

销售结构向好，ID 系列销量持续向上



核心观点

- **上汽集团 11 月销量符合预期，新能源车销量再创新高。**上汽集团 11 月整体销量 60.14 万辆，同比下降 6.6%，环比增长 3.3%，结构整体向好（上汽通用五菱 11 月销量 19.3 万辆，环比下降 3.5%，影响上汽集团整体销量环比增速）；1-11 月累计销量 480.25 万辆，同比 2020 年微降 1.1%。上汽集团 11 月新能源车销量 8.23 万辆再创历史新高，同比增长 45.6%，环比增长 6.9%。据乘联会，11 月狭义乘用车批发销量同比下滑 5%，上汽集团整体销量增速略低于行业平均水平。
- **上汽大众销量环比回升，ID 家族销量持续较快增长。**上汽大众 11 月销量 13.50 万辆，同比下滑 16.5%，环比增长 12.5%。1-11 月累计销量 110.54 万辆，同比下滑 18.0%。11 月大众 ID 家族总交付量达 1.42 万辆，环比增长 11.2%，环比维持较高增速。上汽大众 ID 系列 11 月销量突破 8000 辆，在 ID 系列带动下，上汽大众新能源 11 月销量近 1.2 万辆，同比增长 205.5%。11 月基于 MQB EVO 数字架构的 MPV 车型新威然亮相广州车展，后续新凌渡等车型将于 2022 年上市。预计芯片短缺将逐渐缓解，ID 家族销量增长及新车型上市有望推动上汽大众销量持续向好。
- **上汽通用销量环比好转。**上汽通用 11 月销量 13.70 万辆，同比下降 17.5%，环比增长 3.8%。1-11 月累计销量 117.09 万辆，同比下滑 8.1%。11 月凯迪拉克首款纯电 SUV 车型 LYRIQ 亮相广州车展，LYRIQ 是 Ultium 电动车平台的在中国市场的首款产品，CLTC 续航里程超过 650km，预计将于 2022 年上市，有望成为上汽通用新增量支点。
- **上汽自主品牌销量同比维持增长态势。**上汽自主品牌 11 月销量 10.01 万辆，同比增长 24.0%，环比 10 月基本持平，销量增速跑赢行业平均水平。1-11 月累计销量 69.55 万辆，同比增长 25.5%。11 月上汽自主新能源销量 1.5 万辆，1-11 月累计销量 14.3 万辆，同比增长 159%。11 月荣威 RX5 系列、荣威 i5、MG ZS、MG5 等重点车型销量维持破万。新车方面，11 月荣威 RX5 MAX、RX5 eMAX 开启预售，MG 品牌首款“智潮科技 SUV”MG ONE 于 12 月 2 日正式上市，预售 7 天订单数已超 3000 辆。随着芯片供应逐月改善，预计上汽自主品牌销量将维持较快增长。

财务预测与投资建议：预测 2021-2023 年 EPS 为 2.41、2.69、2.97 元，芯片影响盈利，按 22 年 PE 估值，参照可比公司平均估值水平，给予 2022 年 11 倍 PE 估值，目标价 29.59 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	46,602	51,916	57,550
同比增长(%)	-24.8%	-11.7%	30.9%	11.4%	10.9%
归属母公司净利润(百万元)	25,603	20,431	28,204	31,425	34,718
同比增长(%)	-28.9%	-20.2%	38.0%	11.4%	10.5%
每股收益(元)	2.19	1.75	2.41	2.69	2.97
毛利率(%)	12.2%	10.8%	12.0%	12.5%	12.7%
净利率(%)	3.1%	2.8%	3.5%	3.7%	3.8%
净资产收益率(%)	10.6%	8.0%	10.4%	10.8%	11.2%
市盈率	9.3	11.6	8.4	7.5	6.8
市净率	0.9	0.9	0.8	0.8	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12月08日)	20.93 元
目标价格	29.59 元
52 周最高价/最低价	26.45/18.03 元
总股本/流通 A 股(万股)	1,168,346/1,168,346
A 股市值(百万元)	244,535
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021 年 12 月 08 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.67	-9.04	0.39	-11.24
相对表现	2.24	-5.94	9.22	-2.47
沪深 300	1.43	-3.1	-8.83	-8.77



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

联系人 袁俊轩

yuanjunxuan@orientsec.com.cn

相关报告

整体销量超预期，自主销量延续较高增长：	2021-11-04
自主及合资品牌销量改善促进 3 季度盈利	2021-10-30
环比增长：	
合资和自主销量均环比增长，ID 系列电动车逐步放量	2021-10-10

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	186,849	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	704,013	748,814	801,672
预付账款	28,939	39,102	47,987	42,513	50,140	营业税金及附加	6,610	5,760	6,398	6,843	7,348
存货	54,399	69,395	77,441	74,881	80,167	营业费用	57,451	38,067	39,989	42,772	45,922
其他	241,005	254,855	231,539	244,097	247,765	管理费用及研发费用	35,702	35,213	36,790	41,061	44,085
流动资产合计	511,158	566,175	593,701	597,590	634,723	财务费用	24	517	399	353	150
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	2,797	2,771	2,367
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	4,000	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	29,661	31,848	34,602
无形资产	15,281	16,021	15,219	14,418	13,617	其他	16,812	16,856	3,550	3,250	3,050
其他	159,034	181,455	97,270	98,820	100,993	营业利润	40,345	35,607	46,602	51,916	57,550
非流动资产合计	338,176	353,240	283,643	284,395	283,730	营业外收入	767	750	1,200	1,300	1,200
资产总计	849,333	919,415	877,344	881,985	918,453	营业外支出	154	465	400	400	400
短期借款	25,588	23,629	99,709	55,580	23,114	利润总额	40,958	35,892	47,402	52,816	58,350
应付票据及应付账款	170,048	205,047	211,204	215,152	244,538	所得税	5,669	6,704	7,110	7,922	8,752
其他	267,168	282,208	121,365	133,681	135,177	净利润	35,289	29,188	40,292	44,893	49,597
流动负债合计	462,803	510,884	432,279	404,413	402,828	少数股东损益	9,686	8,757	12,088	13,468	14,879
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	28,204	31,425	34,718
应付债券	16,162	23,492	26,492	23,492	23,492	每股收益(元)	2.19	1.75	2.41	2.69	2.97
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	533,578	505,827	506,310		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	51,138	49,938	62,026	75,494	90,373	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%	30.9%	11.4%	10.9%
留存收益	166,124	175,807	193,730	211,053	230,059	归属于母公司净利润	-28.9%	-20.2%	38.0%	11.4%	10.5%
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	343,767	376,158	412,143	毛利率	12.2%	10.8%	12.0%	12.5%	12.7%
负债和股东权益总计	849,333	919,415	877,344	881,985	918,453	净利率	3.1%	2.8%	3.5%	3.7%	3.8%
						ROE	10.6%	8.0%	10.4%	10.8%	11.2%
						ROIC	9.4%	7.4%	8.7%	8.7%	9.7%
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%	60.8%	57.4%	55.1%
净利润	35,289	29,188	40,292	44,893	49,597	净负债率	0.0%	0.0%	3.3%	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	1.37	1.48	1.58
财务费用	24	517	399	353	150	速动比率	0.98	0.97	1.16	1.25	1.33
投资损失	(24,901)	(21,010)	(29,661)	(31,848)	(34,602)	营运能力					
营运资金变动	(20,114)	18,395	(168,496)	14,860	8,408	应收账款周转率	20.3	17.0	19.1	20.7	20.7
其它	44,171	(1,284)	72,001	3,486	3,535	存货周转率	12.3	9.9	8.6	8.2	8.4
经营活动现金流	46,272	37,518	(73,735)	45,725	43,121	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	2.41	2.69	2.97
其他	(47,496)	(273)	39,696	37,773	34,668	每股经营现金流	3.96	3.21	-6.31	3.91	3.69
投资活动现金流	(39,264)	(7,110)	24,760	24,656	21,684	每股净资产	21.37	22.26	24.11	25.73	27.54
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	9.3	11.6	8.4	7.5	6.8
其他	(17,956)	(25,104)	65,400	(58,585)	(48,328)	市净率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
筹资活动现金流	(3,094)	(15,852)	66,365	(59,250)	(49,043)	EV/EBITDA	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
汇率变动影响	(308)	(531)	-0	-0	-0	EV/EBIT	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
现金净增加额	3,605	14,025	17,391	11,131	15,763						

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