

汽车

上汽集团 (600104.SH)

维持评级

报告原因：公司点评

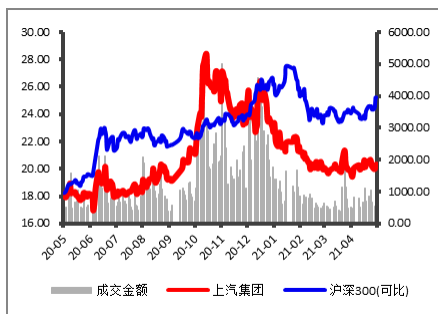
月产销同比持续增长，主要子品牌累计销量同比增长

买入

2021年5月27日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021-5-26

收盘价(元):	20.32
年内最高/最低(元):	27.32/19.34
流通A股/总股本(亿):	116.83/116.83
流通A股市值(亿):	2374.08
总市值(亿):	2374.08

基础数据：2021-3-31

基本每股收益(元/股):	0.59
每股净资产(元):	22.96
净资产收益率(%):	2.59

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

分析师：李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496304

邮箱：lizhaoqi@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

点评

➤ 月产销同比持续增长，累计产销量与2019年同期仍有差距。2021年4月，公司汽车产销比为1.01倍（前值0.99倍），汽车当月产销量分别为41.64万辆和41.95万辆，同比分别增长3.36%、0.47%，同比增速分别较上月收窄138.69pct、112.47pct，分别落后行业汽车产销量同比增速2.95pct、8.32pct；全年累计产销量产销比为0.96倍（前值0.95倍），累计汽车产销量分别为161.93万辆和156.19万辆，同比分别增长52.73%和42.44%，分别较上月-30.25pct、-25.18pct，但是跟2019年同期相比仍有一定差距，公司汽车累计产销量分别为是2019年同期的81.77%、78.50%。

➤ 上汽大众、上汽通用销量同比下降，主要子品牌累计销量同比增长。

月销量来看，2021年4月，上汽大众销售108300辆，同比-9.83%；上汽通用销售80619辆，同比-26.71%；上汽乘用车销售54100辆，同比+30.33%；上汽大通销售19780辆，同比+62.06%；上汽通用五菱销售134700辆，同比+12.25%。累计销量来看，2021年1-4月，上汽大众累计销售357400辆，同比+17.91%；上汽通用累计销售416392辆，同比+43.99%；上汽乘用车累计销售199355辆，同比+41.48%；上汽大通累计销售65757辆，同比+86.95%；上汽通用五菱累计销售443331辆，同比+55.53%。

➤ 爆款车持续放量，子品牌车型销量环比表现分化。2021年4月，销量排名前五车型分别为朗逸、宏光MINIEV、五菱宏光S、途观L、桑塔纳，本月销量分别为31031辆、29251辆、23376辆、14265辆、13899辆，销量环比增速分别为-24.58%、-26.40%、30.38%、-29.90%、82.04%，别克GL8、途岳、英朗、帕萨特月销量同样过万。此外，子品牌车型销量环比表现分化，其中大众Polo、帕萨特、桑塔纳、途铠、君越、昂科拉、昂科旗、微蓝7、五菱宏光S、科沃兹、沃兰多、创界、畅巡、名爵3、宝骏310、宝骏510、宝骏530、新宝骏RS-7、新宝骏E300等车型销量环比高速增长，途昂、途观L新能源月销量环比小幅提升，途昂、威然、凯越、威朗等车型销量环比较大下降。

投资建议：行业层面，我国经济形势持续稳步恢复，三四线城市购车潜力较大；同时，随着电动车品质与基础设施逐步完善，电动车的认可度也在逐渐提高，长期来看，汽车消费仍有望整体保持较高基数的同时低速增长。
公司层面，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，公司持续推进新四化，新能源汽车产销亮眼，上汽通用销量表现依然强劲，上汽大众车型销量表现出较强的回暖态势，随着公司爆款车及新车改款放量，有望带动公司销量持续回暖。在此基础上，预计公司2021年、2022年EPS为2.15元、2.37元，对应公司2021年5月26日收盘价20.32元/股，公司2021年、2022PE为9.46倍、8.59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。

目录

1.产销数据分析	4
2.子品牌销售分析	4
3.车型销售分析	6
4.盈利预测及投资建议	8
5.风险提示	12

图表目录

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）	4
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）	4
图 3：公司汽车月销量（万辆，%）	4
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）	4
图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）	5
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）	5
图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）	5
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）	5
图 9：月产销比情况（倍）	5
图 10：本年累计产销比情况（倍）	5
图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）	8
图 17：荣威销量（辆）	8
图 18：上汽名爵销量（辆）	9
图 19：上汽大通销量（辆）	9

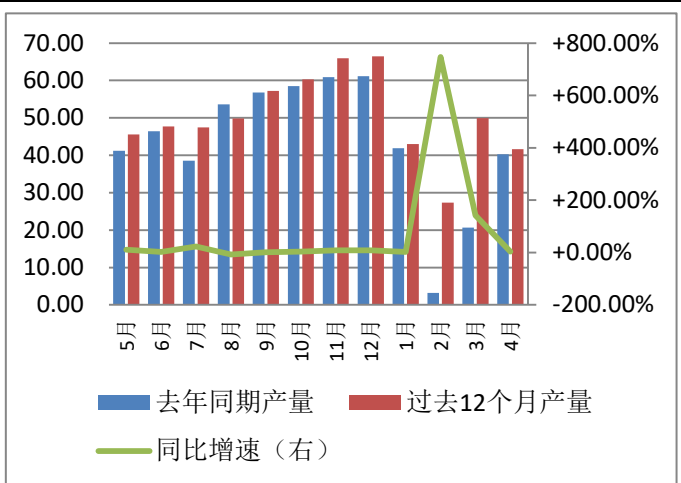


图 20：上汽大众销量（辆）	9
图 21：上汽通用别克销量（辆）	10
图 22：上汽通用五菱销量（辆）	10
图 23：上汽通用雪佛兰销量（辆）	10
图 24：上汽通用凯迪拉克销量（辆）	11
图 25：上汽通用宝骏销量（辆）	11
图 26：上汽斯柯达（辆）	11
表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）	12

1.产销数据分析

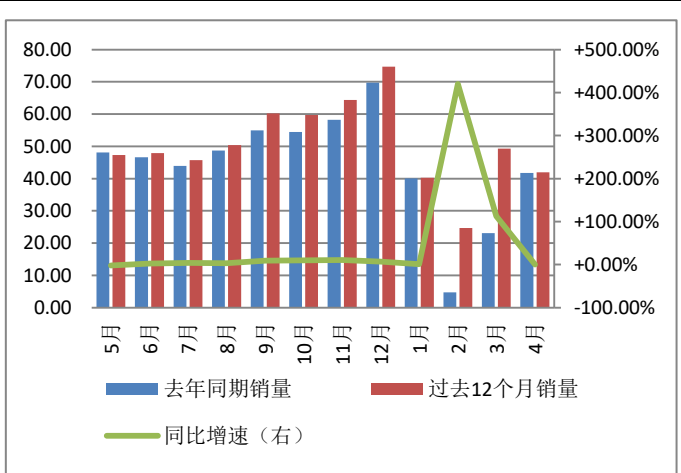
月产销同比持续增长，累计产销量与 2019 年同期仍有差距。2021 年 4 月，本月公司汽车产销比为 1.01 倍（前值 0.99 倍），汽车当月产销量分别为 41.64 万辆和 41.95 万辆，环比分别降低 16.59%、14.88%，同比分别增长 3.36%、0.47%，同比增速分别较上月收窄 138.69pct、112.47pct，分别落后行业汽车产销量同比增速 2.95pct、8.32pct；全年累计产销量产销比为 0.96 倍（前值 0.95 倍），累计汽车产销量分别为 161.93 万辆和 156.19 万辆，同比分别增长 52.73%和 42.44%，分别较上月-30.25pct、-25.18pct，但是跟 2019 年同期相比仍有一定差距，公司汽车累计产销量分别为是 2019 年同期的 81.77%、78.50%。

