

# 上汽集团 (600104.SH)

## 20H1 点评: Q2 业绩超预期, 创新转型值得期待

### 核心观点:

- **公司 20Q2 营收同比转正, 归母净利润同比增长 31.9%, 超市场预期。**根据中报, 公司 20H1 实现营业收入 2837.4 亿元, 同比下降 24.6%, 扣非前/后归母净利润 83.9/71.8 亿元, 同比下降 39.0%/42.6%。其中 Q2 营收 1777.9 亿元, 同比微增 0.96%, 扣非前/后归母净利润 72.7/64.9 亿元, 分别同比增长 31.9%/32.6%。
- **销量恢复带来营收改善, 成本费用管控效果显著, 盈利稳定性提高。**公司 Q2 营收增速改善明显主要得益于汽车销量降幅收窄。同时公司严控成本费用, 20H1 人工工资 140.5 亿元, 同比下降 16.0%, 其中 Q2 降幅扩大至 18.6%, 相对刚性的折旧摊销费用增速趋缓, 20H1 同比增长 8.2%至 66.8 亿元。公司 H1 销售费用同比下降 47.9%至 142.8 亿元, 主要与车贷贴息部分不计入费用抵减收入有关。
- **合资公司业绩仍同比下滑, 销量回升及结构调整下盈利有望改善。**公司 20H1 投资收益为 72.9 亿元, 同比下降 25.8%, 其中 20H1 联营合营企业投资收益 40.6 亿元, 同比下降 66.5%。20H1 上汽大众/上汽通用净利润为 69.1/17.8 亿元, 同比下降 30.1%/74.9%。
- **产业链竞争力最强的国内汽车龙头, 创新转型值得期待。**公司加快创新转型: 新能源方面, 上汽英飞凌第七代 IGBT 实现量产; 智能网联方面, 域控制器 iECU 完成硬件升级, ADAS 已进入试验阶段; 软件方面成立零束公司, 重点研发软件平台、EE 架构等; 数字化转型持续推进。
- **投资建议:** 公司是国内汽车行业综合实力最强的龙头, 经过多年自主发展与合资合作, 有望进入新的发展阶段, 打开新的成长空间。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.96/2.33/2.57 元/股, 当前股价对应 PE 9.79/8.24/7.46 倍。结合公司历史估值, 我们给予 20 年 13 倍 PE, 合理价值为 25.5 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济及收入不及预期; 行业景气度下降; 竞争加剧等。

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	902,194	843,324	780,103	898,987	959,864
增长率 (%)	3.6	-6.5	-7.5	15.2	6.8
EBITDA (百万元)	36,085	30,936	26,438	33,618	39,100
归母净利润 (百万元)	36,009	25,603	22,910	27,235	30,058
增长率 (%)	4.6	-28.9	-10.5	18.9	10.4
EPS (元/股)	3.08	2.19	1.96	2.33	2.57
市盈率 (P/E)	8.65	10.88	9.79	8.24	7.46
ROE (%)	15.4	10.3	9.2	10.3	10.8
EV/EBITDA	7.00	7.75	8.44	5.59	4.03

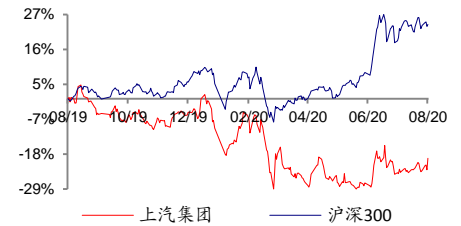
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	19.2 元
合理价值	25.50 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-27

### 相对市场表现



### 分析师:

张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

### 分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

### 分析师:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

### 分析师:

刘智琪



SAC 执证号: S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意, 张乐, 闫俊刚, 李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

