# 上汽集团 (600104)

# 2021 中报点评:芯片拖累合资盈利,期待下半年企稳

买入(维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	723,043	779,440	841,795	909,139
同比(%)	-12.5%	7.8%	8.0%	8.0%
归母净利润 (亿元)	20,431	20,985	23,153	25,106
同比(%)	-20.2%	2.7%	10.3%	8.4%
每股收益 (元/股)	1.75	1.80	1.98	2.15
P/E(倍)	10.50	10.23	9.27	8.55

#### 投资要点

- 公告要点: 上汽集团 2021Q2 营收 1770.01 亿元,同比-0.45%,环比-6.40%; 归母净利润 64.67 亿元,同比-11.08%,环比-5.54%; 扣非后归母净利润 56.34 亿元,同比-13.12%,环比-9.42%。2021H1 营收实现3660.96 亿元,同比+29.03%; 归母净利润 133.14 亿元,同比+58.61%;扣非归母净利润 118.54 亿元,同比+65.18%。
- 2021O2 归母净利润同比-11.09%, 芯片短缺叠加原材料上涨因素影响较 大;上汽大众下滑明显:上汽集团 2021Q2 批发销量实现 115.49 万辆, 其中上汽自主/上汽通用五菱表现较好,分别为 15.41/20.41 万辆,同比 分别+8.46%/+49.20%,上汽大众及通用同比降幅较大,分别 -28.16%/-34.73%。归母净利润表现同环比降幅大于整体营收,主要系毛 利率环比下滑以及期间费用整体同环比上涨较大,销售/管理/研发/财务 费用率 202102 分别为 5.24%/2.79%/2.52%/0.21%,分别同比上涨 0.37/0.27/0.94/0.34pct, 环比变化为+0.24/-0.08/+0.67/+0.21pct, 研发费用 率同环比涨幅最大,主要系公司进一步增加新能源/智能网联等技术的 研发投入所致。202102公司公允价值变动净收益22.96亿元,对利润贡 献较大,扣除该影响后 2021Q2 净利润同环比分别为-31.60%/-43.27%。 合资品牌来看,上汽大众/上汽通用/上汽通用五菱 2021H1 单车售价分 别为 12.38/13.63/8.02 万元, 分别同比-3.13%/+15.44%/-31.28%; 大众及 通用单车净利 0.54/0.40/0.10 万元,分别同比-54.69%/+25.75%。上汽大 众单车售价及净利下滑明显,主要系芯片短缺导致销量下滑,成本分摊 增加;上汽通用单车售价及通用涨幅较大,主要系高端车型凯迪拉克销 量占比上升, 2021H1 为 17.58%, 同比+3.38pct。
- R标+智己产品加速智能电动化变革,以技术创新+营销变革+产品优化为驱动同步推进国内+海外两大市场自主品牌崛起。1)技术领域,上汽加快打造纯电整车架构+新一代三电系统研发,同步推进固态电池/集中式 EE 架构/SOA 软件平台等电动智能化技术研发,提升核心技术自研整合能力。2)营销领域,以用户为中心,上汽乘用加速商超店建设,同时推进智己独立品牌塑造和用户运营体系的打造,并以独立团队负责ID 系列产品"代理制销售模式",发挥现有渠道优势加速普及。3)产品领域,智己品牌高端 L7/LS7/R ES33 等全新系列智能电动产品落地,助力电动智能转型。
- 盈利预测与投资评级: 我们预计随公司智己+新 R 标高端智能电动品牌 打开新能源市场,不断开拓海外市场,大众及通用有望见底企稳。维持 上汽 2021-2023 年归母净利润 210/232/251 亿元的预测,对应 EPS 为 1.80/1.98/2.15 元, PE 为 10.2/9.3/8.6 倍。维持上汽集团"买入"评级。
- 风险提示:海外疫情控制低于预期;乘用车需求复苏低于预期;自主品牌 SUV 价格战超出预期。



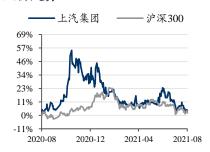
### 2021年08月27日

# 证券分析师 黄细里

执业证号: S0600520010001 021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	18.37
一年最低/最高价	18.03/28.80
市净率(倍)	0.82
流通 A 股市值(百 万元)	214625.19

