

盈利好于预期，预计芯片供给短缺改善后，合资品牌盈利将逐步改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **上半年业绩超出预期。**上半年实现营业收入 3566.14 亿元,同比增长 29.9%;归母净利润 133.14 亿元,同比增长 58.6%;扣非归母净利 118.54 亿元,同比增长 65.2%;二季度实现营业收入 1722.03 亿元,同比微降 0.6%,环比下滑 6.6%;归母净利润 64.67 亿元,同比下滑 11.1%,环比下滑 5.5%;扣非归母净利 56.34 亿元,同比下滑 13.1%,环比下滑 9.4%。二季度芯片短缺对车企影响持续加剧,叠加原材料价格上涨,导致公司二季度业绩下滑。
- **毛利率有所提升,费用率略有改善。**上半年毛利率 11.4%,同比增加 1.2 个百分点。二季度毛利率 11.8%,同比增加 1.9 个百分点,环比增加 0.7 个百分点。上半年期间费用率 10.2%,同比下降 0.3 个百分点,其中管理费用率 2.8%,同比下降 0.2 个百分点,其余费用率同比基本持平。上半年经营活动现金流净额 15.85 亿元,同比下降 94.6%,主要系上汽财务公司发行 ABS 导致金融板块经营现金流同比减少 314.55 亿元。上半年公司制造板块经营活动现金流净额 145.14 亿元,同比增加 33.9%。
- **芯片短缺拖累贡献投资收益的上汽合资品牌盈利。**上半年投资收益 104.18 亿元,同比增长 43.0%,其中对联营企业和合营企业投资收益 85.03 亿元,同比增长 109.7%;二季度投资收益 36.10 亿元,同比下滑 27.5%,其中对联营企业和合营企业投资收益 30.41 亿元,同比下滑 25.7%。上半年上汽大众收入 659.22 亿元,同比下滑 10.7%,归母净利 28.85 亿元,同比下滑 58.2%,上半年销量 53.89 万辆,同比下滑 7.3%;上汽通用收入 792.92 亿元,同比增长 20.8%,归母净利 23.48 亿元,同比增长 31.6%,上半年累计销量 58.90 万辆,同比增加 12.2%。上半年芯片短缺对上汽大众盈利造成了一定影响,公司一方面与供应链伙伴共度时艰,推进替代方案;另一方面加快新品上市步伐,推出上汽奥迪 A7L、新款凌渡、新款帕萨特等新车型。预计下半年芯片短缺边际改善,上汽合资品牌业绩有望逐步改善。
- **自主品牌销量改善,推出多款高端新能源车型。**上汽乘用车品牌上半年累计销量 38.1 万辆,同比增长 60.2%,因持续研发投入,上半年自主仍处于亏损状态(制造和研发)。上汽持续推进乘用车电动化战略,智己 L7、R 品牌 MARVEL R、ES33 等智能电动车型相继亮相。预计芯片问题有所缓解后,传统油车及高端智能电动车型销量均将提升。

财务预测与投资建议:略调整投资收益等,预测 2021-2023 年 EPS 为 2.23、2.52、2.84 元(原 2.29、2.54、2.85 元),参照可比公司平均估值水平,给予 2021 年 13 倍 PE 估值,目标价 28.99 元,维持买入评级。

风险提示:自主乘用车销量低于预期、上汽大众、上汽通用销量低于预期影响

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	826,530	723,043	799,778	855,432	918,443
同比增长(%)	-6.9%	-12.5%	10.6%	7.0%	7.4%
营业利润(百万元)	40,345	35,607	43,342	49,150	55,254
同比增长(%)	-24.8%	-11.7%	21.7%	13.4%	12.4%
归属母公司净利润(百万元)	25,603	20,431	26,056	29,483	33,144
同比增长(%)	-28.9%	-20.2%	27.5%	13.2%	12.4%
每股收益(元)	2.19	1.75	2.23	2.52	2.84
毛利率(%)	12.2%	10.8%	12.4%	12.5%	12.7%
净利率(%)	3.1%	2.8%	3.3%	3.4%	3.6%
净资产收益率(%)	10.6%	8.0%	9.7%	10.2%	10.8%
市盈率	8.4	10.5	8.2	7.3	6.5
市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月26日)	18.37 元
目标价格	28.99 元
52周最高价/最低价	27.88/17.91 元
总股本/流通A股(万股)	1,168,346/1,168,346
A股市值(百万元)	214,625
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年08月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.03	-4.74	-6.61	3.69
相对表现	-2.42	-1.77	6.25	3.99
沪深300	0.39	-2.97	-12.86	-0.3