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）



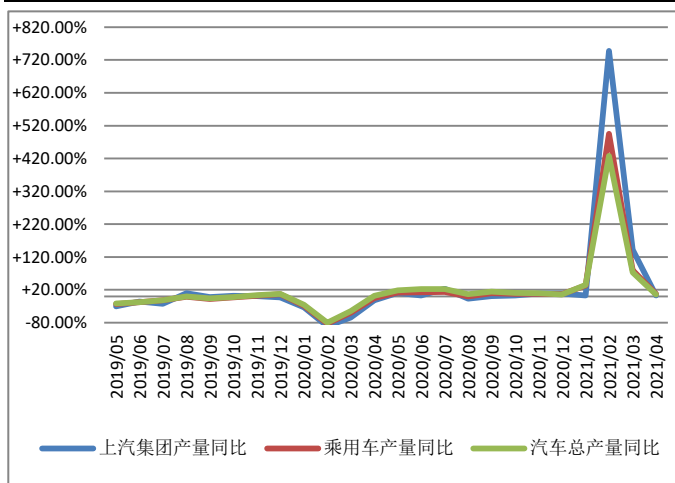
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 3：公司汽车月销量（万辆，%）



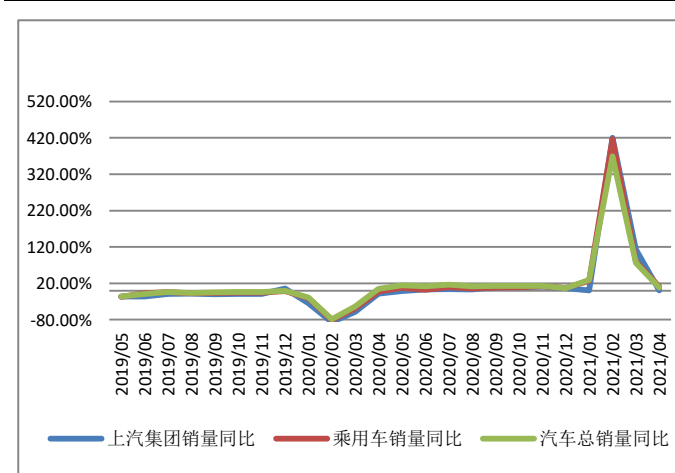
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



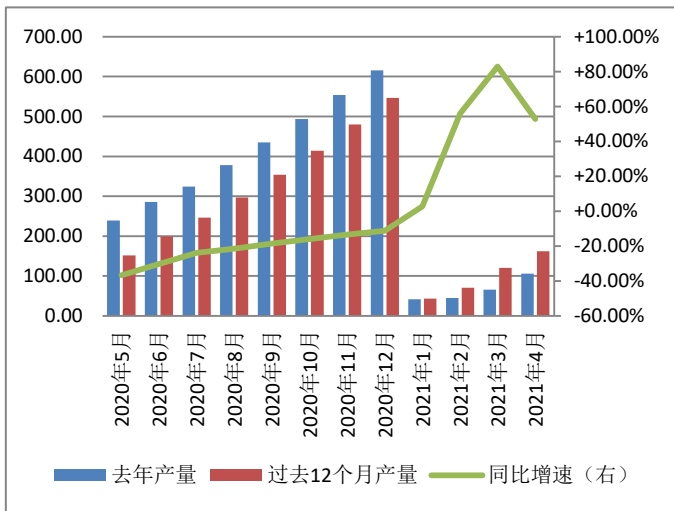
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



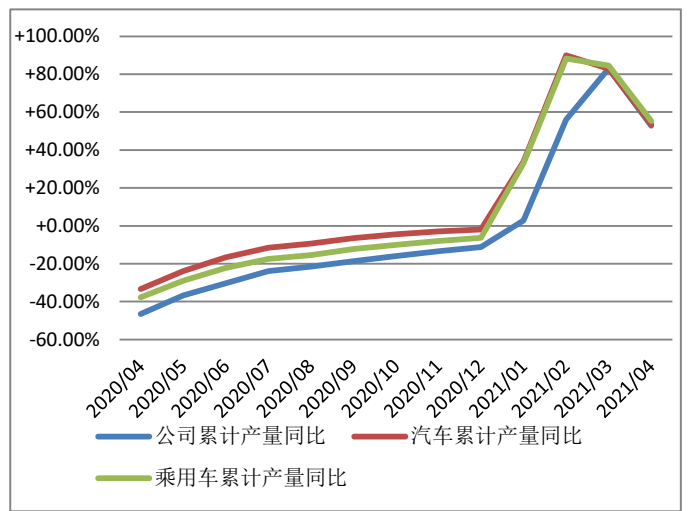
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）



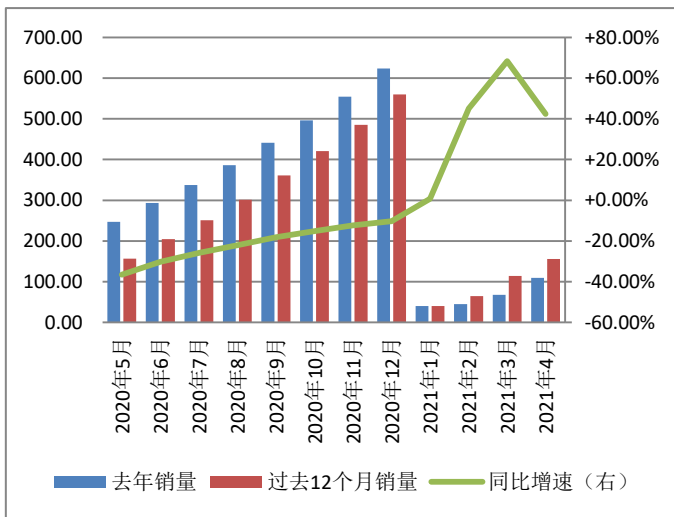
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）



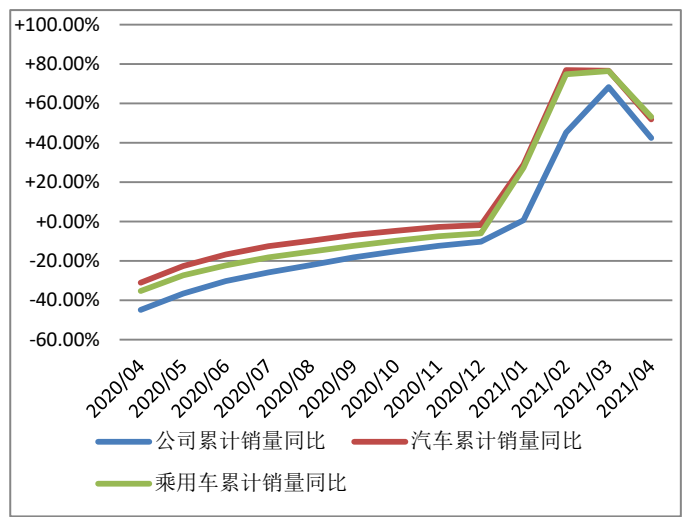
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）