#### 基础数据

每股净资产(元)	22.96
资产负债率(%)	64.07
总股本(百万股)	11683.46
流通 A 股(百万股)	11683.46

#### 相关研究

- 1、《上汽集团 (600104): 芯片 短缺影响环比减弱,自主表现较 佳》2021-08-07
- 2、《上汽集团(600104): 大众 受芯片短缺影响较大, 出口持续 向好》2021-07-10
- 3、《上汽集团 (600104): 电动 智能变革加速》2021-06-18



上汽集团三大财务预测表

2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
566,175	449,035	586,728	500,636	营业收入	723,043	779,440	841,795	909,139
142,565	34,386	136,462	57,827	减:营业成本	645,250	673,436	725,627	781,405
47,089	47,150	55,640	55,869	营业税金及附加	5,760	6,539	6,894	7,396
69,395	59,806	79,409	70,507	营业费用	38,067	46,766	53,454	58,185
307,126	307,693	315,218	316,433	管理费用	35,213	50,118	50,676	53,639
353,240	368,343	381,435	392,892	研发费用	13,395	24,942	25,254	27,274
59,650	77,573	94,143	109,616	财务费用	517	831	355	-371
82,982	80,658	77,980	74,823	资产减值损失	3,190	369	419	1,460
13,133	12,505	11,851	11,152	加:投资净收益	21,010	27,462	26,625	24,999
18,467	19,113	19,546	20,034	其他收益	2,580	3,027	3,278	3,316
179,008	178,494	177,915	177,267	资产处置收益	-111	123	148	64
919,415	817,377	968,164	893,527	营业利润	35,607	33,291	36,881	40,781
510,884	397,075	539,276	451,221	加:营业外净收支	284	429	499	456
23,629	23,629	23,629	23,629	利润总额	35,892	33,720	37,380	41,238
205,047	86,607	233,974	126,356	减:所得税费用	6,704	4,773	5,383	6,296
282,208	286,838	281,673	301,236	少数股东损益	8,757	7,962	8,844	9,836
98,489	88,558	78,552	68,443	归属母公司净利润	20,431	20,985	23,153	25,106
47,100	37,169	27,163	17,054	EBIT	36,155	33,888	37,311	40,485
51,389	51,389	51,389	51,389	EBITDA	50,499	46,210	50,784	55,185
609,373	485,632	617,828	519,663	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
49,938	57,901	66,745	76,580	每股收益(元)	1.75	1.80	1.98	2.15
260,103	273,844	283,591	297,283	每股净资产(元)	22.26	23.44	24.27	25.44
919,415	817,377	968,164	893,527	发行在外股份(亿股)	11683	11683	11683	11683
				ROIC(%)	-744.1%	38.2%	-74.6%	143.2%
				ROE(%)	9.4%	8.7%	9.1%	9.3%
2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	10.8%	13.6%	13.8%	14.1%
37,518	-77,625	124,013	-58,448	销售净利率(%)	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%
-7,110	1,459	1,831	965	资产负债率(%)	66.3%	59.4%	63.8%	58.2%
-15,852	-32,013	-23,768			-12.5%	7.8%	8.0%	8.0%
14,025	-108,179	102,076	-78,635	净利润增长率(%)	-17.3%	-0.8%	10.5%	9.2%
14,344	12,322	13,473	14,700	P/E	10.50	10.23	9.27	8.55
	2.021		4.017	D/D	0.92	0.79	0.76	0.72
-2,561	-2,821	-3,477	-4,017	P/B	0.83	0.78	0.76	0.72
	566,175 142,565 47,089 69,395 307,126 353,240 59,650 82,982 13,133 18,467 179,008 919,415 510,884 23,629 205,047 282,208 98,489 47,100 51,389 609,373 49,938 260,103 919,415  2020A 37,518 -7,110 -15,852 14,025	566,175449,035142,56534,38647,08947,15069,39559,806307,126307,693353,240368,34359,65077,57382,98280,65813,13312,50518,46719,113179,008178,494919,415817,377510,884397,07523,62923,629205,04786,607282,208286,83898,48988,55847,10037,16951,38951,389609,373485,63249,93857,901260,103273,844919,415817,3772020A2021E37,518-77,625-7,1101,459-15,852-32,01314,025-108,179	566,175         449,035         586,728           142,565         34,386         136,462           47,089         47,150         55,640           69,395         59,806         79,409           307,126         307,693         315,218           353,240         368,343         381,435           59,650         77,573         94,143           82,982         80,658         77,980           13,133         12,505         11,851           18,467         19,113         19,546           179,008         178,494         177,915           919,415         817,377         968,164           510,884         397,075         539,276           23,629         23,629         23,629           205,047         86,607         233,974           282,208         286,838         281,673           98,489         88,558         78,552           47,100         37,169         27,163           51,389         51,389         51,389           609,373         485,632         617,828           49,938         57,901         66,745           260,103         273,844         283,591	566,175         449,035         586,728         500,636           142,565         34,386         136,462         57,827           47,089         47,150         55,640         55,869           69,395         59,806         79,409         70,507           307,126         307,693         315,218         316,433           353,240         368,343         381,435         392,892           59,650         77,573         94,143         109,616           82,982         80,658         77,980         74,823           13,133         12,505         11,851         11,152           18,467         19,113         19,546         20,034           179,008         178,494         177,915         177,267           919,415         817,377         968,164         893,527           510,884         397,075         539,276         451,221           23,629         23,629         23,629         23,629           205,047         86,607         233,974         126,356           282,208         286,838         78,552         68,443           47,100         37,169         27,163         17,054           51,389         51,389	142,565   34,386   136,462   57,827   滅:营业成本   荷,089   47,150   55,640   55,869   营业税金及附加   69,395   59,806   79,409   70,507   营业费用   307,126   307,693   315,218   316,433   管理费用   353,240   368,343   381,435   392,892   研发费用   82,982   80,658   77,980   74,823   资产减值损失   13,133   12,505   11,851   11,152   加:投资净收益   179,008   178,494   177,915   177,267   资产处置收益   179,008   178,494   177,915   177,267   资产处置收益   179,041   397,075   539,276   451,221   加:营业外净收支   23,629		566,175449,035586,728500,636菅业收入723,043779,440142,56534,386136,46257,827減:菅业成本645,250673,43647,08947,15055,64055,869菅业税金及附加5,7606,53969,39559,80679,40970,507菅业费用38,06746,766307,126307,693315,218316,433管理费用35,21350,118353,240368,343381,435392,892研发费用51783182,98280,65877,98074,823资产减值损失3,19036913,13312,50511,85111,152加·投资净收益21,01027,46218,46719,11319,54620,034其他收益2,5803,027179,008178,494177,915177,267资产处置收益-111123919,415817,377968,164893,527营业利润35,60733,291510,884397,075539,276451,221加·营业外净收支28442923,62923,62923,629利润必额35,89233,720250,04786,607233,974126,356减,所得税费用6,7044,773282,20888,58578,55268,443月馬母公司净利润20,43120,98547,10037,16927,16317,054EBIT36,15533,88851,38951,38951,38951,38951,38948,62611,751.80609,373485,632617,82851,663每股收益(元)1.751.8	566,175         449,035         586,728         500,636         管业收入         723,043         779,440         841,795           142,565         34,386         136,462         57,827         歳:営业成本         645,250         673,436         725,627           47,089         47,150         55,640         55,869         営业税金及附加         5,760         6,539         6,894           69,395         59,806         79,409         70,507         营业费用         38,067         46,766         53,454           307,126         307,693         315,218         316,433         管理费用         35,213         50,118         50,676           55,650         77,573         94,143         109,616         財务費用         517         831         355           82,982         80,658         77,980         74,823         资产减值损失         3,190         369         419           13,133         12,505         11,851         11,152         か決後途争成         21,010         27,462         26,625           18,467         19,113         17,546         20,034         其地收益         2,580         30,227         32,781           199,415         817,377         968,164         893,527         老連利適         35,691

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称"本公司")的客户使用。 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告 中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关 联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公 司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间:

减持: 预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

