

销量拐点已至 内外兼修迎新机

上汽集团(600104)

事件概述

公司发布8月产销快报：单月汽车批发产量42.6万辆，同比-14.5%，1-8月累计产量311.0万辆，同比+4.9%；单月汽车批发销量45.3万辆，同比-10.1%，1-8月累计销量310.3万辆，同比+3.1%。其中，上汽乘用车（自主）单月销量6.5万辆，同比+28.9%，1-8月累计销量41.4万辆，同比+20.8%；上汽大众12.3万辆，同比-15.2%，1-8月累计销量72.5万辆，同比-15.3%；上汽通用10.6万辆，同比-18.0%，1-8月累计销量77.8万辆，同比-2.6%；上汽通用五菱销量13.0万辆，同比-12.1%，1-8月累计销量90.1万辆，同比+11.4%。

分析判断：

▶ 批发销量逆势上扬 芯片复苏最为受益

由于缺芯问题的持续，中汽协预计8月国内汽车销量环比下降8.2%。公司8月份批发销量达到45.3万辆，较7月份环比增长28.6%，实现逆势增长。其中核心品牌，即上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱分别实现环比增长75.7%、17.8%、18.2%的出色表现，合计占据8月销量79.2%。公司批发销量环比的逆势上扬，不但由于公司显著受惠于芯片厂商的供应策略，更体现了公司供应链优化已取得实际效果。随着近期工信部及国家市场监督管理总局对汽车半导体供应短缺问题的专项处置，以及全球芯片供应的复苏企稳，预计公司将迎来批售销量的双重快速提升。

▶ 新能源、海外市场持续领跑 龙头地位稳固

新能源方面，公司8月实现新能源汽车批发销量达7.1万辆，同比增长171.2%，1-8月份累计批发销量达41.5万辆，同比增长295.9%，稳居国内新能源汽车销量冠军。其中，上汽乘用车公司-荣威、MG、R汽车合计销售新能源车超过1.7万辆，同比增长390%，连续五个月销量破万；上汽大众-销售新能源车近0.5万辆，同比增长168.3%，“ID电动家族”销量环比增长32.6%；上汽通用五菱-五菱和宝骏品牌销售新能源车超过2.7万辆，同比增长135.2%。

海外方面，公司8月在海外市场批发销量达6.1万辆，同比增长138.2%，1-8月份累计批发销量达37.0万辆，同比增长106.4%，继续保持全国第一。其中，MG品牌海外销量超过3.3万辆，同比增长104.1%，长期保持中国单一品牌海外销量冠

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	19.95
股票代码：	600104
52周最高价/最低价：	28.8/18.03
总市值(亿)	2,330.85
自由流通市值(亿)	2,330.85
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) 2021 半年报点评：蓄势变革 反转起航 20210829
2021.08.29
- 【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

军，其中，在欧洲、澳新等发达国家市场表现较好，8月份销量超过0.7万辆，在自身海外总销量中的占比超过三成。

► 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，砥砺前行，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，公司发布了SIGMA“原力、战力、脑力和活力”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。此外，SIGMA还会有一个纯电专属架构SIGMA E，以进一步定向支持后续一系列纯电动车面世。

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。5) 上汽自主：上汽智能全球模块化架构SIGMA的首款SUV车型MG ONE于成都车展首次对公众亮相，我们预计售价11~14万元，在紧凑型SUV市场有望实现较好表现。

投资建议

考虑到公司龙头地位稳固，智能电动转型积极、进展卓越，海外扩张领跑，缺芯问题改善销量释放在即，目前处于盈利和估值历史底部，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，归母净利为289/331/379

亿元，EPS 为 2.47/2.83/3.24 元，对应 2021 年 9 月 6 日 19.95 元 / 股收盘价，PE 8.1/7.0/6.2 倍，对应 PB 0.8/0.7/0.4 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

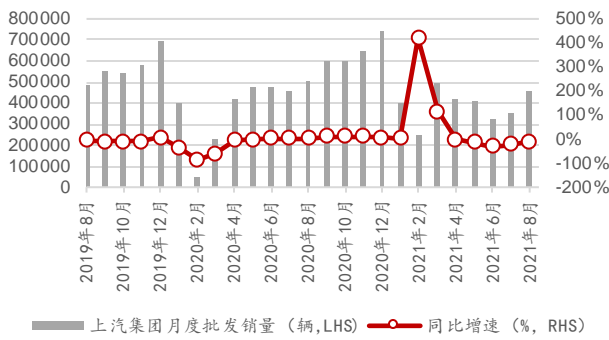
缺芯影响持续；车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