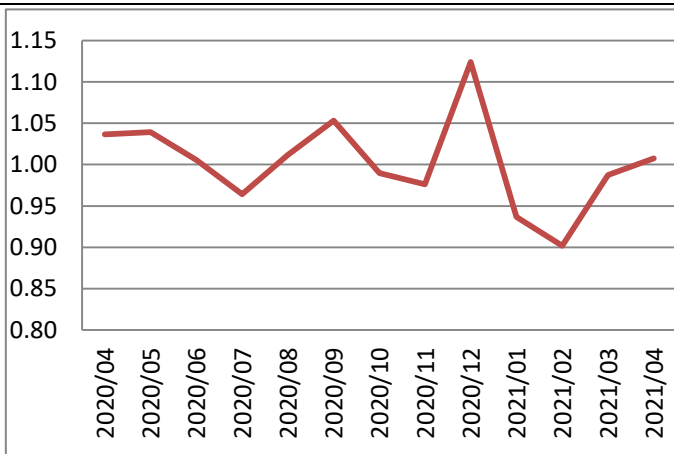
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）



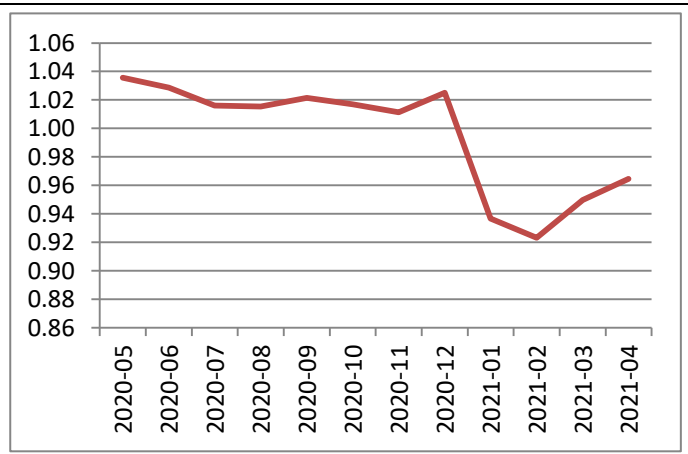
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：本年累计产销比情况（倍）

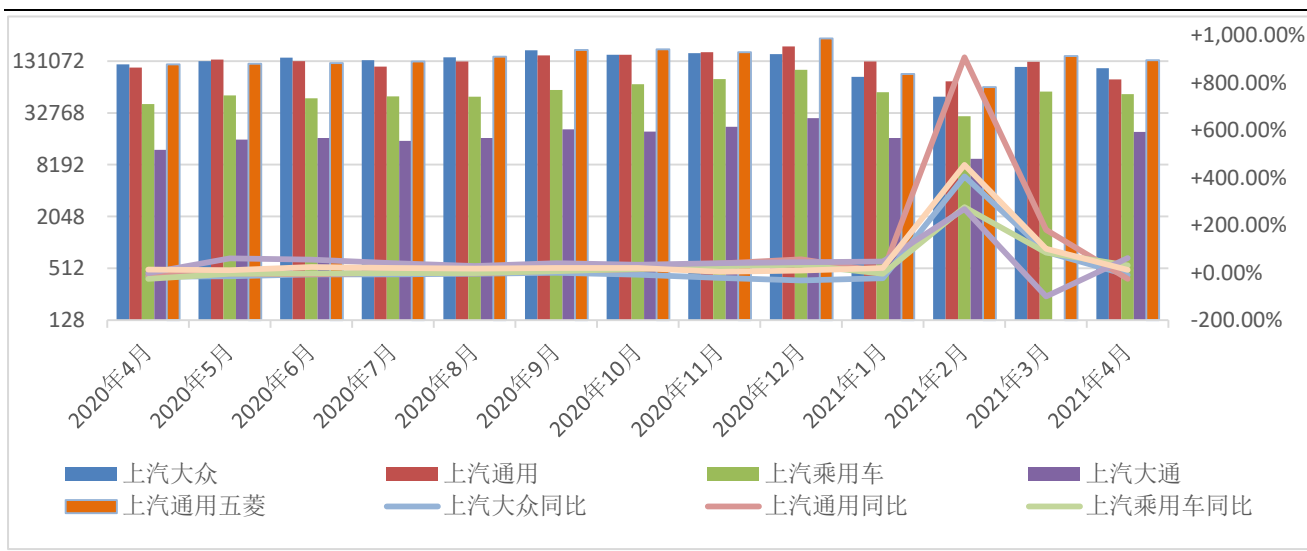


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.子品牌销售分析

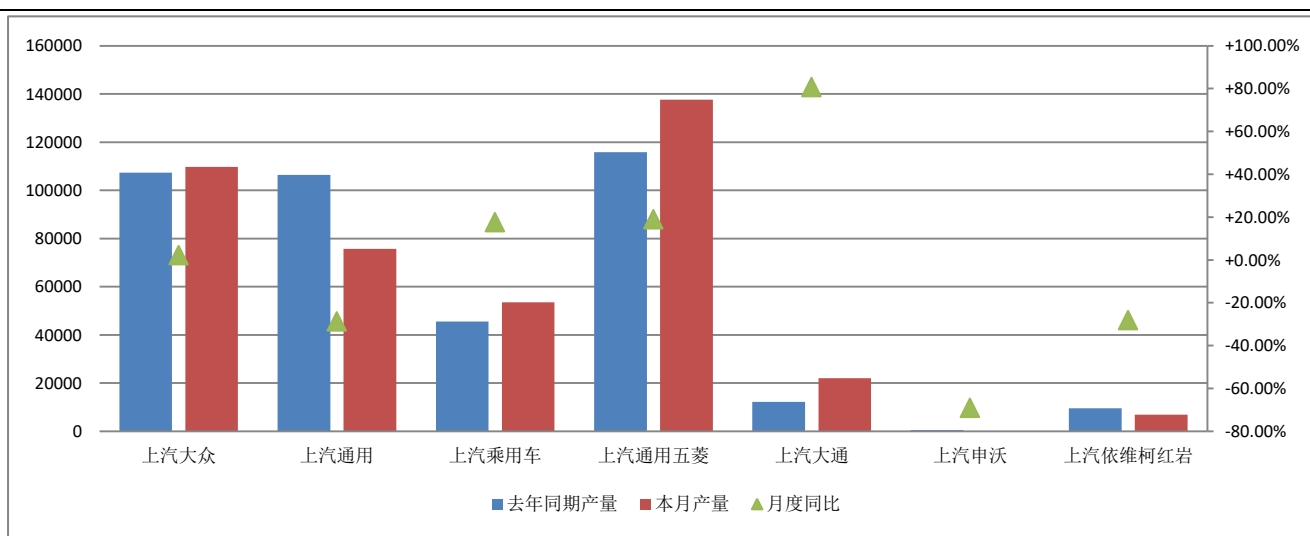
上汽大众、上汽通用销量同比下降，主要子品牌累计销量同比增长。月销量来看，2021年4月，上汽大众销售108300辆，同比-9.83%；上汽通用销售80619辆，同比-26.71%；上汽乘用车销售54100辆，同比+30.33%；上汽大通销售19780辆，同比+62.06%；上汽通用五菱销售134700辆，同比+12.25%。累计销量来看，2021年1-4月，上汽大众累计销售357400辆，同比+17.91%；上汽通用累计销售416392辆，同比+43.99%；上汽乘用车累计销售199355辆，同比+41.48%；上汽大通累计销售65757辆，同比+86.95%；上汽通用五菱累计销售443331辆，同比+55.53%。

