

证券研究报告—动态报告

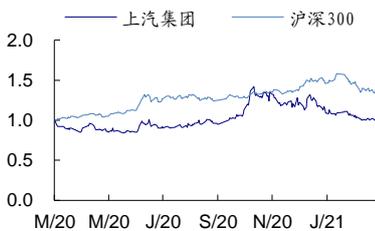
汽车

汽车整车

上汽集团(600104)
买入
2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	11,683/11,683
总市值/流通(百万元)	234,838/234,838
上证综指/深圳成指	3,418/13,770
12 个月最高/最低(元)	28.80/16.90

相关研究报告:

《上汽集团-600104-重大事件快评: IM 智己新车发布, 电动时代后发品牌战略探讨》——2021-01-15
 《上汽集团-600104-重大事件快评: 百亿投资创立“智己汽车”, L+R 赋能科技转型》——2020-11-30
 《上汽集团-600104-2020 年三季报点评: 20Q3 销量增速转正, 业绩略超预期》——2020-11-02
 《上汽集团-600104-2020 年 4 月产销数据点评: 受益行业回暖, 销量降幅显著收窄》——2020-05-11
 《上汽集团-600104-2019 年年报点评: 分红维持高水平, 业绩符合预期》——2020-04-15

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 电动智能新品表现可期

● 2020 年疫情影响, 业绩符合预期, 新能源车、整车出口表现较佳

2020 年, 上汽集团实现营收 7421.32 亿元, 同比下降 12.00%; 归母净利润为 204.31 亿元, 同比下降 20.20%。拆单季度看, 2020Q4 公司实现营收 2434.71 亿元, 同比下降 5.62%, 归母净利润 37.83 亿元, 同比下降 21.36%, 其中来自联营企业和合营企业的投资收益减少 86.97 亿元 (同比-37.78%), 成为归母净利润下滑的重要原因。受疫情影响, 公司实现整车销售 560 万辆, 同比下降 10.2%, 降幅高于行业水平, 影响公司业绩, 其中下半年销量同比增长 7.6%, 并且季度销量同比增速呈现逐季攀升态势。公司新能源车销售 32 万辆, 同比增长 73.4%, 跃居国内第一; 整车出口及海外销售 39 万辆, 同比增长 11.3%, 连续五年蝉联全国第一。

● 20Q4 毛利率回升, 全年费用管控到位

2020 年上汽集团实现毛利率 10.76%, 同比下降 1.39pct, 净利率 4.04%, 同比下降 0.23pct。拆单季度看, 2020Q4 公司实现毛利率 12.42%, 同环比分别增加 1.03、2.87pct, 净利率 3.28%, 同比增加 0.35pct、环比减少 1.66pct, 毛利率回升预计主要系整车销量增加下公司产能利用率提升所致。费用管控到位, 2020 年公司四费率为 9.94%, 同比-1.10pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别 5.13/2.94/0.07/1.80%, 同比变动-1.68/+0.29/+0.07/+0.22pct。

● 加码电动化、智能化, 新车型表现值得期待

电动化方面, 上汽英飞凌第七代 IGBT 顺利量产, 成本较进口产品大幅下降。智能化方面, 智驾“4i 核心技术”——域控制器 iECU、5G 智能网关 iBOX、智驾底盘 iEPS 和 iBS 已实现产业化落地。新车型推出方面, 智己汽车、上汽大众 ID 系列、上汽通用五菱有望贡献销量重要增量。

● 风险提示: 汽车销售不及预期风险、疫情加剧风险、汽车芯片短缺风险。
● 投资建议: 电动智能新品表现可期, 维持买入评级

随着车市回暖, 上汽集团凭借其在电动化、智能化的布局及以智己汽车、上汽大众 ID 系列新车型的陆续推出, 有望贡献汽车销量重要增量。预计 21/22/23 年 EPS 分别为 2.33/2.56/2.74 元 (原 21/22 预测 2.19/2.46 元, 2021 年上调约 6%), 对应 PE 分别 8.6/7.8/7.3 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	742,132	831,188	889,372	942,734
(+/-%)	-12.0%	12.0%	7.0%	6.0%
净利润(百万元)	20431	27200	29923	31986
(+/-%)	-20.2%	33.1%	10.0%	6.9%
摊薄每股收益(元)	1.75	2.33	2.56	2.74
EBIT Margin	4.2%	2.1%	2.7%	3.2%
净资产收益率(ROE)	7.9%	10.4%	11.4%	12.1%
市盈率(PE)	11.5	8.6	7.8	7.3
EV/EBITDA	18.9	33.2	28.9	27.3
市净率(PB)	0.90	0.90	0.90	0.89

