

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2022年06月13日

“链式复工”产销快速回温，600万销量目标可期

事件：上汽集团5月产36.02万辆，同比-8.3%，环比+127.7%，本年累计产量为178.77万辆，同比-11.1%；5月销量36.36万辆，同比-10.6%，环比+118.3%，本年累计销量为175.07万辆，同比-11.1%。

点评：

“链式复工”协同推进，乘用车产能蓄势爬坡。 经历汽车产业的至暗时刻之后，上汽集团开展“链式复工”，带动供应商一起进入复工复产白名单。相关零部件公司复工复产得到保障，产能逐步爬坡，产业链逐步向正常状态迈进。上汽集团5月产量36.02万辆，同比-8.3%，环比+127.7%；上汽乘用车临港工厂已有包括智己、飞凡、荣威、MG名爵等品牌在内的超过1万辆整车下线；上汽乘用车临港工厂的产能恢复到了满产时的80%，上汽乘用车位于上海地区零部件供应商的产能已恢复了60%~70%，核心零部件未出现断供情况。6月初，上汽乘用车和相关零部件公司的产能还将进一步提升。

“三驾马车”回升势头强劲，600万销量目标可期。

(1) 自主品牌积极开辟赛道：上汽乘用车5月产销量分别为7.12/7.05万辆，同比+33.9%/+33.0%，1-5月累计销量28.32万辆，同比+12.2%，虽然受疫情影响，但5月单月销量表现依然充满韧性，1-5月销量也好过去年。上汽大通积极“开辟赛道”，实现稳中有涨。5月，上汽大通MAXUS热销12,557台，开拓海外新能源MPV、新能源皮卡等新增量市场，为品牌注入可持续发展的生命力。上汽乘用车则主攻SUV市场，5月20日，上汽荣威公布了全新混合动力车型鲸和龙猫；同月，上汽名爵公布全球纯电超能跨界车MG MULAN官图，搭配上上汽星云纯电专属架构。

(2) 新能源车寻求推新车型：上汽新能源汽车1-5月销量30.15万辆，同比增长22.30%。5月，上汽荣威iMAX8 EV已于5月5日开启了在线预售。上汽奥迪Q5 e-tron豪华纯电SUV正式售价公布。同时，上汽飞凡R7量产造型已在粤港澳大湾区车展迎来公开首秀。受原材料价格大幅上涨的影响，上汽荣威的一些车型宣布涨价。

(3) 海外市场坚实产业基础：上汽海外1-5月销量29.69万辆，同比增长44.65%。上汽已经建立了面向全球市场的汽车产业链。在硅谷、特拉维夫和伦敦设立3个创新研发中心，建成逾1800个海外营销服务网点，已经形成欧洲、东盟、澳新、南亚、美洲、中东6个“5万辆级”海外市场。此外，上汽安吉物流开通了4条自有国际航运航线，上汽所属华域零部件在海外也拥有101个基地。为继续开拓海外市场，5月，2022款上汽大通T70澳洲版皮卡上市，用于开辟海外皮卡赛道。

投资基金与产业基地并举，打造上下游产业链朋友圈。(1)5月31日，上汽集团发布公告称，其全资子公司上汽金控出资1.99亿元，拟与另外五家公司共同出资设立“山东尚顾山高新动力股权投资基金合伙企业(有限合伙)”。该投资基金将以汽车产业链为主，有助于进一步提高公司在汽车产业布局上的延展度及灵活度。(2)5月30日，上汽通用五菱与青山合作的“赛克瑞浦20GWh动力电池系统项目”在柳州动工。建成后，新能源动力电池电芯生产线和电池系统生产线年产能分别能够达到20GWh，并且计划招引正负极材料、结构件、隔膜及电解液等上下游产业链企业，持续完善新能源电池生态体系。

推进专利建设，构建创新护城河。5月20日，上汽集团董事长陈虹在2021年年度股东大会上表示，上汽重视以新能源核心能力建设的推进，智己、飞凡、荣威和名爵等子品牌将陆续推出不同类型的新能源汽车。“纯电、混动、燃料电池”三条技术路线的核心能力建设和产品规划布局是上汽当下的工作重点。5月，上汽公开申请了3个专利，含盖电池、泊车和雨刮方面，有助于上汽集团构建创新护城河。

投资建议：随着疫情的缓解，产销恢复，公司业绩有望加速回升，中长期看好公司在汽车智能电动化的布局和转型。我们预计公司2022-2023年归母净利润分别为263.9、297.5亿元，对应PE分别为7.8、6.9倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、汽车需求低迷、新业务拓展及疫情恢复不及预期。

