

沪港通股票

上汽集团

高分红、低估值的中国汽车行业龙头

上海通用、上海大众将迎来新的产品周期

我们预计上汽 15/16/17 年将实现汽车整体销量 596/653/710 万辆，对应 14~17 年 CARG9.4%。我们预计上海通用 15/16/17 年将实现销量 190/209/228 万辆，对应 14~17 年 CARG10%；上海大众 2015/16/17 年将实现销量 195/215/233 万辆，对应 14~17 年 CARG10%。销量增速有望受益于上海通用（凯迪拉克、科鲁兹、昂科威）和上海大众（途观、帕萨特、朗逸）新款车的推出。

国企改革有望提高公司经营效率和公司治理

公司有望受益于国企改革，由于：1) 经营效率提升：公司设立中长期激励机制。这将提升公司效率，降低成本。2) 公司治理加强：公司于 13 年提高了股息分配率，作为公司治理进一步改善的信号，我们认为此举将吸引长期投资者。

公司良好的财务状况有望得到长期投资者的青睐

1) 较高 ROE：公司 13 年 ROE 为 19.1%，行业平均为 12.4%，由于公司杠杆率以及高于行业的净利率；我们认为受利率下调和新产品周期的影响，公司较高的 ROE 将得以保持。2) 较高的股息分配率：公司该比率由 2009 年的 5% 大幅提升至 2013 年的 53.3%。我们认为公司较高的股息分配率将得以保持，受益于良好的现金流管理和在国企改革背景下更好的公司治理。

估值：上调目标价至 25 元（原 22.5 元），重申“买入”评级

我们将公司 2014/15/16 的盈利预测上调至 2.54/2.88/3.22 元（原 2.5/2.74/2.81 元），对应盈利增速分别为 13%/13%/12%。目标价 25 元基于 2015 年 8.7xPE，分别折价于 A 股/全球汽车行业均值的 30%/20%。我们认为公司稳定的业绩增长和较高的股息收益率将吸引更多的 QFII 投资者。

Equities

 中国
汽车制造业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb25.00**
之前: Rmb22.50

股价 **Rmb21.30**

路透代码: 600104.SS 彭博代码 600104 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb21.30-12.33

市值 Rmb235 十亿/US\$38.2 十亿

已发行股本 11,026 百万 (ORDA)

流通股比例 100%

日均成交量(千股) 29,644

日均成交额(Rmb 百万) Rmb552.4

普通股股东权益 (12/14E) Rmb153 十亿

市净率 (12/14E) 1.5x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	2.50	2.54	1.73	2.54
12/15E	2.74	2.88	5.28	2.90
12/16E	2.81	3.22	14.41	3.19

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	433,095	478,433	563,346	628,951	703,004	773,568	832,887	895,006
息税前利润(UBS)	28,614	23,788	14,471	14,070	15,381	24,759	25,852	32,477
净利润 (UBS)	20,222	20,752	24,804	28,010	31,781	35,494	38,004	40,896
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.83	1.88	2.25	2.54	2.88	3.22	3.45	3.71
每股股息 (Rmb)	0.30	0.60	1.20	1.35	1.54	1.72	1.84	1.98
现金 / (净债务)	53,637	41,901	71,521	59,160	48,164	42,722	34,747	28,969

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	6.6	5.0	2.6	2.2	2.2	3.2	3.1	3.6
ROIC (EBIT) (%)	130.6	73.0	57.4	68.4	56.3	81.7	84.9	107.4
EV/EBITDA(core)x	2.3	2.2	2.1	5.3	4.3	2.3	1.4	0.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	9.0	7.5	6.6	8.4	7.4	6.6	6.2	5.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.6	2.3	3.0	0.3	1.7	5.0	5.1	6.9
净股息收益率(%)	1.8	4.2	8.1	6.4	7.2	8.1	8.6	9.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 12 月 04 日 22 时 26 分的股价(Rmb21.30)得出；

投资主题

上汽集团

投资理由

未来 3 年，公司仍然保持每年 3~5 款的新车型投放计划，我们预计这将带动公司销量增长保持稳健，并维持毛利率水平的稳定。此外，我们认为上海大众和通用有望继续夺取日系和部分自主品牌丢失的市场份额，巩固行业前三的地位。自主品牌方面，我们预计公司 2016 年产能利用率或将达到 70%，并有望在 2018 年实现盈亏平衡。我们预计上汽集团 2014-16 年的 EPS 分别为 2.54/2.88/3.22 元，基本和市场一致预期的 2.54/2.90/3.20 持平；给予公司“买入”评级，目标价 25.0 元，基于公司 2015E 8.7x PE。

乐观情景

如果 15 年我国乘用车需求仍然能够保持强劲增长，并假设行业销量增速可以达到 18%，我们预计上海大众和上海通用销量增速分别可达 16%、16%，公司的 2015 年 EPS 有望达到 3.2 元，公司估值可能达到 28 元。

悲观情景

如果 15 年我国乘用车需求转向低迷，并假设行业销量增速仅为 8%，我们预计上海大众和上海通用销量增速分别可达 6%、6%，公司的 2015 年 EPS 约为 2.40 元，估值可能跌至 21 元。

近期催化剂

2015 年一季度：君威、君越改款计划上市

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb25.00

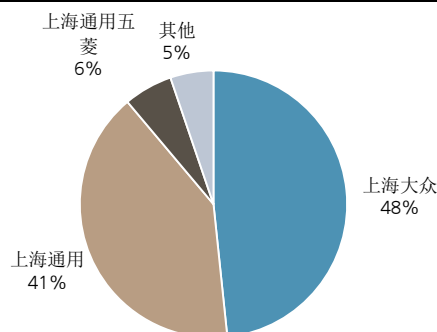
公司简介

上汽集团是中国国内领先的汽车制造商，集团公司通过上海大众、上海通用、上汽通用五菱等合资企业、以及荣威系列自主品牌从事乘用车整车的研发、生产和销售业务，同时还通过上汽依维柯、南京依维柯、上海申沃客车等公司从事商用车的研发、生产和销售业务，此外，公司还通过控股的华域汽车从事汽车零部件开发业务。

行业展望

我们认为未来 5 年中国乘用车需求总体将保持稳健增长，增速中枢有望维持在 10%~15% 左右；分级别来看，我们看好紧凑型轿车、高端轿车和 SUV；分国别来看，我们看好德系、美系以及部分产品结构突出的自主品牌。上汽集团旗下上海大众和通用属于德系和美系品牌，已具备良好口碑和品牌忠诚度，市场份额稳居前三，基于我们对行业趋势以及公司车型结构的判断，我们认为公司销量增速将继续好于行业平均。

利润按主要控股公司分布, 2013



来源：公司数据

各主要子公司的净利润

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
上海大众	10,052	12,068	14,992	16,630	19,174
上海通用	9,126	10,052	11,356	13,392	14,709
通用五菱	1,334	1,464	1,686	1,833	2,070
其他	240	1,220	-25	-74	-460
合计	20,752	24,804	28,010	31,781	35,494

来源：公司信息、瑞银证券估算

目录

投资摘要.....	4
SWOT 分析.....	5
优势：行业领先的市场份额有望进一步扩大.....	5
劣势：自主品牌销量下滑.....	8
机遇：一线城市购换需求，二、三线城市购买需求.....	11
威胁：交通拥堵和大气治理，或将使得更多城市采取限购、限行措施.....	14
上汽集团主要整车制造业务分析.....	15
上海通用：受益于新车型上市，未来 3 年净利润有望年均增长 13.4%.....	15
上海大众：新车型和产能扩张或助推未来 3 年净利润每年增长 11.4%.....	22
上汽通用五菱：MPV 销售强劲，公司未来 3 年净利润有望每年增长 10.3%.....	28
自主品牌：荣威和 MG 销量大幅下滑，下调销量目标.....	32
财务分析.....	35
利润表.....	35
资产负债表.....	37
现金流量表.....	39
杜邦分析.....	40
股权结构.....	41
QFII 持股比例提升.....	41
估值.....	42

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

投资摘要

我们重申对上汽集团的“买入”评级，12个月的目标价为25.0元。我们认为未来公司业绩将受益于其新产品上市和国企改革。公司目前在A股汽车行业中享有最低的PE，和最高的股息收益率。公司为沪港通的标的之一，我们认为其较低的估值和稳健的财务状况将得到更多海外长期投资者的青睐。我们12个月的目标价基于15年8.7xPE，低于A股汽车行业中我们覆盖公司目标价对应的的平均估值12.4x，以及全球的平均估值10.9x（基于市场一致预期）。

公司是A股市场上最大的汽车上市公司，主要业务包括整车制造、销售、研发、汽车物流和汽车零部件业务。同时也涵盖了车载信息、二手车交易和汽车金融等后市场业务。2013年，公司实现整体销量约510万辆，同比提升13.7%，实现净利润248亿元，同比提升19.5%，我们估算上海通用、上海大众、通用五菱、以及其他的净利润贡献比例分别为40.5%、48.7%、5.9%和4.9%。

我们认为公司2015-17年盈利的主要的驱动要素为：**1) 新的产品周期：**公司将进入新一轮的产品周期，包括入门级的高端车型，A+级轿车以及SUV。**2) 国企改革：**我们认为国企改革将提升公司的经营效率和管理水平，降低公司的营业成本以及优化公司的治理水平。

公司的主营业务为汽车制造（占2013年收入之比为75%）。公司的汽车制造业务主要由四部分所构成，分别为上海大众、上海通用、上汽通用五菱和自主品牌。

上海大众：我们认为上海大众的途观、帕萨特和朗逸将保持其在SUV、B级车和A级车细分市场中的领先地位。此外，其盈利能力将受益于其A+级、C级和中型SUV新车型的推出。我们预计上海大众2015/16/17年的销售有望实现195/215/233万辆，2014-17年CAGR为10%。**上海通用：**我们认为新款的凯迪拉克将实现高于行业的销量增速，受益于其品牌进一步的本土化以及凯迪拉克在入门级高端车的市场地位。同时，我们看好科鲁兹和昂科威的销量前景，认为上海通用将通过迈瑞宝、科帕奇等高售价的车型提升公司的销量结构和盈利能力。我们预计上海通用2015/16/17年的销售有望实现190/209/227万辆，2014-17年CAGR为10%。**上汽通用五菱：**我们认为其MPV车型在细分市场的主导地位将得以延续。**自主品牌：**荣威和MG2014年10月份的月销量呈负增长，但我们预计公司新一代MG GT，以及计划在Q115年推出的新款SUV将有利于其今后销量的提升。

我们通过对上汽集团应用SWOT分析，得出以下观点：

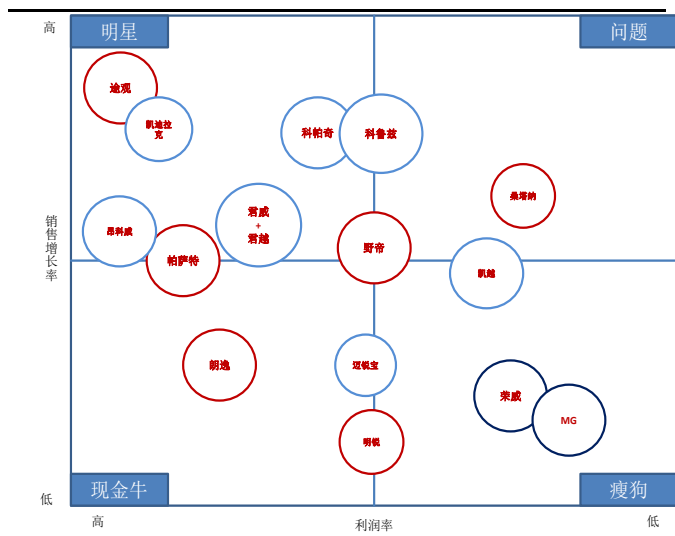
优势：1) 市场份额：公司汽车销量的市占率居行业之首，2013年达23.1%，我们预计其行业的主导地位在未来3年将得以延续，这将有利于其对行业供应商的议价能力。**2) 品牌形象：**公司旗下的合资企业上海通用、上海大众具备较好的品牌形象，同时拥有较多的热销车型。**3) 产品线覆盖完整：**公司旗下品牌多元化，完整的产品线几乎覆盖了所有的细分领域，公司可以根据市场多变的需求技术做出调整。

劣势：1) 自主品牌：公司自主品牌产品由于其品牌影响力得不到市场认可，以及所推出车型较少，导致其市场份额减少。

机遇：1) 购换需求和消费升级：我们认为未来行业的销量增速的驱动要素主要来自于，一线城市的购换需求，和二线城市的消费升级。公司在一二线城市设有良好的销售渠道布局，同时，公司合资品牌的产品单价比较契合于一线城市汽车购换者的预算。**2) 国企改革：**我们认为，受益于国企改革，公司的经营效率将得到提升，从而降低公司的管理成本，以及优化公司治理。

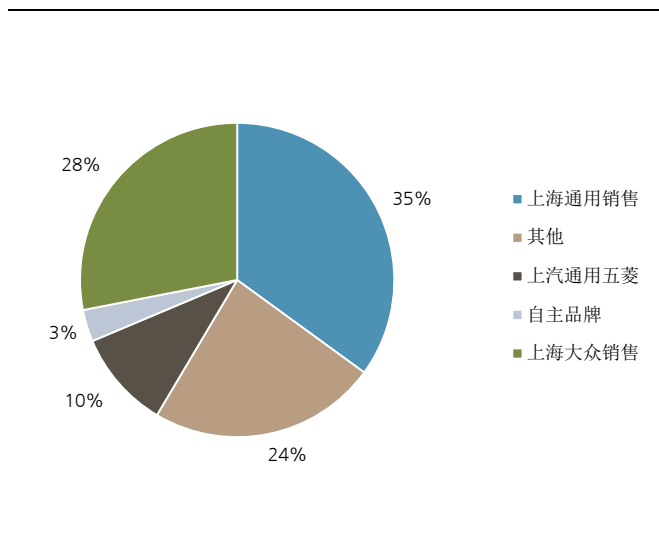
威胁：1) 限购：目前，国内实行限购政策的城市中，多数为汽车保有量较大的城市，同时也是公司投入销售资源较多的城市。随着限购城市名单的进一步扩大，将会对公司销量增速产生不利的影响。**2) 经济放缓：**我们预计中国的经济增速将在 2015-16 年放缓，届时或将对公司的销量增速以及盈利能力造成负面影响。