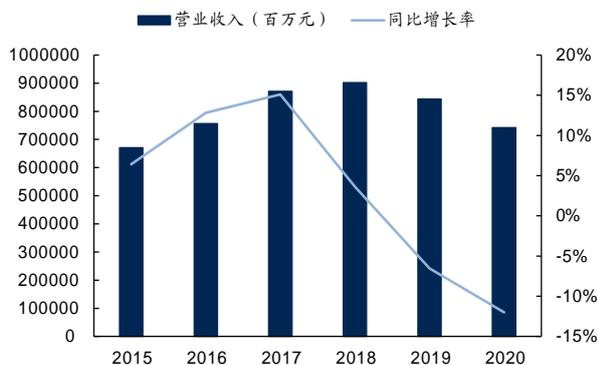
资料来源: 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

销量承压拖累全年业绩，新能源车、整车出口销售表现亮眼。2020年，上汽集团实现营收7421.32亿元，同比下降12.00%；归母净利润为204.31亿元，同比下降20.20%，扣非归母净利润177.44亿元，同比下降17.78%。拆单季度看，2020Q4公司实现营收2434.71亿元，同比下降5.62%，归母净利润37.83亿元，同比下降21.36%，扣非归母净利润25.59亿元，同比下降7.46%，其中来自联营企业和合营企业的投资收益减少86.97亿元（同比-37.78%），成为归母净利下滑的重要原因。

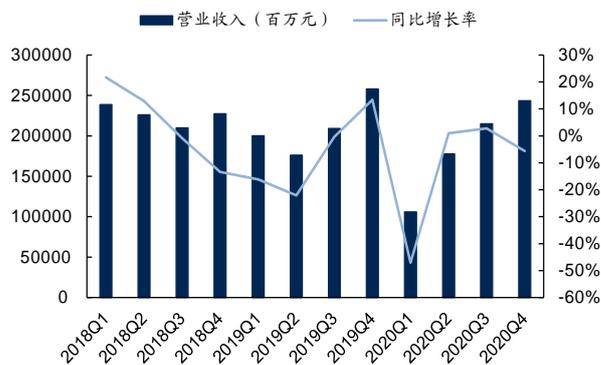
受疫情影响，2020年公司实现整车销售560万辆，同比下降10.2%，降幅高于行业水平，影响公司业绩，其中下半年销量同比增长7.6%，并且季度销量同比增速呈现逐季攀升态势。公司2020年新能源车及海外出口销售方面表现亮眼，其中新能源车销售32万辆，同比增长73.4%，新能源车销量的集团排名跃居国内第一，在全球位列第三；整车出口及海外销售39万辆，同比增长11.3%，在全国整车出口下滑6.2%的情况下，公司整车出口销量逆势增长，占全国整车出口的比重超过1/3，连续五年蝉联全国第一。

图 1：公司营业收入及增速



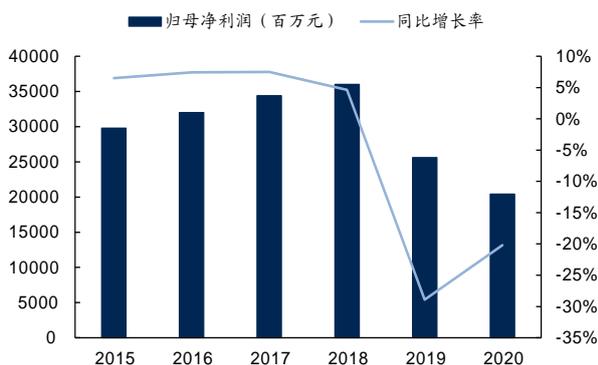
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



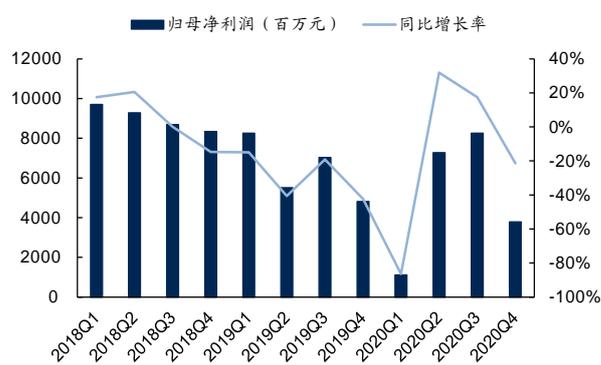
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