图 11：主要子品牌汽车销量情况（辆，%）



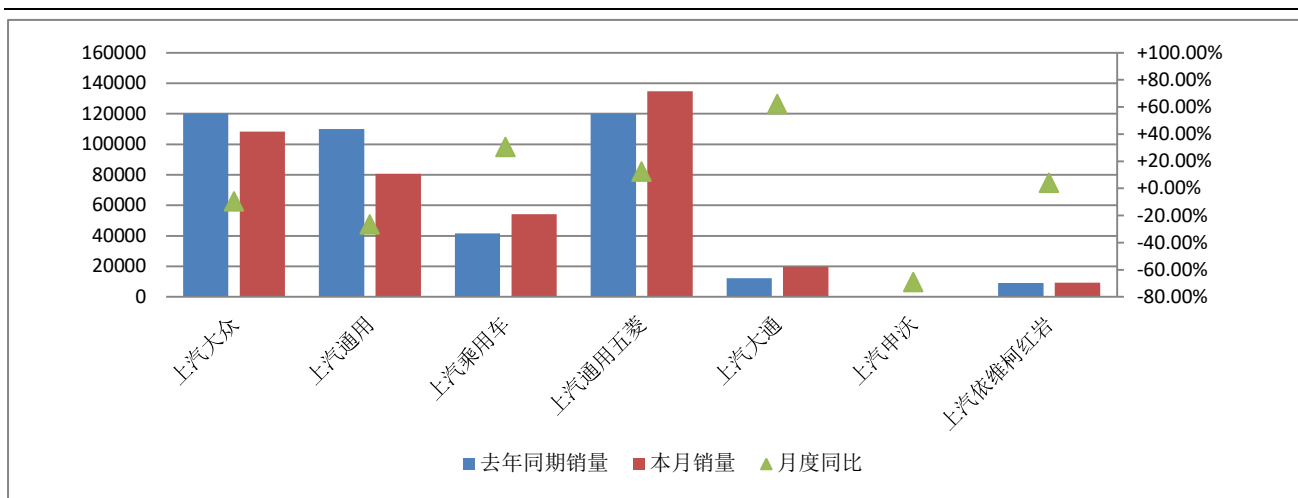
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：子品牌口径月产量情况（辆，%）



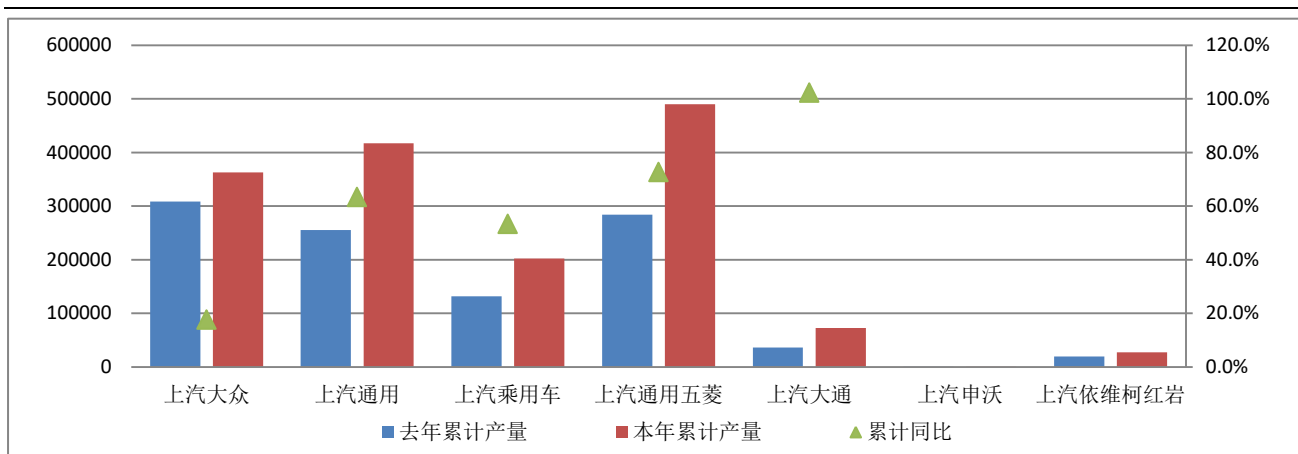
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 13：子品牌口径月销量情况（辆，%）



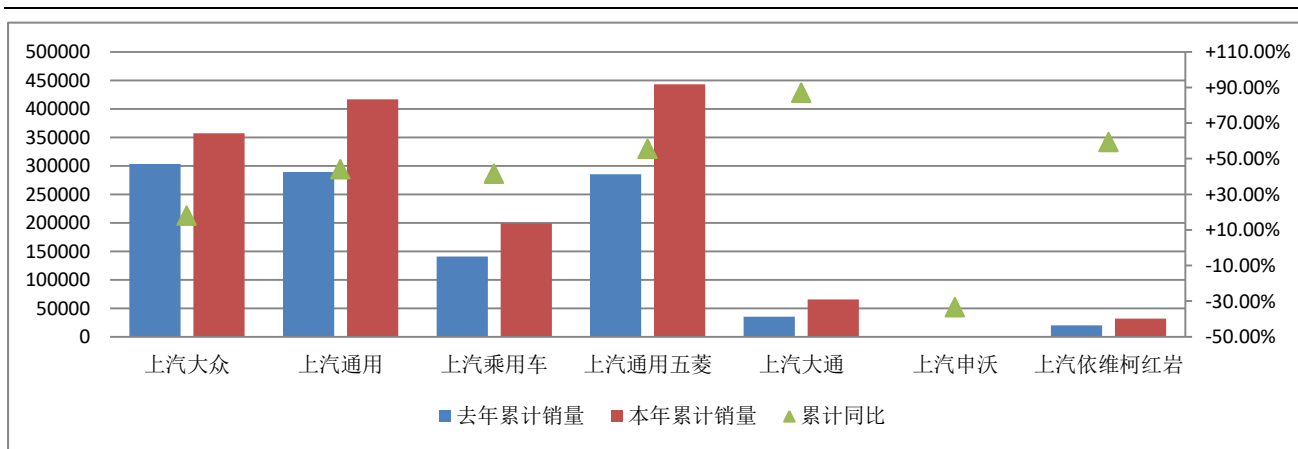
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 14：子品牌累计产量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 15：子品牌累计销量情况（辆，%）