投资评级

行业	汽车/乘用车
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	17.55元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,683.46
流通A股股本(百万股)	11,683.46
A股总市值(百万元)	205,044.75
流通A股市值(百万元)	205,044.75
每股净资产(元)	23.74
资产负债率(%)	63.52
一年内最高/最低(元)	23.45/14.63

作者

于特	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	
庞博	联系人
pangboa@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

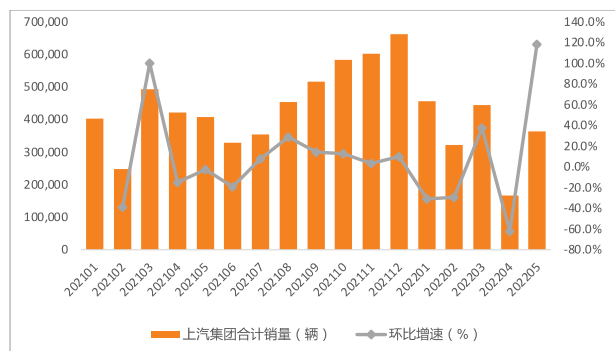
相关报告

- 《上汽集团-公司点评:疫情影响短期业绩承压,复工复产加速产销恢复》2022-05-21
- 《上汽集团-年报点评报告:21年业绩符合预期,受疫情扰动短期业绩承压》2022-05-02
- 《上汽集团-季报点评:业绩短期受芯片扰动,整体稳健增长符合预期》2021-10-30

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	742,132.45	779,845.79	825,197.54	867,425.83	917,985.18
增长率(%)	(12.00)	5.08	5.82	5.12	5.83
EBITDA(百万元)	72,919.89	79,413.73	63,354.31	68,450.82	75,653.21
净利润(百万元)	20,431.04	24,533.10	26,391.27	29,748.37	34,823.16
增长率(%)	(20.20)	20.08	7.57	12.72	17.06
EPS(元/股)	1.75	2.10	2.26	2.55	2.98
市盈率(P/E)	10.04	8.36	7.77	6.89	5.89
市净率(P/B)	0.79	0.75	0.71	0.67	0.62
市销率(P/S)	0.28	0.26	0.25	0.24	0.22
EV/EBITDA	0.02	(0.70)	(1.56)	(2.78)	(2.28)

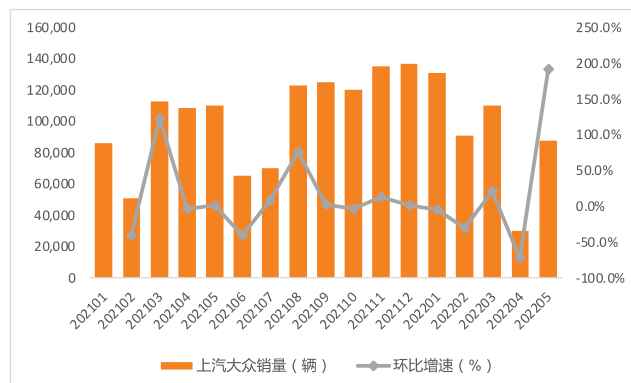
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1：上汽集团月度合计销量及环比增速



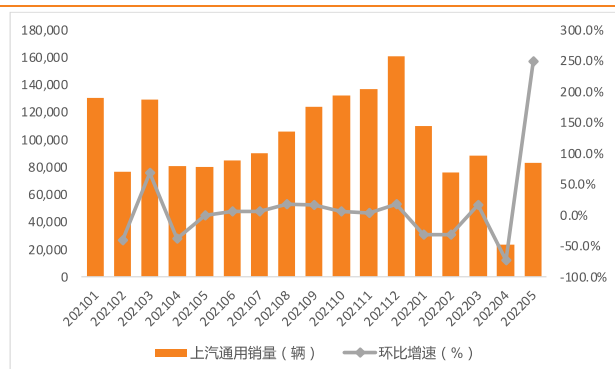
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：上汽大众月度销量及环比增速



