

上汽大众及上汽自主销量表现超预期

核心观点

- **上汽集团销量同比增长，增速与行业平均水平持平。**上汽集团2月整体销量32.20万辆，同比增长30.6%，前2月累计销售77.75万辆，同比增长19.7%。2月新能源车销量4.53万辆，同比增长48.4%，前2月累计销售11.75万辆，同比增长33.5%。据乘联会初步统计，2月狭义乘用车批发销量同比增长约31%，上汽集团销量同比增速与行业平均水平基本持平。
- **上汽大众销量同比大幅提升，新车上市及ID.系列将提供增长动力。**上汽大众2月销量9.06万辆，同比增长79.4%，前2月累计销售22.12万辆，同比增长61.9%，同比增速大幅领先行业平均水平。2月上汽大众新能源车销量超6300辆，表现亮眼，预计上汽大众新款朗逸、新款威然、全新凌渡L、全新柯迪亚克等新车将上市，ID.系列持续贡献增量，有望保障上汽大众销量增长。
- **上汽通用销量同比略下降，新能源车有望成为新增长点。**上汽通用2月销量7.60万辆，同比略下降0.8%，前2月累计销售18.60万辆，同比下降10.0%。2021年国内首款基于Ultium电动平台的纯电SUV凯迪拉克LYRIQ亮相，预售订单出色，预计2022年别克、雪佛兰旗下基于Ultium平台的新能源产品也将陆续亮相，随芯片短缺边际改善，多款新能源产品有望成为销量新增长点。
- **上汽自主销量同比翻番，新车值得期待。**上汽自主品牌2月销量6.44万辆，同比增长114.7%，前2月累计销量13.20万辆，同比增长51.3%，其中RX5、MG5等主力车型销量破万，2022年荣威鲸将上市，新车基于SIGMA A平台打造，有望成为品牌下一代主流紧凑型SUV；上汽智己L7搭载“云管端”一体化智能车解决方案，即将上市交付助力品牌向上；飞凡R7具备激光雷达、毫米波雷达、4D成像雷达等多重融合感知体系，也将于2022年交付，多款新车销量表现值得期待。

盈利预测与投资建议

- 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10倍PE估值，目标价26.9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	8.4	10.6	7.7	6.9	6.2
市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	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。

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申明。

投资评级 买入 (维持)

股价(2022年03月04日)	18.65元
目标价格	26.9元
52周最高价/最低价	23.45/18.01元
总股本/流通A股(万股)	1,168,346/1,168,346
A股市值(百万元)	217,897
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2022年03月04日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.52	-0.05	-9.11	-7.02
相对表现	2.84	8.52	-3.64	16.13
沪深300	-1.32	-8.57	-5.47	-23.15



证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人

唐英韬 tangyingtao@orientsec.com.cn

相关报告

销售结构向好，ID系列销量持续向上	2021-12-08
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季度盈利环比增长	2021-10-30

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2022年3月4日	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
广汽集团	601238	12.23	0.57	0.69	0.97	1.20	21.45	17.81	12.63	10.22
华域汽车	600741	23.85	1.71	2.11	2.42	2.75	13.92	11.31	9.85	8.66
威孚高科	000581	20.85	2.75	2.67	2.58	2.78	7.58	7.82	8.10	7.51
一汽富维	600742	10.82	0.92	0.97	1.26	1.61	11.73	11.15	8.59	6.72
长安汽车	000625	12.60	0.44	0.61	0.76	0.88	28.93	20.82	16.49	14.34
	调整后平均						15.70	13.42	10.36	8.80

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

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						
负债合计	548,494	609,373	533,578	505,827	506,310						
少数股东权益	51,138	49,938	62,026	75,494	90,373						
实收资本(或股本)	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683						
资本公积	55,567	54,987	57,027	57,027	57,027						
留存收益	166,124	175,807	193,730	211,053	230,059						
其他	16,328	17,625	19,300	20,900	23,000						
股东权益合计	300,840	310,041	343,767	376,158	412,143						
负债和股东权益总计	849,333	919,415	877,344	881,985	918,453						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	35,289	29,188	40,292	44,893	49,597
折旧摊销	11,802	11,712	11,730	13,980	16,032
财务费用	24	517	399	353	150
投资损失	(24,901)	(21,010)	(29,661)	(31,848)	(34,602)
营运资金变动	(20,114)	18,395	(168,496)	14,860	8,408
其它	44,171	(1,284)	72,001	3,486	3,535
经营活动现金流	46,272	37,518	(73,735)	45,725	43,121
资本支出	(20,947)	(7,930)	(17,874)	(12,449)	(12,449)
长期投资	29,179	1,093	2,938	(667)	(534)
其他	(47,496)	(273)	39,696	37,773	34,668
投资活动现金流	(39,264)	(7,110)	24,760	24,656	21,684
债权融资	14,618	9,831	(1,074)	(665)	(714)
股权融资	244	(579)	2,040	0	0
其他	(17,956)	(25,104)	65,400	(58,585)	(48,328)
筹资活动现金流	(3,094)	(15,852)	66,365	(59,250)	(49,043)
汇率变动影响	(308)	(531)	-0	-0	-0
现金净增加额	3,605	14,025	17,391	11,131	15,763

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-6.9%	-12.5%	10.6%	7.0%	7.4%
营业利润	-24.8%	-11.7%	30.9%	11.4%	10.9%
归属于母公司净利润	-28.9%	-20.2%	38.0%	11.4%	10.5%
获利能力					
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%
ROE	10.6%	8.0%	10.4%	10.8%	11.2%
ROIC	9.4%	7.4%	8.7%	8.7%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	66.3%	60.8%	57.4%	55.1%
净负债率	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	0.0%
流动比率	1.10	1.11	1.37	1.48	1.58
速动比率	0.98	0.97	1.16	1.25	1.33
营运能力					
应收账款周转率	20.3	17.0	19.1	20.7	20.7
存货周转率	12.3	9.9	8.6	8.2	8.4
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益	2.19	1.75	2.41	2.69	2.97
每股经营现金流	3.96	3.21	-6.31	3.91	3.69
每股净资产	21.37	22.26	24.11	25.73	27.54
估值比率					
市盈率	8.4	10.6	7.7	6.9	6.2
市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBIT	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

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