太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

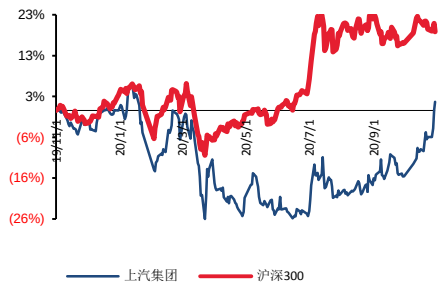
2020-11-01
公司研究报告
买入/维持

上汽集团(600104)
目标价：26.88
昨收盘：23.15

可选消费 汽车与汽车零部件

费用优化业绩再改善，龙头元气全面恢复

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	11,683/11,683
总市值/流通(百万元)	270,472/270,472
12 个月最高/最低(元)	25.30/16.99

相关研究报告：

上汽集团（600104）《费用优化业绩大幅改善，创新不止龙头实力不减》--2020/08/30

上汽集团（600104）《规模大幅下行拖累业绩，自主及合资依然看点十足》--2020/04/30

上汽集团（600104）《【太平洋汽车】上汽集团：龙头盈利回升，自主与合资逐季向暖》--2019/10/30

证券分析师：白宇
电话：010-88695257
E-MAIL：baiyu@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518020004

证券分析师：赵水平
电话：15601632638
E-MAIL：zhaosp@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520040001

事件：公司发布 2020 年三季报，公司前三季度实现营收 4986.62 亿元，同比下滑 14.81%，母净利润 166.48 亿元，同比下滑 19.93% 。其中 Q3 单季度实现营收 2149.21 亿元，同比增长 2.81%，归母净利润 82.54 亿元，同比增长 17.43%，扣非归母净利润 80.09 亿元，同比增长 26.71%。

单季销量实现正增长，业绩延续恢复态势。Q3 集团实现整车销售 156.4 万辆，同比增长 5.9%，环比同样实现改善，龙头渐渐走出疫情及行业影响，开启复苏之势。Q3 由于销量恢复常态并实现增长，固定成本摊销压力减小，同时公司运输物流和广告宣传费等费用同比继续下降，Q3 利润单季继续延续二季度恢复态势，实现 17%以上强势增长，利润增长表现好于销量与营收。

合资双雄恢复元气、五菱已开启复苏。集团旗下两大合资公司上汽大众与上汽通用三季度销量环比均得到进一步改善，销量规模与元气基本恢复常态，长期积累的品牌优势有望在行业复苏过程中不断得以发挥，同时对联营企业和合营企业投资收益（主要为上汽大众+上汽通用贡献）64.66 亿元，同比增长 8.15%，环比增长 57.89%。五菱发布全新银标提升品牌力，同时电动车宏光 MINI-EV 广受消费者欢迎，单车月销量已连续位居新能源销量榜首。

MEB 四季度量产，前瞻布局实力创新。上汽大众 MEB 首款产品将在 Q4 实现量产，开启大众集团新能源战略的全新征程，上汽大众将有望借机不断恢复，荣威全新 R 标新车将引领自主新能源品牌向上，全新 MPV 产品亦将带来增量。此外公司在新能源及智能驾驶领域历来坚持前瞻布局，混动、纯电、氢燃料多举并进，电池与 IGBT 等领域与强者合作提前占据先机，新领域不断突破，凭借非凡实力创新不止。

投资建议：公司三季度销量环比同比均实现正增长开启巨头复苏之势，得益于费用继续优化等因素利润单季继续大幅改善，旗下合资公司恢复元气且实力不菲，在行业复苏过程中规模优势有望逐步呈现。我们预计公司 2020 年/2021 年 归母净利润分别为 235 亿元/283 亿元 ，对应 PE 估值分别为 12 倍/10 倍，给予“买入”评级。

风险提示：乘用车行业恢复不及预期，终端优惠幅度大于预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	843324	777376	844697	908641
(+/-%)	(6.53)	(7.82)	8.66	7.57
净利润(百万元)	25603	23512	28306	30290
(+/-%)	(28.90)	(8.17)	20.39	7.01
摊薄每股收益(元)	2.19	2.01	2.42	2.59
市盈率(PE)	8.64	9.41	7.82	7.31

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	123,771	127,827	62,190	175,708	132,500
应收和预付款项	93,353	89,737	80,752	103,708	94,693
存货	58,943	54,399	39,134	67,044	42,970
其他流动资产	82,265	136,206	91,104	103,192	110,167
流动资产合计	453,376	511,158	382,172	559,375	487,565
长期股权投资	70,930	64,617	64,617	64,617	64,617
投资性房地产	3,190	3,252	3,252	3,252	3,252
固定资产	69,187	83,056	79,597	76,137	72,678
在建工程	20,849	16,188	16,188	16,188	16,188
无形资产	14,547	16,928	15,680	14,433	13,186
长期待摊费用	2,047	2,471	1,712	953	194
其他非流动资产	39,609	68,356	46,395	51,453	55,402
资产总计	782,770	849,333	692,435	870,153	796,372
短期借款	16,726	25,588	8,191	0	0
应付和预收款项	236,770	258,899	154,048	306,694	202,581
长期借款	19,158	19,137	0	0	0
其他负债	196,430	200,658	192,377	196,488	196,508
负债合计	498,050	548,494	387,080	538,396	436,385
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	178,415	194,572	211,655
归母公司股东权益	234,360	249,702	245,665	261,822	278,905
少数股东权益	50,352	51,138	59,691	69,936	81,082
股东权益合计	284,720	300,840	305,356	331,758	359,987
负债和股东权益	782,770	849,333	692,435	870,153	796,372

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	8,976	46,272	(7,073)	108,292	(61,150)
投资性现金流	9,845	(39,264)	16,779	23,048	29,075
融资性现金流	(19,114)	(3,094)	(75,342)	(17,821)	(11,135)
现金增加额	(284)	3,897	(65,637)	113,519	(43,209)

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	902,194	843,324	777,376	844,697	908,641
营业成本	769,986	726,100	676,240	730,663	787,428
营业税金及附加	7,463	6,610	6,520	6,898	7,388
销售费用	63,423	57,451	54,572	60,142	65,150
管理费用	21,336	22,308	24,410	26,186	27,804
财务费用	195	24	(143)	40	23
资产减值损失	3,490	(1,642)	1,863	1,237	486
投资收益	33,126	24,901	22,500	24,200	26,400
公允价值变动	(113)	1,497	(210)	(302)	272
营业利润	53,674	40,345	36,229	43,457	47,061
其他非经营损益	670	613	478	587	559
利润总额	54,344	40,958	36,707	44,044	47,620
所得税	5,939	5,669	4,642	5,493	6,184
净利润	48,405	35,289	32,065	38,551	41,436
少数股东损益	12,395	9,686	8,553	10,245	11,146
归母股东净利润	36,009	25,603	23,512	28,306	30,290

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.65%	13.90%	13.01%	13.50%	13.34%
销售净利率	5.95%	4.78%	4.66%	5.14%	5.18%
销售收入增长率	3.62%	-6.53%	-7.82%	8.66%	7.57%
EBIT 增长率	26.35%	-15.26%	-38.76%	20.54%	8.25%
净利润增长率	4.65%	-28.90%	-8.17%	20.39%	7.01%
ROE	15.36%	10.25%	9.57%	10.81%	10.86%
ROA	6.18%	4.15%	4.63%	4.43%	5.20%
ROIC	-114.51%	-153.72%	1710.98%	92.12%	-71.40%
EPS(X)	3.08	2.19	2.01	2.42	2.59
PE(X)	6.15	8.64	9.41	7.82	7.31
PB(X)	0.94	0.89	0.90	0.85	0.79
PS(X)	0.25	0.26	0.28	0.26	0.24
EV/EBITDA(X)	0.68	0.43	0.42	-2.03	-0.81

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。