

2020年8月27日

上汽集团 (600104.SH) 汽车和汽车零部件



# 业绩改善+底部估值，凸显投资性价比

## ——上汽集团 (600104.SH) 2020 年中报业绩点评

公司简报

### ◆20Q2 业绩显著回升，20H1 业绩符合预期

20H1 营业收入 2837.4 亿元 (同比-24.6%)，其中 20Q2 营业收入 1777.9 亿元 (同比+1.0%，环比+67.8%)；20H1 归母净利润 83.9 亿元 (同比-39.0%)，其中 20Q2 归母净利润 72.7 亿元 (同比+31.9%，环比+548.9%)。

### ◆收入降幅小于销量，产品结构优化提升 ASP

20H1 集团销量 204.9 万辆 (同比-30.2%)，同比降幅大于行业 (国内乘用车销量同比-22.9%)，但收入端表现优于集团销量水平。主要或因产品结构优化，ASP 提升：上汽大众 A+级以上车型销量占比达 63%，ASP 同比提升 0.5 万元至 12.8 万元；上汽通用中高端车型的销量比例超 55%，ASP 同比提升 0.8 万元至 11.8 万元。

### ◆毛利率小幅下滑，上汽通用业绩承压拖累投资收益，集团增加在手现金

收入下滑，规模效应减弱，20H1 毛利率同比-1.6pct 至 12.4%。费用率方面，因车贷贴息不再计入销售费用，20H1 期间费用率下降 1.3pct 至 10.6%。20H1 合资公司投资收益为 40.5 亿元 (同比-66.5%)，其中上汽大众贡献 34.5 亿元 (同比-30.1%)，上汽通用贡献 8.9 亿元 (同比-74.9%)。20H1 上汽通用业绩承压，归母净利率同比下滑 5.1pct 至 2.7%，拉低集团的投资收益。为应对疫情的冲击，通过加强经营活动现金流管理、财务公司增加资金拆入和减少金融资产的配置，公司现金净增加 386.7 亿元 (vs. 19H1 净减少 25.6 亿元)，保证充足的在手现金。

### ◆维持盈利预测和“增持”评级：

考虑疫情影响逐步减弱、下半年新品上市，销量有望环比改善，业绩大概率触底回升，维持公司 20E~22E 归母净利润 229 / 270 / 326 亿元，对应 EPS1.96 / 2.32 / 2.79 元的预测。前期股价下探，悲观情绪逐步释放，当前公司 PB 估值位于底部，较高股息率使公司具备较高的投资性价比。中长期，公司实施自主品牌形象升级，加速在新能源汽车、海外市场、智能网联、共享出行等领域布局，未来有望形成新的增长点，并为估值修复提供支撑。

◆风险提示：1.疫情、刺激政策不及预期致需求复苏存不确定性；2.新品销量不及预期；3.汇率风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	902,194	843,324	782,781	807,360	842,685
营业收入增长率	3.62%	-6.53%	-7.18%	3.14%	4.38%
净利润 (百万元)	36,009	25,603	22,950	27,065	32,645
净利润增长率	4.65%	-28.90%	-10.36%	17.93%	20.62%
EPS (元)	3.08	2.19	1.96	2.32	2.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.36%	10.25%	8.75%	9.73%	11.01%
P/E	6	9	10	8	7
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 08 月 27 日

### 增持 (维持)

当前价：19.20 元

### 分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)  
021-52523869  
shaoj@ebscn.com

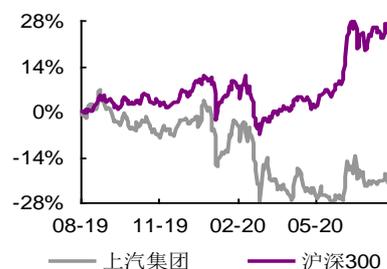
### 联系人

杨耀先  
021-52523656  
yangyx@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)：116.83  
总市值(亿元)：2243.22  
一年最低/最高(元)：16.61/25.03  
近 3 月换手率：25.29%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.89	-14.73	-41.62
绝对	6.91	7.44	-15.99

资料来源：Wind

### 相关研报

至暗时刻逐步过去，静待业绩企稳回升 ——上汽集团 (600104.SH) 2020 年一季度业绩点评  
..... 2020-04-29

19 年业绩承压，20 年新品加码有望稳固市占率 ——上汽集团 (600104.SH) 2019 年报点评  
..... 2020-04-15

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902,194	843,324	782,781	807,360	842,685
营业成本	769,986	726,100	680,433	699,671	727,242
折旧和摊销	10,908	12,781	13,851	15,268	17,096
税金及附加	7,463	6,610	6,262	6,489	6,706
销售费用	63,423	57,451	54,795	56,515	58,988
管理费用	21,336	22,308	21,135	21,799	22,752
研发费用	15,385	13,394	12,524	12,918	13,483
财务费用	195	24	225	167	71
投资收益	33,126	24,901	23,764	27,312	30,745
营业利润	53,674	40,345	32,228	38,120	46,074
利润总额	54,344	40,958	32,853	38,758	46,724
所得税	5,939	5,669	4,165	4,926	5,918
净利润	48,405	35,289	28,687	33,832	40,806
少数股东损益	12,395	9,686	5,737	6,766	8,161
归属母公司净利润	36,009	25,603	22,950	27,065	32,645
EPS(按最新股本计)	3.08	2.19	1.96	2.32	2.79

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8,976	46,272	25,901	34,452	53,503
净利润	36,009	25,603	22,950	27,065	32,645
折旧摊销	10,908	12,781	13,851	15,268	17,096
净营运资金增加	20,893	-6,679	-15,975	-12,017	-7,275
其他	-58,835	14,567	5,075	4,136	11,037
投资活动产生现金流	9,845	-39,264	-7,175	-19,161	-20,611
净资本支出	-30,319	-25,079	-31,145	-34,183	-37,521
长期投资变化	70,930	64,617	-10,694	-12,291	-13,835
其他资产变化	-30,766	-78,802	34,663	27,312	30,745
融资活动现金流	-19,114	-3,094	-13,479	-15,150	-14,423
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	17,253	23,852	3,343	-6,546	-3,493
无息负债变化	29,369	26,592	-10,285	22,258	17,917
净现金流	-727	3,605	5,246	142	18,469

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.7%	13.9%	13.1%	13.3%	13.7%
EBITDA 率	4.0%	4.4%	3.4%	3.7%	4.2%
EBIT 率	2.7%	2.8%	1.6%	1.9%	2.2%
税前净利润率	6.0%	4.9%	4.2%	4.8%	5.5%
归母净利润率	4.0%	3.0%	2.9%	3.4%	3.9%
ROA	6.2%	4.2%	3.3%	3.8%	4.3%
ROE (摊薄)	15.4%	10.3%	8.7%	9.7%	11.0%
经营性 ROIC	8.5%	7.6%	4.2%	4.9%	5.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	64%	65%	63%	62%	61%
流动比率	1.09	1.10	1.10	1.08	1.07
速动比率	0.95	0.99	0.99	0.97	0.96
归母权益/有息债务	3.67	2.85	2.88	3.29	3.66
有形资产/有息债务	11.53	9.10	8.88	10.00	10.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	782,770	849,333	860,829	898,929	939,983
货币资金	123,771	127,827	133,073	133,214	151,683
交易性金融资产	26,562	49,797	49,797	49,797	49,797
应收帐款	40,130	41,341	38,317	39,660	39,924
应收票据	20,960	6,245	5,507	5,396	5,934
其他应收款(合计)	16,099	14,603	14,519	16,111	15,233
存货	58,943	54,399	51,233	53,389	53,699
其他流动资产	79,654	134,733	134,712	134,062	122,738
流动资产合计	453,376	511,158	506,753	513,956	521,248
其他权益工具	0	18,282	18,282	18,282	18,282
长期股权投资	70,930	64,617	75,304	87,589	101,415
固定资产	69,187	83,056	82,530	85,488	91,766
在建工程	20,849	16,188	32,121	46,074	58,731
无形资产	14,008	15,281	16,357	17,476	18,739
商誉	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481
其他非流动资产	88,465	87,845	76,946	76,946	76,946
非流动资产合计	329,394	338,176	354,076	384,974	418,735
总负债	498,050	548,494	541,551	557,263	571,687
短期借款	16,726	25,588	28,663	21,845	18,078
应付账款	125,265	137,086	135,269	142,591	151,847
应付票据	29,561	32,962	34,291	38,758	43,922
预收账款	15,355	11,873	11,241	11,826	12,103
其他流动负债	109,012	115,692	122,957	125,353	123,752
流动负债合计	414,323	462,803	462,178	474,852	485,926
长期借款	19,158	19,137	19,137	19,137	19,137
应付债券	13,375	16,162	16,162	16,162	16,162
其他非流动负债	48,927	45,713	39,365	42,371	45,689
非流动负债合计	83,726	85,690	79,373	82,411	85,760
股东权益	284,720	300,840	319,278	341,667	368,296
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
公积金	96,166	96,410	96,410	96,410	96,410
未分配利润	115,097	125,281	137,949	153,540	171,975
归属母公司权益	234,369	249,702	262,403	278,025	296,494
少数股东权益	50,352	51,138	56,875	63,641	71,803

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.03%	6.81%	7.00%	7.00%	7.00%
管理费用率	2.36%	2.65%	2.70%	2.70%	2.70%
财务费用率	0.02%	0.00%	0.03%	0.02%	0.01%
研发费用率	1.71%	1.59%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税率	11%	14%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.26	0.88	0.98	1.22	1.57
每股经营现金流	0.77	3.96	2.22	2.95	4.58
每股净资产	20.06	21.37	22.46	23.80	25.38
每股销售收入	77.22	72.18	67.00	69.10	72.13

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	6	9	10	8	7
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.4	8.6	11.4	9.8	8.3
股息率	6.6%	4.6%	5.1%	6.3%	8.2%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