上汽集团（600104）

深化改革，砥砺前行

买入（维持）

2020 年 08 月 27 日

证券分析师 黄细里
执业证号：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	8,433	7,566	8,224	8,710
同比（%）	-6.5%	-10.3%	8.7%	5.9%
归母净利润（亿元）	256	224	246	267
同比（%）	-28.9%	-12.6%	9.9%	8.3%
每股收益（元/股）	2.19	1.92	2.11	2.28
P/E（倍）	8.76	10.02	9.12	8.42

投资要点

■ **事件要点：**2020H1 营业总收入 2837.40 亿元，同比-24.60%，归母净利润 83.94 亿元，同比-39.01%。其中，Q2 营业总收入 1777.94 亿元，同比+0.96%，归母净利润 72.73 亿元，同比+31.92%，环比 Q1 转正，扣非后的归母净利润 64.85 亿元，同比+32.58%。

■ **疫情后需求复苏带动 Q2 营业收入同比转正，好于销量增速**

因疫情后各地政府刺激政策+车企促销政策，Q2 终端需求回暖，上汽集团 Q2 产量同比-4.9%，环比+103.0%，批发销量同比-2.4%，环比+101.8%。上汽大众 Q2 产量/批发同比分别为-15.8%/-12.6%，上汽通用 Q2 产量/批发同比分别为-7.6%/-7.4%，上汽自主 Q2 产量/批发同比分别为-10.4%/-12.1%，上汽通用五菱 Q2 产量/批发同比分别为+7.9%/+15.9%。得益于产品结构改善，Q2 收入同比增速好于销量增速。

■ **公允价值变动损益+管控效果明显，Q2 净利润同比增速好于收入**

Q2 净利润同比增速远高于收入增速，核心原因在于：1）公允价值变动损益同比增加了 11.53 亿元。2）费用管控效果明显。公司运输物流和广告宣传费等费用同比下降带来销售费用率减少，工资/折旧/其他费用下降带来管理费用率缩拿少，财务费用率下降。因上汽大众+上汽通用产销同比下滑带来投资收益同比下滑 21.89%。Q2 毛利率同比环比均出现约 2pct 下降，核心因会计准则变更，车贷贴息（原归为销售费用）直接抵消营业收入所导致的。

■ **盈利预测与投资评级**

稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道，下半年有望加速。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。展望未来，上汽集团积极展开新的一轮变革，进一步完善组织机构和激励约束机制，并在新能源、智能网联、移动 出行服务等创新领域，积极引入战略投资者，加大干部人事改革力度，加强人工智能、软件技术等关键技术领域投入。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 10.02/9.12/8.42 倍。行业且公司均处于周期底部，且估值处于历史低位，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情控制进展低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.20
一年最低/最高价	16.61/25.03
市净率(倍)	0.91
流通 A 股市值(百万元)	224322.46

基础数据

每股净资产(元)	21.14
资产负债率(%)	64.87
总股本(百万股)	11683.46
流通 A 股(百万股)	11683.46

相关研究

1、《上汽集团（600104）：7 月产销同比继续提升》2020-08-07
2、《上汽集团（600104）：6 月产量同比+2.6%，批发同比首次转正》2020-07-07
3、《上汽集团（600104）：5 月产量同比转正，批发同比降幅收窄》2020-06-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上汽集团三大财务预测表

资产负债表（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,112**	**4,507**	**5,152**	**5,696**
现金	1,278	1,419	1,750	2,134
应收账款	476	504	532	559
存货	544	480	534	558
其他流动资产	1,894	1,501	1,634	1,676
非流动资产	**3,382**	**3,540**	**3,550**	**3,595**
长期股权投资	646	677	677	667
固定资产	831	928	1,013	1,086
在建工程	162	137	112	80
无形资产	153	158	165	169
其他非流动资产	1,590	1,345	1,405	1,436
资产总计	**8,493**	**8,047**	**8,702**	**9,292**
流动负债	**4,628**	**3,923**	**4,212**	**4,436**
短期借款	256	193	206	218
应付账款	1,700	1,361	1,527	1,641
其他流动负债	2,553	2,211	2,337	2,425
非流动负债	**857**	**807**	**834**	**833**
长期借款	191	191	191	191
其他非流动负债	666	616	642	641
负债合计	**5,485**	**4,730**	**5,046**	**5,268**
少数股东权益	511	596	689	790
归属母公司股东权益	2,497	2,721	2,967	3,233
负债和股东权益	**8,493**	**8,047**	**8,702**	**9,292**

现金流量表（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	463	428	212	237
投资活动现金流	-393	-86	99	130
筹资活动现金流	-31	-201	20	17
现金净增加额	39	141	331	384
折旧和摊销	135	72	82	91
资本开支	-92	-130	-125	-116
营运资本变动	-283	-19	97	55

利润表（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8,433**	**7,566**	**8,224**	**8,710**
减:营业成本	7,261	6,578	7,135	7,516
营业税金及附加	66	63	67	71
营业费用	575	492	543	601
管理费用	223	197	214	226
财务费用	0	25	20	15
资产减值损失	-16	0	0	0
加:投资净收益	249	213	222	234
其他收益	45	45	45	45
营业利润	**403**	**352**	**387**	**420**
加:营业外净收支	6	6	6	6
利润总额	**410**	**358**	**394**	**426**
减:所得税费用	57	50	54	59
少数股东损益	97	85	93	101
归属母公司净利润	**256**	**224**	**246**	**267**
EBIT	415	384	414	442
EBITDA	549	456	496	533

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.19	1.92	2.11	2.28
每股净资产(元)	21.37	23.29	25.39	27.68
发行在外股份(亿股)	117	117	117	117
ROIC(%)	10.8%	9.8%	9.8%	9.7%
ROE(%)	8.7%	7.1%	7.1%	6.9%
毛利率(%)	12.2%	13.1%	13.2%	13.7%
销售净利率(%)	4.3%	4.1%	4.1%	4.2%
资产负债率(%)	64.6%	58.8%	58.0%	56.7%
收入增长率(%)	-6.5%	-10.3%	8.7%	5.9%
净利润增长率(%)	-28.9%	-12.6%	9.9%	8.3%
P/E	8.76	10.02	9.12	8.42
P/B	0.90	0.82	0.76	0.69
EV/EBITDA	4.22	3.97	3.06	2.33

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn