

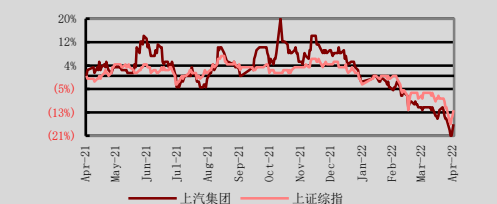
**600104.SH**

# 增持

原评级: 买入

市场价格: 人民币 15.95

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(22.9)	(4.8)	(14.5)	(16.6)
相对上证指数	(6.8)	0.1	(5.2)	(4.3)

发行股数(百万)	11,683
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	186,351
3个月日均交易额(人民币 百万)	546
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	68

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以2022年4月29日收市价为标准

**相关研究报告**

《上汽集团: 缺芯影响短期批发销量, 缓解后有望快速提升》20210827

《上汽集团: Q4 业绩小幅下滑, 智能电动全面布局前景看好》20210326

《上汽集团: 短期业绩承压, 期待大众新品周期及智己汽车》20210112

**中银国际证券股份有限公司**  
 具备证券投资咨询业务资格

汽车: 乘用车

**证券分析师: 朱朋**  
 (8621)20328314  
 peng.zhu@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

## 上汽集团

### 短期业绩承压, 研发加大布局未来

公司发布业绩报告, 2021年共实现营业收入 7798.5 亿元 (+5.1%), 归母净利润 245.3 亿元 (+20.1%); 2022年一季度实现营业收入 1824.7 亿元 (-3.5%), 归母净利润 55.2 亿元 (-19.4%)。受芯片短缺、原材料涨价、研发加大等影响, 业绩短期承压。公司在智能电动领域大举投入, 有望构筑长期竞争优势; 新能源及豪华品牌完善布局, 海外市场助力长期发展。我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.19 元、2.41 元和 2.66 元, 调整为**增持**评级。

**支撑评级的要点**

- 研发投入加大, 短期业绩承压。**2021年公司共批售汽车 546.4 万辆 (-2.5%), 全年市占率 20.8% (-1.3pct), 下降主要是芯片短缺影响较大, 而零售销量共 581.1 万辆 (+5.5%), 收入增长 5.1%。费用方面, 广告宣传费及产品质量保证金增长导致销售费用上升 15.5%, 管理费用增长 10.5%, 研发费用增长 46.8%, 主要是新能源及智能化等投入加大; 全年四项费用率上升 1.2pct。预计受产品结构改善等影响, 全年毛利率提升 0.6pct。此外投资收益增加 61.5 亿元, 公允价值变动损益减少 20.7 亿元, 资产及信用减值减少 30.9 亿元, 综合影响下全年实现扣非净利润 185.8 亿元 (+4.7%)。21Q4 实现销量 184.4 万辆 (-7.2%), 收入下降 6.7%, 毛利率及销售费用大幅下降 (预计会计调整集中体现), 受研发费用增加、原材料价格补偿及资产减值计提等影响, 实现扣非净利润 5.6 亿元 (-78.2%)。22Q1 实现销量 122.1 万辆 (+6.8%), 收入下降 3.5%, 毛利率提升 0.4pct, 期间费用率增加 1.0pct, 投资收益减少 9.9 亿元, 资产及信用减值增加 5.2 亿元, 实现扣非净利润 49.5 亿元 (-20.4%)。芯片短缺及疫情等影响销量, 原材料涨价等成本上涨, 研发投入加大, 短期业绩承压; 后续芯片、疫情等或逐步缓解, 销量及业绩有望回暖。

- 智能电动领域大举投入, 有望构筑长期竞争优势。**智能电动汽车是产业发展方向, 2021年公司研发投入 206.0 亿元 (+37.6%), 重点发展新能源、智能网联、数字化等领域。此外公司成立创新研究开发总院, 统筹规划为技术创新助力。通过研发和投资, 公司构筑了三大整车及四大关键系统技术底座, 包括纯电专属系统平台、智能车全栈解决方案等, 这些有望为公司发展带来长期竞争优势。

- 新能源及豪华品牌完善布局, 海外市场助力长期发展。**2021年公司新能源车销售 73.3 万辆 (+128.9%), 其中五菱、上汽乘用车等表现出色。2022年公司加大新能源产品投放, 智己、非凡等新车将开启交付, 全年规划销量 110 万辆, 有望保持较快增长。近年来国内豪华车销量占比快速提升, 公司通过上汽奥迪、凯迪拉克、智己等多点布局, 年内均有多款新车开启交付, 有望热销并助力业绩增长。2021年公司整车出口及海外销售 69.7 万辆 (+78.9%), 形成欧洲、澳新、东盟等 6 个五万辆级区域市场。海外市场将是公司长期发展的重要助力, 未来发展看好。

**估值**

- 受疫情、原材料涨价等影响, 我们调整了盈利预测, 预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.19 元、2.41 元和 2.66 元, 调整为**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 1) 销量不及预期; 2) 原材料短缺及涨价; 3) 产品大幅降价。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	742,132	779,846	818,838	876,157	928,726
变动(%)	(12)	5	5	7	6
净利润(人民币 百万)	20,431	24,533	25,631	28,132	31,095
全面摊薄每股收益(人民币)	1.749	2.100	2.194	2.408	2.661
变动(%)	(20.2)	20.1	4.5	9.8	10.5
先前预测每股收益(人民币)			2.711	2.953	
调整幅度(%)			(19)	(18)	
全面摊薄市盈率(倍)	9.1	7.6	7.3	6.6	6.0
价格/每股现金流量(倍)	5.0	8.6	5.8	6.1	5.5
每股现金流量(人民币)	3.21	1.85	2.73	2.63	2.92
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.9	2.8	2.7	1.4	0.1
每股股息(人民币)	0.614	0.672	0.768	0.843	0.932
股息率(%)	3.8	4.2	4.8	5.3	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021 年业绩摘要

(人民币, 亿元)	2021 年	2020 年	同比变动(%)
营业总收入	7,798.5	7,421.3	5.1
营业利润	414.5	356.1	16.4
净利润	339.4	291.9	16.3
归属于上市公司股东的净利润	245.3	204.3	20.1
扣非后归属于上市公司股东的净利润	185.8	177.4	4.7
营业成本	6,913.7	6,624.8	4.4
毛利润	884.8	796.5	11.1
销售费用	295.1	255.5	15.5
管理费用	241.0	218.2	10.5
研发费用	196.7	134.0	46.8
财务费用	5.6	5.2	9.1
资产+信用减值损失	(12.1)	(43.1)	(71.8)
销售费用率(%)	3.8	3.4	
管理费用率(%)	3.1	2.9	
研发费用率(%)	2.5	1.8	
财务费用率(%)	0.1	0.1	
毛利率(%)	11.3	10.7	
净利率(%)	4.4	3.9	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2022 年一季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2022Q1	2021Q1	同比变动(%)
营业收入	1,824.7	1,891.0	(3.5)
营业利润	89.7	120.6	(25.6)
净利润	74.3	95.3	(22.0)
归属于上市公司股东的净利润	55.2	68.5	(19.4)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	49.5	62.2	(20.4)
营业成本	1,602.1	1,667.8	(3.9)
毛利润	222.6	223.2	(0.3)
销售费用	65.1	63.9	1.8
管理费用	60.9	53.0	15.0
研发费用	38.2	34.2	11.8
财务费用	0.0	0.1	47.2
资产+信用减值损失	(2.4)	2.8	183.9
销售费用率(%)	3.6	3.4	
管理费用率(%)	3.3	2.8	
研发费用率(%)	2.1	1.8	
财务费用率(%)	0.0	0.0	
毛利率(%)	12.2	11.8	
净利率(%)	4.1	5.0	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 主要控股参股公司业绩摘要

(人民币, 亿元)	2021 年营业总收入	同比变动 (%)	2021 年净利润	同比变动 (%)
上汽大众	1,592.4	(8.7)	101.9	(34.2)
上汽通用	1,822.6	2.8	72.6	77.0
上汽通用五菱	789.4	8.2	11.4	697.5
华域汽车	1,399.4	4.8	64.7	19.7
上汽财务	186.9	3.0	56.6	10.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 4. 主要公司销量情况

公司	21Q1 销量		21Q1 同比		21Q2 销量		21Q2 同比		21Q3 销量		21Q3 同比		21Q4 销量		21Q4 同比		21 年销量		累计同比		22Q1 销量		22Q1 同比		
	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	(万辆)	(%)	
上汽大众	24.9	36.1	28.3	(28.2)	31.8	(29.9)	39.2	(17.4)	124.2	(17.5)	33.1	33.0													
上汽通用	33.6	87.4	24.6	(34.7)	32.0	(19.0)	43.0	(16.7)	133.2	(9.3)	27.5	(18.2)													
上汽乘用车	14.5	46.1	15.4	8.5	19.6	21.1	30.5	20.0	80.1	21.7	19.4	33.7													
上汽五菱	30.9	87.0	35.3	(3.6)	39.0	(14.1)	60.9	(1.0)	166.0	3.8	32.6	5.7													
总体	114.2	68.2	115.5	(15.7)	132.2	(15.5)	184.4	(7.2)	546.4	(2.5)	122.1	6.8													