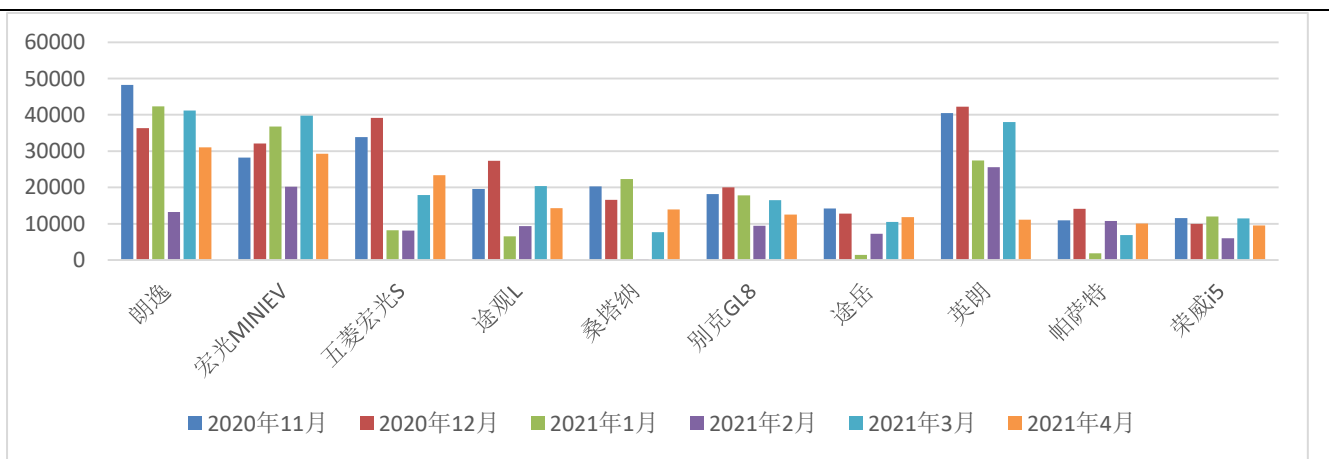


资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

3.车型销售分析

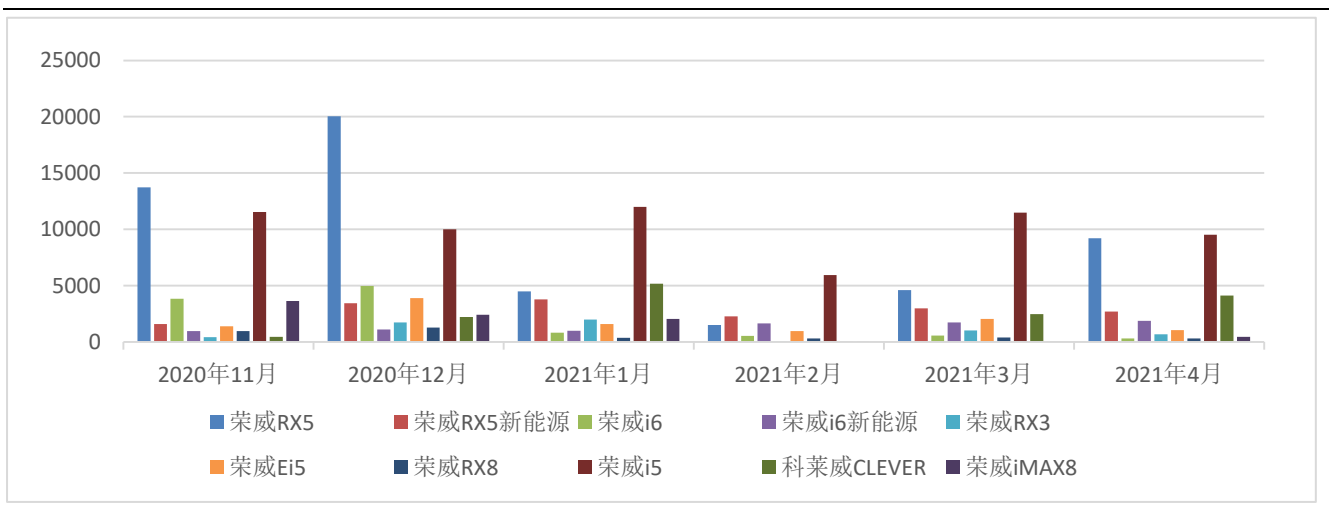
爆款车持续放量，子品牌车型销量环比表现分化。2021年4月，销量排名前五车型分别为朗逸、宏光MINIEV、五菱宏光S、途观L、桑塔纳，本月销量分别为31031辆、29251辆、23376辆、14265辆、13899辆，销量环比增速分别为-24.58%、-26.40%、30.38%、-29.90%、82.04%，别克GL8、途岳、英朗、帕萨特月销量同样过万。此外，子品牌车型销量环比表现分化，其中大众Polo、帕萨特、桑塔纳、途铠、君越、昂科拉、昂科旗、微蓝7、五菱宏光S、科沃兹、沃兰多、创界、畅巡、名爵3、宝骏310、宝骏510、宝骏530、新宝骏RS-7、新宝骏E300等车型销量环比高速增长，途昂、途观L新能源月销量环比小幅提升，途昂、威然、凯越、威朗等车型销量环比较大幅度下降。

图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）



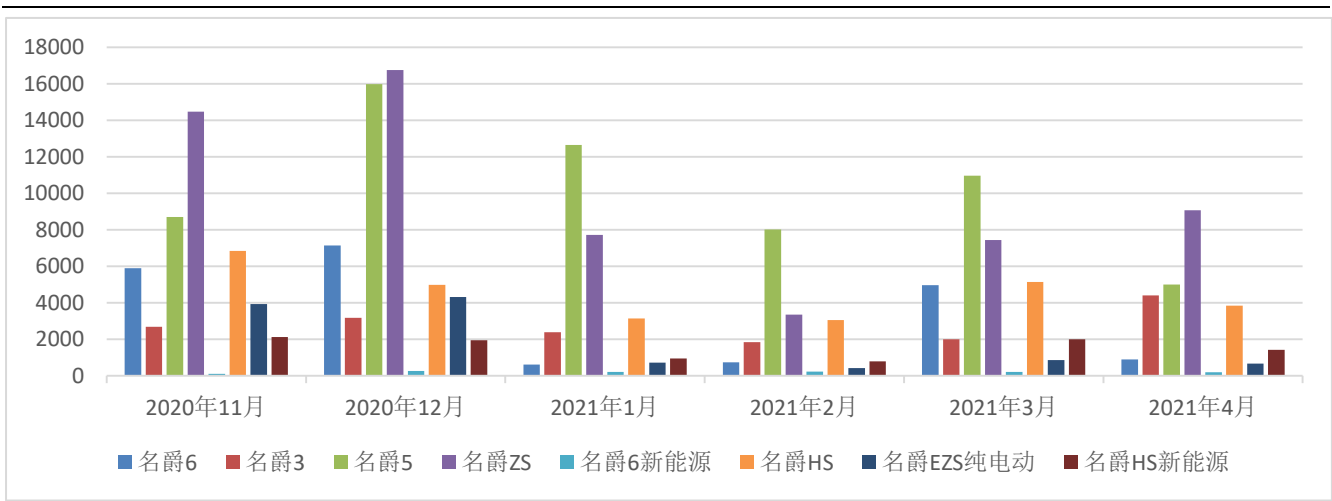
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 17：荣威销量（辆）



