

## 芯片短缺影响减弱，产批表现超预期 买入（维持）

2021年09月07日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

yanghb@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（亿元）  | 7230.43 | 7794.40 | 8417.95 | 9091.39 |
| 同比（%）     | -12.5%  | 7.8%    | 8.0%    | 8.0%    |
| 归母净利润（亿元） | 204.31  | 209.85  | 231.53  | 251.06  |
| 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）    | 11.41   | 11.11   | 10.07   | 9.28    |

### 投资要点

■ **公告要点：**上汽集团 2021 年 8 月产销量分别为 426,265/453,408 辆，同比分别-14.48%/-10.08%，环比分别+23.69%/+28.61%。其中：上汽乘用车 8 月产销量分别为 64401/65000 辆，同比分别+26.42%/+28.90%，环比分别+26.76%/+30.00%；上汽大众 8 月产销量分别为 119251/123017 辆，同比分别-20.34%/-15.16%，环比分别+65.29%/+75.74%；上汽通用 8 月产销量分别为 105297/106017 辆，同比分别-17.75%/-17.98%，环比分别+23.39%/+17.77%；上汽通用五菱 8 月产销量分别为 109743/130057 辆，同比分别-20.69%/-12.12%，环比分别+4.46%/+18.23%。

■ **上汽乘用车同环比大幅上涨，芯片短缺影响明显减弱，合资环比向好：**  
1) **上汽整体批发表现好于行业，合资环比向好：**根据乘联会预计，8 月整体批发销量日均 45798 辆，全月 142 万辆，环比-3%，同比-16%，上汽整体同环比表现好于行业，环比+28.6%，超我们预期。细分品牌来看，上汽乘用车同环比均实现增长，大众批发环比+75.7%，主要系上月同期基数较低，通用/通用五菱环比均实现增长，芯片短缺影响明显减弱。2) **新能源表现靓丽：**上汽集团整体批发 7.1 万辆，同比+171%，其中荣威、MG、R 汽车合计销售新能源 1.7 万辆，同比+390%；上汽通用五菱新能源销量超 4.4 万辆，同比+141%；上汽大众新能源近 0.5 万辆，同比+168%，环比+33%，新能源市场整体表现靓丽。3) **出口市场继续增长，**8 月出口 6.09 万辆，环比+18.87%，同比+138.2%，其中 MG/Maxus 分别 3.3/0.6 万辆，同比分别+104%/+126%，继续高增长。2021 年累计出口超 37 万辆，同比翻番，位居国内车企首位。

■ **8 月上汽集团整体继续去库，渠道库存持续低位下车企补库驱动强劲：**根据我们自建库存体系显示，8 月上汽集团企业当月库存变动为-27143 辆，上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱企业当月库存变动分别为-3766 辆、-720 辆、-599 辆、-20314 辆。企业库存累计分别为+18348 辆、-17835 辆、-20280 辆、-127738 辆（2017 年 1 月开始统计）。

■ **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 分别为 11/10/9 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)        | 19.95       |
| 一年最低/最高价      | 18.03/28.80 |
| 市净率(倍)        | 0.87        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 233085.05   |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元)    | 23.62    |
| 资产负债率(%)    | 62.73    |
| 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）：2021 中报点评：芯片拖累合资盈利，期待下半年企稳》2021-08-27
- 2、《上汽集团（600104）：芯片短缺影响环比减弱，自主表现更佳》2021-08-07
- 3、《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

上汽集团三大财务预测表

| 资产负债表 (百万<br>元)         |                |                |                |                | 利润表 (百万元)        |                |                |                |                |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                         | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                  | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| <b>流动资产</b>             | <b>566,175</b> | <b>449,035</b> | <b>586,728</b> | <b>500,636</b> | <b>营业收入</b>      | <b>723,043</b> | <b>779,440</b> | <b>841,795</b> | <b>909,139</b> |
| 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         |
| <b>非流动资产</b>            | <b>353,240</b> | <b>368,343</b> | <b>381,435</b> | <b>392,892</b> | 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             |
| <b>资产总计</b>             | <b>919,415</b> | <b>817,377</b> | <b>968,164</b> | <b>893,527</b> | <b>营业利润</b>      | <b>35,607</b>  | <b>33,291</b>  | <b>36,881</b>  | <b>40,781</b>  |
| <b>流动负债</b>             | <b>510,884</b> | <b>397,075</b> | <b>539,276</b> | <b>451,221</b> | 加:营业外净收支         | 284            | 429            | 499            | 456            |
| 短期借款                    | 23,629         | 23,629         | 23,629         | 23,629         | <b>利润总额</b>      | <b>35,892</b>  | <b>33,720</b>  | <b>37,380</b>  | <b>41,238</b>  |
| 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          |
| <b>非流动负债</b>            | <b>98,489</b>  | <b>88,558</b>  | <b>78,552</b>  | <b>68,443</b>  | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>20,431</b>  | <b>20,985</b>  | <b>23,153</b>  | <b>25,106</b>  |
| 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         |
| <b>负债合计</b>             | <b>609,373</b> | <b>485,632</b> | <b>617,828</b> | <b>519,663</b> | <b>重要财务与估值指标</b> |                |                |                |                |
| 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          |
| <b>负债和股东权益</b>          | <b>919,415</b> | <b>817,377</b> | <b>968,164</b> | <b>893,527</b> | 发行在外股份(百万股)      | 11683          | 11683          | 11683          | 11683          |
|                         |                |                |                |                | ROIC(%)          | -744.1%        | 38.2%          | -74.6%         | 143.2%         |
|                         |                |                |                |                | ROE(%)           | 9.4%           | 8.7%           | 9.1%           | 9.3%           |
| <b>现金流量表 (百万<br/>元)</b> |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 10.8%          | 13.6%          | 13.8%          | 14.1%          |
|                         | <b>2020A</b>   | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   | 销售净利率(%)         | 2.8%           | 2.7%           | 2.8%           | 2.8%           |
| 经营活动现金流                 | 37,518         | -77,625        | 124,013        | -58,448        | 资产负债率(%)         | 66.3%          | 59.4%          | 63.8%          | 58.2%          |
| 投资活动现金流                 | -7,110         | 1,459          | 1,831          | 965            | 收入增长率(%)         | -12.5%         | 7.8%           | 8.0%           | 8.0%           |
| 筹资活动现金流                 | -15,852        | -32,013        | -23,768        | -21,151        | 净利润增长率(%)        | -17.3%         | -0.8%          | 10.5%          | 9.2%           |
| 现金净增加额                  | 14,025         | -108,179       | 102,076        | -78,635        | P/E              | 11.41          | 11.11          | 10.07          | 9.28           |
| 折旧和摊销                   | 14,344         | 12,322         | 13,473         | 14,700         | P/B              | 0.90           | 0.85           | 0.82           | 0.78           |
| 资本开支                    | -2,561         | -2,821         | -3,477         | -4,017         | EV/EBITDA        | 4.22           | 6.61           | 3.98           | 5.09           |
| 营运资本变动                  | 7,454          | -90,842        | 106,584        | -80,597        |                  |                |                |                |                |

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>