

中信证券研究部



陈俊斌
 首席制造产业
 分析师
 S1010512070001



尹欣驰
 汽车分析师
 S1010519040002

核心观点

公司认缴出资 54 亿元，成立上海元界智能科技股权投资基金合伙企业，拟计划与阿里巴巴专项投资于高端智能纯电汽车项目“智己汽车”。该项目将成为上汽打造高端纯电智能汽车的新载体，有望助力上汽加快向科技公司转型。

L 项目亮相，“智己汽车”宣告成立。公司于 11 月 26 日夜间公告，拟与上海张江高科技园区开发股份有限公司、上海上汽恒旭投资管理有限公司共同出资设立上海元界智能科技股权投资基金合伙企业，认缴出资总额为人民币 72 亿元，其中公司认缴出资 53.99 亿元（占比 75%）、张江高科认缴出资 18 亿元（占比 25%）、恒旭资本认缴出资 0.01 亿元。上述基金拟计划与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司专项投资于高端智能纯电汽车项目“智己汽车”。智己汽车是上汽集团孵化的高端电动车项目（L 项目），定位于高端豪华电动智能汽车市场，创始轮融资约为 100 亿元，成为上汽集团转型发展的“新载体”。

合资公司有助上汽加快向科技公司转型。根据公告内容，智己汽车将打造全新的电子电器架构，从底层打通整车与驾乘体验高度相关的电子控制单元，应用数据驱动，聚焦客户感知，重构用户体验，鼓励用户进行高度自定义，实现汽车智能化宽度和深度的突破。我们认为，电动汽车正在经历从 1%到 10%的普及过程，智能网联将成为整车企业的胜负手，而这背后高新人才是关键。上汽集团通过联手阿里巴巴，将在管理架构和激励体系上更具竞争力，有助于吸纳更多智能网联的高新人才，加快公司向科技公司的转型。

公司最差的时间过去，合资品牌边际正在改善。上汽大众：MEB 平台投产在即，奥迪车型导入，利润改善明确。上汽大众位于安亭的 MEB 工厂已经落成，产能 30 万辆。根据公司新闻，大众中国首款 MEB 车型 ID.4 预计于年底之前投产。此外，斯柯达 Vision iV、奥迪纯电车等陆续投放 MEB 平台，后续大尺寸纯电 SUV、A-B 级亦将发布；奥迪车型将于 2021 年底/2022 年开始量产，预计未来给上汽集团带来明确的利润增量。**上汽通用五菱：Mini EV 热卖，五菱凯捷提升品牌形象。**上汽通用五菱从 4 月开始同比两位数正增长，9 月批发销量同比+19.7%，高于行业恢复水平。Mini EV 定位低线城市短途代步需求，上市后热销，目前月度销量已突破 2 万辆，一方面扩大市场份额，另一方面为上汽集团带来新能源积分。

风险因素：宏观经济增速放缓；行业销量不达预期；新车型市场接受度低于预期；自主品牌亏损幅度持续加大；合伙企业或智己汽车项目进展不及预期。

投资建议：维持公司 2020/21/2022 年 EPS 预测 1.96/2.57/2.72 元。公司当前股价 24.95 元，对应 2020/21/22 年 12.7/9.7/9.2 倍 PE。考虑到终端需求环比持续恢复向好以及公司新产品陆续投放，公司估值有望继续修复。公司合理市值为 2021 年 11 倍 PE，维持公司“买入”评级，目标价 28.27 元。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	902,194	843,324	732,954	860,692	923,134
营业收入增长率 YoY	3.6%	-6.5%	-13.1%	17.4%	7.3%
净利润(百万元)	36,009	25,603	22,875	30,052	31,755
净利润增长率 YoY	4.6%	-28.9%	-10.7%	31.4%	5.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.08	2.19	1.96	2.57	2.72
毛利率	14.7%	13.9%	12.3%	13.2%	13.5%
净资产收益率 ROE	15.36%	10.25%	8.72%	10.61%	10.59%
每股净资产(元)	20.06	21.37	22.45	24.24	25.67
PE	8.1	11.4	12.7	9.7	9.2
PB	1.24	1.17	1.11	1.03	0.97