资料来源:WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860512060001

相关报告

以用户为中心,核心软件自研及全栈式解决方案打造新上汽	2021-06-14
合资品牌盈利改善,自主纯电动新车陆续上市	2021-05-09
业绩符合预期,预计投资收益有望逐季改善	2021-03-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	127,827	142,565	159,956	171,086	197,537	营业收入	826,530	723,043	799,778	855,432	918,443
应收票据、账款及款项融资	58,988	60,257	76,779	65,013	69,802	营业成本	726,100	645,250	700,937	748,814	801,672
预付账款	28,939	39,102	43,988	41,087	48,099	营业税金及附加	6,610	5,760	6,398	6,843	7,348
存货	54,399	69,395	77,103	74,881	80,167	营业费用	57,451	38,067	39,989	42,772	45,922
其他	241,005	254,855	218,743	230,410	233,070	管理费用及研发费用	35,702	35,213	38,789	43,627	46,841
流动资产合计	511,158	566,175	576,568	582,478	628,675	财务费用	24	517	385	313	235
长期股权投资	64,617	59,650	59,650	59,650	59,650	资产、信用减值损失	3,507	4,306	1,779	1,168	755
固定资产	83,056	82,982	96,000	97,530	96,256	公允价值变动收益	1,497	3,812	3,600	4,000	3,000
在建工程	16,188	13,133	15,503	13,976	13,213	投资净收益	24,901	21,010	25,292	30,305	33,534
无形资产	15,281	16,021	15,219	14,418	13,617	其他	16,812	16,856	2,950	2,950	3,050
其他	159,034	181,455	97,270	98,820	100,993	营业利润	40,345	35,607	43,342	49,150	55,254
非流动资产合计	338,176	353,240	283,643	284,395	283,730	营业外收入	767	750	850	800	850
资产总计	849,333	919,415	860,211	866,873	912,405	营业外支出	154	465	400	400	400
短期借款	25,588	23,629	86,568	45,237	23,114	利润总额	40,958	35,892	43,792	49,550	55,704
应付票据及应付账款	170,048	205,047	210,281	215,152	244,538	所得税	5,669	6,704	6,569	7,433	8,356
其他	267,168	282,208	121,365	133,681	135,177	净利润	35,289	29,188	37,223	42,118	47,348
流动负债合计	462,803	510,884	418,214	394,071	402,828	少数股东损益	9,686	8,757	11,167	12,635	14,205
长期借款	19,137	23,608	23,608	23,608	23,608	归属于母公司净利润	25,603	20,431	26,056	29,483	33,144
应付债券	16,162	23,492	26,492	23,492	23,492	每股收益(元)	2.19	1.75	2.23	2.52	2.84
其他	50,392	51,389	51,199	54,314	56,381						
非流动负债合计	85,690	98,489	101,299	101,414	103,482	主要财务比率					
负债合计	548,494	609,373	519,513	495,485	506,310		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	51,138	49,938	61,105	73,741	87,945	成长能力					
实收资本(或股本)	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683	营业收入	-6.9%	-12.5%	10.6%	7.0%	7.4%
资本公积	55,567	54,987	57,027	57,027	57,027	营业利润	-24.8%	-11.7%	21.7%	13.4%	12.4%
留存收益	166,124	175,807	191,582	208,036	226,439	归属于母公司净利润	-28.9%	-20.2%	27.5%	13.2%	12.4%
其他	16,328	17,625	19,300	20,900	23,000	获利能力					
股东权益合计	300,840	310,041	340,698	371,387	406,095	毛利率	12.2%	10.8%	12.4%	12.5%	12.7%
负债和股东权益总计	849,333	919,415	860,211	866,873	912,405	净利率	3.1%	2.8%	3.3%	3.4%	3.6%
						ROE	10.6%	8.0%	9.7%	10.2%	10.8%
						ROIC	9.4%	7.4%	8.2%	8.5%	9.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	64.6%	66.3%	60.4%	57.2%	55.5%
净利润	35,289	29,188	37,223	42,118	47,348	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	11,802	11,712	11,730	13,980	16,032	流动比率	1.10	1.11	1.38	1.48	1.56
财务费用	24	517	385	313	235	速动比率	0.98	0.97	1.17	1.26	1.33
投资损失	(24,901)	(21,010)	(25,292)	(30,305)	(33,534)	营运能力					
营运资金变动	(20,114)	21,514	(151,267)	15,365	11,644	应收账款周转率	20.3	17.0	19.1	20.7	20.7
其它	44,171	(4,403)	71,383	1,883	1,923	存货周转率	12.3	10.2	9.0	8.7	9.0
经营活动现金流	46,272	37,518	(55,838)	43,354	43,648	总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
资本支出	(20,947)	(7,930)	(17,874)	(12,449)	(12,449)	每股指标(元)					
长期投资	29,179	1,093	2,938	(667)	(534)	每股收益	2.19	1.75	2.23	2.52	2.84
其他	(47,496)	(273)	34,927	36,229	33,600	每股经营现金流	3.96	3.21	-4.78	3.71	3.74
投资活动现金流	(39,264)	(7,110)	19,990	23,113	20,617	每股净资产	21.37	22.26	23.93	25.48	27.23
债权融资	14,618	9,831	(1,074)	(665)	(714)	估值比率					
股权融资	244	(579)	2,040	0	0	市盈率	8.4	10.5	8.2	7.3	6.5
其他	(17,956)	(25,104)	52,273	(54,671)	(37,100)	市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
筹资活动现金流	(3,094)	(15,852)	53,238	(55,336)	(37,814)	EV/EBITDA	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
汇率变动影响	(308)	(531)	-0	-0	-0	EV/EBIT	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
现金净增加额	3,605	14,025	17,391	11,131	26,451						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn