业 2021 销售 2610 万台 (+3.1%)，乘用车 2150 万台 (+7.3%)，商用车 460 万台 (-12.9%)。公司经营目标为 2021 年销量 617 万台 (+10%)，预计营业总收入 8300 亿元 (+12%)，营业成本 7200 亿元 (+12%)。2021 年新车型：上汽大众 ID.4X/ID6/ID3 等车型，2021 年有望实现 30 万台新能源车销量。上汽通用将推出全新一代昂科威、全新 A 级轿车；上汽乘用车将推出荣威 RX5 MAX 掀背车，全新紧凑型 SUV 车。智己首款中大型轿车。上通五菱将推出征途皮卡及中大型 SUV。
- 盈利预测与投资建议：**我们认为公司各项业务正在逐步改善。自主品牌分层发展，有望凭借智能汽车浪潮实现自主品牌向上。上汽大众 ID 系列将贡献可观销量并提振单车均价。上汽通用、上通五菱 2020 年调整充分，后续有望逐步复苏。我们调整公司 2021、2022 年业绩预测，并首次给出 2023 年业绩预测，即：2021 年、2022 年、2023 年净利润为 220 亿、265 亿、310 亿（原业绩预测为 2021 年/2022 年净利润为 218 亿/232 亿）。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1、受供应链核心部件短缺影响整车产销；2、高端品牌新品投放后，市场认可度不高；3、大众 ID 系列表现不及预期；4、公司海外业务拓展不及预期；5、原材料涨价导致毛利率未能复苏。

图表1 上汽集团 2020 年季度收入环比改善明显 单位：亿元、%



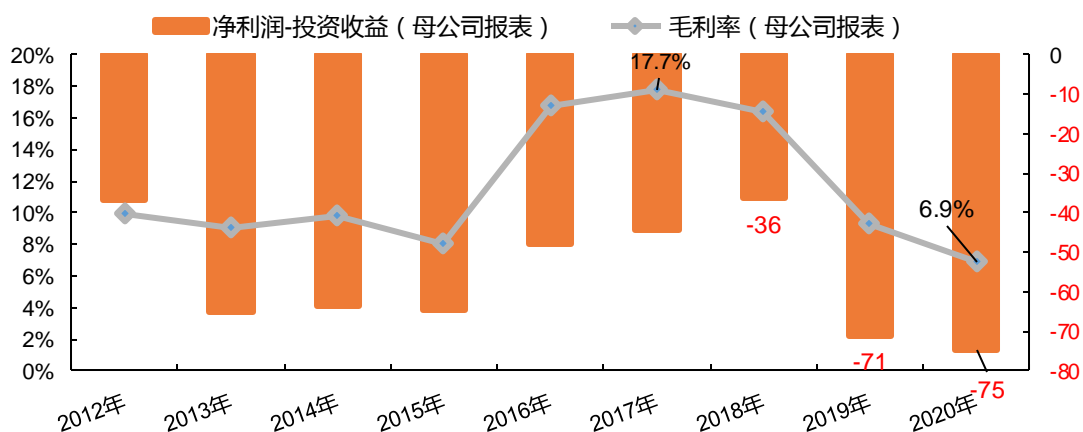
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 上汽集团净利润主要构成 单位：亿元

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
上汽大众	140	125	129	134	140	100	77
上汽通用	74	83	85	77	78	55	21
上汽自主	-63	-65	-48	-45	-36	-71	-75
华域汽车	27	29	35	38	47	38	32
通用五菱	26	25	26	27	21	9	1

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 上汽集团自主业务净亏损扩大 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	566175	510223	638448	577298
现金	142565	67397	177251	89442
应收票据及应收账款	47089	60666	58691	74612
其他应收款	11192	18166	14353	21966
预付账款	39102	38340	47440	48363
存货	69395	68822	83881	86084
其他流动资产	256832	256832	256832	256832
非流动资产	353240	368800	383335	399007
长期投资	59650	76471	95720	117375
固定资产	82982	81782	77900	72864
无形资产	18467	19017	19323	19462
其他非流动资产	192140	191530	190392	189306
资产总计	919415	879023	1021782	976305
流动负债	510884	456496	580919	510638
短期借款	23629	24608	24118	24363
应付票据及应付账款	205047	159243	271241	191789
其他流动负债	282208	272645	285559	294485
非流动负债	98489	88342	78377	67806
长期借款	47100	37452	27237	16791
其他非流动负债	51389	50890	51140	51015
负债合计	609373	544838	659296	578444
少数股东权益	49938	59355	70697	83975
股本	11683	11683	11683	11683
资本公积	57027	57027	57027	57027
留存收益	175807	196066	220467	249031
归属母公司股东权益	260103	274830	291789	313887
负债和股东权益	919415	879023	1021782	976305

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	37518	-41460	130750	-69077
净利润	29188	31387	37804	44255
折旧摊销	14344	12710	13876	14915
财务费用	517	-128	-670	-1449
投资损失	-21010	-21788	-24217	-26622
营运资金变动	7454	-60577	106541	-97186
其他经营现金流	7025	-3064	-2583	-2990
投资活动现金流	-7110	-3973	-1332	-1114
资本支出	15138	-869	-4912	-5884
长期投资	-18323	-16821	4967	-21655
其他投资现金流	-10295	-21663	-1276	-28653
筹资活动现金流	-15852	-29734	-19565	-17618
短期借款	-1959	980	-490	245
长期借款	11802	-9649	-10214	-10446
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1460	0	0	0
其他筹资现金流	-27155	-21065	-8861	-7417
现金净增加额	14025	-75168	109854	-87809

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	723043	822937	911542	1018054
营业成本	645250	720429	795934	885906
营业税金及附加	5760	6556	7261	8110
营业费用	38067	50530	54542	60228
管理费用	21818	22275	25594	28954
研发费用	13395	14282	15826	18068
财务费用	517	-128	-670	-1449
资产减值损失	-3190	-1821	-2651	-2979
其他收益	2580	3027	3278	3316
公允价值变动收益	3812	2386	2713	2787
投资净收益	21010	21788	24217	26622
资产处置收益	-111	123	148	64
营业利润	35607	38138	46061	54006
营业外收入	750	818	787	791
营业外支出	465	360	361	378
利润总额	35892	38596	46486	54419
所得税	6704	7209	8682	10164
净利润	29188	31387	37804	44255
少数股东损益	8757	9417	11342	13277
归属母公司净利润	20431	21971	26462	30977
EBITDA	50499	51013	59236	67528
EPS (元)	1.75	1.88	2.26	2.65

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-12.5	13.8	10.8	11.7
营业利润(%)	-11.7	7.1	20.8	17.2
归属于母公司净利润(%)	-20.2	7.5	20.4	17.1
获利能力				
毛利率(%)	10.8	12.5	12.7	13.0
净利率(%)	2.8	2.7	2.9	3.0
ROE(%)	9.4	9.4	10.4	11.1
ROIC(%)	7.6	8.2	9.6	10.8
偿债能力				
资产负债率(%)	66.3	62.0	64.5	59.2
净负债比率(%)	-4.8	11.2	-22.9	-1.4
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	15.3	15.3	15.3	15.3
应付账款周转率	3.4	4.0	3.7	3.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.75	1.88	2.26	2.65
每股经营现金流(最新摊薄)	3.23	-3.55	11.19	-5.91
每股净资产(最新摊薄)	22.26	23.52	24.97	26.87
估值比率				
P/E	11.5	10.7	8.9	7.6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.3	5.4	2.8	3.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033