CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：19.2 元
2020 年 08 月 27 日

上汽集团 600104.SH

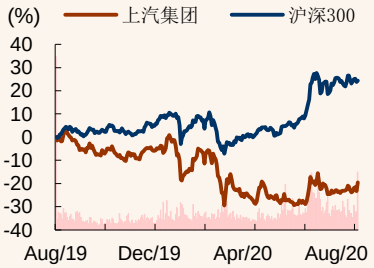
费用端管控优秀，中报业绩超预期

基础数据

上证综指	3350
总股本（万股）	1168346
已上市流通股（万股）	1168346
总市值（亿元）	2243
流通市值（亿元）	2243
每股净资产（MRQ）	21.1
ROE（TTM）	8.2
资产负债率	64.9%
主要股东	上海汽车工业(集团)总
主要股东持股比例	71.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-19	-22
相对表现	-6	-34	-47



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《上汽集团（600104）—30 亿回购彰显信心，当前估值处于历史低位》2020-07-05

2、《上汽集团（600104）—拟收购神州租车 29%股份，完善出行综合体布局》2020-07-03

3、《上汽集团（600104）—拟收购神舟租车 29%股份，完善出行综合体布局》2020-07-02

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

事件：公司发布 2020 年中报，实现收入 2837.4 亿（-24.6%），净利润 83.9 亿（-39.0%）、扣非净利润 71.8 亿（-42.6%）。其中二季度单季实现收入 1777.9 亿（+0.96%），净利润 72.7 亿（+31.9%）、扣非净利润 64.9 亿（+32.8%），受益优秀的费用管控，盈利超预期。预计 20-22 年 eps 分别为 1.83/2.27/2.52 元，对应 20 年 10.5Xpe，维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

1、二季度收入表现好于销量，费用管控优秀

二季度公司财报在收入、利润端均有亮点，收入端在考虑车贷贴息抵减收入后收入端仍实现+0.96%增长，好于公司整体销量表现-2.44%，表现亮眼。利润端受益于销售费用、管理费用的优秀控制能力，整体盈利超预期。

收入端，分公司来看，上汽大众 Q2 实现销量 39.4 万辆（-12.6%）、上汽通用实现销量 37.7 万辆（-7.4%）、上汽通用五菱实现销量 36.6 万辆（+15.9%），自主品牌实现销量 14.2 万辆（-12.11%），集团整体 Q2 实现销量 13.7 万辆（-2.44%）。同时，受益结构优化，大众品牌细分品类提升及增量车型（蔚然、途昂 X）；通用凯迪拉克占比提升，公司收入端实现+0.96%，好于销量表现。

盈利端，上汽大众制造公司 Q2 实现盈利 69.1 亿（-30.1%），整体情况在销量双位数下滑情况下表现稳健，体现了大众品牌在市场激烈竞争下并未以价格策略获取销量，稳住盈利大头；上汽通用制造公司实现盈利 17.8 亿（-75.0%），压力相对较大，预计四缸机车型重新上市、结构升级对下半年利润有环节提升，环比改善确定。上通五菱发生微亏，上汽财务实现盈利 29.4 亿（+2.1%），体现汽车金融业务的成长性。

费用端，为应对车市的波动和产品周期衔接，公司积极管控费用，二季度销售费用、财务费用都有较好的优化，也是业绩超预期的直接原因，弱市修炼内功体现较为明确。销售费用得益公司对运输物流、广告宣传的严格控制和车贷贴息的会计调整，实现 84.3 亿（-40.4%），对应销售费用率实现 4.75%，同比优化 3.3pct；管理费用部分，公司积极管控各项细项，实现 43.8 亿（-10.8%），对应管理费用率 2.46%，优化 0.3pct；研发费用部分，虽弱市控成本，但公司研发投入依然同比略有提升，保证未来产品上市、智能电动化推进的投入。

2、车型高端化持续推荐，智能电动加速落地

在新能源核心技术方面，上汽英飞凌顺利实现全球最先进的第七代 IGBT 量产，相比进口产品成本有了大幅下降； 400 型燃料电池电堆和系统研发快速推进，300 型燃料电池技术已在公司多款商用车产品上实现应用，并已获得公司以外多家企业的订单。

在智能驾驶项目建设方面，公司对标全球领先智驾技术，已基本实现 AI Parking 和 AI Pilot 功能并同步启动测试;洋山港 5G 智能重卡已实现实景自动泊车和 5 车编队功能； AIT 港口集装箱智能运输车首辆样车已成功下线。

在智能网联核心技术产业化方面，智能驾驶决策域控制器 iECU 完成硬件升级，智能车联终端 T-Box 已搭载在 RX5 MAX 上实现量产，智能底盘中的第四代冗余电子转向系统 EPS 完成产品交样；自主开发的高级驾驶辅助系统 ADAS 产品已进入试验阶段。人工智能实验室通过视觉 SLAM 算法将智能驾驶车辆定位精度提高到 10cm 以内，并且在多模态智能座舱开发、智能调度算法以及智能客服等方面取得重要新进展。