图表 1: 上汽集团的产品线



来源: 瑞银证券估算

图表 2: 2013 年上汽集团收入构成



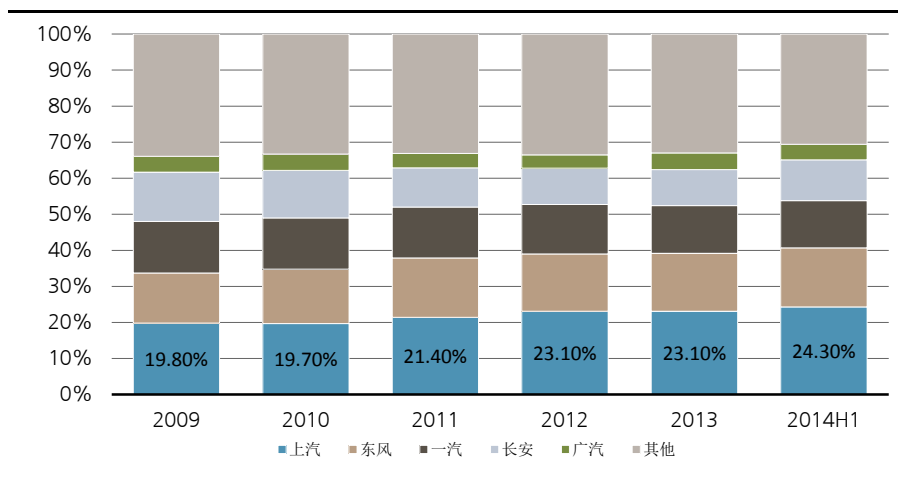
来源: 瑞银证券估算

SWOT 分析

优势：行业领先的市场份额有望进一步扩大

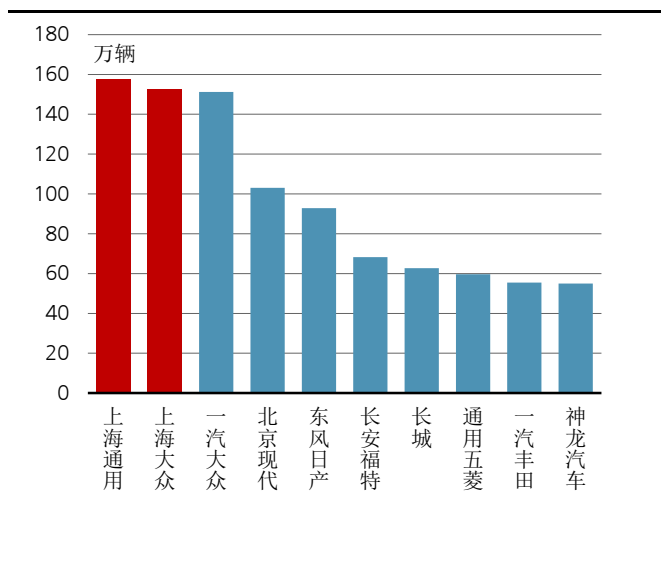
市占率持续增长，领先优势得以保持。H12014 公司实现汽车整体销量 284 万辆，对应行业销量市占率为 24.3%。公司在中国汽车行业的领先地位得到了进一步的巩固。

图表 3:2009-H12014 整车厂商市场份额



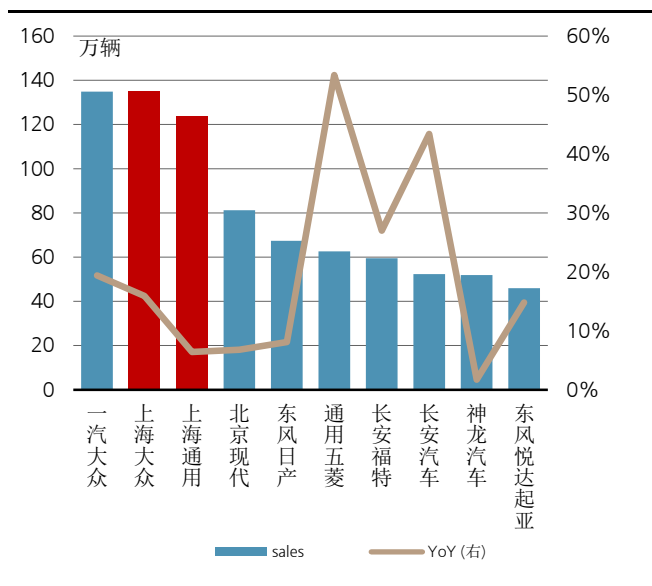
来源: CAAM

图表 4: 2013 年上海通用和上海大众位列乘用车销量排名第一和第二



来源: CAAM

图表 5: 1-3Q2014 乘用车销量前十企业排名



来源: CAAM

上海大众、上海通用较强的品牌形象

大众、通用在华享有较高的声誉。上海大众成立于 1985 年，是中国最早的合资汽车厂商；而成立于 1995 年的上海通用则是当时最大的汽车合资公司。根据国家统计局的数据，大众的品牌知名度在 2013-14 年汽车行业中名列第一；通用旗下的别克、雪佛兰分列第八和第十五位。我们认为德系和美系汽车优质的声誉基础将支撑公司长远的发展。

受益于品牌优势，上海大众、上海通用销量显著。2013 年，上海通用，上海大众分别实现销量 158，153 万辆，销量分别位列行业的第一、二名。1~3Q2014，上海大众实现销量 135 万辆名列行业第二，仅以 500 辆的销量

差距位列一汽大众之后，而上海通用受新车型投放市场的因素所干扰，销量暂居第三。公司旗下的两大合资品牌常年位居乘用车行业销量的前三强，为公司整体业绩增长提供有力的保障。

多款車型進入細分市場的前十大暢銷名單。 受益於旗下品牌的知名度，公司的多款車型進入了不同細分市場中的暢銷名單。2013/1~Q3 2014，上海大眾、上海通用和上汽通用五菱分別共有 9 款，和 8 款車進入了當年的分車型品牌銷量榜的前十名。其中五菱宏光以 48.7% 的市占率在 MPV 市場中占據優勢。公司在轎車市場的市占率由 2013 年的 11.96% 上升至 1~Q3 2014 的 12.73%。儘管公司在 SUV 細分市場上僅有途觀一例車型屬於暢銷，其 1~Q3 2014 站細分市場的市占率高達 6.77%。

圖表 6: 上汽集團在十大細分市場中暢銷車型的分布

排名	MPV				SUV				轎車			
	2013		1-3Q 2014		2013		1-3Q 2014		2013		1-3Q 2014	
	車型	車廠	車型	車廠	車型	車廠	車型	車廠	車型	車廠	車型	車廠
1	五菱宏光	通用五菱	五菱宏光	通用五菱	哈弗	長城汽車	哈弗	長城汽車	福克斯	長安福特	福克斯	長安福特
2	菱智	東風風行	歐諾	長安商用	途觀	上海大眾	途觀	上海大眾	朗逸	上海大眾	朗逸	上海大眾
3	歐諾	長安商用	菱智	東風風行	本田 CRV	東風本田	瑞虎	奇瑞汽車	凱越	上海大眾	桑塔納	上海大眾
4	GL8	上海通用	景逸	東風風行	IX35	北京現代	本田 CRV	東風本田	賽歐	上海通用	速騰	一汽大眾
5	景逸	東風風行	GL8	上海通用	逍客	東風日產	IX35	北京現代	速騰	一汽大眾	捷達	一汽大眾
6	瑞風	江淮汽車	瑞風	江淮汽車	RAV4	一汽豐田	翼虎	長安福特	捷達	一汽大眾	凱越	上海大眾
7	森雅	一汽吉林	威望 M20	威望汽車	Q5	一汽奧迪	RAV4	一汽豐田	軒逸	東風日產	軒逸	東風日產
8	途安	上海大眾	小康風光	東風小康	翼虎	長安福特	Q5	一汽奧迪	科魯茲	上海通用	科魯茲	上海通用
9	小康風光	東風小康	杰德	東風本田	漢蘭達	廣汽豐田	CS35	長安汽車	桑塔納	上海大眾	英朗	上海通用
10	帥克	鄭州日產	歐力威	長安商用	S6	比亞迪	奇駿	東風日產	寶來	一汽大眾	朗動	北京現代
上汽車型數量	3		2		1		1		5		5	
總銷量	63.56		60.8		19.98		18.85		143.68		114.41	
市場份額	48.70%		46.25%		6.69%		6.77%		11.96%		12.73%	

來源:CAAM, 注: 藍色代表公司產品

多样化的产品线满足不同客户的需求

多样化的生产线覆盖所有汽车细分市场。公司旗下的主要品牌包括：别克、雪弗兰、凯迪拉克、大众、斯柯达、荣威、MG、五菱、宝骏、跃进、依维柯、上汽大通、申沃客车等品牌。产品线完整覆盖个级别的轿车、SUV、MPV 和商用车。公司可以根据市场多变的需求，灵活地调整自身的产品线。

图表 7: 上汽集团产品线

公司	品牌	级别	车型
上海通用	别克	A	凯越、英朗 (XT, GT)
		B	君威 (GS)、君越
		C	林荫大道
	雪佛兰	SUV	昂科拉、昂科威、昂克雷
		MPV	GL8
		A0	赛欧、新爱唯欧
凯迪拉克	A	科鲁兹、景程	
	B	迈锐宝	
	SUV	创酷、科帕奇	
上海大众	大众	B	ATS-L
		C	XTS、CTS
		SUV	SRX、Escalade
	斯柯达	A0	POLO、CROSS POLO、POLO GTI
		A	朗逸、朗行、朗境、桑塔纳
		B	帕萨特、领驭
上汽乘用车	SUV	途观	
	MPV	途安	
	A0	晶锐	
上汽乘用车	荣威	A	荣威 (350, 550)
		B	荣威 (750, 950)
		SUV	荣威 W5
上汽通用五菱	五菱	A0	MG3、
		A	MG5、MG6、MG GT
	宝骏	A00	五菱宏光、五菱荣光、五菱之光
上汽商用车	宝骏	A	乐驰
		A	宝骏 (610, 630)
		MPV	宝骏 730
上汽商用车	卡车		跃进、依维柯红岩
	客车		上汽大通、依维柯、申沃客车

来源: 公司数据

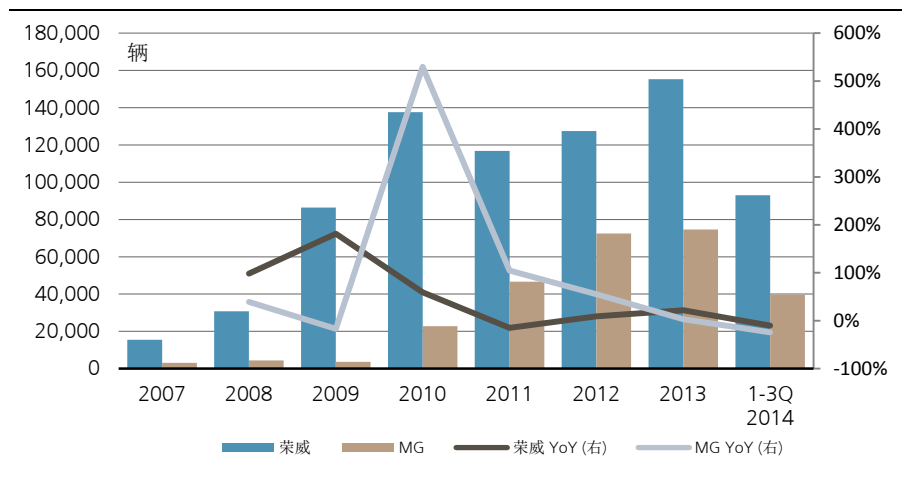
劣势：自主品牌销量下滑

国内汽车自主品牌销量低迷，市场份额下滑。1~3Q 2014 我国自主品牌乘用车共实现销量 417 万辆，同比增长 11.1%，低于 12.9% 的行业整体水平。自主品牌市占率由去年同期的 32.4% 下降至 31.9%。我们认为推出车型的竞争力不足，以及较差的品牌影响力是自主品牌销量萎靡的主要原因。

车型种类单一，以及更新换代缓慢导致 MG、荣威销量下滑。1-3Q2014 公司两大自主品牌 MG 和荣威总实现销量 14.48 万辆（荣威 10.13 万辆，MG4.35 万辆），销量同比下滑 17.4%。H12014 MG、荣威共实现销量 10.2 万辆，仅位居自主品牌销量排名第八，较行业中的优势企业有较大差距。从历史来看，上汽自主品牌从未实现过单月销量破万，最高纪录由荣威 350 在 2013 年所创，为月均 9,648 辆。

荣威仅有 4 款轿车车型和 1 款 SUV 车型，MG 仅有 4 款轿车车型，尚无 SUV 车型。我们认为公司单一的车型投放将不利于其市场占的提升。同时，公司在车型的更新换代方面也有诸多不足，目前在售的车型中，MG5 和荣威 950 的上市时间达到 3 年，荣威 W5 长达 4 年，MG6、荣威 350、荣威 550 和荣威 750 均以达到 5 年。公司自主品牌乘用车的升级节奏过于缓慢，低于行业平均的 3 年中期改款，5 年换代升级的规律。这也导致了公司自主品牌产品线老化，竞争力明显下降，销量从而也较为低迷。

图表 8: 1-3Q2014 自主品牌销量增速显著下滑



来源: CAAM

图表 9: 公司自主品牌单月销量从未突破万辆，H12014 仅有 MG3 和荣威 350 单月销量突破 2 千辆

品牌	车型	2010	月均销量	2011	月均销量	2012	月均销量	2013	月均销量	2014 上半年	月均销量
MG	3		0	21,570	1,798	40,764	3,397	45,473	3,789	17,634	2,939
	3SW	6,574	548	559	47		0		0		0
	5		0		0	9,174	765	9,065	755	5,384	897
	6	19,652	1,638	25,129	2,094	22,397	1,866	19,987	1,666	7,177	1,196
	7	1,606	134	759	63	283	24	197	16	22	4
合计		27,832	2,319	48,017	4,001	72,618	6,052	74,722	6,227	30,217	5,036
荣威	350	42,437	3,536	63,709	5,309	74,521	6,210	115,777	9,648	55,648	9,275
	550	83,352	6,946	41,659	3,472	38,621	3,218	24,481	2,040	7,033	1,172
	750	6,779	565	4,714	393	2,326	194	3,121	260	794	132
	950		0		0	4,598	383	3,827	319	1,654	276
	E50		0		0	238	20	409	34	9	2
	W5		0	4,062	339	7,396	616	10,512	876	6,541	1,090
合计		132,568	11,047	114,144	9,512	127,700	10,642	158,127	13,177	71,679	11,947
总销量		160,400	13,367	162,161	13,513	200,318	16,693	232,849	19,404	101,896	16,983

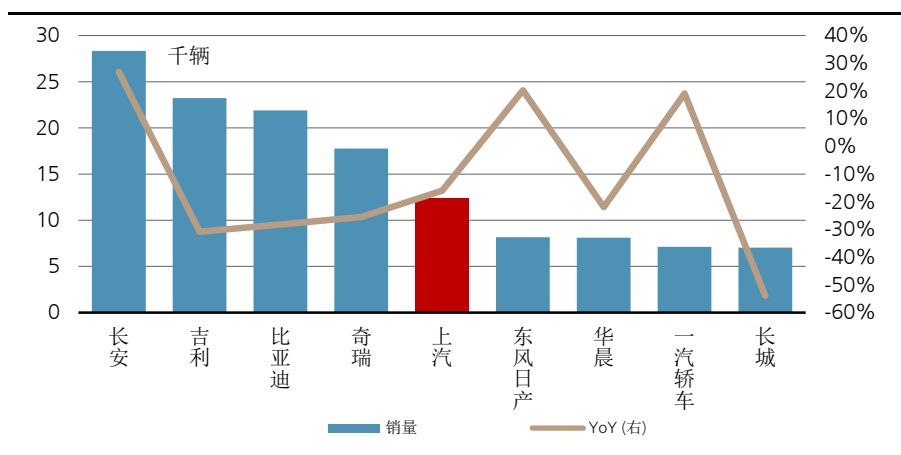
来源: CAAM, 注: 蓝色区域为单月销量突破 2 千辆的车型

图表 10: 上汽和长安汽车自主品牌的销量对比

		2010	2011	2012	2013	H12014
上汽自主品牌	销量	90,131	160,400	162,161	200,318	232,849
	yoy		78.0%	1.1%	23.5%	16.2%
长安自主品牌	销量	109,538	194,613	204,344	230,744	387,223
	yoy		77.7%	5.0%	12.9%	67.8%

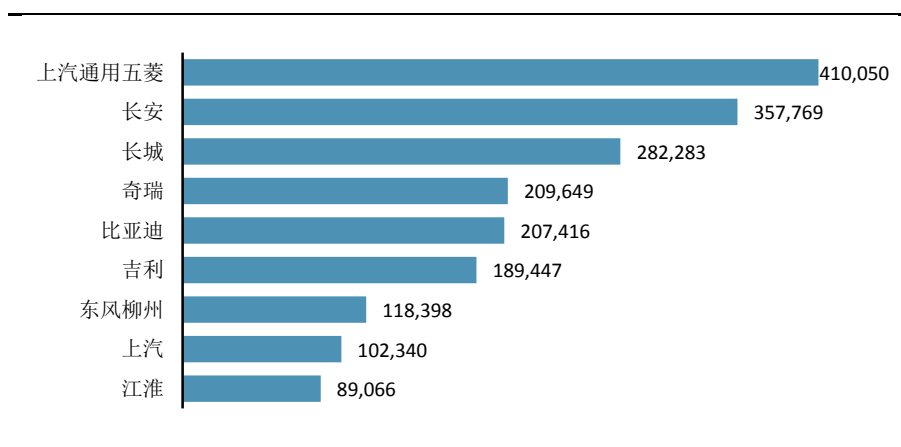
来源: CAAM

图表 11: 自主品牌轿车销量排名 (1-3Q 2014)



来源: CAAM

图表 12: 自主品牌乘用车销量前 10 排名 (H1 2014)



来源: CAAM

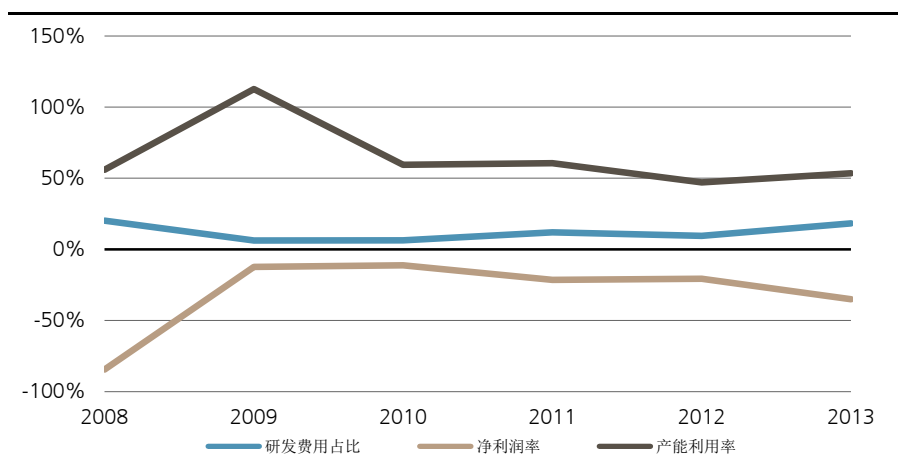
自主品牌产能利用率较低。从 2007 年以来，公司自主品牌开始持续亏损，净利润亏损额从 2012 年的 36.9 亿元进一步扩大至 2013 年的 65.2 亿元，净利润率由-21%降低至-35%。

我们认为自主品牌的亏损主要由于两方面原因：

产能利用率较低：根据我们估算，从 2008 年到 2013 年，自主品牌的产能由 6.5 万辆扩大至 43 万辆。然而，荣威和 MG 的销量数据却低于预期，2010 年以来，自主品牌的产能利用率在 40%-60% 的区间徘徊，2012 年更是触底至 47%，当年的净利润率也降至-21% 的低点。我们认为低下的产能利用率是自主品牌毛利率和净利率较低的主要原因。

研发费用较高：公司自主品牌研发投入较大，研发费用占收入比率由 2009 年的 6% 提升至 2013 年的 18%。我们认为公司高额度的研发费用并没有带来产品更换周期的加快，自主品牌的依旧缺乏更多新车型的推出。与此同时，高额的研发费用也在进一步扩大公司的亏损。

图表 13: 低产能利用率和高研发费用率是自主品牌亏损的主要原因



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

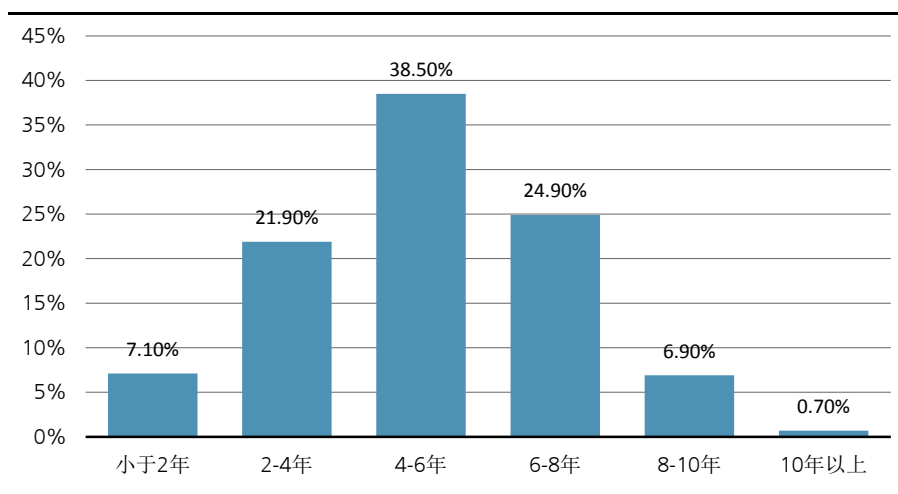
机遇: 一线城市购换需求, 二、三线城市购买需求

我们认为未来公司汽车销量增长主要受一线城市的购换需求所驱动。我们认为在近两年中, 中国汽车销量增长的将由两个要素所驱动:

- (1) 一线城市的购换需求;
- (2) 二、三线城市的购买需求

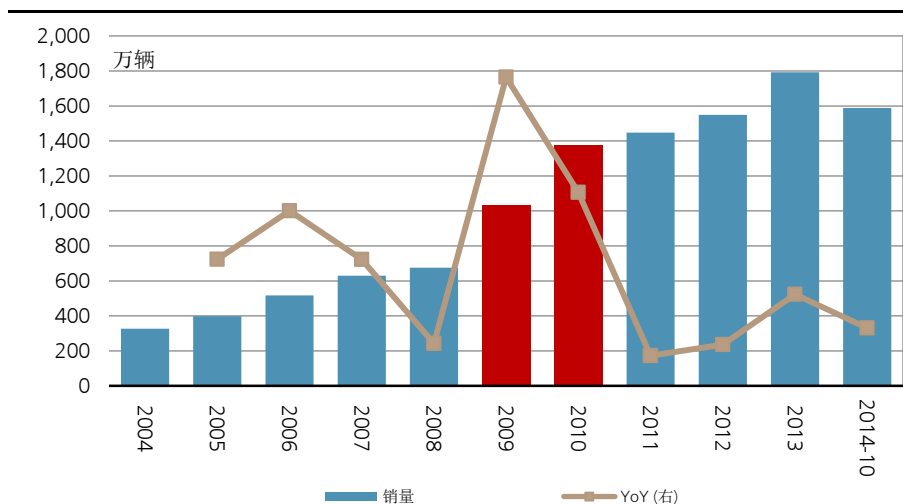
我们认为 4~6 年是大多数购车者的更换周期。由于 2009~10 年的经济刺激政策, 当时的汽车销量增速创下阶段性的高点, 我们预计 2015 年, 行业将迎来一线城市汽车购换需求的高峰期。同时, 按照对购换汽车价格的预估, 我们认为大多数汽车的售价在 12 万元左右, 而和主流合资品牌的价位区间较为契合。我们认为上汽集团在一线城市较为成熟的营销网络将有助其在未来 2 年行业的购换需求中收益。

图表 14: 大多数车主的购换周期为 4-6 年 (平均 7 年)



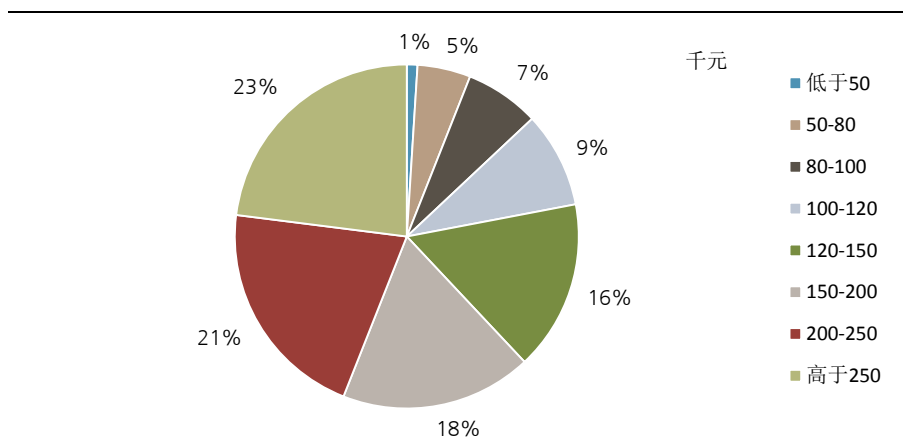
来源: 瑞银证券估算

图表 15: 乘用车销量增速在 2009-10 年触顶



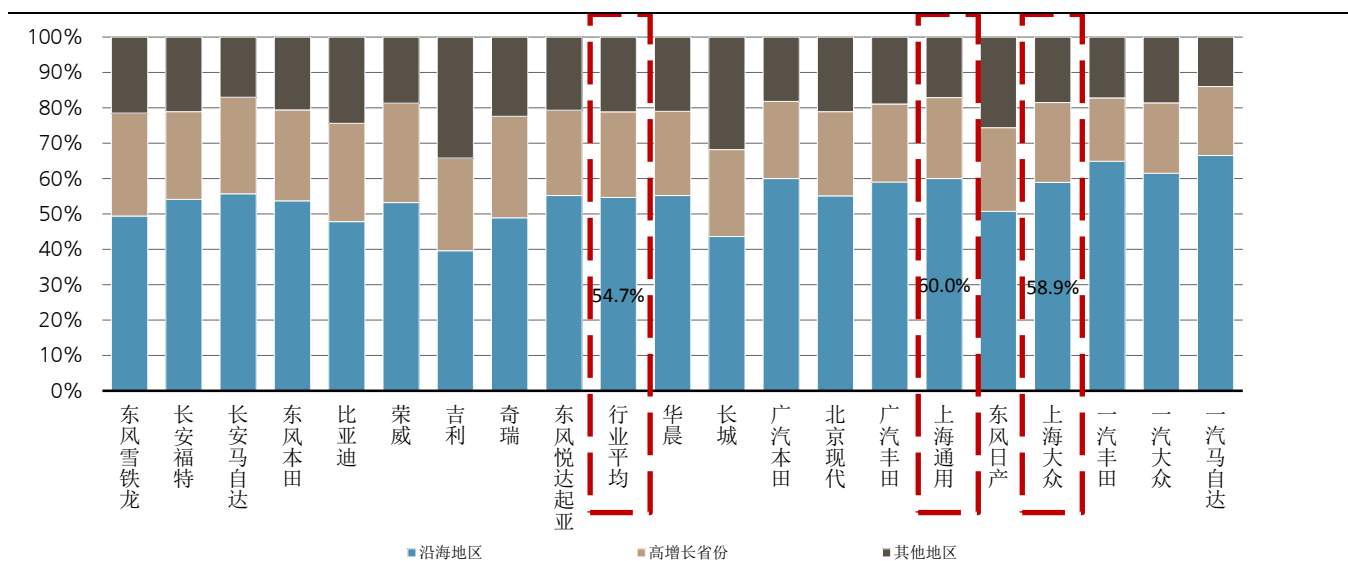
来源: CAAM

图表 16: 78% 以上的二次购车价格位于 12 万元以上



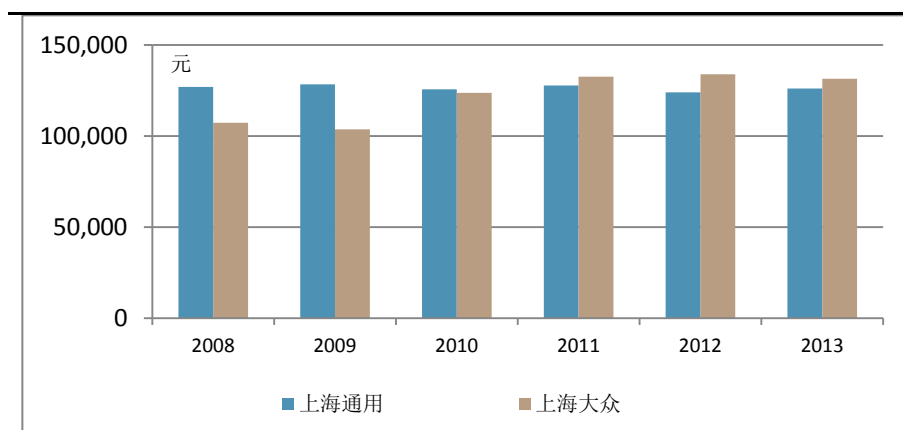
来源: 瑞银证券估算

图表 17: 公司在沿海地区的销售布局高于行业



来源: 乘联会。注: 销售布局指经销商数量

图表 18: 上海通用和上海大众的汽车销售均价

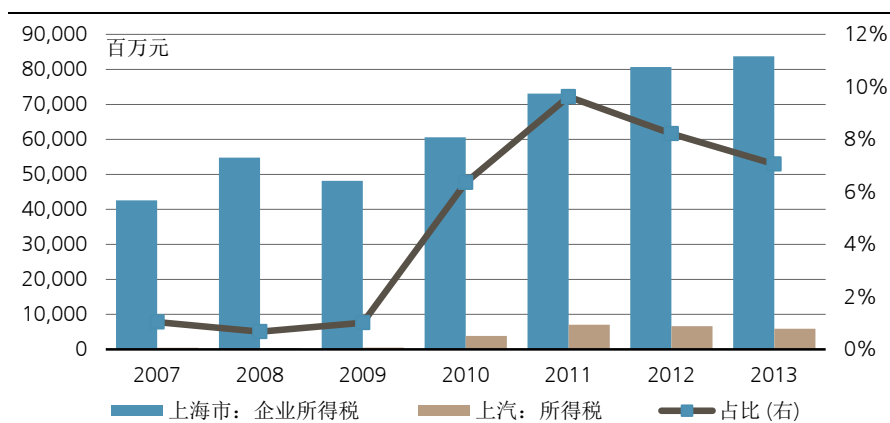


来源: CAAM, 瑞银证券估算

国企改革有望提升运营效率和盈利能力

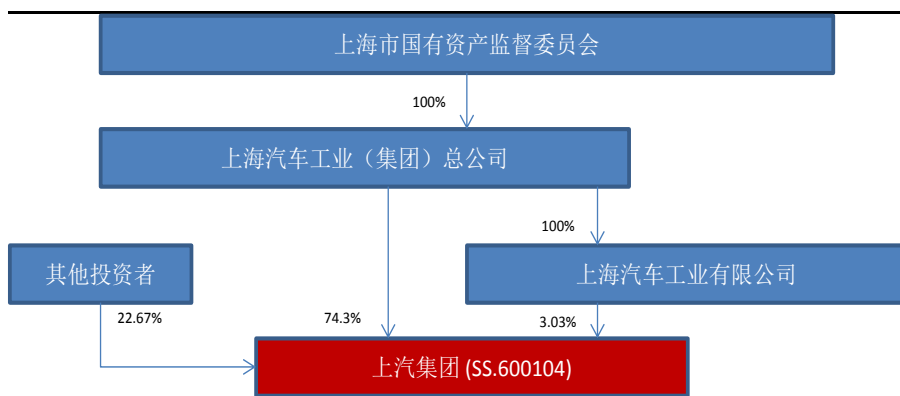
公司盈利能力的加强将利好上海市地方政府的企业税收。作为 A 股最大的汽车公司，公司对于上海市地方政府的税收收入有着举足轻重的贡献。从政府的角度上来说，公司盈利能力的高低直接关系直接决定了其纳税的额度，将有利于上海市地方政府缓解其财政赤字。

图表 19: 上汽集团对上海地方政府的企业所得税贡献



来源: CEIC

图表 20: 上汽集团股东结构 (2013 年)



来源: 公司信息

合理的中长期激励计划出台。公司在 2012 年 3 月推出期限为四年的短期激励基金计划；公司高管及中层骨干，共计 400 余人将根据公司 2012-2015 年的经营状况得到奖励，指标包括净利润、ROE、市占率、营业收入增速等。2013 年 9 月，公司设立中长期激励机制，委托长江养老保险新设长江中长期延付增值三号投资账户。账户资金的 80% 配置公司股票，另 20% 配置公司相关债券、衍生品种及其他固定收益类投资品种。激励的主要对象为管理层及骨干。此举可以理解为公司变相的股权激励制度。

公司管理层薪酬、持股比例偏低，激励机制有较大的提升空间。从目前的数据来看，上汽集团管理层的薪酬与国际同行水平相比，存在较大差距，同时，高管的持股量也比国内民企要低。正因如此，我们认为公司在激励方面有着较大的上升空间。从长远来看，激励机制逐步完善将带来管理效率提升，也间接为公司的国际化进程注入活力，进而利好于公司未来的盈利能力。我们预计，此轮国企改革将使得管理层与股东的利益趋于一致，更进一步地提升公司管理水平与运营效率。

图表 21: 部分国内及海外上市公司高管工资及持股比例

企业	高管名称	职位	2011 年薪酬	2012 年薪酬	2013 年薪酬	2013 年持股比例
			(万元)	(万元)	(万元)	
上汽集团	胡茂元	董事长	92	101	172	0.00%
长城汽车	魏建军	董事长	175	247	326	56.05%
宇通客车	汤玉祥	董事长	140	140	140	0.08%
江淮汽车	安进	董事长	63	75	140	0.00%
江铃汽车	陈远清	总裁	236	230	0	0.00%
福田汽车	王金玉	总经理	188	183	183	0.00%
比亚迪	王传福	总裁	402	278	364	86.46%
福特	Alan Mulally	CEO	18,056	12,823	14,200	0.16%
雷诺日产	Carlos Ghosn	CEO	959	681	754	0.07%

来源: Bloomberg

国企改革从行业整体层面提升管理效率和成长空间。从行业层面来看，国企改革有望带来更多兼并收购，促进行业资源整合，提升产业链的协作效率，提升行业的增长空间。从公司层面来看，上汽集团有望借助国企改革加快推进激励机制、优化公司治理结构，及促进混合所有制的推行。下属企业层面，国企改革有望提升产业链协作效率、促进资源整合。

威胁：交通拥堵和大气治理，或将使得更多城市采取限购、限行措施

限购限行的城市名单或将增多。目前全国有 6 大城市位列限购名单之中，为北京、上海、广州、天津、杭州和贵阳。而位列限行城市的数量更不止于此。我们预计未来交通拥堵和大气污染的压力将使得限购限行的城市数量增多。

图表 22: 半数汽车保有量超过 200 万辆的城市被列入限购名单中，未来先行城市的名单可能更多

城市	限购起始时间	汽车保有量 (万辆)	统计时间
北京	2010 年	501.7	2012 年 2 月
深圳	尚未限购	272	2014 年 3 月
成都	尚未限购	268.59	2014 年 3 月
苏州	尚未限购	263	2013 年底
杭州	2014 年	259.8	2014 年 2 月
郑州	尚未限购	253	2014 年 4 月
上海	1994 年	247.49	2014 年 3 月
天津	2013 年	239.45	2013 年 1 月
广州	2012 年	204.16	2012 年末
青岛	尚未限购	200	2014 年 10 月
重庆	尚未限购	150	2013 年 12 月
武汉	尚未限购	150	2013 年底
贵阳	2011 年	61.6	2010 年底

来源:CEIC

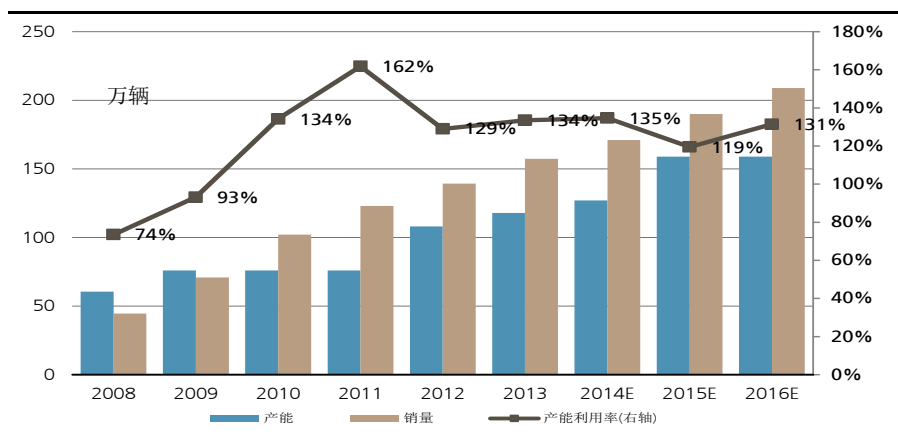
上汽集团主要整车制造业务分析

上海通用：受益于新车型上市，未来 3 年净利润有望年均增长 13.4%

产品分析：上海通用将进入新的产品周期

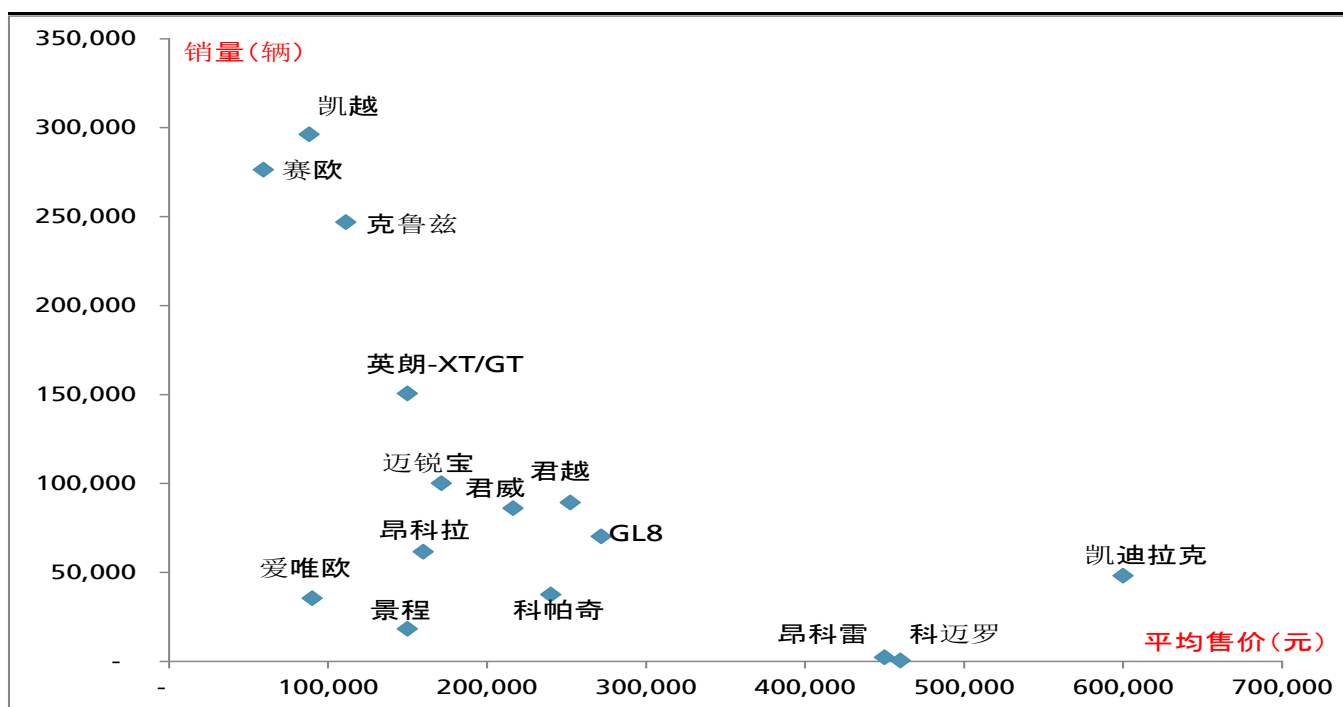
我们预计上海通用 2015/16/17 年销量将分别达到 189.5/208.6/227.5 万辆，年均复合增速为 10%，主要得益于凯迪拉克、克鲁兹和昂科威等新车型上市。

图表 23: 上海通用的产能利用率



来源: 中国汽车工业协会, 瑞银证券估算

图表 24: 上海通用的产品结构: 销量对比平均售价 (2013 年)



来源: CAAM, 瑞银证券估算

上海通用未来 3 年计划推出数款重要车型。我们估计通用汽车将重新增加研发方面的投入。金融危机后,通用汽车已经暂停新产品研发达 7-8 年,目前重新启动了研发进程。2014 年上海通用推出的主要新车型有新克鲁兹、昂科威和创酷。我们预计上海通用未来两年将加快新车型上市速度,包括凯迪拉克 C 级轿车以及赛欧、凯越、迈锐宝、君越和君威的换代车型。

图表 25: 上海通用的产品规划

公司	品牌	车型	类型	车型情况	上市时间
上海通用	别克	SUV	SUV	新车型	2014
	别克	凯越	A	换代	2015
	别克	君越	B	换代	2016
	别克	君威	B	换代	2016
	凯迪拉克	C 级轿车	C	新车型	2015
	雪佛兰	创酷	SUV	新车型	2014
	雪佛兰	克鲁兹	A	换代	2014
	雪佛兰	迈锐宝	B	换代	2015
	雪佛兰	赛欧	A	换代	2015
	雪佛兰	爱唯欧	A	换代	2016

来源: 公司数据

图表 26: 上海通用主要车型的价格

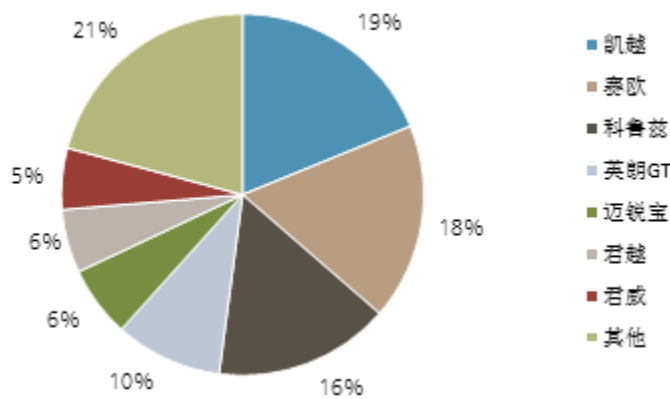
车型	价格(万元)
凯迪拉克 XTS	34.99-56.99
凯迪拉克 ATS-L	28.88-46.38
昂科威	26.99-34.99
君越	23.59-36.99
君威	17.89-29.99
迈锐宝	16.99-23.69
科帕奇	17.78-21.73
凯越	12.99-18.73
创酷	10.59-17.39
新克鲁兹	9.99-16.99
新赛欧	5.68-7.58

来源: 汽车之家

产品结构升级推动盈利能力继续提升。由于售价和毛利率较高的迈锐宝、昂科威和科帕奇在全部产品中的销售占比有望提高，我们预计上海通用的盈利能力将上升。

2014 年 9 月销售增长 18%。2014 年 9 月上海通用单月销量增长 17.5%至 161,453 辆。2014 年 1-3 季度，销量增长 6.4%至 1,235,581 辆。凯越、赛欧、克鲁兹和英朗-GT 分别占总销量 19%、18%、16%和 10%，是贡献最大的几种车型。

图表 27: 2014 年 3 季度上海通用不同车型的销量分布



来源: 中国汽车工业协会

我们认为凯迪拉克、克鲁兹和昂科威未来有望为上海汽车的销售起到明显推动作用。对产品的深度分析请参见下文。

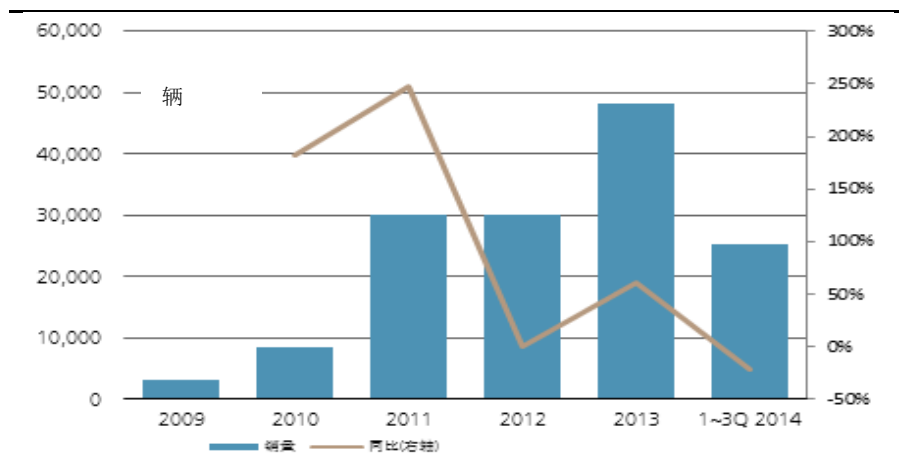
凯迪拉克：受欢迎的豪华车，国产化可能降低成本

我们预计凯迪拉克未来 3 年销售年均复合增速有望达到 23%，成为上海汽车净利润一个明显的贡献来源。我们预计 2015/16/17 年凯迪拉克销量将分别达到 54,500/64,675/72,850 辆，年均复合增速为 17%。凯迪拉克的官方指导价

为 289,000 元至 449,000 元，与其他入门级豪华车相比相对较低。由于通用汽车进行密集的促销，凯迪拉克有望成为上海通用未来 10 年利润的一个重大来源。

我们认为凯迪拉克销售增速将高于行业平均水平。2013 年上海通用销售凯迪拉克 48,095 辆，同比增长 60.2%。同一时期，整个汽车行业销量同比增长 15.7%至 17,928,000 辆。我们预计凯迪拉克未来 3 年将保持高于行业平均水平的销量增速。

图表 28: 凯迪拉克中国市场销量和增长率



来源: 中国汽车工业协会

通过“双十”战略实施国产化。2013 年 2 月，上海通用总经理制定了凯迪拉克 2015 年销量达到 10 万辆的目标，并力争 2020 年占中国豪华车市场 10% 份额。上海通用还计划将在 2013-2017 年期间每年将至少推出一款换代版的凯迪拉克。

图表 29: 凯迪拉克的“双十”战略

时间	事件
2013 年 2 月 25 日	凯迪拉克 XTS 上市
2013 年 2 月	凯迪拉克制定“双十战略”：1) 2015 年销量将达到 10 万辆；2) 2020 年占中国豪华车市场 10% 以上份额。
2013 年 6 月 19 日	凯迪拉克上海金桥工厂奠基
2014 年 2 月	通用汽车 CEO 在上任一个月内访问中国，提出两个策略：1) 加快对西部地区的渗透；2) 提高凯迪拉克销量
2014 年 8 月 15 日	凯迪拉克 ATS-L 上市

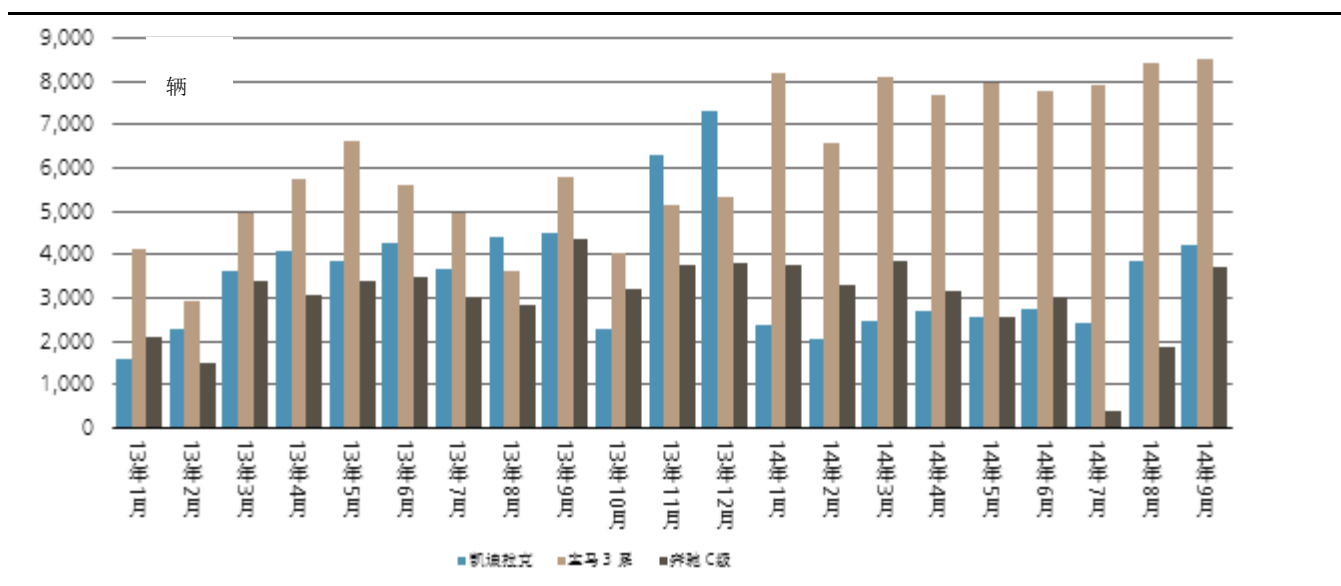
来源: 公司数据

图表 30: 竞争车型对比

车型	种类	价格 (元)	排量 (L)	最大扭矩 (N·m/rpm)	变速器	轴距 (mm)	长*宽*高 (mm)	油耗 (L/100km)
凯迪拉克 ATS-L (2014)	28T	338,800	2.0L	400/2900-4600	6 速自动	2860	4730×1824×1421	8.6
奔驰 C 级 (2015)	C 200L	369,000	2.0L	300/1200-4000	7 速自动	2920	4783×1810×1442	8/5.3/6.3
宝马 3 系 (2015)	320i	320,000	2.0L	270/1250-4500	8 速自动	2810	4624×1811×1455	6.7
凯迪拉克 ATS (2014)	28T	328,000	2.0L	353/1800-5500	6 速自动	2775	4644×1805×1427	11.3/7.1/8.7

来源: 汽车之家

图表 31: 凯迪拉克、宝马 3 和奔驰 C 的销量



来源: 中国汽车工业协会

克鲁兹：凭借原有车型和换代车型，专注 A+级市场

我们预计克鲁兹未来 3 年的销量年均复合增速有望达到 13.3%。我们预计 2015/16/17 年克鲁兹销量将达到 275,000/316,000/364,000 辆，年均复合增长 13.3%。

克鲁兹换代车型需求增加。克鲁兹 2014 年 1-10 月累积销量达到 210,000 辆，同比增长 6%。雪佛兰克鲁兹于 2009 年在中国市场上市，得到市场高度认可。过去 6 年累积销量达到 1,700,000 辆。2014 年 8 月推出的换代版克鲁兹定位于高表现的 A+级市场，主要以驾驶乐趣为卖点，我们预计将对消费者有吸引力。

图表 32: 中国合资汽车厂商的车型

特征	品牌				
	通用	大众	丰田	福特	本田
A+ (高性价比)	凯越	桑塔纳 (新), 昕锐	花冠	福睿斯, 福克斯 (老)	凌派, 锋范
A (主流配置)	克鲁兹 (老)	朗逸, 朗行, 朗境, 桑塔纳, 明锐, 速腾, 宝来	卡罗拉, 雷凌	福克斯 (新)	思域
A- (运动型)	英朗 (新), 克鲁兹 (新)	奥迪 A3, Golf	-	-	-

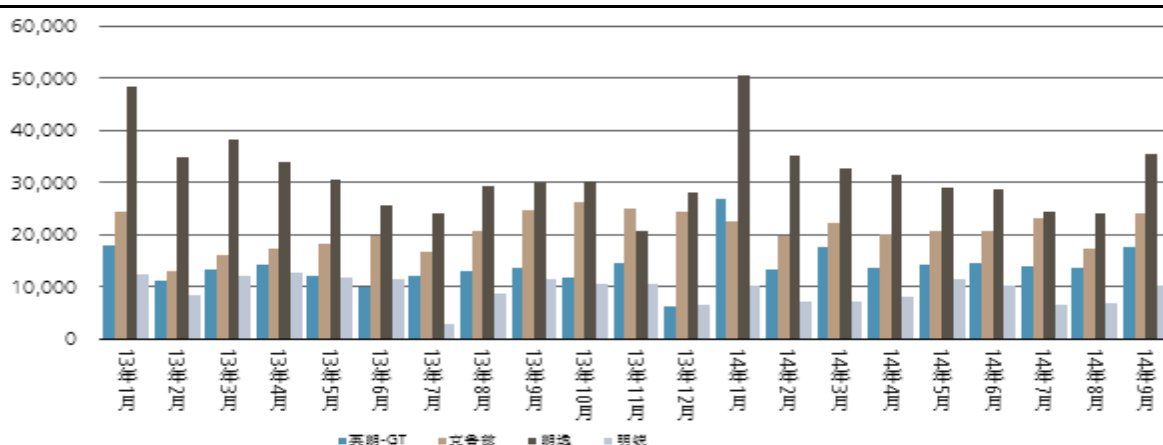
来源: 公司数据

图表 33: 竞争车型对比

车型	种类	价格 (元)	排量 (L)	最大扭矩 (N·m/rpm)	变速器	轴距 (mm)	长*宽*高 (mm)	油耗 (L/100km)
明锐(2015)	1.4T DSG	166,900	1.4L	250/1750-3000	7 速双离合	2686	4659×1814×1460	8.1/5.4/6.4
克鲁兹(2015)	1.4T	149,900	1.4L	235/1600-4000	7 速双离合	2662	4567×1786×1454	5.9
朗逸(2015)	1.4TSI DSG	156,900	1.4L	225/1400-3500	7 速双离合	2610	4605×1765×1460	5.7
英朗 XT (2013)	1.6T	177,300	1.4L	235/2200-5600	6 速自动	2685	4671×1815×1478	8.2

