

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2022年07月09日

汽车产能恢复疫情前水平，“三驾马车”引领新增长

事件：上汽集团6月产量49.24万辆，同比+50.4%，环比+36.7%，本年累计产量为228.04万辆，同比-2.5%；6月销量48.36万辆，同比+47.2%，环比+33%，本年累计销量为223.43万辆，同比-2.7%。

点评：

汽车产能恢复疫情前水平，“三驾马车”引领新增长。经历汽车产业疫情波折后，随着汽车产业供应链复工复产恢复正常，上汽集团产能基本恢复到疫情前水平，产业链逐步向正常状态迈进。上汽乘用车、上汽大众、上汽通用三大在沪整车厂目前单日产量达到1.3万辆，基本恢复到疫情前的正常水平，长三角地区的汽车产业链供应链也正在逐步恢复正常。6月上汽集团汽车总产量达到49.2万辆，同比增加50.4%。6月份集团共销售整车48.4万辆，环比增长33%，同比增长47.2%；1-6月份销量累计达223.4万辆，自主品牌、新能源、海外市场持续发力，“新三驾马车”引领上汽实现新增长。下半年上汽即将推出更多新能源智能网联的车型。

(1) 自主品牌持续发力，延续增长：上汽乘用车6月产销量分别为8.29/8.26万辆，同比+87.2%/+75.8%，1-6月累计销量36.58万辆，同比+22.2%，随着疫情的好转和复工复产的全面推进，6月销量在5月亮眼表现的基础上再度攀升，同环比均有所增加。

(2) 新能源车势头强劲，成长迅速：上汽新能源汽车6月产量9.04万辆，同比增长100.97%；销量9.13万辆，同比增长86.21%。上汽新能源汽车1-6月销量39.27万辆，同比增长32.90%。新能源市场维持增长势头，增速稳中有升。

(3) 海外市场坚实基础，开辟赛道：上汽海外1-6月销量38.10万辆，同比增长47.67%。全球市场汽车产业链建设逐步完善，海外市场逐步扩大。

多部新能源车型发布，搭载上汽最新技术。6月13日名爵品牌旗下全新纯电动乘用车MG MULAN正式亮相，基于上汽星云纯电专属架构打造，并搭载魔方电池以及全新的超级电驱驱动系统。6月29日，上汽大通MAXUS MIFA 9正式上市，全系共发布三款六座系列、四款七座系列，售价区间为27.99-41.99万元，动力方面搭载上汽集团全新一代电驱系统，采用90度宁德时代锂电池。未来新能源紧凑型MPV EUNIQ 5、中型SUV EUNIQ 6、氢动力MPV EUNIQ 7，将加入MIFA家族产品矩阵。

与不同领域企业深度合作，攻坚难题共创未来。(1) 6月9日，上汽通用五菱与大疆对外官宣，双方首个全球战略合作成果正式落地，全球首款搭载大疆车载系统的新能源量产车型即将上市。(2) 6月24日，上汽集团表示，上汽集团正在策划与手机厂家的深度融合，并计划于6月底7月初发布相关信息。(3) 7月6日，上汽集团与清陶(昆山)能源发展股份有限公司签约，上汽清陶“固态电池联合实验室”揭牌成立，双方将在千公里以上长续航固态动力电池量产应用、固态动力电池4C快充技术、高安全长寿命固态动力电池开发、高效率固态动力电池集成技术开发等项目开展合作。

高投资产业链多领域，构建创新护城河。6月16日，上汽集团子公司上汽金控、上汽创投拟与尚颀资本、恒旭资本共同出资设立嘉兴上汽创永股权投资合伙企业，认缴出资总额为人民币30亿元，其中上汽金控认缴出资29.50亿元、上汽创投认缴出资0.48亿元，本基金投资于汽车产业链及其相关领域，主要投资方向为双碳、智能网联、汽车电子、先进制造、新材料、半导体、汽车产业多元外延等。6月28日晚，上汽旗下动力新科发布公告称，公司董事会表决通过了《关于公司新能源汽车CTP高效动力电池系统制造项目的议案》。公告显示，动力新科拟利用现有厂房投资建设新能源汽车CTP(cell to pack, 无模组动力电池包)高效动力电池系统制造项目，首期投资额为8781万元，形成3GWh产能，计划2023年投产。

投资建议：随着疫情的缓解，产销已恢复到疫情前正常水平，公司业绩有望加速回升，下半年车市或将重燃，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8.2、7.3倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、新业务拓展不及预期、产业链供给存在不确定性。

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	18.56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)	216,845.04
流通A股市值(百万元)	216,845.04
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

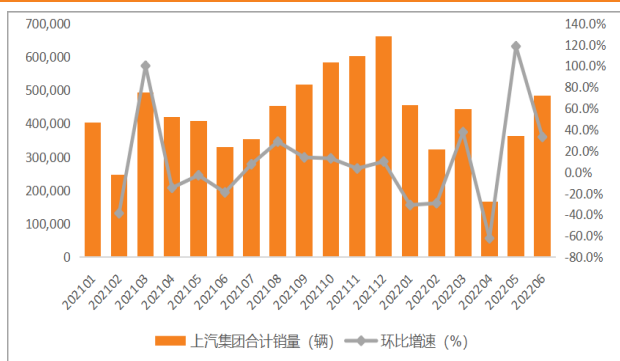
相关报告

- 《上汽集团-公司点评：“链式复工”产销快速回温，600万销量目标可期》2022-06-13
- 《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

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)	10.61	8.84	8.22	7.29	6.23
市净率(P/B)	0.83	0.79	0.75	0.71	0.66
市销率(P/S)	0.29	0.28	0.26	0.25	0.24
EV/EBITDA	0.02	(0.70)	(1.38)	(2.61)	(2.12)

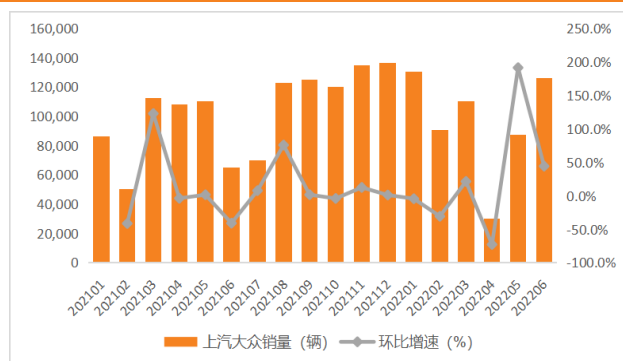
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1：上汽集团月度合计销量及环比增速



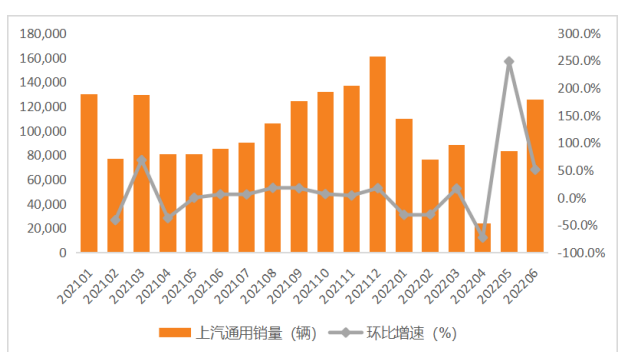
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：上汽大众月度销量及环比增速



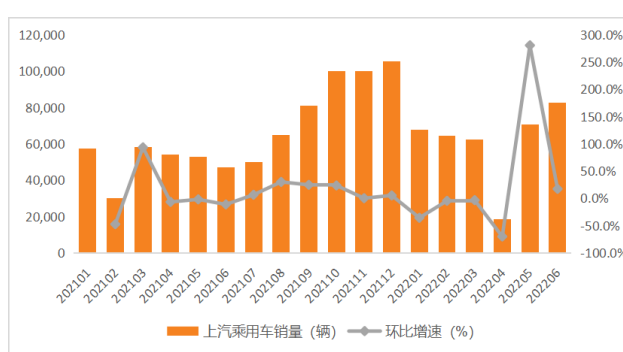
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：上汽通用月度销量及环比增速



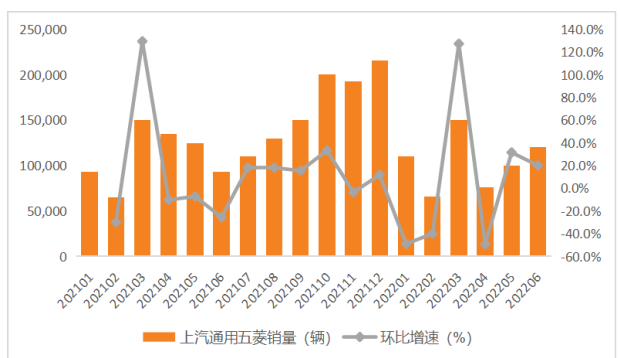
资料来源：Wind、天风证券研究所

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	10.61	8.84	8.22	7.29	6.23
						市净率	0.83	0.79	0.75	0.71	0.66
						EV/EBITDA	0.02	-0.70	-1.38	-2.61	-2.12
						EV/EBIT	0.03	-0.87	-1.83	-3.40	-2.69

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)	(7,971.20)	(14,735.90)	(16,814.76)	(19,338.06)
其他	(15,306.64)	(13,334.28)	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