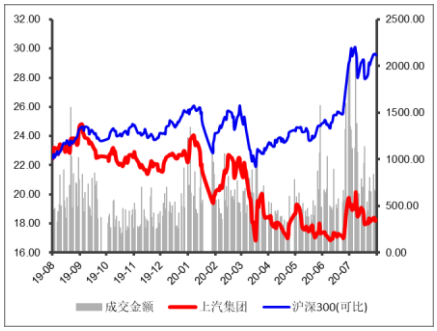
汽车 上汽集团（600104.SH） 维持评级

报告原因：事件点评 **销量持续改善，上汽通用五菱表现亮眼** **买入**

2020 年 8 月 7 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 6 日

收盘价(元)：	18.27
年内最高/最低（元）：	25.39/16.90
流通 A 股/总股本（亿）：	116.83/116.83
流通 A 股市值（亿）：	2134.57
总市值（亿）：	2134.57

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益：	0.01
每股净资产(元)：	21.34
净资产收益率：	0.45%

分析师：张湃

执业证书编号： S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述：公司发布 2020 年 7 月份产销快报，本月公司汽车产销量分别为 474581 辆、457585 辆，同比分别增长 23.19%、4.04%。

事件点评

- **受益乘用车行业整体复苏，叠加去年同期公司汽车产销基数偏低，公司产销情况较上月进一步改善。**2020 年 7 月份，公司汽车产销比为 0.96 倍（前值 1.01 倍），汽车当月产销量分别为 47.46 万辆和 45.76 万辆，环比分别下降 0.45%、4.57%，同比分别提升 23.19%和 4.04%，同比增幅分别较上月提升 20.59pct 和 1.27pct，产量同比较上月显著提升，销量同比持续改善。2020 年 1-7 月，公司汽车累计产销量产销比为 1.02 倍（前值 1.03 倍），公司本年累计汽车产销量分别为 246.69 万辆和 250.67 万辆，同比分别下降 23.92%和 25.77%，同比降幅分别较上月缩窄 6.35pct 和 4.46pct，公司累计产销量同比降幅自 2020 年 4 月维持缩减态势。
- **子公司差异较大，上汽通用五菱表现亮眼。**分公司口径来看，截止 2020 年 7 月，上汽通用五菱月销量同比持续 4 个月超过 10%，7 月实现汽车销量 13 万辆，同比增长 19.82%；同时，上汽通用、上汽乘用车月销量同比均较上月有所改善，上汽大众月销量同比降幅较上月小幅扩大，上汽大众、上汽通用、上汽乘用车月销量分别为 134,000、112,767、51,001 辆，同比分别为-7.65%、1.08%、-1.97%，分别较上月-0.68pct、+7.87pct、+1.51pct。
- **汽车行业下半年有望维持复苏态势，公司作为乘用车龙头有望受益。**行业层面来看，我国经济运行总体复苏态势持续向好，叠加促销费政策拉动，以及 2019 年下半年产销低基数，同时，暑假刺激旅游需求释放，虽然疫情因素仍然一定程度抑制消费者出行需求，但是目前海外出行向国内自驾游转变的趋势显著，有望进一步刺激汽车购车需求释放，我们认为汽车行业下半年有望维持复苏态势。公司层面来看，公司龙头地位稳固，车型覆盖面广，市占率持续领先，并持续推进新四化，并持续高研发投入，提升技术优势。我们认为，公司长期业绩稳定性较高，公司有望依托龙头优势进一步扩大领先优势，并带动盈利能力整体提升。

投资建议：公司持续推进汽车新四化，稳步布局海外业务，且车型覆盖面广，具备长期竞争优势，乘用车行业竞争加剧，公司作为乘用车龙头，后续有望凭自身优势巩固扩大领先优势，推动盈利能力整体提升，维持“买入”评级。预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 1.73、2.18，PE 为 10.57、8.39。

风险提示：汽车销量不及预期；海外业务推进不及预期；行业政策大幅调整；新冠疫情反复。

目录

1.销量同比持续改善，上汽通用五菱表现亮眼 3

2.盈利预测及投资建议 6

3.风险提示 6

图表目录

图 1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%） 3

图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%） 3

图 3：上汽集团月销量（万辆，%） 3

图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%） 3

图 5：上汽集团汽车累计产量（万辆，%） 4

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%） 4

图 7：上汽集团汽车累计销量（万辆，%） 4

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%） 4

图 9：月产销比情况（倍） 4

图 10：本年累计产销比情况（倍） 4

图 11：子公司口径月产量情况（辆，%） 5

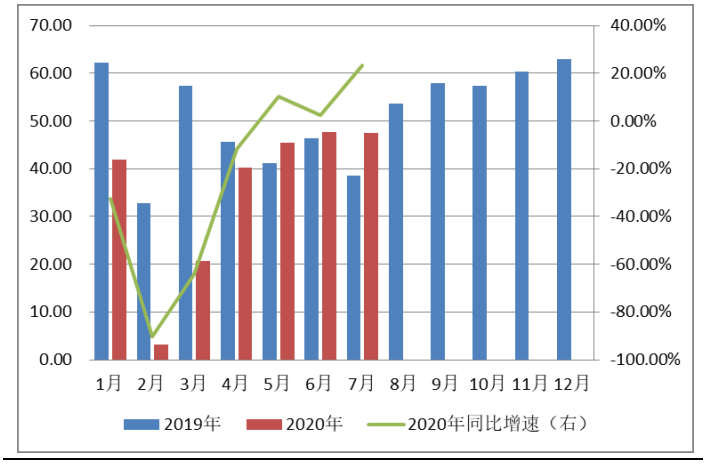
图 12：子公司口径月销量情况（辆，%） 5

表 1：上汽集团重要财务数据预测（百万元） 6

1.销量同比持续改善，上汽通用五菱表现亮眼

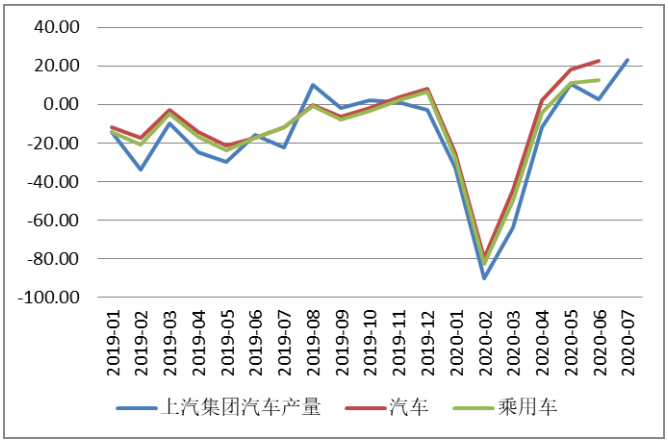
受益乘用车行业整体复苏，叠加去年同期公司汽车产销基数偏低，公司产销情况较上月进一步改善。2020 年 7 月份，公司汽车产销比为 0.96 倍（前值 1.01 倍），汽车当月产销量分别为 47.46 万辆和 45.76 万辆，环比分别下降 0.45%、4.57%，同比分别提升 23.19%和 4.04%，同比增幅分别较上月提升 20.59pct 和 1.27pct，产量同比较上月显著提升，销量同比持续改善。2020 年 1-7 月，公司汽车累计产销量产销比为 1.02 倍（前值 1.03 倍），公司本年累计汽车产销量分别为 246.69 万辆和 250.67 万辆，同比分别下降 23.92%和 25.77%，同比降幅分别较上月缩窄 6.35pct 和 4.46pct，公司累计产销量同比降幅自 2020 年 4 月以来维持缩减态势。

图 1：上汽集团汽车月产量情况（万辆，%）



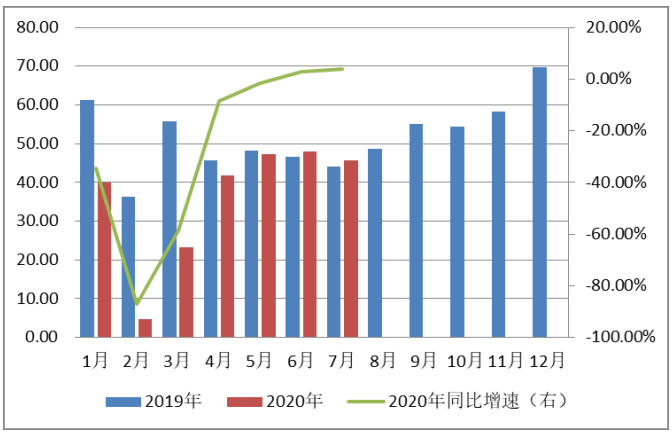
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



