

# 蓄势变革 反转起航

## 上汽集团 (600104)

### 事件概述

公司发布 2021 半年报：2021H1 实现营收 3,660.96 亿元，同比+29.03%；归母净利润 133.14 亿元，同比+58.61%；扣非后归母净利润 118.54 亿元，同比+65.18%。其中 2020Q2 实现营收 1770.01 亿元，同比-0.45%，归母净利润 64.67 亿元，同比-11.08%，扣非归母净利润 56.34 亿元，同比-13.12%。

### 分析判断

#### ► 自主强劲合资回升 经营韧性显著提升

行业整体供不应求，公司表现优于行业。乘用车行业 21Q1 趋势向好，但自 Q2 起，全球性缺芯叠加大宗商品涨价为全行业带来了较大的经营压力。2021H1，国内乘用车市场销量 973.8 万辆，同比+24.3%。具体看，零售销量同比+28.2%，高于批发销量（同比+24.4%），行业整体呈现供不应求的发展态势。同期，公司产销表现优于行业，乘用车销量达 242.3 万辆，同比+30.8%。

**自主强劲增长，合资探底回升。**分品牌看，上半年，公司自主品牌增长强劲，上汽乘用车公司零售达到 38.1 万辆，同比增长 60.2%，上汽大通零售达到 10.6 万辆，同比增长 57.2%，上汽通用五菱零售达到 88.4 万辆，同比增长 39.5%，五菱宏光 MINIEV 在“马卡龙版”上市后价升量稳，继续高居国内电动车销量榜首；同时，主要合资品牌企稳回升，上汽通用零售达 74.6 万辆，同比增长 25.5%，凯迪拉克 XT6、CT5 销量大幅增长，别克 GL8 供不应求；上汽大众的大众品牌零售近 67 万辆，同比增长 14%，继续保持国内单一品牌销量第一。

**合资依赖降低，经营韧性显著提升。**基于自主品牌的强劲增长，公司已加速摆脱对合资业务的依赖。21H1，上汽大众归母净利润 28.9 亿，占集团总利润 21.7%（20 年归母净利润 155 亿元，占比高达 76%）；上汽通用归母净利润 23.55 亿元，占比集团总利润 17.7%（20 年归母净利润 41 亿元，占比高达 20%）。扣除五大子公司（上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、华域汽车、上汽财务公司）合计归母净利润 115.5 亿元，预计上汽自主及其他业务已实现盈利约 17.6 亿元，相比 2020 年实现扭亏。

#### ► 深化体制机制变革 硬核架构迎新车周期

公司把握全球性缺芯契机，砥砺奋进，持续深化体制机制变革，优化企业经营效率。公司面对全球性缺芯的不可抗力，持续深化内功，在股权融资、员工激励、组织优化、产品策

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	28.79 元
最新收盘价：	18.89
股票代码：	600104
52 周最高价/最低价：	28.8/18.03
总市值(亿)	2,207.01
自由流通市值(亿)	2,207.01
自由流通股数(百万)	11,683.46



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

### 相关研究

- 【华西汽车】上汽集团（600104）点评报告：缺芯问题改善 销量迎来拐点 20210808 2021.08.09
- 【华西汽车】上汽集团（600104）点评报告：全球化扩张领跑 电动智能转型稳进 20210710 2021.07.11
- 【华西汽车】上汽集团（600104）事件点评：MEB 平台再添悍将，龙头转型行稳致远 20200620 2021.06.19

略等方面全面革新。有序推进下属企业的市场化融资，并内部员工及下属企业积极推进股权激励、业务分成、跟投共创等多样化约束机制，持续优化组织年龄结构及后备人才培养机制，并在产品策略上由聚焦 B 端的正向开发转变为聚焦 2C 的逆向开发模式，实现以效率和用户为导向的研产销体系，并通过内部激励、对赌等协议与前端作战团队利益捆绑。

**底层技术方面，公司还发布了 SIGMA 四力合一机电一体化架构。**该架构具备四大优势，**1) 全形态模块：**100+高价值模块柔性兼容能力，可覆盖家用、运动、越野等不同风格；**2) 全尺寸带宽：**覆盖 A-D 四大级别，以及 5 大品类；**3) 全能源组合：**兼容燃油、电动、氢能三大能源，以及 9 大动力类型；**4) 全球化市场：**满足全球 100+市场的不同法规和多元需求。

**新车型方面，公司下半年有望迎来合资+自主的全系热销。**

**1) 上汽大众：**ID 家族销冠 ID3X 将于四季度上市，有望在电动汽车的核心市场-女性市场实现较好表现。22 款帕萨特，整备质量相比 19 款提升 55KG 至 1620KG，安全性有保障。**2) 上汽奥迪：**上汽奥迪首车型-A7L 或与 22 年上市，预计售价 48-68 万，有力切入国产豪华轿车阵营，并与定价 42~65 万元的一汽奥迪 A6L 形成姐妹车型销售策略，有效拉动销量表现。**3) 上汽通用：**全新威朗重回四缸，最大输出功率可达 184 马力，可实现 7.7S 破百，动力表现优于思域。整车运动、智能化设计显著增强，有望在年轻单身用户市场实现较好表现。**4) 上汽通用五菱：**宝骏 KIWI EV 将于 8 月 31 日正式上市，新车外观造型更为萌动、精致，车漆采用豪华品牌同规格喷涂工艺。智能化、电动化能力显著升级，具备隐藏门把手、多场景智能泊车、主被动安全配置以及 305KM 续航和 1 小时直流快充（30%~80%电量）功能，在“好看”、“好开”、“安全”等以女性为代表的核心客户中具备极强竞争力。新车 6.98~7.88 万的售价有望接力宏观 MINI 马卡龙版，实现进一步的价格上探、甚至量稳价升。