20Q4 毛利率回升，全年费用管控到位。2020年上汽集团实现毛利率10.76%，同比下降1.39pct，净利率4.04%，同比下降0.23pct。拆单季度看，2020Q4公司实现毛利率12.42%，同环比分别增加1.03、2.87pct，净利率3.28%，同比增加0.35pct、环比减少1.66pct，毛利率回升预计主要系整车销量增加下公司产能利用率提升所致。费用率方面，2020年公司四费率为9.94%，同比

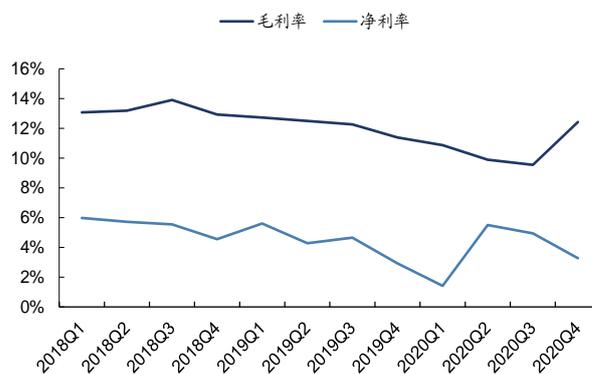
-1.10pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 5.13/2.94/0.07/1.80%，同比变动-1.68/+0.29/+0.07/+0.22pct。拆单季度看，2020Q4 四费率 10.57%，同比上升 0.34pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 5.26/3.52/-0.07/1.85%，同比变动-0.59/+0.61/+0.18/+0.13pct。总体来看，公司费用管控到位，其中销售费用率下降主要是由于新收入准则下车贷贴息部分不再计入销售费用、直接抵减收入，广告宣传费等费用同比下降所致。

图 5：公司毛利率和净利率



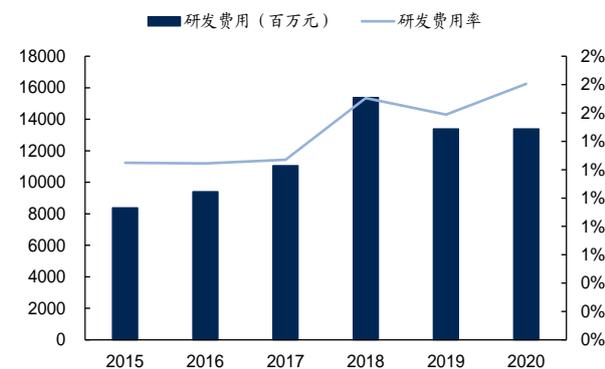
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



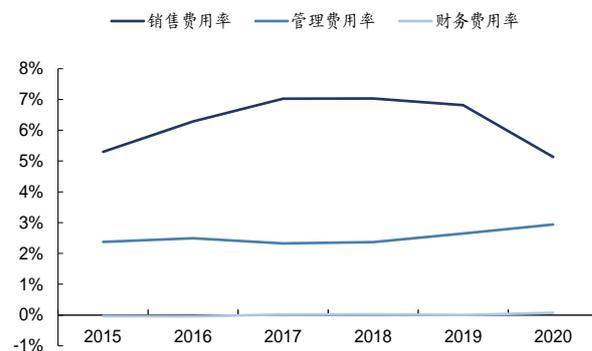
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

加码电动化、智能化，新车型表现值得期待。电动化方面，公司新一代燃料电池电堆产品 PROME M3 的一级零部件已全部实现国产化，并已搭载到上汽大通 EUNIQ7 上实现批量上市；上汽英飞凌第七代 IGBT 顺利量产，成本较进口产品大幅下降。同时，公司与宁德时代、QuantumScape、SolidEnergy、清陶等企业开展战略合作，加快新一代锂电池、固态电池的国内外布局；结合“车电分离模式”，加快充换电站建设布局。**智能化方面**，公司发布全球首款整舱交互 5G 的量产车型 MARVEL-R；智驾“4i 核心技术”——域控制器 iECU、5G 智能网关 iBOX、智驾底盘 iEPS 和 iBS 已实现产业化落地。**新车型推出方面**，公司品牌战略升级向上，携手阿里巴巴和张江高科打造智能电动车高端品牌——智己汽车，此外，上汽大众 ID 系列、上汽通用五菱有望贡献销量重要增量。

投资建议：公司 2020 年受疫情、汽车芯片短缺影响，销量拖累下业绩短期承压。2021 年，随着车市回暖，上汽集团凭借其在电动化、智能化的布局及以智己汽车、上汽大众 ID 系列新车型的陆续推出，有望贡献汽车销量重要增量。预

计 21/22/23 年 EPS 分别为 2.33/2.56/2.74 元(原 21/22 预测 2.19/2.46 元, 2021 年上调约 6%), 对应 PE 分别 8.6/7.8/7.3 倍, 考虑可比公司估值, 给予一年期目标估值 23-30 元(对应 10-13 倍 PE), 当前股价距离目标估值仍有 16%-50% 上涨空间, 维持“买入”评级。

表 6: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
000625.SZ	长安汽车	买入	14.55	704	-0.55	1.29	1.05	1.17	-	11.28	13.86	12.44
601238.SH	广汽集团	增持	10.49	934	0.65	0.66	0.92	1.05	16.14	15.89	11.40	9.99
601633.SH	长城汽车	买入	30.95	2452	0.49	0.59	0.95	1.19	63.16	52.46	32.58	26.01
	平均				0.20	0.85	0.97	1.14	39.65	26.54	19.28	16.14
600104.SH	上汽集团	买入	20.1	2348	2.19	1.75	2.33	2.56	9.18	11.49	8.63	7.85

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

汽车销量不及预期风险。

汽车芯片短缺风险。

海外疫情控制不及预期风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	142565	165030	137652	140927	营业收入	742132	831188	889372	942734
应收款项	56925	63756	68219	72312	营业成本	645250	723134	769306	810751
存货净额	69395	78277	83268	87731	营业税金及附加	5760	6451	6903	7317
其他流动资产	189482	212219	227075	240699	销售费用	38067	45715	48915	51850
流动资产合计	566175	627089	688706	817657	管理费用	21818	38044	40663	43064
固定资产	96115	109068	121586	134132	财务费用	517	346	1125	4454
无形资产及其他	16021	15380	14739	14098	投资收益	21010	23000	24000	24000
投资性房地产	181455	181455	181455	181455	资产减值及公允价值变动	7001	7001	5714	6572
长期股权投资	59650	54683	49715	44748	其他收入	(23124)	0	0	0
资产总计	919415	987674	1056201	1192089	营业利润	35607	47499	52173	55870
短期借款及交易性金融负债	47055	47055	78940	181622	营业外净收支	284	284	394	321
应付款项	205047	231289	246038	259224	利润总额	35892	47783	52567	56191
其他流动负债	258782	298273	317487	334713	所得税费用	6704	8925	9818	10495
流动负债合计	510884	576617	642465	775558	少数股东损益	8757	11658	12826	13710
长期借款及应付债券	47100	47100	47100	47100	归属于母公司净利润	20431	27200	29923	31986
其他长期负债	51389	52386	53384	54381					
长期负债合计	98489	99487	100484	101481	现金流量表 (百万元)				
负债合计	609373	676104	742949	877040	净利润	20431	27200	29923	31986
少数股东权益	49938	50397	50902	51441	资产减值准备	1548	266	260	316
股东权益	260103	261173	262350	263609	折旧摊销	13534	9561	10228	11002
负债和股东权益总计	919415	987674	1056201	1192089	公允价值变动损失	(7001)	(7001)	(5714)	(6572)
					财务费用	517	346	1125	4454
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1885)	28546	10910	9545
每股收益	1.75	2.33	2.56	2.74	其它	(1203)	193	245	223
每股红利	1.68	2.24	2.46	2.63	经营活动现金流	25423	58765	45852	46501
每股净资产	22.26	22.35	22.45	22.56	资本开支	(17531)	(15138)	(16652)	(16652)
ROIC	12%	7%	9%	11%	其它投资现金流	(4818)	0	(64684)	(103495)
ROE	8%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(17382)	(10171)	(76369)	(115179)
毛利率	13%	13%	14%	14%	权益性融资	986	0	0	0
EBIT Margin	4%	2%	3%	3%	负债净变化	4471	0	0	0
EBITDA Margin	6%	3%	4%	4%	支付股利、利息	(19627)	(26130)	(28746)	(30728)
收入增长	-12%	12%	7%	6%	其它融资现金流	36023	0	31885	102681
净利润增长率	-20%	33%	10%	7%	融资活动现金流	6697	(26130)	3139	71954
资产负债率	72%	74%	75%	78%	现金净变动	14738	22465	(27377)	3275
息率	8.4%	11.1%	12.2%	13.1%	货币资金的期初余额	127827	142565	165030	137652
P/E	11.5	8.6	7.8	7.3	货币资金的期末余额	142565	165030	137652	140927
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	企业自由现金流	19521	37481	23666	28091
EV/EBITDA	18.9	33.2	28.9	27.3	权益自由现金流	60016	37200	54637	127150

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032