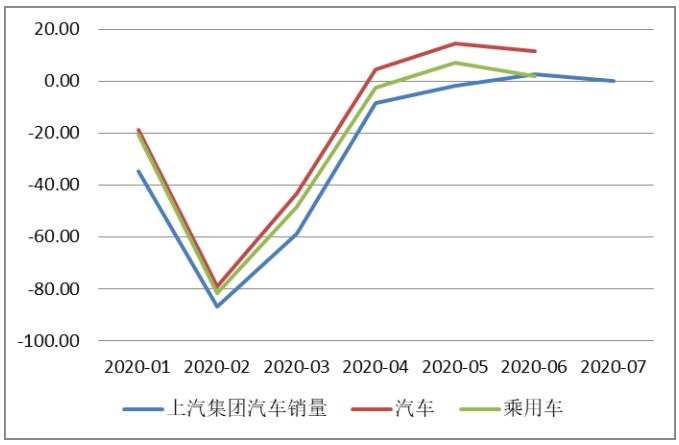
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 3：上汽集团月销量（万辆，%）



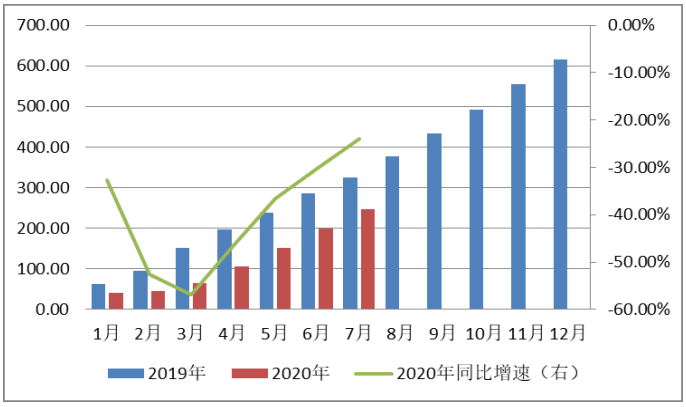
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



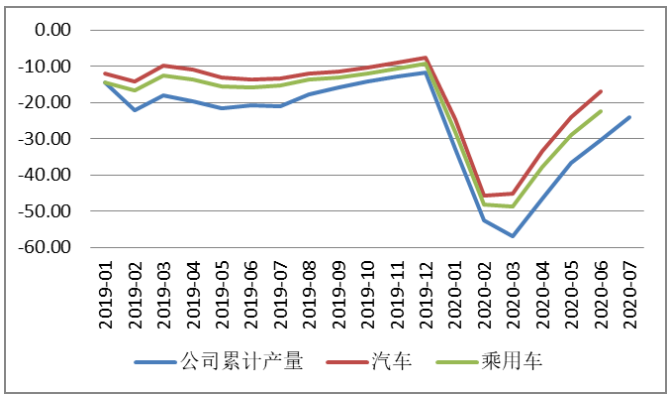
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：上汽集团汽车累计产量（万辆，%）



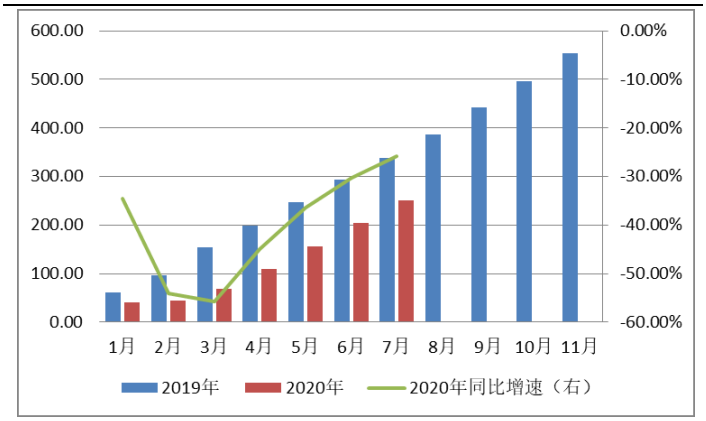
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



