

2021年01月11日

证券分析师 黄细里

执业证号: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

业绩滞后销量，静待 21 年改善 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	8,433	7,566	8,224	8,710
同比 (%)	-6.5%	-10.3%	8.7%	5.9%
归母净利润 (亿元)	256	200	236	257
同比 (%)	-28.9%	-21.7%	17.9%	8.8%
每股收益 (元/股)	2.19	1.72	2.02	2.20
P/E (倍)	12.06	15.41	13.07	12.01

投资要点

■ 公告要点

上汽集团 2020 年预计公司归母净利润约为 200 亿元，同比-21.7%。扣非归母净利润约为 173 亿元，同比-19.8%。Q4 归母净利润 33.52 亿元，同比-30.3%，扣非归母净利润 21.15 亿元，同比-23.5%。

■ 上汽 Q4 产批同比为正，领先利润同比，自主/通用表现较好

2020 年全年上汽集团产批量分别为 546.4/560.0 万辆，同比分别为-11.18%/-10.22%，归母净利润跌幅略高于产批。2020Q4 产批分别为 1926854/1987254 辆，同比+6.72%/+8.95%，领先于利润同比，核心原因为去年同期产批基数较低。上汽自主/通用/通用五菱产批同比涨幅较大，表现较好；上汽大众产批同比依然为负。

■ 企业端 Q4 上汽大众+上汽通用+上汽乘用车+上汽通用五菱均去库

根据我们自建库存体系显示，Q4 上汽集团总体当季库存为-60400 辆，上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱企业库存当季分别为-17309 辆、-24495 辆、-4723 辆、-8771 辆。企业库存累计分别为-48016 辆、-49700 辆、-18220 辆、-116933 辆（2017 年 1 月开始统计）。预计 Q4 渠道库存小幅补库。

■ 上汽 Q4 整体折扣率微幅扩大

上汽集团 12 月下旬车型算术平均折扣率 13.97%，环比 9 月下旬+1.54pct。其中，上汽大众算术平均折扣率 16.08%，环比 9 月下旬+2.68pct；上汽通用算术平均折扣率 16.94%，环比 9 月下旬+1.38pct；上汽乘用车算术平均折扣率 12.16%，环比 9 月下旬+1.58pct。从具体车型方面来看，途观 L+途岳+朗逸成交价降幅较大。

■ 投资建议：

上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID.4 热卖成为明年重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的营收为 7566/8224/8710 亿元，同比-10.3%/+8.7%/+5.9%，归母净利润为 200/236/257 亿元，同比-21.7%/+17.9%/+8.8%，对应 EPS 为 1.72/2.02/2.20 元，对应 PE 为 15.41/13.07/12.01 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.43
一年最低/最高价	16.61/28.80
市净率(倍)	1.24
流通 A 股市值(百万元)	308793.80

基础数据

每股净资产(元)	21.76
资产负债率(%)	64.11
总股本(百万股)	11683.46
流通 A 股(百万股)	11683.46

相关研究

- 1、《上汽集团 (600104): 12 月产批继续改善，自主/通用表现较好》2021-01-08
- 2、《上汽集团 (600104): 11 月产批同比好转加速，自主改善明显》2020-12-05
- 3、《上汽集团 (600104): 百亿高端“智己”+元界专项投资，赋能上汽转型》2020-11-27

上汽集团三大财务预测表

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,112	4,478	5,109	5,642	营业收入	8,433	7,566	8,224	8,710
现金	1,278	1,390	1,708	2,081	减:营业成本	7,261	6,594	7,147	7,534
应收账款	476	502	530	556	营业税金及附加	66	63	67	71
存货	544	481	535	559	营业费用	575	493	540	597
其他流动资产	1,894	1,501	1,634	1,676	管理费用	223	242	247	257
非流动资产	3,382	3,540	3,550	3,595	财务费用	0	26	20	16
长期股权投资	646	677	677	667	资产减值损失	-16	0	0	0
固定资产	831	928	1,013	1,086	加:投资净收益	249	240	250	265
在建工程	162	137	112	80	其他收益	45	45	45	45
无形资产	153	158	165	169	营业利润	403	314	372	405
其他非流动资产	1,590	1,345	1,405	1,436	加:营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	8,493	8,018	8,659	9,237	利润总额	410	321	378	411
流动负债	4,628	3,927	4,215	4,440	减:所得税费用	57	44	52	57
短期借款	256	193	206	218	少数股东损益	97	76	89	97
应付账款	1,700	1,364	1,530	1,645	归属母公司净利润	256	200	236	257
其他流动负债	2,553	2,212	2,337	2,425	EBIT	415	347	399	428
非流动负债	857	807	834	833	EBITDA	549	418	481	519
长期借款	191	191	191	191					
其他非流动负债	666	616	642	641	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	5,485	4,734	5,048	5,273	每股收益(元)	2.19	1.72	2.02	2.20
少数股东权益	511	587	677	774	每股净资产(元)	21.37	23.09	25.11	27.31
					发行在外股份(亿股)	117	117	117	117
归属母公司股东权益	2,497	2,697	2,934	3,191	ROIC(%)	10.8%	8.9%	9.5%	9.4%
负债和股东权益	8,493	8,018	8,659	9,237	ROE(%)	8.7%	6.4%	6.9%	6.8%
					毛利率(%)	13.9%	12.8%	13.1%	13.5%
现金流量表 (亿元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	4.2%	3.7%	4.0%	4.1%
经营活动现金流	463	373	171	195	资产负债率(%)	64.6%	59.0%	58.3%	57.1%
投资活动现金流	-393	-60	127	161	收入增长率(%)	-6.5%	-10.3%	8.7%	5.9%
筹资活动现金流	-31	-202	19	17	净利润增长率(%)	-28.9%	-21.7%	17.9%	8.8%
现金净增加额	39	112	318	373	P/E	12.06	15.41	13.07	12.01
折旧和摊销	135	72	82	91	P/B	1.24	1.14	1.05	0.97
资本开支	-92	-130	-125	-116	EV/EBITDA	4.22	6.39	4.97	4.09
营运资本变动	-283	-16	96	56					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>