

合资品牌投资收益改善及自主制造端盈利改善促进业绩超预期



核心观点

- **业绩超市场预期。**前三季度收入 4986.62 亿元，同比下滑 14.81%，归母净利润 166.48 亿元，同比下滑 19.93%，扣非归母净利润 151.85 亿元，同比下滑 19.30%，EPS 为 1.43 元。Q3 收入 2149.21 亿元，同比增长 2.81%，归母净利润 82.54 亿元，同比增长 17.43%，扣非归母净利润 80.09 亿元，同比增长 26.71%，利润端好于营收端主要是合资品牌盈利恢复情况较好。
- **3 季度毛利率环比小幅下滑，现金流充裕。**前三季度毛利率 9.94%，同比下滑 2.54 个百分点，Q3 毛利率 9.55%，同比下滑 2.71 个百分点（同比不具可比性，新收入准则下车贷贴息费用直接抵减收入），环比下滑 0.34 个百分点。Q3 期间费用率 9.07%，同比下滑 2.29 个百分点，销售费用率同比下滑 2.07 个百分点（同比不具可比性，主要是因为收入准则切换，车贷贴息直接抵减收入）。前三季度经营活动现金流净额 352.4 亿元，同比增长 38.25%，主要是加强现金管理及上汽财务增加资金拆入。
- **3 季度投资收益改善明显，预计 4 季度有望继续环比改善。**3 季度投资收益 88.8 亿元，环比、同比增长 78.42%、19.22%，改善明显，对合联营企业收益环比、同比增长 57.89%、2.93%。3 季度上汽大众销量 45.4 万辆，环比增长 15.12%，同比下滑 4.06%，虽同比下降，但大众品牌销量比重提升，结构较好预计整体盈利好于销量增速。10 月 ID.4 投产，纯电途岳、新款桑塔纳、途观 L 上市，有望提升上汽大众销量。上汽通用销量 39.54 万辆，同比、环比增长 2.58%、4.86%，通用 4 缸机推出后，销量逐步企稳向上。
- **预计自主品牌制造端环比减亏。**上汽自主 3 季度销量 16.18 万辆，同比、环比增长 1.06%、13.88%，根据母公司报表推算，上汽自主 Q3 整体亏损环比 Q2 略扩大，但考虑 Q3 财务费用等环比 Q2 增长较多，预计 Q3 制造端环比仍减亏。1-9 月自主整体亏损同比去年同期多亏 2 亿元左右，但考虑 Q1 疫情因素，Q2、Q3 亏损同比改善。随着 10 月名爵 MG 领航上市，预计自主亏损将逐步收窄。

财务预测与投资建议：调整收入、投资收益、费用率及毛利率，预测 2020-2022 年 EPS 2.09、2.61、2.98 元（原 1.76、2.20、2.56 元），参照可比公司平均估值水平，给予 2021 年 13 倍 PE 估值，目标价 33.93 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盈利。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	887,626	826,530	706,307	802,946	868,482
同比增长(%)	3.5%	-6.9%	-14.5%	13.7%	8.2%
营业利润(百万元)	53,674	40,345	37,467	47,010	53,921
同比增长(%)	-0.8%	-24.8%	-7.1%	25.5%	14.7%
归属母公司净利润(百万元)	36,009	25,603	24,443	30,437	34,851
同比增长(%)	4.6%	-28.9%	-4.5%	24.5%	14.5%
每股收益(元)	3.08	2.19	2.09	2.61	2.98
毛利率(%)	13.3%	12.2%	11.1%	11.7%	12.1%
净利率(%)	4.1%	3.1%	3.5%	3.8%	4.0%
净资产收益率(%)	15.7%	10.6%	9.6%	11.2%	11.9%
市盈率	7.5	10.6	11.1	8.9	7.8
市净率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

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(2020年10月30日)	23.15 元
目标价格	33.93 元
52周最高价/最低价	25.3/16.99 元
总股本/流通A股(万股)	1,168,346/1,168,346
A股市值(百万元)	270,472
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020年10月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.94	21.01	27.76	-0.64
相对表现	9.43	18.66	26.92	-21.30
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人 朱清华
zhuqinghua@orientsec.com.cn

相关报告

- 自主及通用均实现正增长，上汽大众下滑幅度收窄： 2020-10-13
- 业绩超预期，自主出口逆市增长，预计合资公司盈利有望继续改善： 2020-08-27
- 通用销量企稳转正，上汽大众新车上市有望： 2020-08-06

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。促进销量改善；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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	123,771	127,827	113,009	152,560	165,012	营业收入	887,626	826,530	706,307	802,946	868,482
应收账款	40,130	41,341	49,442	40,147	43,424	营业成本	769,986	726,100	628,069	708,701	763,827
预付账款	18,694	28,939	35,315	40,147	43,424	营业税金及附加	7,463	6,610	5,648	6,421	6,945
存货	58,943	54,399	75,368	70,870	76,383	营业费用	63,423	57,451	36,728	41,753	45,161
其他	211,838	258,652	240,981	237,818	243,416	管理费用	36,721	35,702	29,665	34,527	37,345
流动资产合计	453,376	511,158	514,115	541,542	571,659	财务费用	195	24	288	454	291
长期股权投资	70,930	64,617	64,617	64,617	64,617	资产减值损失	3,490	1,642	(522)	420	613
固定资产	69,187	83,056	96,530	99,227	99,321	公允价值变动收益	(113)	1,497	1,200	1,200	1,200
在建工程	20,849	16,188	16,563	14,032	12,769	投资净收益	33,126	24,901	25,360	30,664	33,945
无形资产	14,008	15,281	14,262	13,244	12,225	其他	14,314	14,947	4,476	4,476	4,476
其他	154,419	159,034	139,365	128,335	125,344	营业利润	53,674	40,345	37,467	47,010	53,921
非流动资产合计	329,394	338,176	331,338	319,455	314,277	营业外收入	1,125	767	950	800	800
资产总计	782,770	849,333	845,453	860,997	885,936	营业外支出	455	154	150	160	160
短期借款	16,726	25,588	109,643	101,858	83,622	利润总额	54,344	40,958	38,267	47,650	54,561
应付账款	125,265	137,086	125,614	130,279	145,796	所得税	5,939	5,669	4,783	5,956	6,820
其他	272,331	300,129	220,937	207,725	204,866	净利润	48,405	35,289	33,484	41,694	47,741
流动负债合计	414,323	462,803	456,194	439,862	434,284	少数股东损益	12,395	9,686	9,041	11,257	12,890
长期借款	19,158	19,137	19,137	19,137	19,137	归属于母公司净利润	36,009	25,603	24,443	30,437	34,851
应付债券	13,375	16,162	16,000	16,000	11,000	每股收益(元)	3.08	2.19	2.09	2.61	2.98
其他	51,194	50,392	33,283	33,283	33,283						
非流动负债合计	83,726	85,690	68,420	68,420	63,420						
负债合计	498,050	548,494	524,613	508,282	497,704						
少数股东权益	50,352	51,138	60,178	71,436	84,326						
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683						
资本公积	55,323	55,567	55,567	55,567	55,567						
留存收益	155,941	166,124	180,286	200,905	223,531						
其他	11,422	16,328	13,125	13,125	13,125						
股东权益合计	284,720	300,840	320,839	352,716	388,232						
负债和股东权益总计	782,770	849,333	845,453	860,997	885,936						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	48,405	35,289	33,484	41,694	47,741
折旧摊销	10,572	11,802	11,411	12,973	14,327
财务费用	195	24	288	454	291
投资损失	(33,126)	(24,901)	(25,360)	(30,664)	(33,945)
营运资金变动	(2,756)	(69,494)	(125,034)	10,810	(7,611)
其它	(14,314)	93,551	24,943	(780)	(587)
经营活动现金流	8,976	46,272	(80,268)	34,486	20,216
资本支出	(26,535)	(20,947)	(16,938)	(11,502)	(11,506)
长期投资	36,727	30,181	(29,298)	11,576	2,049
其他	(3,747)	(48,498)	45,350	22,216	35,669
投资活动现金流	9,845	(39,264)	(886)	22,290	26,212
债权融资	15,540	14,249	(7,149)	831	(3,225)
股权融资	455	244	0	0	0
其他	(35,109)	(17,586)	73,486	(18,056)	(30,751)
筹资活动现金流	(19,114)	(3,094)	66,337	(17,226)	(33,976)
汇率变动影响	(434)	(308)	0	0	0
现金净增加额	(727)	3,605	(14,818)	39,551	12,452

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.5%	-6.9%	-14.5%	13.7%	8.2%
营业利润	-0.8%	-24.8%	-7.1%	25.5%	14.7%
归属于母公司净利润	4.6%	-28.9%	-4.5%	24.5%	14.5%
获利能力					
毛利率	13.3%	12.2%	11.1%	11.7%	12.1%
净利率	4.1%	3.1%	3.5%	3.8%	4.0%
ROE	15.7%	10.6%	9.6%	11.2%	11.9%
ROIC	14.4%	9.4%	7.6%	8.3%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	64.6%	62.1%	59.0%	56.2%
净负债率	0.0%	0.0%	16.0%	1.3%	0.0%
流动比率	1.09	1.10	1.13	1.23	1.32
速动比率	0.95	0.98	0.95	1.05	1.12
营运能力					
应收账款周转率	23.7	20.3	15.6	17.9	20.8
存货周转率	13.6	12.4	9.1	8.8	9.3
总资产周转率	1.2	1.0	0.8	0.9	1.0
每股指标(元)					
每股收益	3.08	2.19	2.09	2.61	2.98
每股经营现金流	0.77	3.96	-6.87	2.95	1.73
每股净资产	20.06	21.37	22.31	24.08	26.01
估值比率					
市盈率	7.5	10.6	11.1	8.9	7.8
市净率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	1.5	1.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBIT	1.8	2.4	2.5	2.0	1.8

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