上汽集团 (600104.SH): 回购 2020-07-04

计划传递积极信号, 当前估值

具有安全边际

上汽集团 (600104.SH): 20Q1 2020-04-30

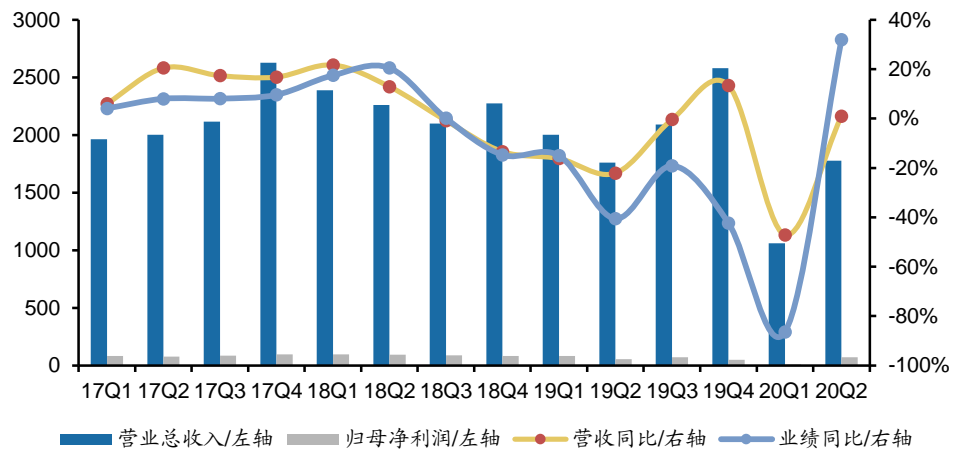
点评: 疫情影响下业绩并未亏

损, 经营韧性得以体现

## 一、公司 20Q2 营收同比转正，归母净利润同比增长 31.9%，超市场预期

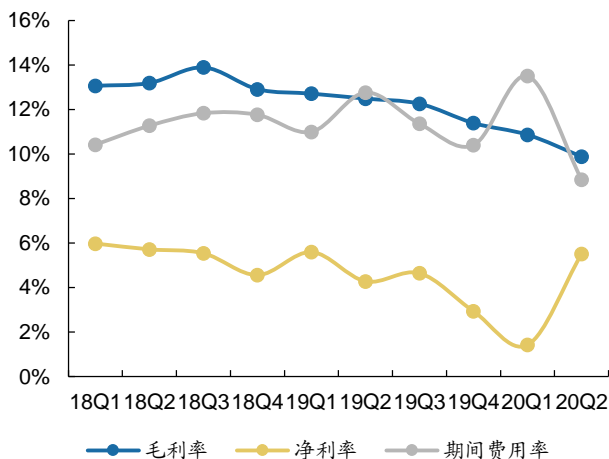
根据中报，公司20H1实现营业收入2837.4亿元，同比下降24.6%，扣非前/后归母净利润83.9/71.8亿元，同比下降39.0%/42.6%。其中Q2营收1777.9亿元，同比微增0.96%，扣非前/后归母净利润72.7/64.9亿元，分别同比增长31.9%/32.6%。