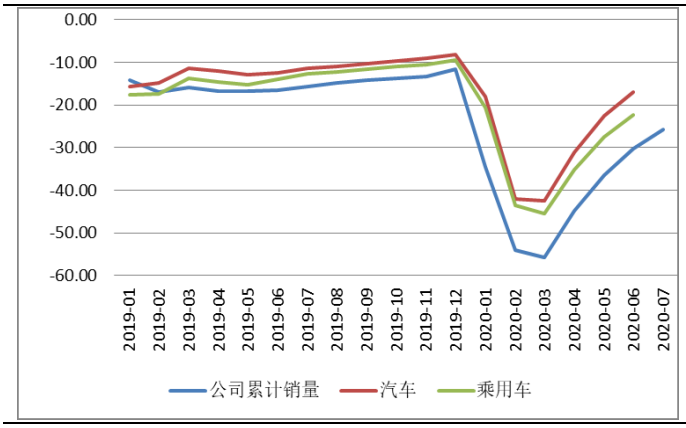
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：上汽集团汽车累计销量（万辆，%）



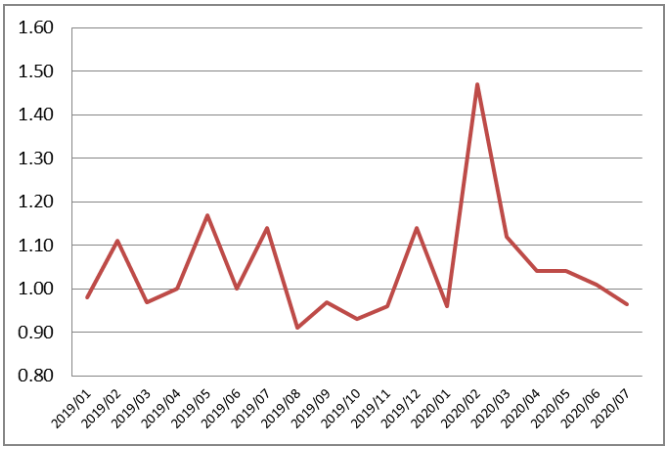
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）



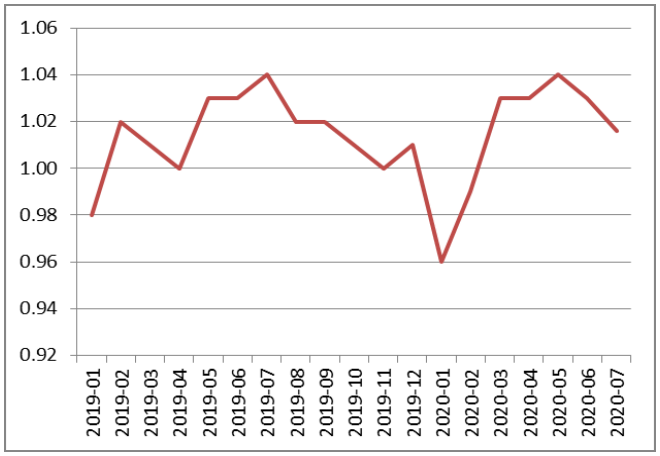
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：本年累计产销比情况（倍）