资料来源：公司公告，中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	742,132	779,846	818,838	876,157	928,726
销售成本	(651,010)	(692,283)	(730,404)	(779,779)	(823,780)
经营费用	(43,044)	(50,476)	(59,393)	(63,391)	(66,965)
息税折旧前利润	48,079	37,087	29,042	32,987	37,981
折旧及摊销	(13,652)	(15,544)	(11,484)	(12,587)	(13,692)
经营利润(息税前利润)	34,427	21,542	17,558	20,399	24,289
净利息收入/(费用)	(517)	(564)	(587)	(306)	(407)
其他收益/(损失)	25,125	29,043	28,361	29,269	30,255
税前利润	35,892	41,558	41,307	45,337	50,113
所得税	(6,704)	(7,616)	(6,196)	(6,801)	(7,517)
少数股东权益	(8,757)	(9,409)	(9,480)	(10,405)	(11,501)
净利润	20,431	24,533	25,631	28,132	31,095
核心净利润	20,431	24,533	25,631	28,132	31,095
每股收益(人民币)	1.749	2.100	2.194	2.408	2.661
核心每股收益(人民币)	1.749	2.100	2.194	2.408	2.661
每股股息(人民币)	0.614	0.672	0.768	0.843	0.932
收入增长(%)	(12)	5	5	7	6
息税前利润增长(%)	6	(37)	(18)	16	19
息税折旧前利润增长(%)	6	(23)	(22)	14	15
每股收益增长(%)	(20)	20	4	10	11
核心每股收益增长(%)	(20)	20	4	10	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	142,565	138,526	161,092	193,466	232,860
应收帐款	56,925	65,531	62,299	75,482	70,140
库存	69,395	56,636	76,221	67,860	82,816
其他流动资产	297,289	284,316	308,575	305,863	323,865
流动资产总计	566,175	545,009	608,186	642,671	709,681
固定资产	96,115	93,179	98,885	98,593	97,303
无形资产	18,467	19,577	18,388	17,092	15,691
其他长期资产	137,951	153,143	156,370	160,564	164,399
长期资产总计	252,534	265,900	273,642	276,249	277,392
总资产	919,415	916,923	978,443	1,018,89	1,086,68
应付帐款	205,047	199,052	219,647	231,008	245,388
短期债务	23,629	27,849	25,000	25,000	25,000
其他流动负债	282,208	253,579	285,540	283,735	303,488
流动负债总计	510,884	480,481	530,187	539,744	573,876
长期借款	47,100	46,309	46,397	46,397	46,397
其他长期负债	51,389	61,362	62,896	65,098	67,050
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备	232,834	246,142	262,802	281,088	301,299
股东权益	244,518	257,826	274,486	292,771	312,983
少数股东权益	49,938	54,997	64,477	74,882	86,383
总负债及权益	919,415	916,923	978,443	1,018,89	1,086,68
每股帐面价值(人民币)	20.93	22.07	23.49	25.06	26.79
每股有形资产(人民币)	19.35	20.39	21.92	23.60	25.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.16)	(7.17)	(9.34)	(12.11)	(15.48)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	35,892	41,558	41,307	45,337	50,113
折旧与摊销	13,652	15,544	11,484	12,587	13,692
净利息费用	517	564	587	306	407
运营资本变动	24,476	(25,192)	31,956	(300)	22,015
税金	(21,090)	(6,671)	(10,221)	(10,826)	(11,542)
其他经营现金流	(39,072)	(12,651)	(47,204)	(20,365)	(44,642)
经营活动产生的现金流	37,518	21,616	31,934	30,764	34,068
购买固定资产净值	1,540	1,109	16,000	11,000	11,000
投资减少/增加	25,972	26,183	27,000	28,000	29,000
其他投资现金流	(34,622)	(28,790)	(24,772)	(28,200)	(24,239)
投资活动产生的现金流	(7,110)	(1,498)	18,228	10,800	15,761
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(900)	9,795	(2,118)	922	818
支付股息	(7,177)	(7,847)	(8,971)	(9,846)	(10,883)
其他融资现金流	(7,775)	(18,118)	(16,507)	(265)	(371)
融资活动产生的现金流	(15,852)	(16,170)	(27,596)	(9,189)	(10,436)
现金变动	14,556	3,948	22,566	32,375	39,393
期初现金	127,827	142,565	138,526	161,092	193,466
公司自由现金流	30,408	20,118	50,162	41,564	49,829
权益自由现金流	30,025	30,477	48,630	42,791	51,054

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.5	4.8	3.5	3.8	4.1
息税前利润率(%)	4.6	2.8	2.1	2.3	2.6
税前利润率(%)	8.0	6.4	5.5	5.6	5.8
净利率(%)	5.9	4.2	3.6	3.7	3.8
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	66.6	38.2	29.9	66.7	59.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	9.1	7.6	7.3	6.6	6.0
核心业务市盈率(倍)	9.1	7.6	7.3	6.6	6.0
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
价格/现金流(倍)	5.0	8.6	5.8	6.1	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.9	2.8	2.7	1.4	0.1
周转率					
存货周转天数	34.7	33.2	33.2	33.7	33.4
应收帐款周转天数	28.9	28.7	28.5	28.7	28.6
应付帐款周转天数	92.2	94.6	93.3	93.9	93.6
回报率					
股息支付率(%)	16.5	23.8	30.2	30.6	31.0
净资产收益率(%)	18.2	13.1	11.1	11.3	11.6
资产收益率(%)	3.5	2.0	1.6	1.8	2.0
已运用资本收益率(%)	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371