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 26 日收盘价

上汽集团	600104
评级	买入（维持）
当前价	24.95 元
总股本	11,683 百万股
流通股本	11,683 百万股
52 周最高/最低价	28.4/17.7 元
近 12 月绝对涨幅	-26.20%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902,194	843,324	732,954	860,692	923,134
营业成本	769,986	726,100	642,800	747,080	798,510
毛利率	14.65%	13.90%	12.30%	13.20%	13.50%
营业税金及附加	7,463	6,610	6,253	7,154	7,643
销售费用	63,423	57,451	38,846	47,080	52,619
营业费用率	7.03%	6.81%	5.30%	5.47%	5.70%
管理费用	21,336	22,308	19,782	23,230	24,915
管理费用率	2.36%	2.65%	2.70%	2.70%	2.70%
财务费用	195	24	1,765	5,016	7,655
财务费用率	0.02%	0.00%	0.24%	0.58%	0.83%
投资收益	33,126	24,901	19,000	25,000	28,000
营业利润	53,674	40,345	35,234	46,174	49,363
营业利润率	5.95%	4.78%	4.81%	5.36%	5.35%
营业外收入	1,125	767	920	937	875
营业外支出	455	154	442	351	316
利润总额	54,344	40,958	35,712	46,761	49,922
所得税	5,939	5,669	4,516	5,832	6,483
所得税率	10.93%	13.84%	12.65%	12.47%	12.99%
少数股东损益	12,395	9,686	8,321	10,877	11,685
归属于母公司股东的净利润	36,009	25,603	22,875	30,052	31,755
净利率	3.99%	3.04%	3.12%	3.49%	3.44%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	54,344	40,958	35,712	46,761	49,922
所得税支出	-5,939	-5,669	-4,516	-5,832	-6,483
折旧和摊销	11,484	13,474	15,781	23,671	31,561
营运资金的变化	-20,415	32,982	-1,038	20,501	22,839
其他经营现金流	-30,498	-35,473	-21,425	-22,747	-23,456
经营现金流合计	8,976	46,272	24,514	62,354	74,384
资本支出	-31,975	-26,935	-88,502	-86,733	-86,538
投资收益	33,126	24,901	19,000	25,000	28,000
其他投资现金流	8,694	-37,230	-27,699	-32,809	-33,873
投资现金流合计	9,845	-39,264	-97,201	-94,542	-92,411
权益变化	1,169	334	0	0	0
负债变化	99,246	117,334	63,389	65,926	52,012
股利支出	-14,721	-10,281	-10,281	-9,150	-15,026
其他融资现金流	-104,808	-110,480	-1,765	-5,016	-7,655
融资现金流合计	-19,114	-3,094	51,342	51,761	29,331
现金及现金等价物净增加额	-293	3,914	-21,344	19,573	11,304

资料来源:公司公告,中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	123,771	127,827	106,483	126,055	137,360
存货	58,943	54,399	46,905	55,891	59,279
应收票据及应收账款	61,090	47,586	49,194	55,519	58,217
其他流动资产	209,572	281,346	288,233	313,843	338,599
流动资产	453,376	511,158	490,815	551,308	593,455
固定资产	69,187	83,056	150,331	209,716	261,211
长期股权投资	70,930	64,617	65,264	64,518	62,381
无形资产	14,008	15,281	16,777	18,454	19,936
其他长期资产	175,268	175,221	193,592	212,024	233,498
非流动资产	329,394	338,176	425,964	504,712	577,026
资产总计	782,770	849,333	916,779	1,056,020	1,170,481
短期借款	16,726	25,588	88,977	154,903	206,915
应付票据及应付账款	154,827	170,048	132,996	159,918	174,381
其他流动负债	242,770	267,168	287,362	301,976	321,547
流动负债	414,323	462,803	509,335	616,796	702,844
长期借款	19,158	19,137	19,137	19,137	19,137
其他长期负债	64,569	66,553	66,553	66,553	66,553
非流动性负债	83,726	85,690	85,690	85,690	85,690
负债合计	498,050	548,494	595,025	702,487	788,534
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
归属于母公司所有者权益合计	234,369	249,702	262,295	283,197	299,926
少数股东权益	50,352	51,138	59,459	70,336	82,021
股东权益合计	284,720	300,840	321,754	353,533	381,947
负债股东权益总计	782,770	849,333	916,779	1,056,020	1,170,481

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	3.62%	-6.53%	-13.09%	17.43%	7.25%
营业利润	-0.81%	-24.8%	-12.67%	31.05%	6.91%
净利润	4.65%	-28.9%	-10.66%	31.37%	5.67%
利润率 (%)					
毛利率	14.65%	13.90%	12.30%	13.20%	13.50%
EBITDA Margin	7.32%	6.46%	6.13%	7.50%	8.39%
净利率	3.99%	3.04%	3.12%	3.49%	3.44%
回报率 (%)					
净资产收益率	15.36%	10.25%	8.72%	10.61%	10.59%
总资产收益率	4.60%	3.01%	2.50%	2.85%	2.71%
其他 (%)					
资产负债率	63.63%	64.58%	64.90%	66.52%	67.37%
所得税率	10.93%	13.84%	12.65%	12.47%	12.99%
股利支付率	40.88%	40.16%	40.00%	50.00%	50.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》（《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。