图 1：上汽集团单季度营业总收入、归母净利润（亿元）及同比增速



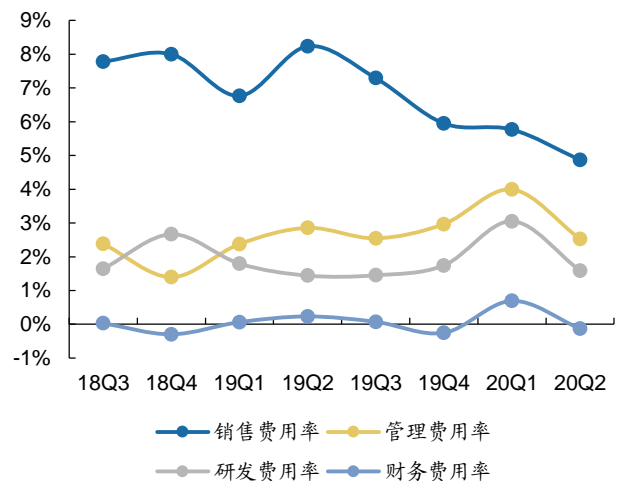
数据来源：Wind，公司历年财报，广发证券发展研究中心

图 2：上汽集团单季度毛利率、净利率及期间费用率



数据来源：Wind，公司历年财报，广发证券发展研究中心

图 3：上汽集团单季度费用率明细

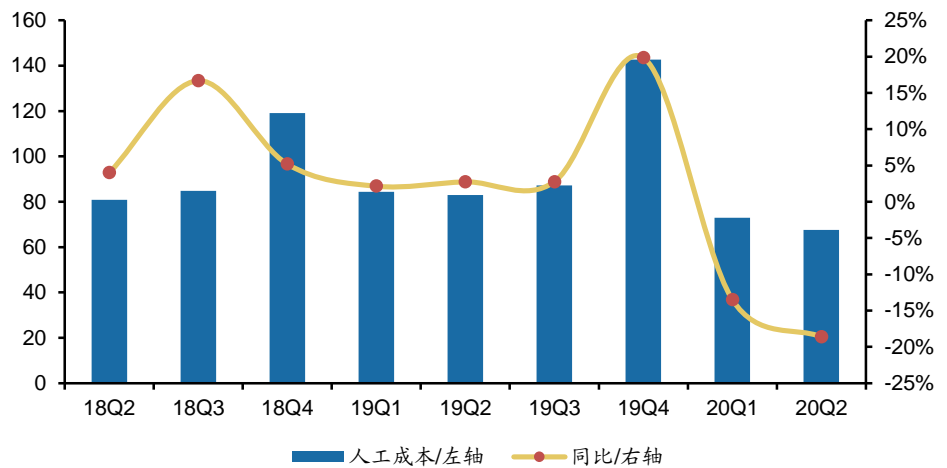


数据来源：Wind，公司历年财报，广发证券发展研究中心

## 二、销量恢复带来营收改善，成本费用管控效果显著，盈利稳定性提高

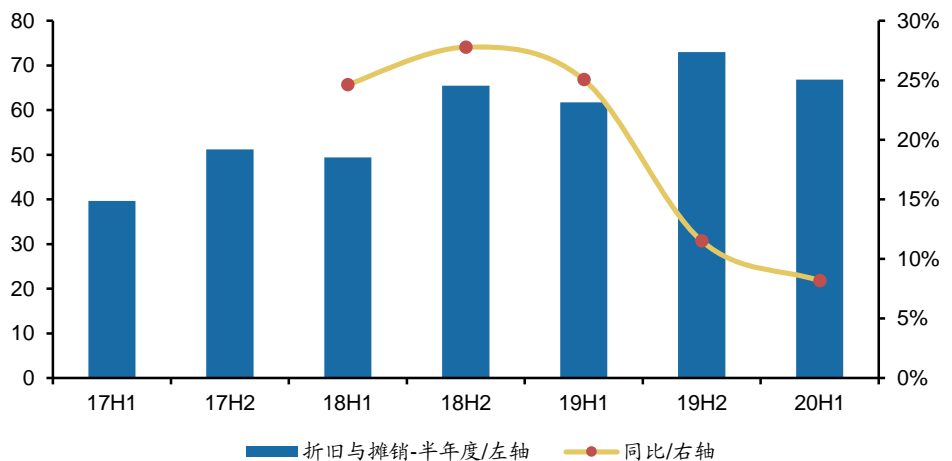
公司Q2营收增速改善明显，得益于汽车销量降幅收窄，20H1/Q2公司汽车销量同比增速-30.2%/-1.9%。公司严控成本费用，20H1人工工资140.5亿元，同比下降16.0%，其中Q1、Q2分别同比下降13.5%、18.6%。相对刚性的折旧摊销费用增速趋缓，20H1同比增长8.2%至66.8亿元。公司H1销售费用同比下降47.9%至142.8亿元，主要与车贷贴息部分不计入费用抵减收入有关。公司Q2经营性净现金流310.0亿元，同环比改善明显，得益于整车现金流优化及上汽财务资金拆入。

