

2021 中报点评：芯片拖累合资盈利，期待下半年企稳

买入（维持）

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

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%。

■ **2021Q2 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 2021Q2 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。2021Q2 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，上汽乘用车加速商超店建设，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。

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

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	566,175	449,035	586,728	500,636	营业收入	723,043	779,440	841,795	909,139
现金	142,565	34,386	136,462	57,827	减:营业成本	645,250	673,436	725,627	781,405
应收账款	47,089	47,150	55,640	55,869	营业税金及附加	5,760	6,539	6,894	7,396
存货	69,395	59,806	79,409	70,507	营业费用	38,067	46,766	53,454	58,185
其他流动资产	307,126	307,693	315,218	316,433	管理费用	35,213	50,118	50,676	53,639
非流动资产	353,240	368,343	381,435	392,892	研发费用	13,395	24,942	25,254	27,274
长期股权投资	59,650	77,573	94,143	109,616	财务费用	517	831	355	-371
固定资产	82,982	80,658	77,980	74,823	资产减值损失	3,190	369	419	1,460
在建工程	13,133	12,505	11,851	11,152	加:投资净收益	21,010	27,462	26,625	24,999
无形资产	18,467	19,113	19,546	20,034	其他收益	2,580	3,027	3,278	3,316
其他非流动资产	179,008	178,494	177,915	177,267	资产处置收益	-111	123	148	64
资产总计	919,415	817,377	968,164	893,527	营业利润	35,607	33,291	36,881	40,781
流动负债	510,884	397,075	539,276	451,221	加:营业外净收支	284	429	499	456
短期借款	23,629	23,629	23,629	23,629	利润总额	35,892	33,720	37,380	41,238
应付账款	205,047	86,607	233,974	126,356	减:所得税费用	6,704	4,773	5,383	6,296
其他流动负债	282,208	286,838	281,673	301,236	少数股东损益	8,757	7,962	8,844	9,836
非流动负债	98,489	88,558	78,552	68,443	归属母公司净利润	20,431	20,985	23,153	25,106
长期借款	47,100	37,169	27,163	17,054	EBIT	36,155	33,888	37,311	40,485
其他非流动负债	51,389	51,389	51,389	51,389	EBITDA	50,499	46,210	50,784	55,185
负债合计	609,373	485,632	617,828	519,663	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	49,938	57,901	66,745	76,580	每股收益(元)	1.75	1.80	1.98	2.15
归属母公司股东权益	260,103	273,844	283,591	297,283	每股净资产(元)	22.26	23.44	24.27	25.44
负债和股东权益	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%
					毛利率(%)	10.8%	13.6%	13.8%	14.1%
					销售净利率(%)	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%
					资产负债率(%)	66.3%	59.4%	63.8%	58.2%
					收入增长率(%)	-12.5%	7.8%	8.0%	8.0%
					净利润增长率(%)	-17.3%	-0.8%	10.5%	9.2%
					P/E	10.50	10.23	9.27	8.55
					P/B	0.83	0.78	0.76	0.72
					EV/EBITDA	3.86	6.21	3.62	4.75

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

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>