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	9.10	11.41	8.08	7.04	6.15

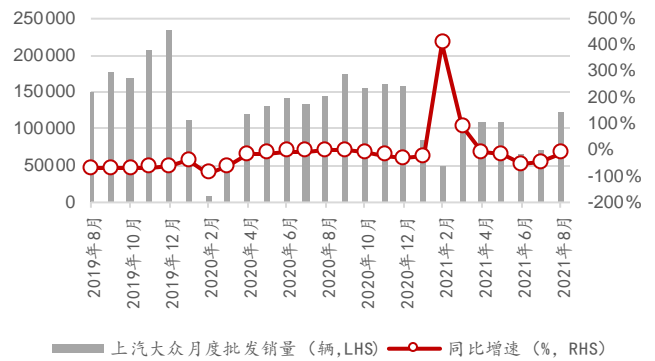
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量及同比 (辆; %)



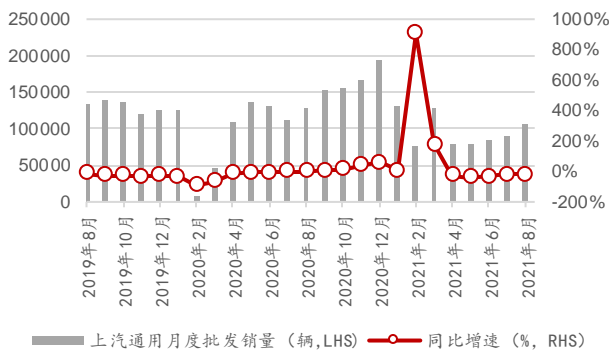
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 2 上汽大众月度批发销量及同比 (辆; %)



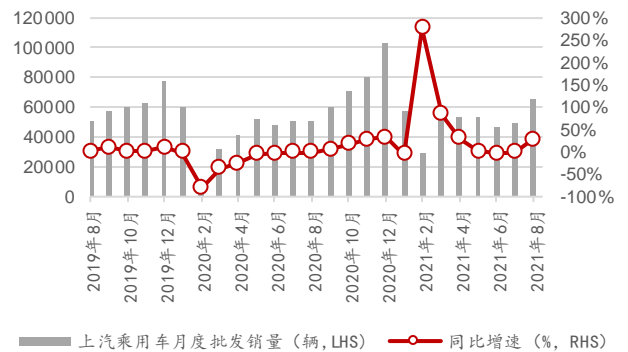
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 3 上汽通用月度批发销量及同比 (辆; %)



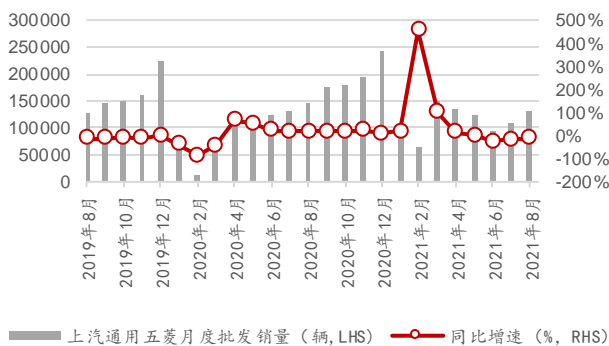
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 4 上汽乘用车月度批发销量及同比 (辆; %)



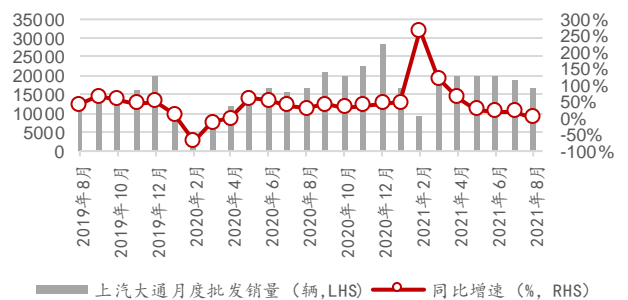
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 上汽通用五菱月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 6 上汽大通月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 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	主要财务指标				
所得税	6,704	8,836	10,142	11,597	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	29,188	38,471	44,159	50,493	成长能力 (%)				
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	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	12.4%	13.3%	13.8%	13.8%
2020A	2021E	2022E	2023E	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	偿债能力 (%)				
其他流动资产	315,112	355,071	373,280	396,121	流动比率	1.11	1.24	1.36	1.47
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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
其他长期负债	74,881	74,881	74,881	74,881	PE	11.41	8.08	7.04	6.15
非流动负债合计	98,489	98,489	98,489	98,489	PB	1.10	0.80	0.71	0.64
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。