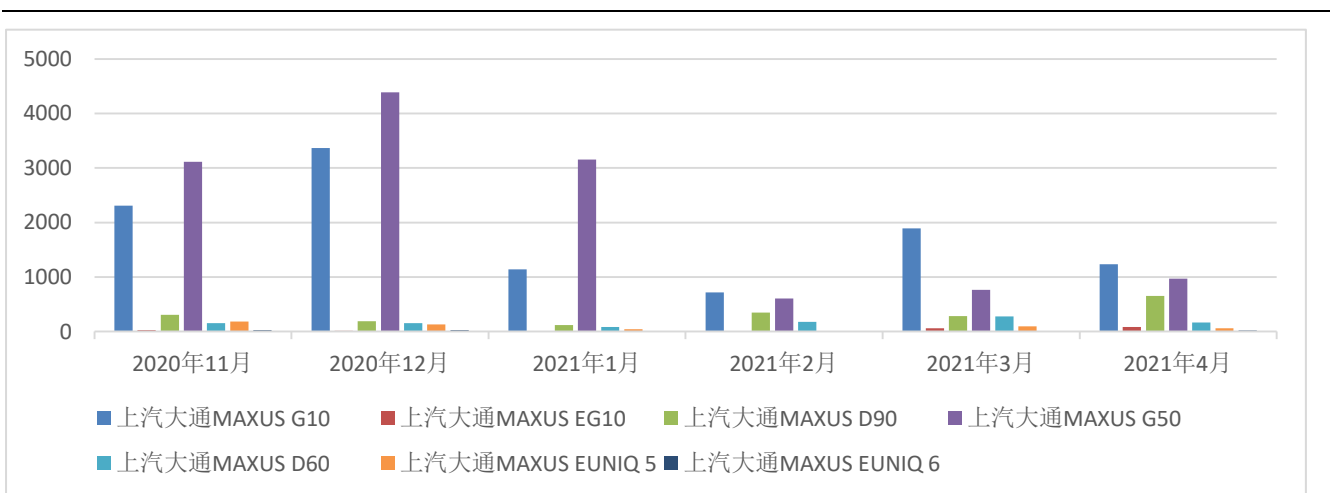
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 18：上汽名爵销量（辆）



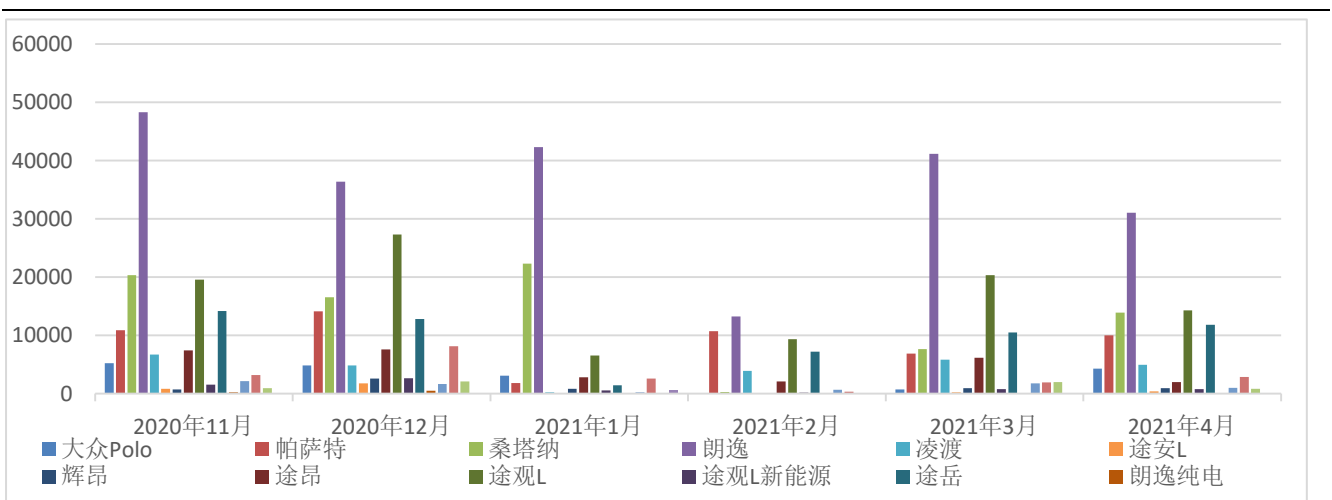
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 19：上汽大通销量（辆）



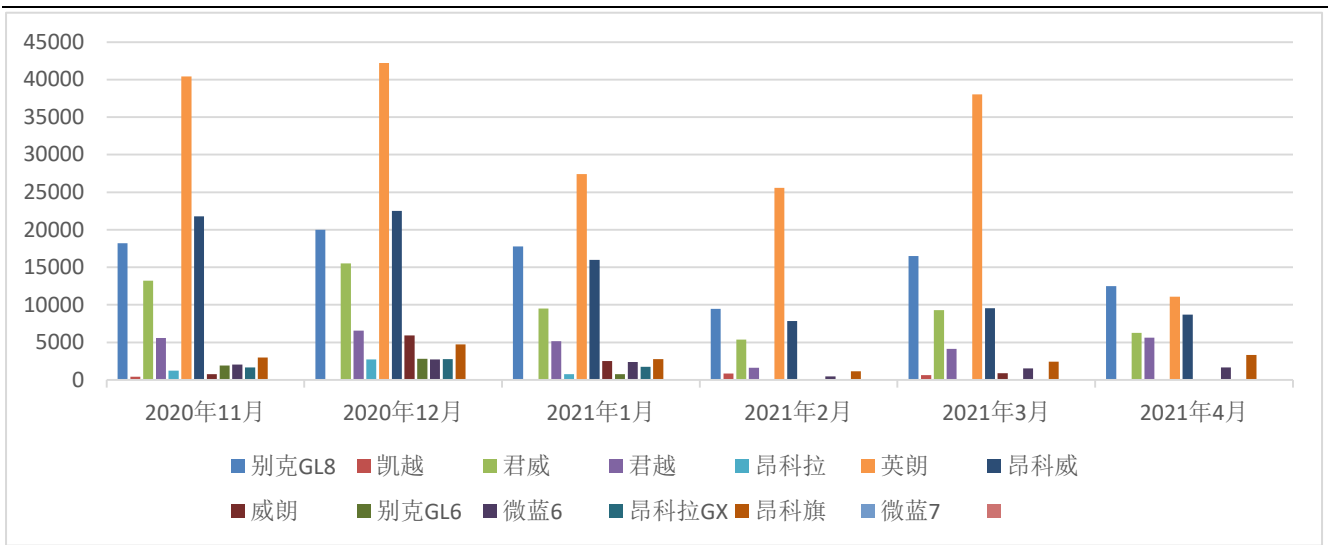
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 20：上汽大众销量（辆）



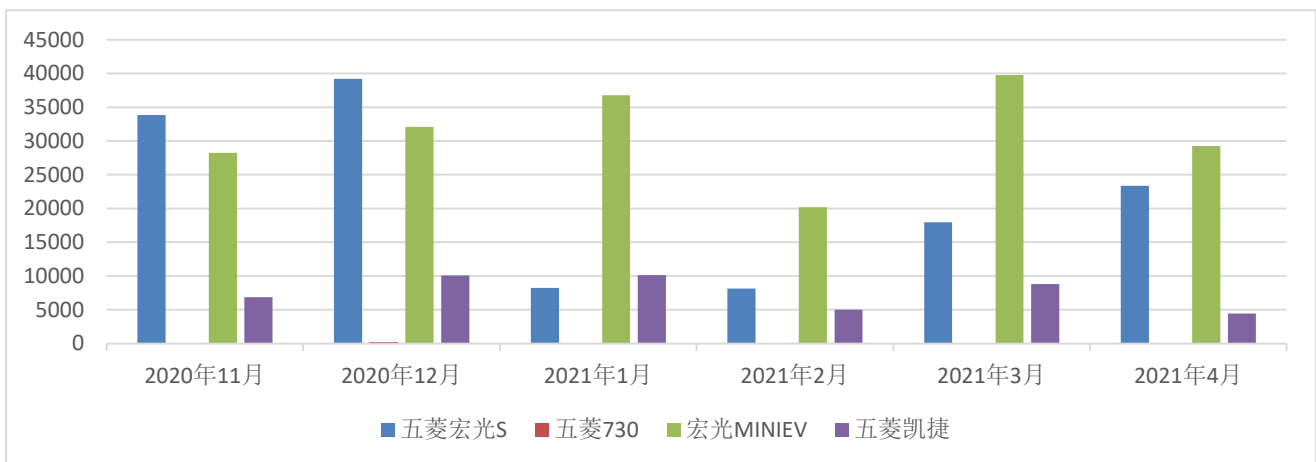
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 21：上汽通用别克销量（辆）



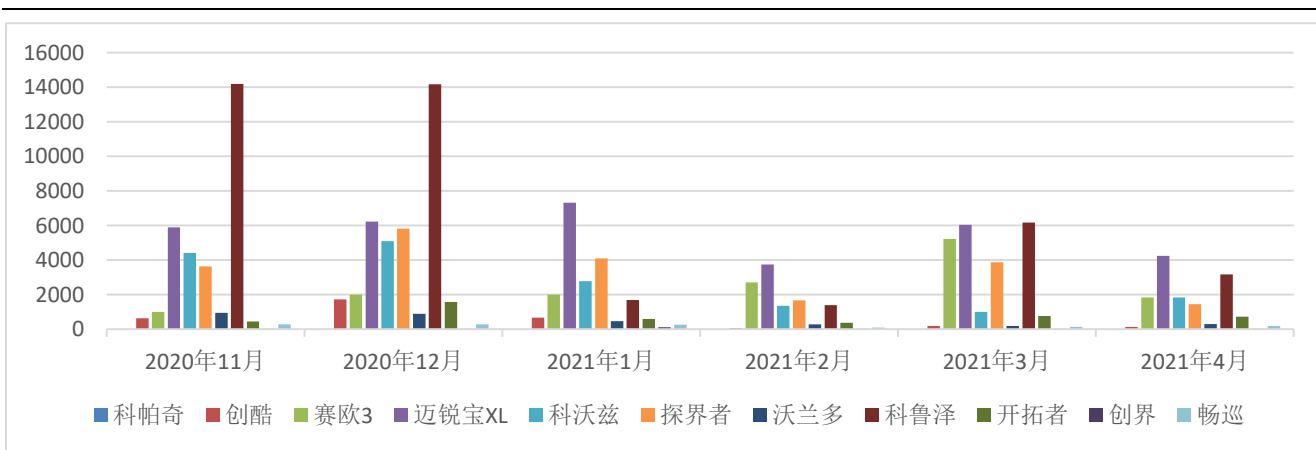
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 22：上汽通用五菱销量（辆）



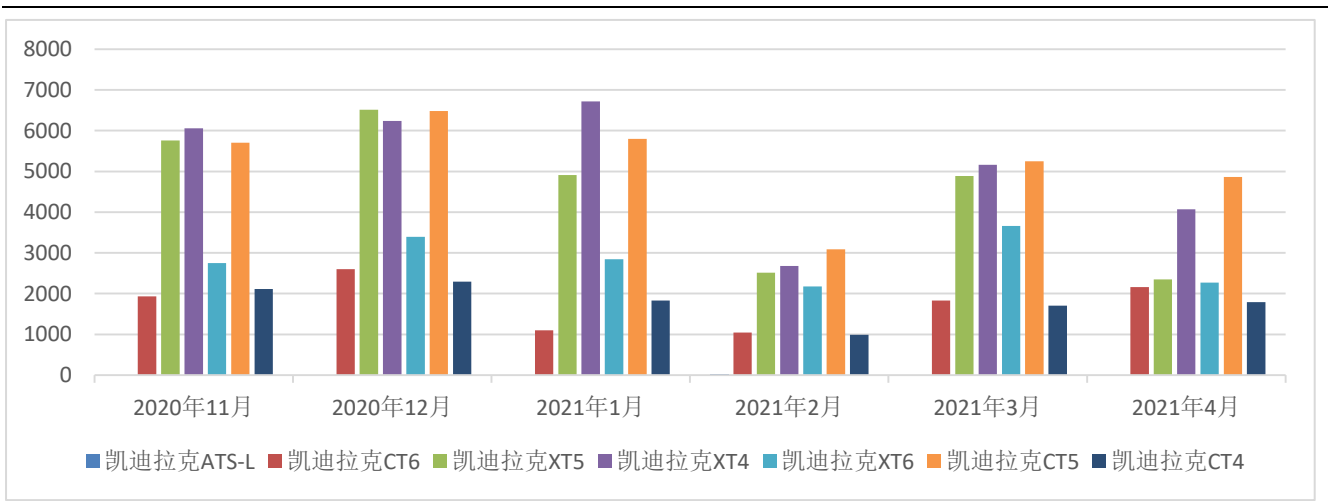
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 23：上汽通用雪佛兰销量（辆）



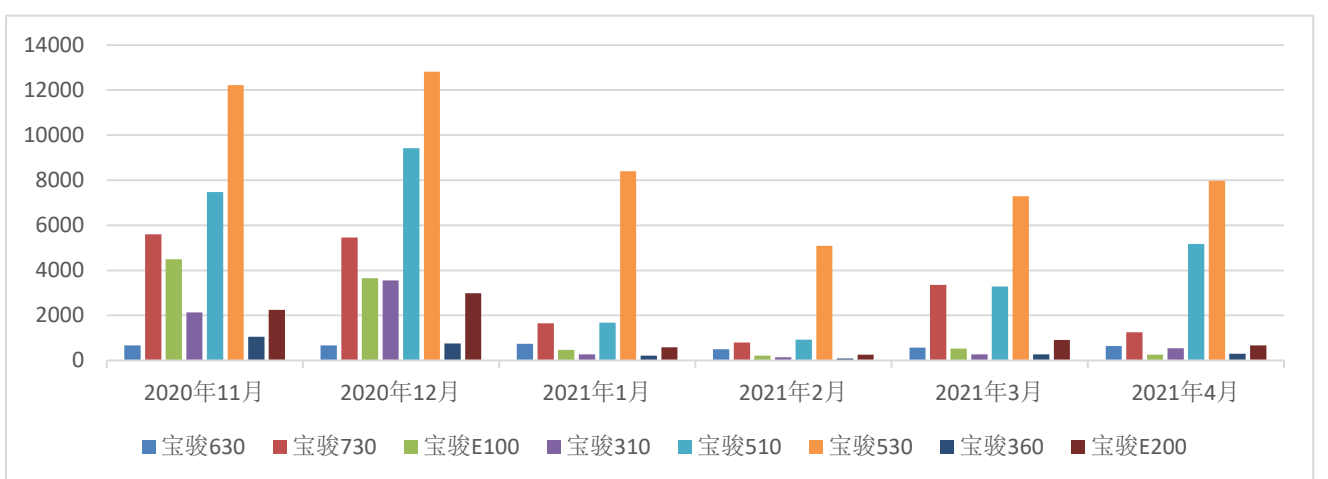
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 24：上汽通用凯迪拉克销量（辆）