图 4：上汽集团单季度人工工资（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，公司历年财报，广发证券发展研究中心

图 5：上汽集团半年维度折旧摊销（亿元）及同比增速

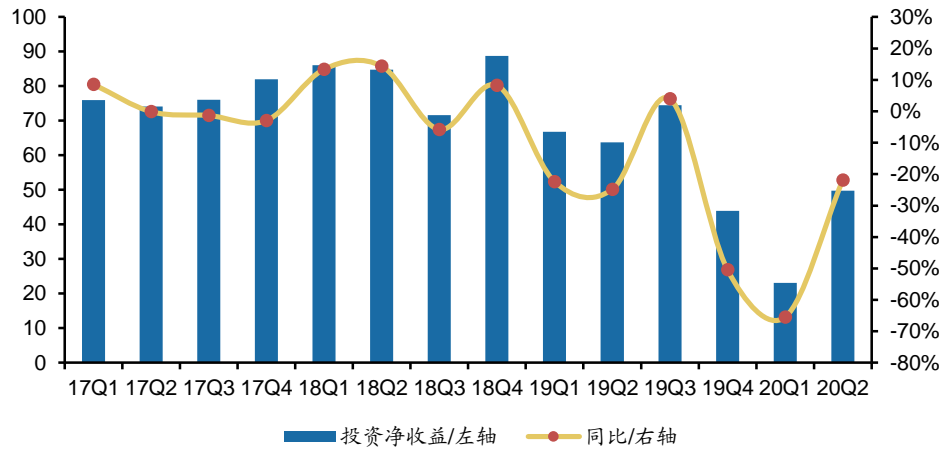


数据来源：Wind，公司历年财报，广发证券发展研究中心

### 三、合资公司业绩仍同比下滑，销量回升及结构调整下盈利有望改善

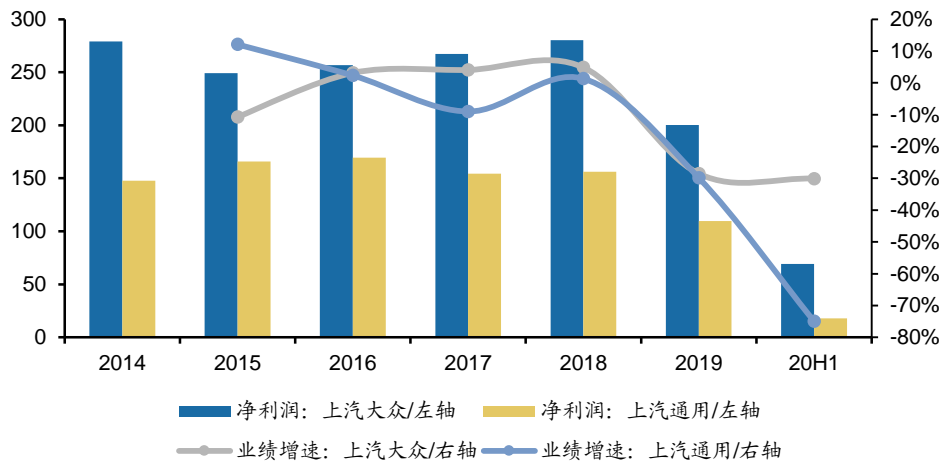
公司20H1/20Q2投资收益为72.9/49.8亿元，同比下降25.8%/21.9%，其中20H1/20Q2联营合营企业投资收益40.6/41.0亿元，同比下降66.5%/31.5%。20H1上汽大众/上汽通用净利润为69.1/17.8亿元，同比下降30.1%/74.9%。

图 6：上汽集团单季度投资净收益（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，公司历年财报，广发证券发展研究中心

图 7：上汽大众、上汽通用归母净利润（亿元）及同比



数据来源：Wind，公司历年财报，广发证券发展研究中心

## 四、产业链竞争力最强的国内汽车龙头，创新转型值得期待

根据中报，公司加快创新转型：

新能源方面，上汽英飞凌第七代IGBT实现量产，相比进口产品成本大幅下降；

智能网联方面，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已进入试验阶段；搭载最新智能互联技术（斑马智行 VENUS 系统）的荣威 RX5 PLUS 上市。