风险提示：新车型销量不及预期；行业恢复不及预期

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	453376	511158	479793	519698	570664
现金	123771	127827	126153	142842	164738
交易性投资	26562	49797	49797	49797	49797
应收票据	20960	6245	5683	6138	6690
应收款项	40130	41341	37602	40610	44265
其它应收款	16099	1390	1265	1367	1489
存货	58943	54399	49725	52991	57522
其他	166911	230159	209567	225954	246163
非流动资产	329394	338176	348663	357504	364951
长期股权投资	70930	64617	64617	64617	64617
固定资产	69187	83056	95879	106772	116026
无形资产	16028	18409	16568	14911	13420
其他	173248	172094	171600	171204	170888
资产总计	**782770**	**849333**	**828456**	**877202**	**935615**
流动负债	414323	462803	418144	436880	462874
短期借款	16726	25588	25000	25000	25000
应付账款	154827	170048	155463	165673	179837
预收账款	15355	11873	10855	11568	12557
其他	227415	255295	226826	234640	245480
长期负债	83726	85690	85690	85690	85690
长期借款	19158	19137	19137	19137	19137
其他	64569	66553	66553	66553	66553
负债合计	**498050**	**548494**	**503834**	**522571**	**548564**
股本	11683	11683	11683	11683	11683
资本公积金	55323	55567	55567	55567	55567
留存收益	167362	182452	197939	218119	239632
少数股东权益	50352	51138	59432	69263	80169
归属于母公司所有者权益	234369	249702	265189	285369	306883
负债及权益合计	**782770**	**849333**	**828456**	**877202**	**935615**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8976	46272	34862	26357	33139
净利润	36009	25603	21329	26578	29487
折旧摊销	11484	13310	14835	16482	17877
财务费用	1863	2026	24	24	24
投资收益	(33126)	(24901)	(22081)	(22081)	(22081)
营运资金变动	(16994)	22402	12460	(4482)	(3079)
其它	9739	7832	8295	9834	10910
投资活动现金流	9845	(39264)	(3244)	(3244)	(3244)
资本支出	(31975)	(26935)	(25325)	(25325)	(25325)
其他投资	41820	(12330)	22081	22081	22081
筹资活动现金流	(19114)	(3094)	(33292)	(6423)	(7998)
借款变动	(25357)	1389	(27426)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	455	244	0	0	0
股利分配	(5842)	(5842)	(5842)	(6399)	(7974)
其他	11631	1115	(24)	(24)	(24)
现金净增加额	(293)	3914	(1674)	16689	21896

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	902194	843324	767425	828819	903413
营业成本	769986	726100	663823	707419	767901
营业税金及附加	7463	6610	6015	6496	7081
营业费用	63423	57451	52280	56462	61544
管理费用	21336	22308	20300	21924	23898
研发费用	15385	13394	12189	13164	14349
财务费用	195	24	24	24	24
资产减值损失	(3114)	(3507)	(3000)	(3000)	(3000)
公允价值变动收益	(113)	1497	1497	1497	1497
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	36764	29406	20585	20585	20585
营业利润	57943	44833	34875	45410	50698
营业外收入	1125	767	200	200	200
营业外支出	455	154	300	300	300
利润总额	58613	45445	34775	45310	50598
所得税	5939	5669	5151	8901	10204
少数股东损益	12395	9686	8295	9830	10906
归属于母公司净利润	36009	25603	21329	26578	29487

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	4%	-7%	-9%	8%	9%
营业利润	-7%	-23%	-22%	30%	12%
净利润	5%	-29%	-17%	25%	11%
获利能力					
毛利率	14.7%	13.9%	13.5%	14.6%	15.0%
净利率	4.0%	3.0%	2.8%	3.2%	3.3%
ROE	15.4%	10.3%	8.0%	9.3%	9.6%
ROIC	12.6%	7.8%	6.0%	7.3%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	64.6%	60.8%	59.6%	58.6%
净负债比率	6.5%	8.4%	5.3%	5.0%	4.7%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	0.9	0.9	1.0
存货周转率	14.1	12.8	12.8	13.8	13.9
应收帐款周转率	14.4	15.5	16.9	18.4	18.5
应付帐款周转率	5.3	4.5	4.1	4.4	4.4
每股资料（元）					
EPS	3.08	2.19	1.83	2.27	2.52
每股经营现金	0.77	3.96	2.98	2.26	2.84
每股净资产	20.06	21.37	22.70	24.43	26.27
每股股利	0.50	0.50	0.55	0.68	0.76
估值比率					
PE	6.2	8.8	10.5	8.4	7.6
PB	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.8	10.6	12.0	9.6	8.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998 年毕业于同济大学。7 年产业经历，2006 年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续 11 年新财富最佳分析师入围。2008 年获金融时报与 Starmine 全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010 年获水晶球奖并获新财富第三名；2014 年水晶球第一名、新财富第二名；2015 年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016 年金牛奖第二名；2017 年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3 年证券行业研究经验。2016 年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2 年证券行业研究经验。2017 年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。