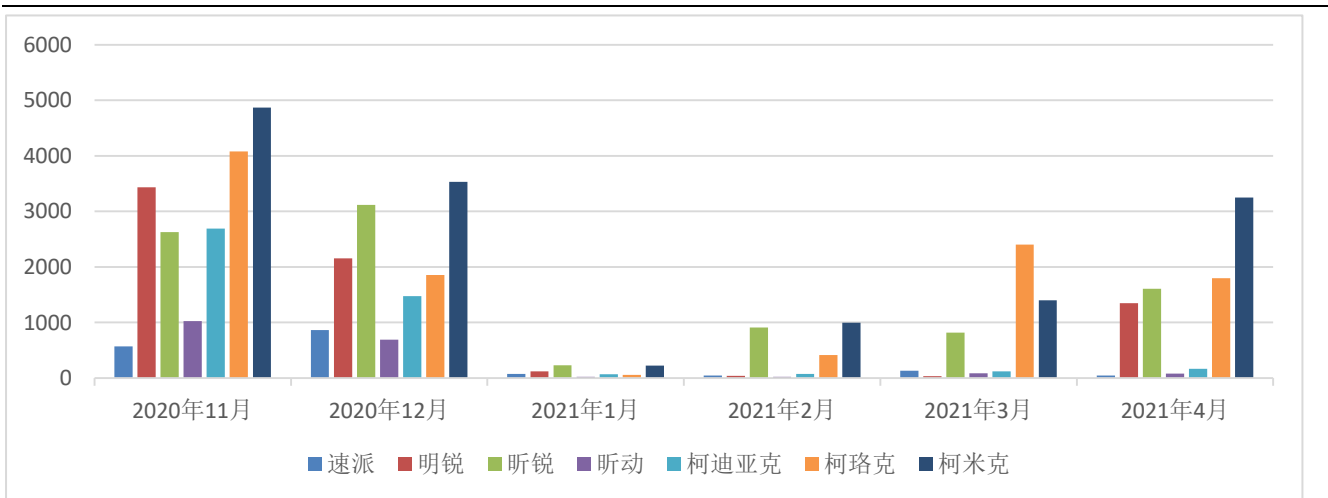
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 25：上汽通用宝骏销量（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 26：上汽斯柯达（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

4.盈利预测及投资建议

行业层面，我国经济形势持续稳步恢复，三四线城市购车潜力较大。同时，随着电动车品质与基础设施逐步完善，电动车的认可度也在逐渐提高，长期来看，汽车消费仍有望整体保持较高基数的同时低速增长。

公司层面，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，公司持续推进新四化，新能源汽车产销亮眼，上汽通用销量表现依然强劲，上汽大众车型销量表现出较强的回暖态势，随着公司爆款车及新车改款放量，有望带动公司销量持续回暖。

在此基础上，预计公司 2021 年、2022 年 EPS 为 2.15 元、2.37 元，对应公司 2021 年 5 月 26 日收盘价 20.32 元/股，公司 2021 年、2022PE 为 9.46 倍、8.59 倍，维持“买入”评级。

表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	742132.5	814119.3	865408.8	904352.2
收入同比(%)	-12.0%	9.7%	6.3%	4.5%
归属母公司净利润	20431.0	25101.2	27634.8	28691.7
净利润同比(%)	-20.2%	22.9%	10.1%	3.8%
每股收益(元)	1.75	2.15	2.37	2.46
P/E	11.62	9.46	8.59	8.27
P/B	0.91	0.93	0.89	0.85

数据来源：wind，山西证券研究所

5.风险提示

- 1) 行业景气度下行；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 行业政策大幅调整。

2021年5月26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	549,082.1	602,059.4	630,901.5	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	72,514.2	63,579.2	69,810.2	76,851.7	研发费用	13395.0	14654.1	15577.4	16278.3
其他流动资产	248,717.8	242,971.0	225,299.4	216,066.1	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	-351.5	380.0	224.4
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	40526.7	45083.2	47024.6
资产总计	919,414.8	883,822.1	926,325.7	948,817.0	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	40836.6	45393.1	47334.5
应付账款	148,948.3	136,728.5	152,259.8	163,203.2	所得税	6703.6	6125.5	6809.0	7100.2
其他流动负债	338,307.1	317,212.2	314,614.2	309,829.4	净利润	29188.1	34711.1	38584.2	40234.3
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	9609.9	10949.4	11542.6
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	25101.2	27634.8	28691.7
其他非流动负债	74,881.1	68,123.7	69,926.4	71,086.2	EBITDA	72919.9	59627.6	65111.7	67124.1
负债合计	609,373.4	570,008.7	584,234.9	575,259.7	EPS (元)	1.7	2.1	2.4	2.5
少数股东权益	49,938.4	59,548.3	70,497.7	82,040.3	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	186,442.1	198,836.1	211,928.6	营业收入	-12.00%	9.70%	6.30%	4.50%
归属母公司股东权益	260,103.0	255,152.6	267,546.7	280,639.2	营业利润	-11.74%	13.82%	11.24%	4.31%
负债和股东权益	919,414.8	884,709.7	922,279.3	937,939.2	归属于母公司净利润	-20.20%	22.86%	10.09%	3.82%
					获利能力				
					毛利率(%)	13.05%	13.48%	14.00%	14.00%
					净利率(%)	2.75%	3.08%	3.19%	3.17%
					ROE(%)	9.41%	11.03%	11.41%	11.09%
					ROIC(%)	93.83%	499.56%	120.56%	252.01%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	66.28%	64.43%	63.35%	61.33%
					净负债比率(%)	102.63%	121.64%	87.88%	80.44%
					流动比率	1.11	1.15	1.23	1.32
					速动比率	0.97	1.02	1.09	1.16
					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	2.15	2.37	2.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.21	0.25	3.86	2.23
					每股净资产(最新摊薄)	22.26	21.84	22.90	24.02
					估值比率				
					P/E	11.6	9.5	8.6	8.3
					P/B	0.9	0.9	0.9	0.8
					EV/EBITDA	0.45	0.24	-0.22	-0.47

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	2,971.7	45,133.2	26,015.9
净利润	29,188.1	25,101.2	27,634.8	28,691.7
折旧摊销	14,461.6	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	-17,096.2	20,955.9	1,064.6
其他经营现金流	-3,450.7	9,720.0	11,291.5	11,638.4
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	-20,134.3	-14,583.4	-30,241.6
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	-20,841.8	-14,073.7	-13,947.8
现金净增加额	14,555.8	5,305.4	52,511.9	17,645.8

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