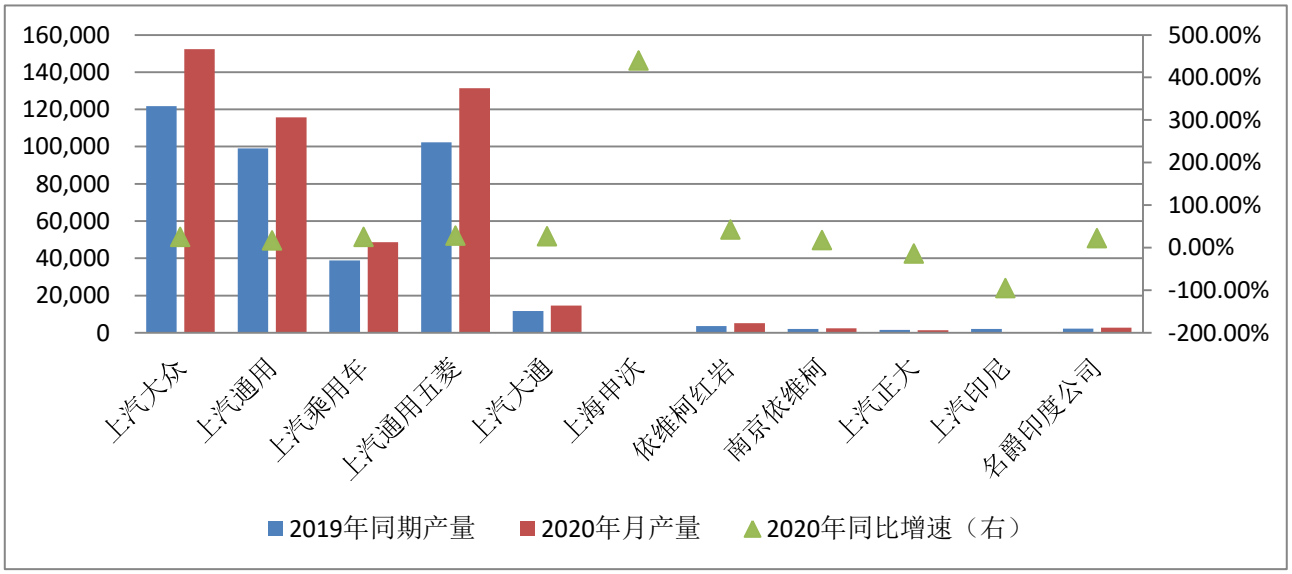


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

子公司差异较大，上汽通用五菱表现亮眼。分公司口径来看，上汽通用五菱表现亮眼，截止 2020 年 7 月，月销量同比持续 4 个月超过 10%，7 月份虽然同比增速较上月收窄，但仍然维持同比高速增长，上汽通用五菱月销量为 13 万辆，同比增速为 19.82%；同时，公司合资品牌上汽通用和公司自主品牌上汽乘用车月

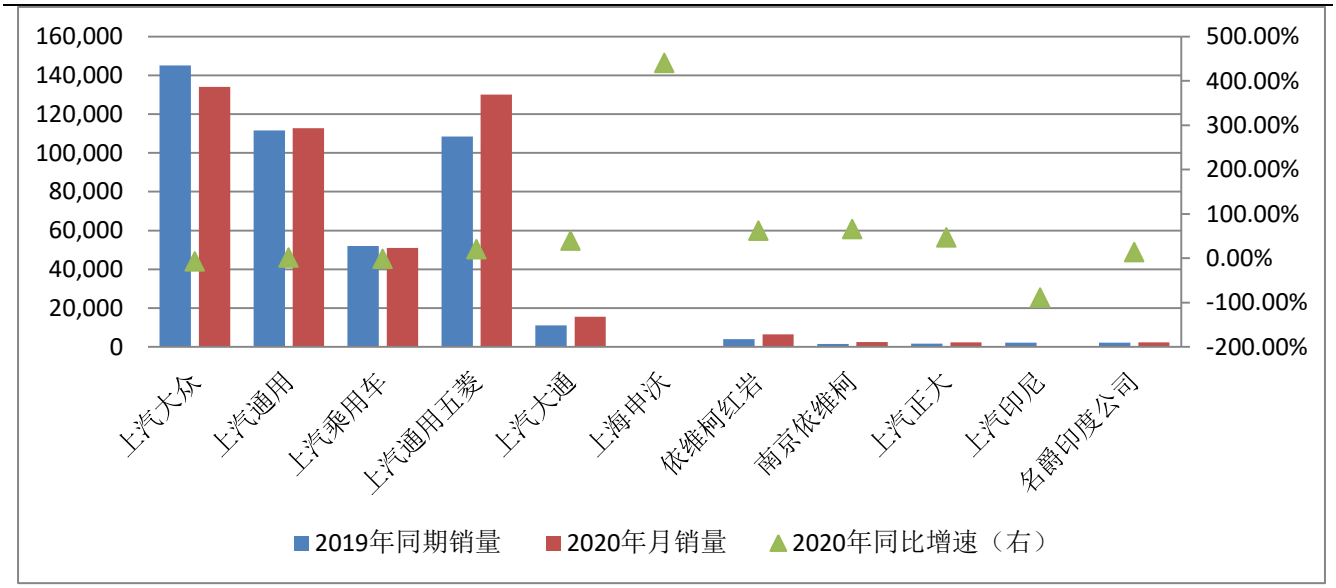
销量同比均较上月有所改善，上汽大众月销量同比降幅较上月小幅扩大，上汽大众、上汽通用、上汽乘用车月销量分别为 134,000、112,767、51,001 辆，同比分别为-7.65%、1.08%、-1.97%，分别较上月-0.68pct、+7.87 pct、+1.51pct。