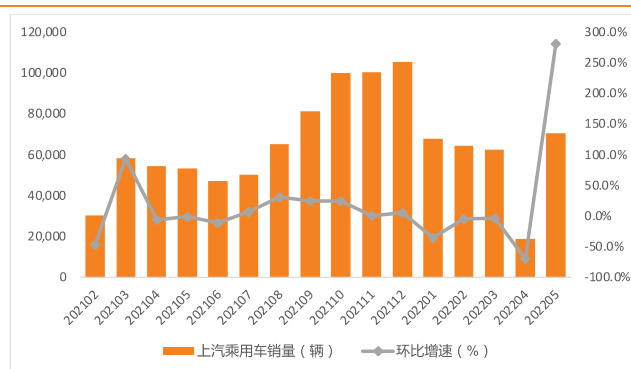
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：上汽通用月度销量及环比增速



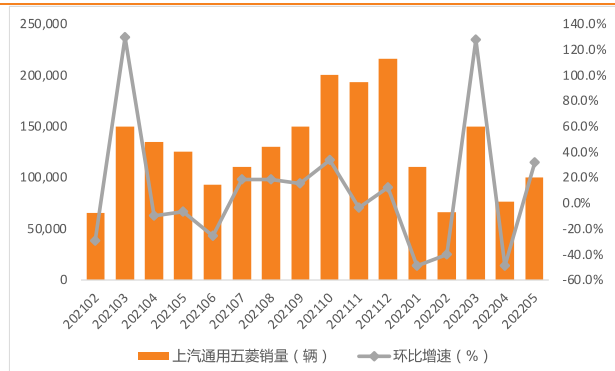
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：上汽乘用车月度销量及环比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：上汽通用五菱月度销量及环比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	142,564.97	138,525.92	175,254.17	262,891.65	245,359.69	营业收入	742,132.45	779,845.79	825,197.54	867,425.83	917,985.18
应收票据及应收账款	47,088.64	51,844.50	53,588.05	56,921.88	59,977.03	营业成本	645,250.01	686,742.79	721,222.65	754,660.47	794,057.18
预付账款	39,101.80	22,675.15	40,072.75	30,967.84	40,786.98	营业税金及附加	5,759.79	5,540.54	5,776.38	6,071.98	6,425.90
存货	69,395.47	56,635.91	71,133.70	67,857.63	76,357.64	销售费用	38,066.86	29,505.10	33,007.90	33,829.61	35,801.42
其他	268,023.82	275,327.66	266,047.04	272,700.83	271,397.73	管理费用	21,818.40	24,103.53	24,755.93	26,022.77	27,539.56
流动资产合计	566,174.70	545,009.13	606,095.71	691,339.83	693,879.07	研发费用	13,395.04	19,668.50	18,566.94	19,950.79	21,113.66
长期股权投资	59,649.82	60,849.21	60,849.21	60,849.21	60,849.21	财务费用	516.92	564.18	(455.43)	(1,696.76)	(2,488.32)
固定资产	82,982.34	78,350.63	71,422.86	62,066.54	51,043.08	资产/信用减值损失	(4,305.87)	(1,214.62)	(2,100.00)	(2,149.17)	(1,821.26)
在建工程	13,132.60	14,828.79	9,797.27	6,478.36	4,187.02	公允价值变动收益	3,811.64	1,737.87	0.00	0.00	0.00
无形资产	18,467.45	19,576.77	18,634.18	17,251.59	15,448.99	投资净收益	21,029.50	27,194.20	24,384.70	24,202.80	25,260.56
其他	179,007.86	198,308.16	177,399.86	183,818.62	185,258.60	其他	(38,817.34)	(55,443.05)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	353,240.06	371,913.56	338,103.38	330,464.31	316,786.90	营业利润	35,607.50	41,446.75	44,607.87	50,640.59	58,975.09
资产总计	919,414.76	916,922.70	944,199.09	1,021,804.14	1,010,665.97	营业外收入	749.58	469.24	661.92	626.91	586.02
短期借款	23,628.64	27,849.48	25,000.00	22,500.00	20,000.00	营业外支出	465.46	358.33	326.02	383.27	355.87
应付票据及应付账款	205,047.21	199,052.29	189,727.57	240,127.78	209,066.88	利润总额	35,891.62	41,557.66	44,943.77	50,884.24	59,205.25
其他	257,385.38	227,065.00	278,518.17	282,808.95	277,459.02	所得税	6,703.57	7,615.90	8,089.88	9,159.16	10,656.94
流动负债合计	486,061.23	453,966.77	493,245.74	545,436.73	506,525.90	净利润	29,188.05	33,941.76	36,853.89	41,725.08	48,548.30
长期借款	23,608.25	26,911.40	26,000.00	24,000.00	22,000.00	少数股东损益	8,757.01	9,408.66	10,462.63	11,976.70	13,725.15
应付债券	23,492.14	19,397.21	19,683.70	20,857.69	19,979.53	归属于母公司净利润	20,431.04	24,533.10	26,391.27	29,748.37	34,823.16
其他	51,388.98	61,362.13	54,380.92	55,710.68	57,151.24	每股收益(元)	1.75	2.10	2.26	2.55	2.98
非流动负债合计	98,489.38	107,670.73	100,064.62	100,568.36	99,130.77						
负债合计	609,373.44	588,151.97	593,310.36	646,005.10	605,656.67						
少数股东权益	49,938.36	54,997.06	61,274.63	68,460.65	76,695.74	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46	成长能力					
资本公积	57,027.07	56,539.99	56,539.99	56,539.99	56,539.99	营业收入	-12.00%	5.08%	5.82%	5.12%	5.83%
留存收益	175,807.19	189,602.13	205,436.89	223,285.91	244,179.81	营业利润	-11.74%	16.40%	7.63%	13.52%	16.46%
其他	15,585.23	15,948.09	15,953.76	15,829.03	15,910.29	归属于母公司净利润	-20.20%	20.08%	7.57%	12.72%	17.06%
股东权益合计	310,041.31	328,770.73	350,888.73	375,799.05	405,009.29	获利能力					
负债和股东权益总计	919,414.76	916,922.70	944,199.09	1,021,804.14	1,010,665.97	毛利率	13.05%	11.94%	12.60%	13.00%	13.50%
						净利率	2.75%	3.15%	3.20%	3.43%	3.79%
						ROE	7.85%	8.96%	9.11%	9.68%	10.61%
						ROIC	1594.52%	-144.79%	-159.69%	-278.85%	-52.45%
						偿债能力					
						资产负债率	66.28%	64.14%	62.84%	63.22%	59.93%
						净负债率	-15.61%	-11.76%	-22.59%	-45.43%	-39.04%
						流动比率	1.11	1.13	1.23	1.27	1.37
						速动比率	0.97	1.02	1.08	1.14	1.22
						营运能力					
						应收账款周转率	15.68	15.77	15.65	15.70	15.71
						存货周转率	11.99	12.38	12.92	12.48	12.73
						总资产周转率	0.84	0.85	0.89	0.88	0.90
						每股指标(元)					
						每股收益	1.75	2.10	2.26	2.55	2.98
						每股经营现金流	3.21	1.85	1.59	7.63	-1.58
						每股净资产	22.26	23.43	24.79	26.31	28.10
						估值比率					
						市盈率	10.04	8.36	7.77	6.89	5.89
						市净率	0.79	0.75	0.71	0.67	0.62
						EV/EBITDA	0.02	-0.70	-1.56	-2.78	-2.28
						EV/EBIT	0.03	-0.87	-2.07	-3.62	-2.89