软件方面，上汽集团零束软件分公司成立，承担新一代中央集中式电子架构、云管端面向服务的软件平台、汽车数据基础架构和网络安全、操作系统和 AI 算力芯片，以及开放的软件集成开发环境等基础技术平台的研发任务。

数字化转型方面，数字化营销项目已在名爵、大通等品牌试点推进；上汽数据中台通过底层架构改造，平台运算能力提高了30%；上汽大众 MEB 工厂、上汽通用凯迪拉克工厂、自主品牌临港工厂积极推进“数字化样板工厂”建设；公司“产品数字化、体系数字化、生态数字化”水平持续提升。

## 五、投资建议

公司是国内汽车行业综合实力最强的龙头，经过多年自主发展与合资合作，有望进入新的发展阶段，打开新的成长空间。我们预计公司20-22年EPS分别为1.96/2.33/2.57元/股，当前股价对应PE 9.79/8.24/7.46倍。结合公司历史估值，我们给予20年13倍PE，合理价值为25.5元/股，维持“买入”评级。

## 六、风险提示

宏观经济及收入不及预期；行业景气度下降；竞争加剧等。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>453,376</b>	<b>511,158</b>	<b>413,650</b>	<b>464,277</b>	<b>500,767</b>
货币资金	123,771	127,827	50,000	83,749	113,873
应收及预付	79,784	87,927	76,992	89,123	95,708
存货	58,943	54,399	48,339	50,397	49,187
其他流动资产	190,878	241,005	238,319	241,008	241,999
<b>非流动资产</b>	<b>329,394</b>	<b>338,176</b>	<b>352,592</b>	<b>362,798</b>	<b>370,585</b>
长期股权投资	70,930	64,617	64,617	64,617	64,617
固定资产	69,187	83,056	95,436	104,502	111,447
在建工程	20,849	16,188	18,060	18,171	18,074
无形资产	14,008	15,281	16,088	16,980	17,880
其他长期资产	154,419	159,034	158,390	158,528	158,566
<b>资产总计</b>	<b>782,770</b>	<b>849,333</b>	<b>766,241</b>	<b>827,074</b>	<b>871,352</b>
<b>流动负债</b>	<b>414,323</b>	<b>462,803</b>	<b>387,100</b>	<b>423,730</b>	<b>441,894</b>
短期借款	16,726	25,588	1,569	0	0
应付及预收	170,182	181,921	143,330	169,289	180,408
其他流动负债	227,415	255,295	242,201	254,442	261,487
<b>非流动负债</b>	<b>83,726</b>	<b>85,690</b>	<b>69,529</b>	<b>69,529</b>	<b>69,529</b>
长期借款	19,158	19,137	19,137	19,137	19,137
应付债券	13,375	16,162	0	0	0
其他非流动负债	51,194	50,392	50,392	50,392	50,392
<b>负债合计</b>	<b>498,050</b>	<b>548,494</b>	<b>456,628</b>	<b>493,259</b>	<b>511,423</b>
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	179,034	193,269	208,327
归属母公司股东权益	234,369	249,702	250,107	264,342	279,400
少数股东权益	50,352	51,138	59,506	69,474	80,528
<b>负债和股东权益</b>	<b>782,770</b>	<b>849,333</b>	<b>766,241</b>	<b>827,074</b>	<b>871,352</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>902,194</b>	<b>843,324</b>	<b>780,103</b>	<b>898,987</b>	<b>959,864</b>
营业成本	769,986	726,100	678,600	766,452	816,057
营业税金及附加	7,463	6,610	5,851	8,091	9,119
销售费用	63,423	57,451	52,657	65,626	71,030
管理费用	21,336	22,308	20,283	26,071	27,836
研发费用	15,385	13,394	11,702	17,081	17,278
财务费用	195	24	1,003	665	311
资产减值损失	-3,490	-1,642	-534	-404	-396
公允价值变动收益	-113	1,497	0	0	0
投资净收益	33,126	24,901	21,166	22,859	24,688
<b>营业利润</b>	<b>53,674</b>	<b>40,345</b>	<b>35,240</b>	<b>42,058</b>	<b>46,625</b>
营业外收支	670	613	613	613	613
<b>利润总额</b>	<b>54,344</b>	<b>40,958</b>	<b>35,852</b>	<b>42,670</b>	<b>47,238</b>
所得税	5,939	5,669	4,574	5,468	6,125
<b>净利润</b>	<b>48,405</b>	<b>35,289</b>	<b>31,278</b>	<b>37,203</b>	<b>41,113</b>
少数股东损益	12,395	9,686	8,368	9,968	11,055
<b>归属母公司净利润</b>	<b>36,009</b>	<b>25,603</b>	<b>22,910</b>	<b>27,235</b>	<b>30,058</b>
EBITDA	36,085	30,936	26,438	33,618	39,100
EPS (元)	3.08	2.19	1.96	2.33	2.57

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,976</b>	<b>46,272</b>	<b>-5,285</b>	<b>54,237</b>	<b>49,365</b>
净利润	48,405	35,289	31,278	37,203	41,113
折旧摊销	11,484	13,474	15,427	17,951	20,556
营运资金变动	-20,297	20,315	-32,538	20,918	11,402
其它	-30,616	-22,807	-19,452	-21,834	-23,705
<b>投资活动现金流</b>	<b>9,845</b>	<b>-39,264</b>	<b>-7,965</b>	<b>-4,585</b>	<b>-2,942</b>
资本支出	-30,319	-25,079	-29,130	-27,444	-27,630
投资变动	6,869	-43,179	0	0	0
其他	33,295	28,993	21,166	22,859	24,688
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-19,114</b>	<b>-3,428</b>	<b>-64,577</b>	<b>-15,903</b>	<b>-16,299</b>
银行借款	6,405	-5,385	-24,019	-1,569	0
股权融资	1,169	0	0	0	0
其他	-26,688	1,957	-40,559	-14,334	-16,299
<b>现金净增加额</b>	<b>-727</b>	<b>3,271</b>	<b>-77,827</b>	<b>33,749</b>	<b>30,124</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>106,944</b>	<b>106,217</b>	<b>127,827</b>	<b>50,000</b>	<b>83,749</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>106,217</b>	<b>109,823</b>	<b>50,000</b>	<b>83,749</b>	<b>113,873</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	3.6%	-6.5%	-7.5%	15.2%	6.8%
营业利润增长	-0.8%	-24.8%	-12.7%	19.3%	10.9%
归母净利润增长	4.6%	-28.9%	-10.5%	18.9%	10.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.7%	13.9%	13.0%	14.7%	15.0%
净利率	5.4%	4.2%	4.0%	4.1%	4.3%
ROE	15.4%	10.3%	9.2%	10.3%	10.8%
ROIC	12.5%	7.1%	3.7%	5.5%	6.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.6%	64.6%	59.6%	59.6%	58.7%
净负债比率	8.3%	10.5%	6.4%	5.7%	5.4%
流动比率	1.09	1.10	1.07	1.10	1.13
速动比率	0.91	0.92	0.88	0.91	0.96
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.20	1.03	0.97	1.13	1.13
应收账款周转率	14.39	14.05	14.60	14.38	14.39
存货周转率	14.13	12.81	14.04	15.21	16.59
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.08	2.19	1.96	2.33	2.57
每股经营现金流	0.77	3.96	-0.45	4.64	4.23
每股净资产	20.06	21.37	21.41	22.63	23.91
<b>估值比率</b>					
P/E	8.65	10.88	9.79	8.24	7.46
P/B	1.33	1.12	0.90	0.85	0.80
EV/EBITDA	7.00	7.75	8.44	5.59	4.03

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，10年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，6年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：波士顿大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。