

上汽集团(600104.SH)

R与智己均独立运营、合资车企第三季度业绩环比改善

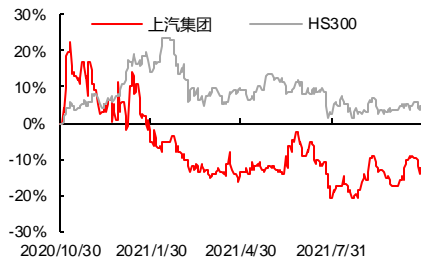
推荐(维持)

现价: 20.28元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)总公司 /67.66%
实际控制人	上海市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	11,683
流通A股(百万股)	11,683
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,369
流通A股市值(亿元)	2,369
每股净资产(元)	23.18
资产负债率(%)	62.85

行情走势图



证券分析师

王德安
投资咨询资格编号
S1060511010006
wangdean002@pingan.com.cn



事项:

公司披露三季报, 2021年前三季度公司实现营业总收入 5527 亿 (+10.84%), 归母净利润 203 亿 (+22.24%), 扣非归母净利润为 180 亿 (+18.65%)。

平安观点:

- **3Q21 合资车企销量环比改善, 联合营企业的投资收益环比增长 38%。**公司前三季度实现整车销售 362 万辆, 同比增加 0.16%, 其中上汽乘用车/上汽大众/上汽通用/上汽通用五菱销量分别为 49.5/85/90/105 万辆, 同比增幅为 22.8%/-17.5%/-5.2%/6.7%, 公司营收增速和净利润增速均跑赢销量增速, 估计与产品结构优化与折扣回收有关。两大合资公司上汽大众和上汽通用由于受芯片短缺、新能源车占比不高等因素影响, 销量均出现下滑, 其中第三季度上汽大众和上汽通用销量分别同比下滑 30%/19%, 3Q21 公司联合营企业贡献投资收益 42 亿, 同比下滑 35%。第三季度上汽大众及上汽通用销量环比改善, 联合营企业的投资收益环比增长 38%。
- **继智己之后, R 品牌亦实现独立运作, 期待 2022 自主品牌分层发展成效。**公司投资设立飞凡汽车科技有限公司, R 品牌将通过飞凡汽车以独立品牌、独立公司的方式进行市场化运作, 目前公司的 R 汽车和智己两大高端纯电品牌都已独立运作, 且都将支持员工持股。R 汽车和智己的全新车型将在 2022 年上市交付, 上汽自主的新能源车的全新转型成效值得期待。
- **2025 战略剑指 270 万新能源车销量, 努力提升高端品牌新能源车占比。**2021 年前三季度公司新能源车销量达到 48 万台, 同比增加 2.3 倍, 宏光 MINI EV 销量占比达到约 60%, 后续随着智己、R 汽车、上汽大众 MEB、上汽通用奥特能平台等新能源车型的推出, 公司中高端新能源车的销量有望攀升, 新能源车销量结构有望得到改善。上汽此前公布新能源汽车发展战略规划, 到 2025 年规划在全球实现新能源车销量超过 270 万辆, 占上汽整车销量的比重不低于 32%。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	826530	723043	723502	890724	960798
YOY(%)	-6.9	-12.5	0.1	23.1	7.9
净利润(百万元)	25603	20431	26016	27884	29194
YOY(%)	-28.9	-20.2	27.3	7.2	4.7
毛利率(%)	12.2	10.8	11.4	11.0	10.9
净利率(%)	3.1	2.8	3.6	3.1	3.0
ROE(%)	10.3	7.9	9.4	9.5	9.4
EPS(摊薄/元)	2.19	1.75	2.23	2.39	2.50
P/E(倍)	9.3	11.6	9.1	8.5	8.1
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