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	29,188.05	33,941.76	26,391.27	29,748.37	34,823.16
折旧摊销	14,461.61	16,180.72	15,601.88	15,857.83	16,017.39
财务费用	2,179.75	2,106.13	(455.43)	(1,696.76)	(2,488.32)
投资损失	(21,009.86)	(27,164.41)	(24,358.36)	(24,177.54)	(25,233.44)
营运资金变动	(6,822.14)	(26,619.64)	(9,047.50)	57,423.92	(55,357.07)
其它	19,520.53	23,171.18	10,462.63	11,976.70	13,725.15
经营活动现金流	37,517.94	21,615.74	18,594.48	89,132.52	(18,513.14)
资本支出	6,102.85	4,726.75	9,681.21	470.24	(540.56)
长期投资	(4,967.19)	1,199.39	0.00	0.00	0.00
其他	(8,245.93)	(7,423.66)	26,583.92	16,984.59	23,286.89
投资活动现金流	(7,110.27)	(1,497.53)	36,265.12	17,454.83	22,746.32
债权融资	5,913.78	5,135.46	(3,395.47)	(2,135.11)	(2,427.09)
股权融资	(6,458.98)	(124.22)	(14,735.90)	(16,814.76)	(19,338.06)
其他	(15,306.64)	(21,181.26)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(15,851.83)	(16,170.03)	(18,131.37)	(18,949.87)	(21,765.15)
汇率变动影响	19.63	29.79	26.34	25.25	27.13
现金净增加额	14,575.48	3,977.97	36,754.58	87,662.73	(17,504.83)

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com