## 投资建议

公司面临行业性缺芯的额不可抗力、积极深化内功，在组织力、产品力两大维度全面优化，同时在用户运营和经验策略角度加速转型。公司底层技术扎实，平台化能力卓越，随着芯片供应的逐渐改善，公司有望于迎来自主+合资双轮驱动的新增长周期，乘用车龙头王者归来。公司目前处于盈利、估值的历史大底，我们维持盈利预测：预计公司 2021-23 年营收为 8,302/8,693/9,038 亿元，归母净利润为 289/331/379 亿元，EPS 为 2.47/2.83/3.24 元，对应 PE 7.7/6.7/5.9 倍，对应 PB 0.8/0.7/0.6 倍。给予公司 2021 年 1.2 倍 PB，目标价 28.79 元不变，维持“买入”评级。

## 风险提示

缺芯影响持续；车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	843,324	742,132	830,241	869,280	903,847
YoY (%)	-6.5%	-12.0%	11.9%	4.7%	4.0%
归母净利润(百万元)	25,603	20,431	28,853	33,119	37,870
YoY (%)	-28.9%	-20.2%	41.2%	14.8%	14.3%
毛利率 (%)	13.4%	12.4%	13.3%	13.8%	13.8%
每股收益 (元)	2.19	1.75	2.47	2.83	3.24
ROE	10.3%	7.9%	9.9%	10.1%	10.4%
市盈率	8.62	10.80	7.65	6.66	5.83

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	742,132	830,241	869,280	903,847	净利润	29,188	38,471	44,159	50,493
YoY (%)	-12.0%	11.9%	4.7%	4.0%	折旧和摊销	14,462	3,761	2,511	2,927
营业成本	649,972	720,108	748,942	779,116	营运资金变动	12,415	-91,874	-9,305	-14,836
营业税金及附加	5,760	6,475	6,763	7,041	经营活动现金流	37,518	-68,576	14,314	12,898
销售费用	38,067	41,512	44,333	43,385	资本开支	-14,214	-4,668	-1,988	-3,040
管理费用	21,818	23,185	24,916	25,574	投资	-17,987	2,967	7,967	3,467
财务费用	517	1,232	815	434	投资活动现金流	-7,110	18,255	28,719	24,543
资产减值损失	-3,190	-33	-22	-26	股权募资	986	0	0	0
投资收益	21,010	20,756	24,340	27,115	债务募资	57,612	-23,629	0	0
营业利润	35,607	47,022	54,093	62,025	筹资活动现金流	-15,852	-25,768	-1,649	-1,649
营业外收支	284	284	208	65	现金净流量	14,025	-76,088	41,385	35,792
利润总额	35,892	47,306	54,301	62,090	<b>主要财务指标</b>				
所得税	6,704	8,836	10,142	11,597	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	29,188	38,471	44,159	50,493	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	20,431	28,853	33,119	37,870	营业收入增长率	-12.0%	11.9%	4.7%	4.0%
YoY (%)	-20.2%	41.2%	14.8%	14.3%	净利润增长率	-20.2%	41.2%	14.8%	14.3%
每股收益	1.75	2.47	2.83	3.24	<b>盈利能力 (%)</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	12.4%	13.3%	13.8%	13.8%
<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	3.9%	4.6%	5.1%	5.6%	
货币资金	142,565	66,477	107,862	143,654	总资产收益率 ROA	2.2%	3.4%	3.7%	3.9%
预付款项	39,102	18,003	18,724	19,478	净资产收益率 ROE	7.9%	9.9%	10.1%	10.4%
存货	69,395	49,322	51,297	53,364	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	315,112	355,071	373,280	396,121	流动比率	<b>1.11</b>	<b>1.24</b>	<b>1.36</b>	<b>1.47</b>
流动资产合计	566,175	488,873	551,162	612,616	速动比率	0.90	1.07	1.19	1.30
长期股权投资	59,650	54,683	49,715	44,748	现金比率	0.28	0.17	0.27	0.34
固定资产	82,982	90,394	95,241	99,561	资产负债率	66.3%	58.4%	55.9%	53.5%
无形资产	16,021	16,445	16,728	17,058	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	353,240	355,259	350,567	351,229	总资产周转率	0.81	0.98	0.96	0.94
资产合计	919,415	844,132	901,729	963,846	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	23,629	0	0	0	每股收益	1.75	2.47	2.83	3.24
应付账款及票据	205,047	136,130	141,581	147,285	每股净资产	22.26	24.98	27.97	31.28
其他流动负债	282,208	258,138	264,287	269,408	每股经营现金流	3.21	-5.87	1.23	1.10
流动负债合计	510,884	394,268	405,868	416,693	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	23,608	23,608	23,608	23,608	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	74,881	74,881	74,881	74,881	PE	10.80	7.65	6.66	5.83
非流动负债合计	98,489	98,489	98,489	98,489	PB	1.10	0.76	0.68	0.60
负债合计	609,373	492,757	504,357	515,183					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	49,938	59,556	70,596	83,219					
股东权益合计	310,041	351,375	397,372	448,663					
负债和股东权益合计	919,415	844,132	901,729	963,846					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。