- **海外市场为上汽提供重要新增量。**公司2021 前三季度海外市场销量同比增长接近翻番达到 44 万台，销量规模居中国车企海外销量第一位，上汽自主品牌中 MG 位居中国单一品牌海外销量冠军。根据公司规划，2021 年海外销量目标为 55 万辆，并逐步形成欧洲、澳新、中东、南美和印度五个“五万辆级”区域市场，2025 年上汽海外年销量将冲刺 150 万辆大关。
- **盈利预测与投资建议：**上汽集团自主品牌分层发展，R 汽车和智己纷纷独立运作，在体制上将更加灵活。2021 年汽车合资公司受芯片短缺影响程度大于自主品牌，因此估计合资车企目前业绩处于底部，随着芯片供应的缓解，合资公司的业绩有望逐步恢复。随着公司中高端新能源车型的推出，公司新能源销量结构有望得到改善。另外公司海外市场布局完善，将持续受益于海外市场的增长。结合前三季度公司业绩和公司最新情况，我们调整了公司业绩预测，预计 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 260 亿/279 亿/292 亿（原盈利预测值为 259 亿/275 亿/287 亿），维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）芯片短缺问题不能及时解决，如果芯片供应问题不能得到解决，将直接影响公司的销量和市场份额；2）公司高端品牌产品推出后销量不及预期；3）公司海外拓展业务不及预期；4）大宗原材料价格上涨，影响公司盈利。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	566175	525801	623476	683449
现金	142565	167443	196402	227638
应收票据及应收账款	60257	53908	66368	71589
其他应收款	11192	12368	15226	16424
预付账款	39102	26565	32705	35278
存货	69395	55319	68469	73921
其他流动资产	243663	210198	244305	258598
非流动资产	353240	347574	344462	341067
长期投资	59650	63728	67573	68541
固定资产	82982	80261	79847	80956
无形资产	16021	13690	11292	8826
其他非流动资产	194587	189895	185750	182744
资产总计	919415	873376	967937	1024516
流动负债	510884	439281	506442	534333
短期借款	23629	23629	23629	23629
应付票据及应付账款	205047	160831	199063	214914
其他流动负债	282208	254821	283750	295790
非流动负债	98489	98489	98489	98489
长期借款	47100	47100	47100	47100
其他非流动负债	51389	51389	51389	51389
负债合计	609373	537770	604932	632823
少数股东权益	49938	59561	69874	80672
股本	11683	11683	11683	11683
资本公积	57027	57027	57027	57027
留存收益	191392	207334	224421	242311
归属母公司股东权益	260103	276045	293132	311022
负债和股东权益	919415	873376	967937	1024516

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	37518	30783	37789	40906
净利润	29188	35638	38197	39992
折旧摊销	14462	19197	21958	24363
财务费用	517	362	445	480
投资损失	-21010	-15398	-20165	-22288
营运资金变动	7454	-7803	-1554	-846
其他经营现金流	6907	-1212	-1092	-795
投资活动现金流	-7110	4530	2412	2115
资本支出	14140	10000	15000	20000
长期投资	-18323	10000	15000	20000
其他投资现金流	-2928	-15470	-27588	-37885
筹资活动现金流	-15852	-10435	-11242	-11785
短期借款	-1959	0	0	0
长期借款	11802	0	0	0
其他筹资现金流	-25694	-10435	-11242	-11785
现金净增加额	14025	24878	28959	31236

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	723043	723502	890724	960798
营业成本	645250	640719	793028	856176
税金及附加	5760	5788	7126	7686
营业费用	38067	42687	52553	57648
管理费用	21818	21705	26722	28824
研发费用	13395	13023	16033	17294
财务费用	517	362	445	480
资产减值损失	-3190	2894	3563	3843
信用减值损失	-1116	0	0	0
其他收益	2580	2500	2500	2500
公允价值变动收益	3812	5000	5000	5000
投资净收益	21010	15398	20165	22288
资产处置收益	-111	0	0	0
营业利润	35607	41189	44165	46253
营业外收入	750	750	750	750
营业外支出	465	500	500	500
利润总额	35892	41439	44415	46503
所得税	6704	5802	6218	6510
净利润	29188	35638	38197	39992
少数股东损益	8757	9622	10313	10798
归属母公司净利润	20431	26016	27884	29194
EBITDA	50870	60998	66818	71346
EPS (元)	1.75	2.23	2.39	2.50

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-12.5	0.1	23.1	7.9
营业利润(%)	-11.7	15.7	7.2	4.7
归属于母公司净利润(%)	-20.2	27.3	7.2	4.7
获利能力				
毛利率(%)	10.8	11.4	11.0	10.9
净利率(%)	2.8	3.6	3.1	3.0
ROE(%)	7.9	9.4	9.5	9.4
ROIC(%)	16.0	23.9	25.8	24.3
偿债能力				
资产负债率(%)	66.3	61.6	62.5	61.8
净负债比率(%)	-23.2	-28.8	-34.6	-40.1
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	12.7	16.0	16.0	16.0
应付账款周转率	4.33	5.15	5.15	5.15
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.75	2.23	2.39	2.50
每股经营现金流(最新摊薄)	3.21	2.63	3.23	3.50
每股净资产(最新摊薄)	22.26	23.63	25.09	26.62
估值比率				
P/E	11.6	9.1	8.5	8.1
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.09	1.53	1.37	1.09

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033