图 11：子公司口径月产量情况（辆，%）



料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：子公司口径月销量情况（辆，%）



料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

我们认为，汽车行业下半年有望维持复苏态势，公司作为乘用车龙头有望受益。行业层面来看，一方面，我国经济运行总体复苏态势持续向好，制造业供需两端持续回暖，消叠加促销费政策拉动，以及 2019

年下半年产销低基数，乘用车市场有望持续复苏；另一方面，暑假刺激旅游需求释放，虽然疫情因素仍然一定程度抑制消费者出行需求，但是目前海外出行向国内自驾游转变的趋势显著，有望进一步刺激汽车购车需求释放。因此，我们认为汽车行业有望维持复苏态势。**公司层面来看，**一是公司作为国内整车龙头，在平台、资金、管理、布局等方面均积累了一定优势，且市占率持续领先，二是公司持续推进汽车新四化创新落地，持续高研发投入，提升技术优势，并逐步延伸产业链条，完善相关布局，在插混电驱变速箱、燃料电池电堆、IGBT 模块、智能座舱、移动互联、智能驾驶本土化开发、智能网联汽车公共道路测等方面均有所进展；三是公司稳步推进海外基地建设，完善物流、汽车金融等海外体系，并持续深耕海外市场，公司整车出口及海外销售规模显著扩大。**因此，我们认为，行业复苏态势有望持续，公司长期业绩稳定性较高，公司有望依托龙头优势进一步扩大领先优势，并带动盈利能力整体提升。**

2.盈利预测及投资建议

公司持续推进汽车新四化，稳步布局海外业务，且车型覆盖面广，技术优势领先，具备长期竞争优势，乘用车行业竞争加剧，公司龙头地位稳固，市占率持续领先，后续有望凭自身优势巩固扩大领先优势。

在此基础上，预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 1.73、2.18，对应 2020 年 8 月 6 日公司收盘价 18.27 元/股，公司 2020 年、2021 年 PE 为 10.57、8.39，维持“买入”评级。

表 1：上汽集团重要财务数据预测（百万元）

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	843324.4	780024.4	820585.7	857512.1
收入同比(%)	-6.5%	-7.5%	5.2%	4.5%
归属母公司净利润	25603.4	20193.5	25445.2	27703.1
净利润同比(%)	-28.9%	-21.1%	26.0%	8.9%
每股收益(元)	2.19	1.73	2.18	2.37
P/E	8.34	10.57	8.39	7.71
P/B	0.85	0.88	0.85	0.81

数据来源：wind，山西证券研究所

3.风险提示

1）汽车销量不及预期；

2）海外业务推进不及预期；

3）行业政策大幅调整；

4）新冠疫情反复。

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	511,157.6	448,019.3	492,104.3	550,297.2
现金	127,826.8	65,686.3	101,655.2	163,600.8
应收账款	54,552.8	48,442.5	50,961.6	53,993.4
其他应收款	13,212.2	11,975.9	12,598.7	13,255.2
预付账款	28,939.1	31,718.6	32,598.8	37,423.5
存货	57,184.5	52,151.6	55,815.6	57,963.9
其他流动资产	229,442.2	238,044.4	238,474.4	224,060.3
非流动资产	338,175.7	338,863.2	328,146.7	313,027.1
长期投资	64,617.0	67,682.5	67,743.3	66,681.0
固定资产	83,056.0	77,795.8	72,535.6	67,275.4
无形资产	15,281.2	14,262.4	13,311.6	12,424.1
其他非流动资产	175,221.5	179,122.5	174,556.2	166,646.6
资产总计	849,333.3	786,882.5	820,251.0	863,324.2
流动负债	462,803.3	404,657.1	417,515.7	437,062.6
短期借款	25,588.0	25,343.2	24,967.3	24,357.3
应付账款	137,086.1	117,484.1	124,464.8	132,964.6
其他流动负债	300,129.2	261,829.8	268,083.5	279,740.7
非流动负债	85,690.4	82,214.1	83,240.1	84,872.4
长期借款	19,137.0	19,116.0	19,095.0	19,074.1
其他非流动负债	66,553.4	63,098.1	64,145.1	65,798.3
负债合计	548,493.7	486,871.2	500,755.8	521,935.0
少数股东权益	51,137.6	58,483.4	67,693.3	77,887.1
股本	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5
资本公积	55,566.7	55,566.7	55,566.7	55,566.7
留存收益	166,124.0	174,679.6	185,323.7	197,024.0
归属母公司股东权益	249,702.0	241,929.7	252,573.9	264,274.1
负债和股东权益	849,333.3	787,284.2	821,023.0	864,096.2

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	46,271.9	-35,914.2	28,636.7	48,876.0
净利润	35,288.9	20,193.5	25,445.2	27,703.1
折旧摊销	13,474.5	6,279.0	6,211.0	6,147.7
财务费用	2,025.9	969.5	1,149.0	388.8
投资损失	-24,900.8	-22,000.0	-24,000.0	-24,000.0
营运资金变动	-46,652.3	-45,502.3	10,423.6	28,436.6
其他经营现金流	67,035.7	4,146.1	9,407.9	10,199.8
投资活动现金流	-39,264.4	12,721.1	22,906.7	27,821.8
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	6,313.4	-3,065.5	-60.8	1,062.4
其他投资现金流	-45,577.8	15,786.7	22,967.5	26,759.5
筹资活动现金流	-3,093.7	-21,641.9	-15,504.8	-14,661.1
短期借款	8,861.5	-244.8	-375.8	-610.0
长期借款	-21.0	-21.0	-21.0	-21.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	243.7	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-12,178.0	-21,376.1	-15,108.0	-14,030.1
现金净增加额	3,913.8	-44,835.0	36,038.6	62,036.7

利润表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	843324.4	780024.4	820585.7	857512.1
营业成本	726100.2	684861.5	713909.6	746035.5
营业税金及附加	6609.9	6542.6	7458.5	7803.4
销售费用	57450.6	52963.7	55717.8	57539.1
管理费用	22308.1	27300.9	26422.9	25811.1
财务费用	24.4	969.5	1149.0	388.8
资产减值损失	-1642.0	-2785.8	0.0	0.0
公允价值变动收益	1496.5	-413.8	197.9	6.0
投资净收益	24930.4	22023.1	24027.1	24026.6
营业利润	40345.1	31781.4	40153.0	43966.8
营业外收入	767.0	772.0	772.0	772.0
营业外支出	154.3	154.3	154.3	154.3
利润总额	40957.8	32399.1	40770.8	44584.6
所得税	5668.9	4859.9	6115.6	6687.7
净利润	35288.9	27539.3	34655.1	37896.9
少数股东损益	9685.5	7345.8	9210.0	10193.8
归属母公司净利润	25603.4	20193.5	25445.2	27703.1
EBITDA	71705.1	39029.9	47513.1	50503.3
EPS（元）	2.2	1.7	2.2	2.4

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.53%	-7.51%	5.20%	4.50%
营业利润	-24.83%	-21.23%	26.34%	9.50%
归属于母公司净利润	-28.90%	-21.13%	26.01%	8.87%
获利能力				
毛利率(%)	13.90%	12.20%	13.00%	13.00%
净利率(%)	3.04%	2.59%	3.10%	3.23%
ROE(%)	11.73%	9.17%	10.82%	11.08%
ROIC(%)	665.25%	89.59%	49.61%	63.32%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.58%	61.84%	60.99%	60.40%
净负债比率(%)	101.83%	131.51%	95.71%	75.41%
流动比率	1.10	1.11	1.18	1.26
速动比率	0.98	0.98	1.04	1.13
营运能力				
总资产周转率	1.03	0.95	1.02	1.02
应收账款周转率	20.70	20.05	21.93	21.68
应付账款周转率	6.43	6.13	6.78	6.66
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.73	2.18	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	3.96	-3.07	2.45	4.18
每股净资产(最新摊薄)	21.37	20.71	21.62	22.62
估值比率				
P/E	8.34	10.57	8.39	7.71
P/B	0.85	0.88	0.85	0.81
EV/EBITDA	0.85	1.11	0.45	-0.35

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5～20%

中性：相对市场表现在-5%～+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

http://www.i618.com.cn

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话：010-83496336