来源: 汽车之家

图表 34: 英朗-GT、克鲁兹、朗逸和明锐的销量



来源: 中国汽车工业协会

昂科威: 提升别克的产品结构

我们预计昂科威未来 3 年的销量年均复合增速有望达到 25.5%。我们预计 2015/16/17 年昂科威销量将达到 62,000/85,000/97,750 辆, 年均复合增长 25.5%。

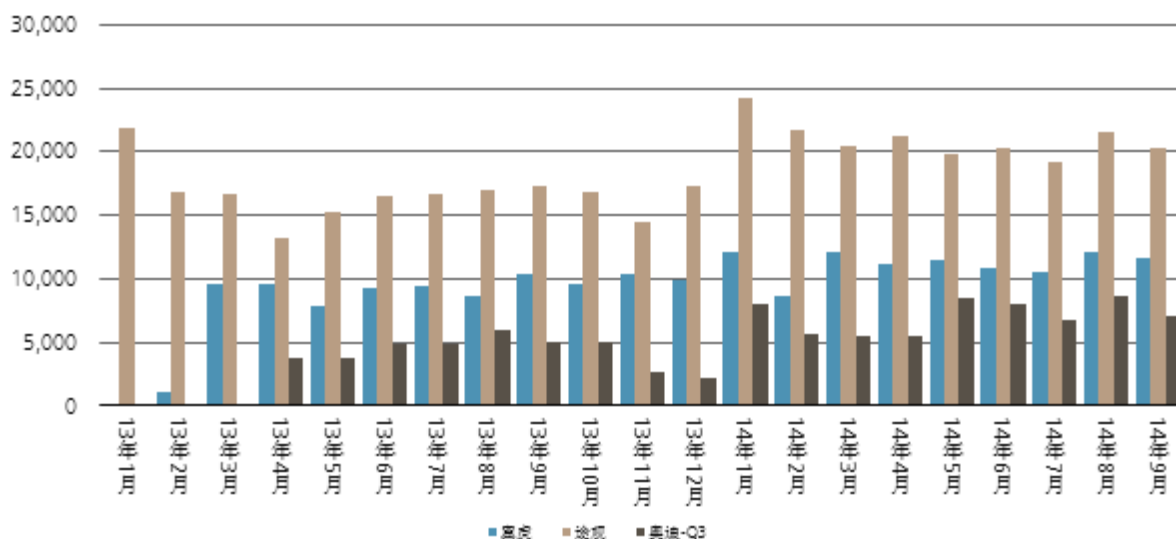
昂科威着重于中型 SUV 市场, 2015 年预计将贡献上海通用营收 6.3%。昂科威于 2014 年 10 月上市; 尽管设计成一款中型 SUV, 但该车型事实上是瞄准那些想要更大空间、更强动力的紧凑型 SUV 买家。紧凑型 SUV 在中国市场上的利润率非常高。上海大众途观和福特翼虎等典型车型的毛利率在 30% 以上。尽管上海通用也有昂科拉、昂科雷和科帕奇等各种 SUV 车型, 但没有紧凑型 SUV 产品。就驾驶体验、安全性和内饰而言, 我们认为昂科威的前景相对而言好于其他竞争车型。我们认为昂科威将为上海通用带来明显的盈利贡献。

图表 35: 竞争车型对比

车型	种类	价格(元)	排量(L)	最大扭矩(N·m/rpm)	变速器	轴距(mm)	长*宽*高(mm)	油耗(L/100km)
昂科威(2014)	28T	269,900	2.0L	353/2000-5300	6 速自动	2750	4667×1839×1694	10.6/7.5/8.8
途观(2015)	1.8TSI	253,800	1.8L	250/1500-4500	6 速自动	2684	4506×1809×1685	8.6
翼虎(2013)	1.6L GTDi	193,800	1.6L	240/1750-4500	6 速自动	2690	4524×1838×1685	11.3/6.2/8
奥迪-Q3(2015)	30 TFSI	289,800	1.4L	250/1750-3000	6 速双离合	2603	4385×1831×1589	6.4

来源: 汽车之家

图表 36: 翼虎、途观和奥迪 Q3 的销量



来源: 中国汽车工业协会

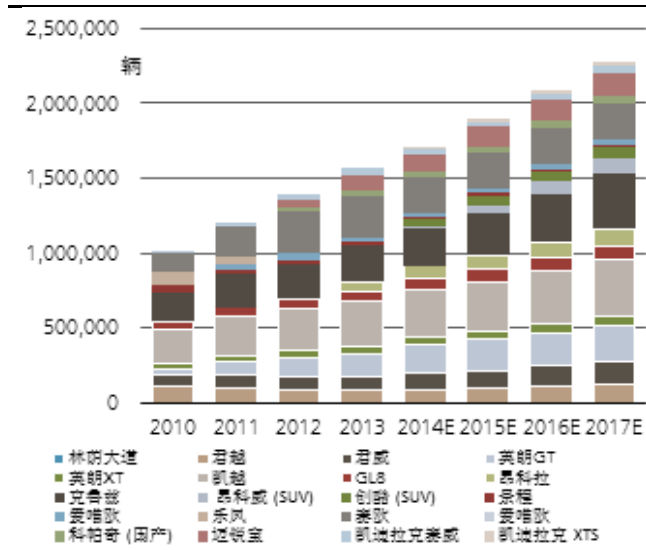
财务分析

图表 37: 上海通用的财务比率

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
平均售价(元)	12,566	12,778	12,397	12,613	12,849	13,179	13,212	13,050
毛利率	30.8%	30.8%	29.6%	29.2%	30.2%	30.5%	30.6%	31.4%
销售费用率	4.5%	5.6%	6.2%	6.5%	6.5%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用率	4.7%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.5%
营运利润率	16.5%	15.6%	13.9%	13.4%	13.6%	14.1%	14.0%	14.7%
净利润率	12.6%	11.9%	10.6%	10.1%	10.3%	10.7%	10.7%	11.1%

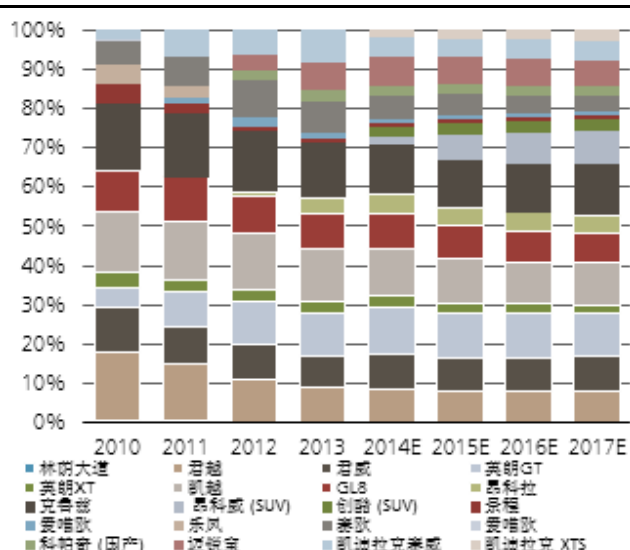
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 38: 上海通用的销量分布



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 39: 上海通用的营收分布



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

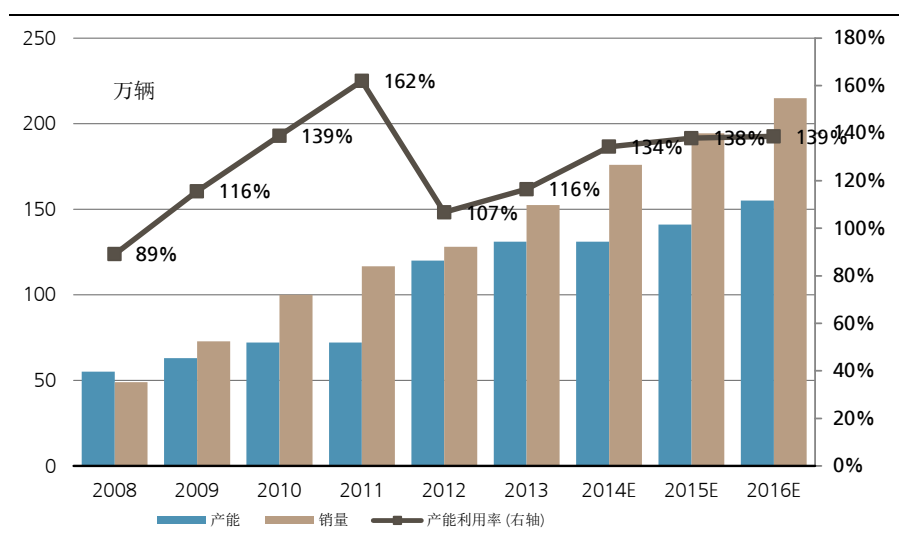
上海大众：新车型和产能扩张或助推未来 3 年净利润每年增长 11.4%

产品分析

主要受途观、帕萨特和朗逸销售增长推动，我们预计 2015/16/17 年上海大众销量将达到 194.6/214.9/232.6 万辆，年均复合增长 10%。

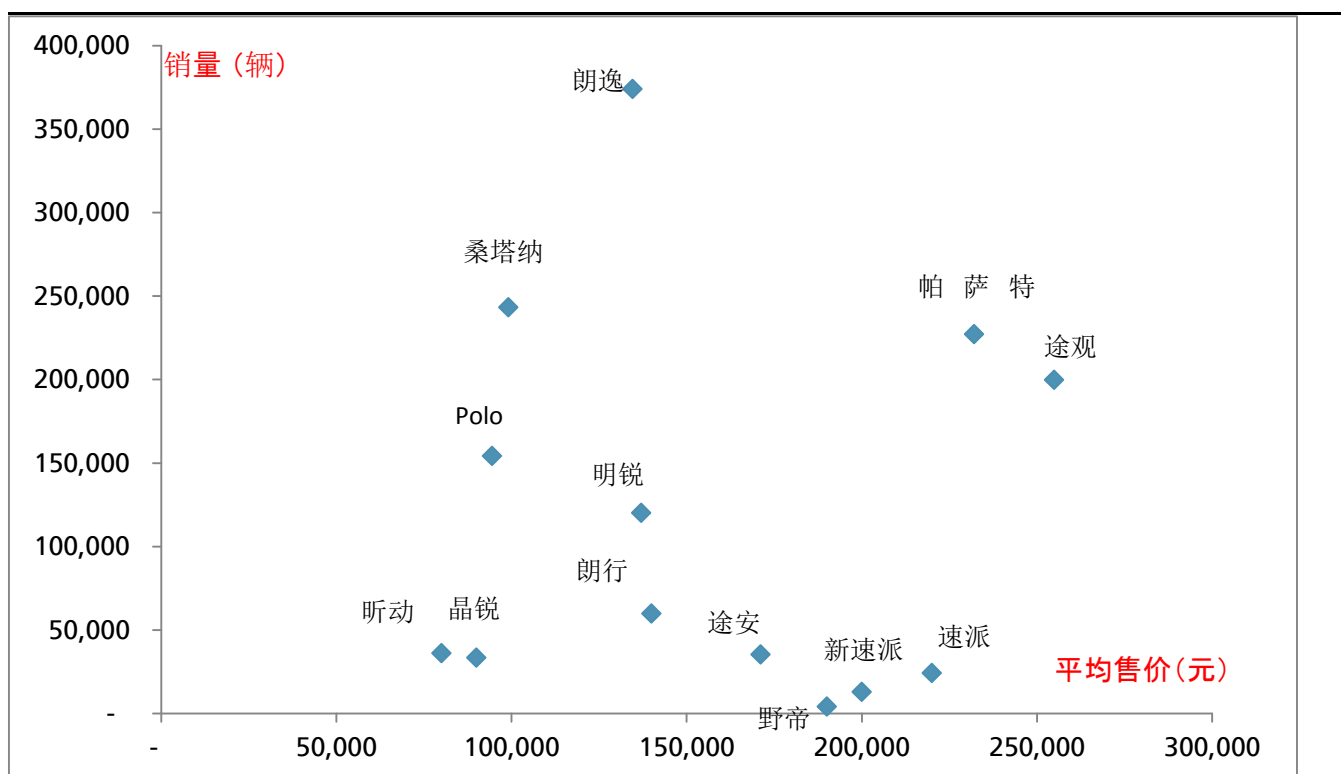
上海大众未来两年计划扩大产能并推出新车型。过去 2-3 年，产能不足问题一直是限制上海大众提高销量的瓶颈。为解决这一问题，上海大众计划未来两年两次扩充产能。2013 年 10 月，上海大众已经将年产能扩大至 175 万辆，2015 年可能将产能进一步提高至 200 万辆。

图表 40: 上海大众的产能利用率



来源: 中国汽车工业协会, 瑞银证券估算

图表 41: 上海大众产品结构: 销量对比平均售价 (2013 年)



来源: CAAM, 瑞银证券估算

上海大众计划未来两年再推 11 款新车型或换代车型。我们认为未来两年上海大众的市场份额可能扩大, 主要原因包括: 1) 帕萨特和途观进行了车型换代, 销量或有保障; 2) 上海大众新推出的 A+级车、C 级车和中型 SUV 进一步丰富了产品组合。

图表 42: 上海大众的产品规划

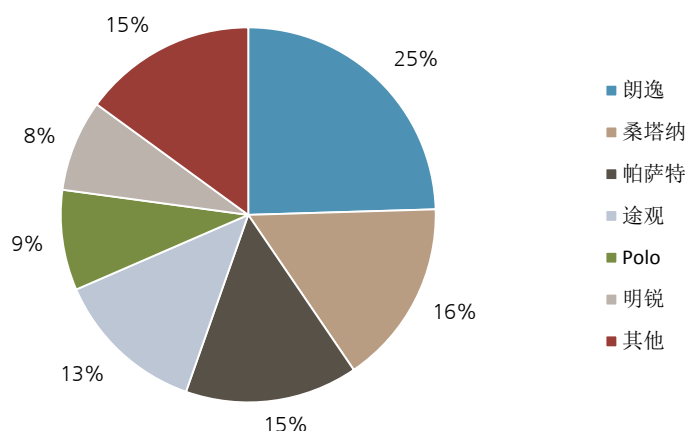
公司	品牌	车型	类型	车型情况	上市时间
大众	大众	凌渡	A	新车型	2015
	大众	A 级轿车	A	新车型	2015
	大众	B 级 SUV	SUV	新车型	2016
	大众	C 级轿车	C	新车型	2016
	大众	新途安	MPV	换代	2015
	大众	新途观	SUV	换代	2016
	斯柯达	昕动	A	新车型	2014
	斯柯达	A+ SUV	SUV	新车型	2016
	斯柯达	新科帕奇	A	换代	2014
	斯柯达	晶锐	A	换代	2014
斯柯达	新速派	B	换代	2015	

来源: 公司数据

2014 年 1-3 季度销量增长 16%。上海大众 2014 年 9 月销量为 145,008 辆, 同比增长 2.4%。2014 年 1-3 季度, 上海大众累积实现销量 1,348,529 辆, 同比

增长 15.9%，主要受朗逸、桑塔纳、帕萨特和途观的销量推动（分别占总销量 25%、16%、15%和 13%）。

图表 43: 上海大众销量分布（2013 年）



来源:中国汽车工业协会

我们认为帕萨特、途观和朗逸未来可能将会对销量有重大影响，我们的深度分析如下：

途观：SUV 市场领导者

我们预计途观未来 3 年销量年均复合增速为 15.3%。我们预计途观未来 3 年销量将分别为 250,000/300,000/346,000 辆，年均复合增长 15.3%。

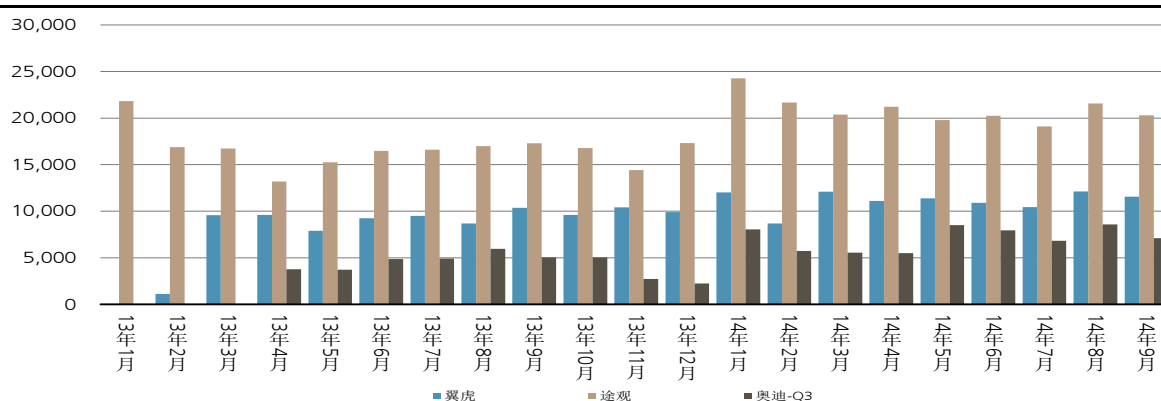
高需求带来高销量。2014 年 1-3 季度，上海大众售出途观 188,540 辆，占总销量 14%。途观是大众最受欢迎的车型之一。上市 4 年来，途观累积销量已经达到 760,000 辆。我们预计途观将继续保持良好的销售势头，并期待其未来再创销量新高。

图表 44: 竞争车型分析

车型	种类	价格(元)	排量(L)	最大扭矩(N·m/rpm)	变速器	轴距(mm)	长*宽*高(mm)	油耗(L/100km)
途观 (2015)	1.8 TSI	253,800	1.8L	250/1500-4500	6 速自动	2684	4506×1809×1685	8.6
翼虎 (2013)	1.6L GTDi	193,800	1.6L	240/1750-4500	6 速自动	2690	4524×1838×1685	11.3/6.2/8
昂科威(2014)	28 T	269,900	2.0L	353/2000-5300	6 速自动	2750	4667×1839×1694	10.6/7.5/8.8
奥迪-Q3 (2015)	30 TFSI	289,800	1.4L	250/1750-3000	6 速双离合	2603	4385×1831×1589	6.4

来源:汽车之家

图表 45: 翼虎、途观和奥迪-Q3 销量



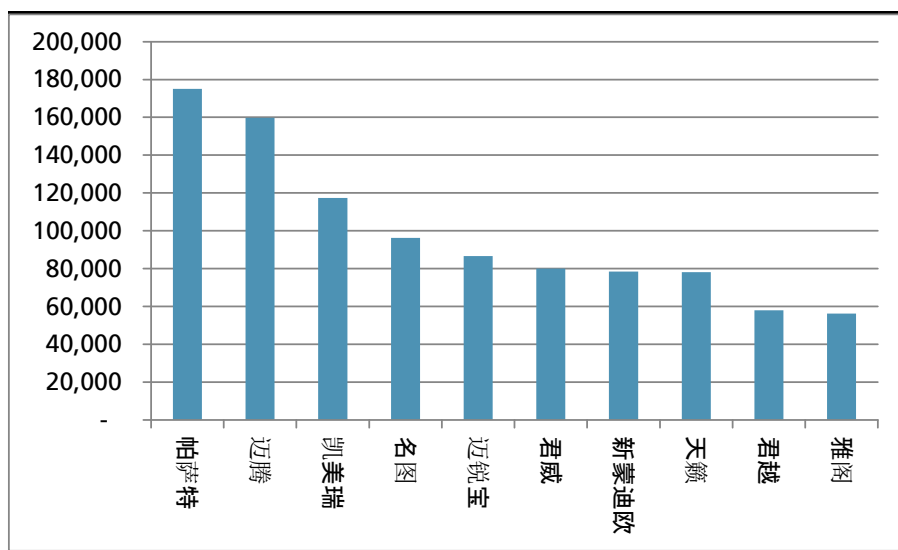
来源: 中国汽车工业协会

帕萨特： B 级车市场主导者

我们预计帕萨特未来 3 年销量年均复合增速为 7.3%。我们预计 2015/16/17 年帕萨特销量为 260,000/280,000/300,000 辆，年均复合增长 7.3%。

有望继续保持销量纪录。2014 年 1-3 季度，上海大众售出帕萨特 175,005 辆，在 B 级车市场排名第一。上海大众自 2011 年 4 月推出换代版帕萨特后，2012 和 2013 年均销量达到 23 万辆。帕萨特占 B 级车市场 11.2% 份额，是唯一达到这样的市场地位的 B 级车型。自 3 年前新帕萨特上市以来，累积销量已经接近 60 万辆。帕萨特因此成为中国 B 级车市场首个累积销量突破 160 万辆大关的车型。

图表 46: B 级车市场销量排名（2014 年 1-3 季度）



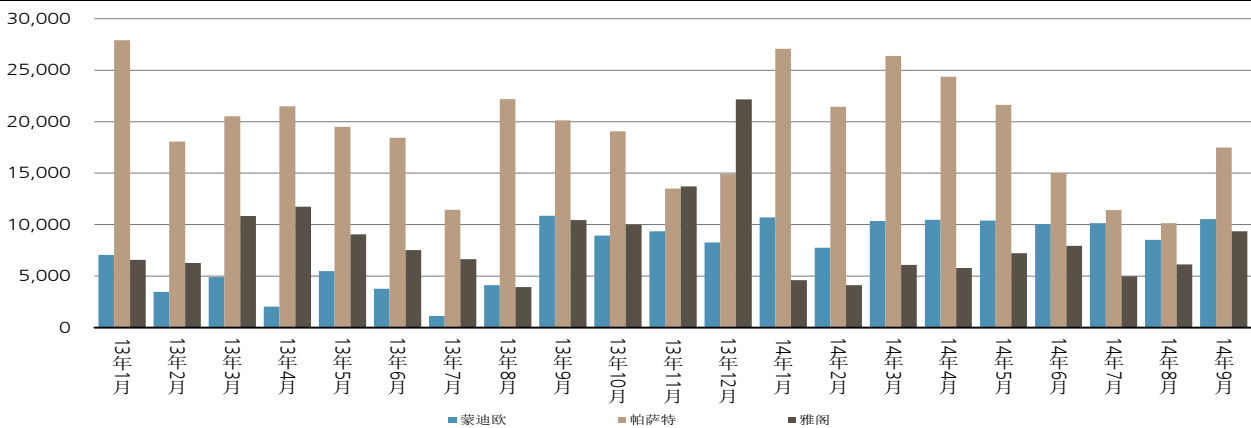
来源: 中国汽车工业协会

图表 47: 竞争车型对比

车型	种类	价格 (元)	排量 (L)	最大扭矩 (N·m/rpm)	变速器	轴距 (mm)	长*宽*高(mm)	油耗 (L/100km)
帕萨特(2015)	1.8TSI DSG	233,800	1.8L	250/1500-4500	7 速双离合	2803	4870×1834×1472	7.6
雅阁(2014)	2.0L EXN	216,800	2.0L	190/4300	无级变速	2775	4930×1845×1470	10.4/5.9/7.6
蒙迪欧(2013)	2.0L GTDi200	202,800	2.0L	340/3000	6 速自动	2850	4860×1854×1480	7.9
迈腾(2015)	1.8TSI	232,800	1.8L	250/1500-4500	7 速双离合	2812	4865×1820×1475	-

来源: 汽车之家

图表 48: 蒙迪欧、帕萨特和雅阁的销量



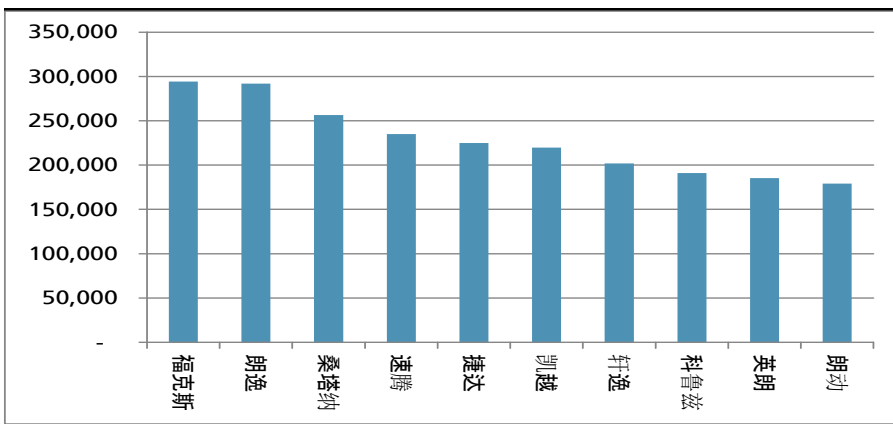
来源: 中国汽车工业协会

朗逸：超过福克斯，成为 A 级车市场销量冠军

我们预计朗逸未来 3 年销量年均复合增速为 8%。我们预计未来 3 年朗逸销量将依次为 420,000/460,000/495,000 辆，年均复合增长 8%。

2014 年 9 月 A 级车市场销售冠军。2014 年 9 月朗逸销量同比增长 18.1%，达到 35,380 辆，超过福克斯 (33,311 辆)。2014 年 1-3 季度，上海大众售出朗逸 291,941 辆，在 A 级车市场排名第二，仅略低于福克斯的 294,304 辆。由于朗逸表现稳定、技术精湛、并采用了特别根据中国人驾驶习惯设计的驾驶系统，该车型自 2008 年 6 月推出以来一直受到众多中国消费者欢迎。

图表 49: A 级车销量排名 (2014 年 1-3 季度)



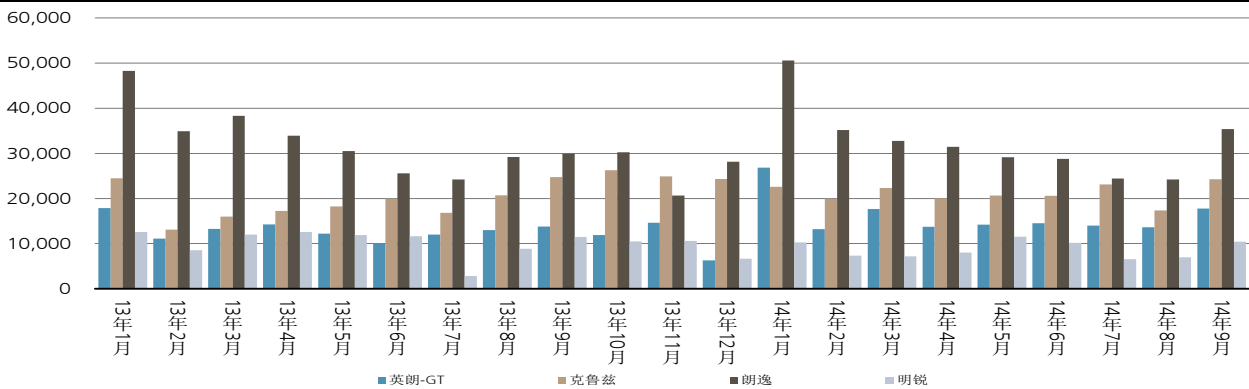
来源: CAAM

图表 50: 竞争车型对比

车型	种类	价格(元)	排量(L)	最大扭矩(N·m/rpm)	变速器	轴距(mm)	长*宽*高	油耗(L/100km)
朗逸(2015)	1.4TSI DSG	156,900	1.4L	225/1400-3500	7 速双离合	2610	4605×1765×1460	5.7
明锐(2015)	1.4T DSG	166,900	1.4L	250/1750-3000	7 速双离合	2686	4659×1814×1460	8.1/5.4/6.4
克鲁兹(2015)	1.4T	149,900	1.4L	235/1600-4000	7 速双离合	2662	4567×1786×1454	5.9
英朗-GT(2013)	1.6T	177,300	1.6L	235/2200-5600	6 速自动	2685	4671×1815×1478	8.2

来源: 汽车之家

图表 51: 朗逸、明锐、克鲁兹和英朗-GT 的销量



来源: 中国汽车工业协会

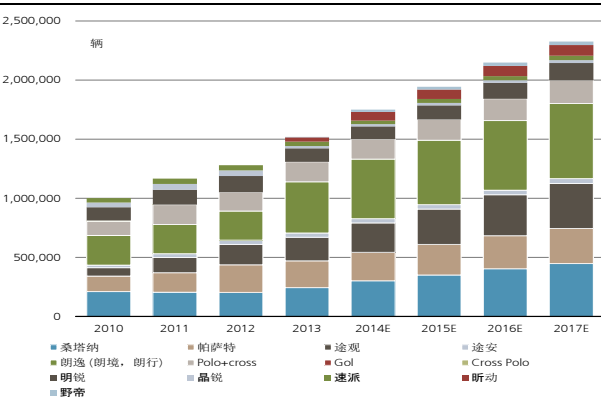
财务分析

图表 52: 上海大众的财务比率

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
平均售价(元)	12,376	13,263	13,392	13,143	13,050	13,110	13,097	12,882
毛利率	30.0%	29.9%	31.2%	31.1%	32.2%	32.5%	33.0%	32.8%
销售费用率	6.6%	5.8%	5.5%	5.2%	5.2%	4.8%	4.6%	4.4%
管理费用率	7.0%	5.6%	5.6%	5.4%	5.2%	4.9%	4.6%	4.5%
营运利润率	10.9%	13.0%	14.7%	15.1%	16.4%	16.3%	17.0%	17.3%
净利润率	8.4%	10.4%	11.7%	12.1%	13.1%	13.1%	13.6%	13.8%

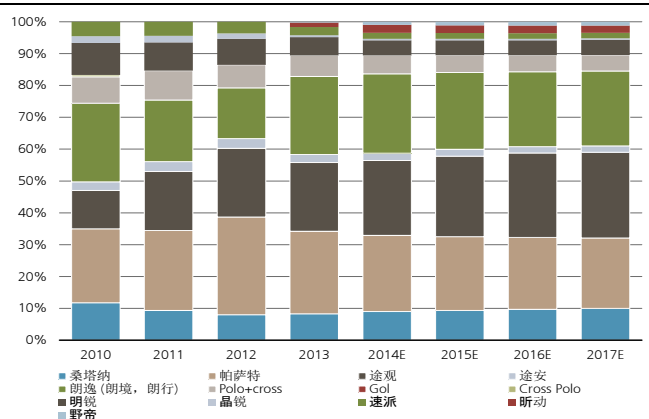
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 53: 上海大众的销量分布



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 54: 上海大众的营收分布



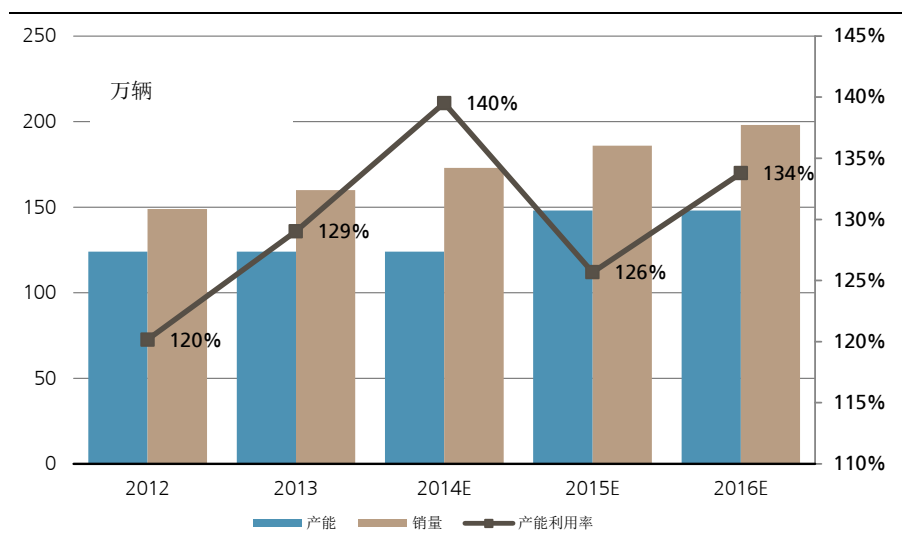
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

上汽通用五菱：MPV 销售强劲，公司未来 3 年净利润有望每年增长 10.3%

产品分析

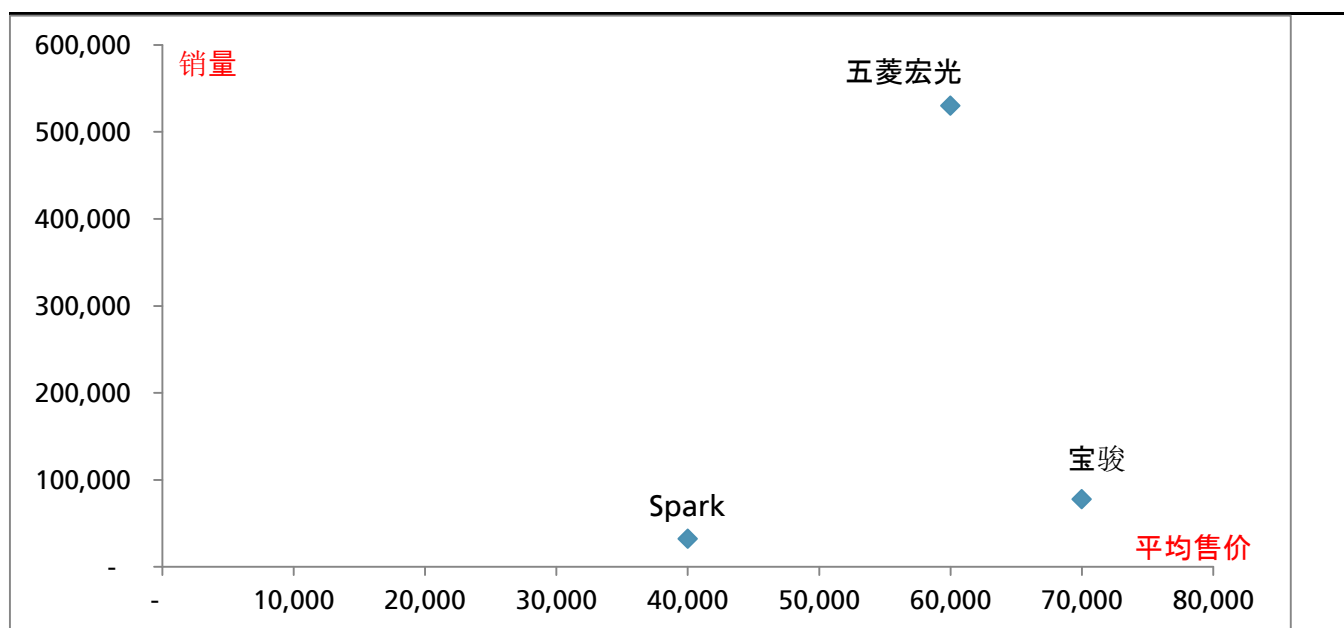
主要得益于 MPV 产品销量快速增长，我们预计上汽通用五菱 2015/16/17 年销量将达到 186.5/198.0/210.3 万辆，年均复合增长 6.8%。

图表 55: 上汽通用五菱的产能利用率



来源: 中国汽车工业协会, 瑞银证券估算

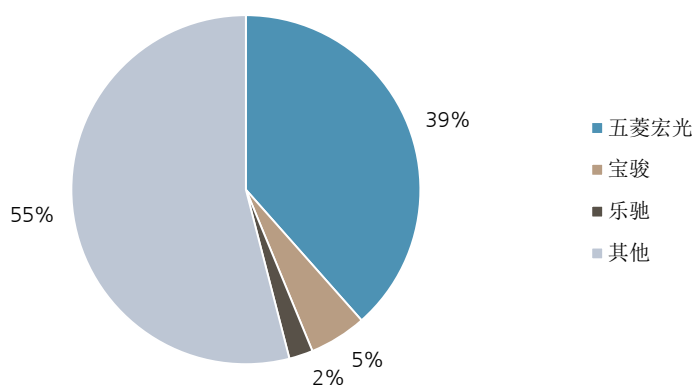
图表 56: 上汽通用五菱产品结构：销量对比平均售价（2013 年）



来源: CAAM, 瑞银证券估算

2014年1-3季度销量增长13%。上汽通用五菱2014年9月完成销量137,249辆，同比增长10.2%。2014年1-3季度，上汽通用五菱累积销量达到1,169,776辆，同比增长12.5%。五菱宏光和宝骏占总销量比重最大。2013年，五菱宏光和宝骏分别贡献了总销量的55%和5%。

图表 57: 上汽通用五菱的销量分布 (2013年)



来源: 中国汽车工业协会

我们认为宝骏和五菱宏光未来可能将会对销量有重大影响，我们的详细分析如下：

宝骏：产能扩张有望推动销量继续增长

我们预计宝骏未来3年销量年均复合增速为10%。我们预计2015/16/17年宝骏销量为94,000/104,000/114,000辆，年均复合增长10%。

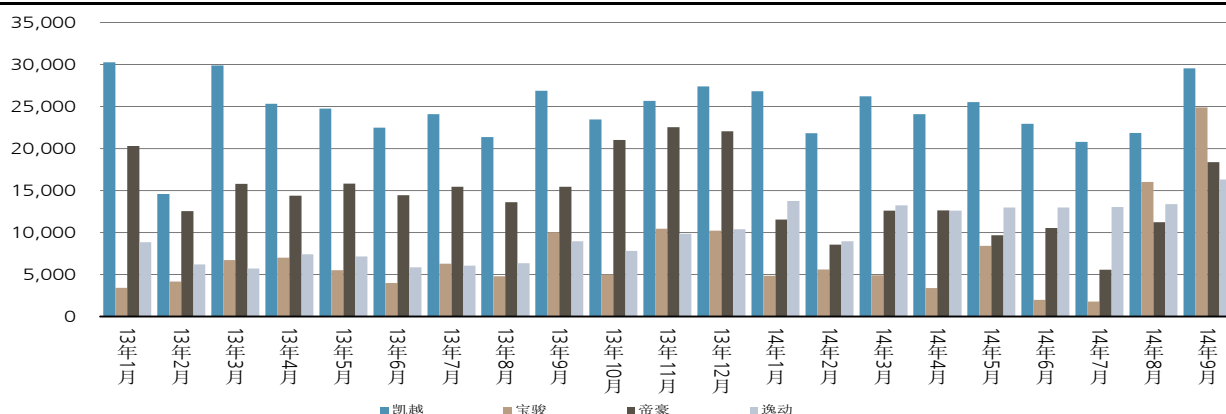
通过产能扩张和丰富的产品组合满足需求。2014年1-3季度，宝骏累积销量为71,918辆，同比增长38.4%。五菱计划2014年销量达到120,000辆，而随着需求增长产能也将扩张。宝骏二期工厂的投资可能达到22.58亿元，总产能将因此增加至725,000辆。为了更好地覆盖细分市场，我们预计宝骏今后将至少每年推出一款新车型。

图表 58: 竞争车型对比

车型	种类	价格(元)	排量(L)	最大扭矩(N·m/rpm)	变速器	轴距(mm)	长*宽*高(mm)	油耗(L/100km)
宝骏 630 (2014)	1.5L	78,800	1.5L	147/3600-4000	6速自动	2640	4597×1736×1462	7
帝豪(2014)	1.5L CVT	87,800	1.5L	140/4400	无极变速	2650	4631×1789×1470	7.9/4.8/5.9
逸动 (2014)	1.6L	83,900	1.6L	160/4000-5000	4速自动	2660	4620×1820×1490	8.8/5.6/6.8
凯越(2013)	1.5L	101,900	1.5L	141/4000	6速自动	2600	4515×1725×1445	10.7/5.8/7.6

来源: 汽车之家

图表 59: 凯越、宝骏、帝豪和逸动的销量

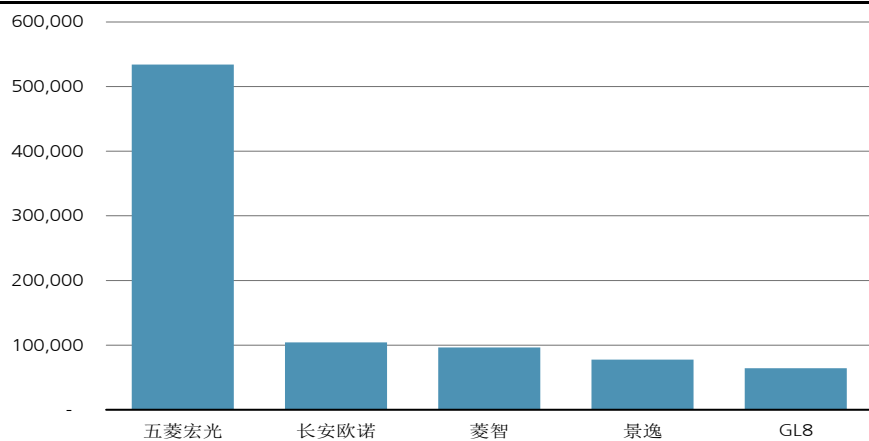


来源: 中国汽车工业协会

五菱宏光: 占 MPV 市场一半份额, 处于主导地位

MPV 市场占主导地位的车型。2014 年 1-3 季度, 五菱宏光累积销量为 534,282 辆, 同比增长 57.5%, 市场占有率接近 50%; 并且 2014 年前 3 季度累积销量已经超过了 2013 年全年的总销量。自从今年 2 月被归入 MPV 车型以来, 五菱宏光销量已经达到 530,050 辆, 市场占有率接近 40%。我们预计五菱宏光 2014 全年销量有望达到 70 万辆。

图表 60: MPV 销量排名 (2014 年 1-3 季度)



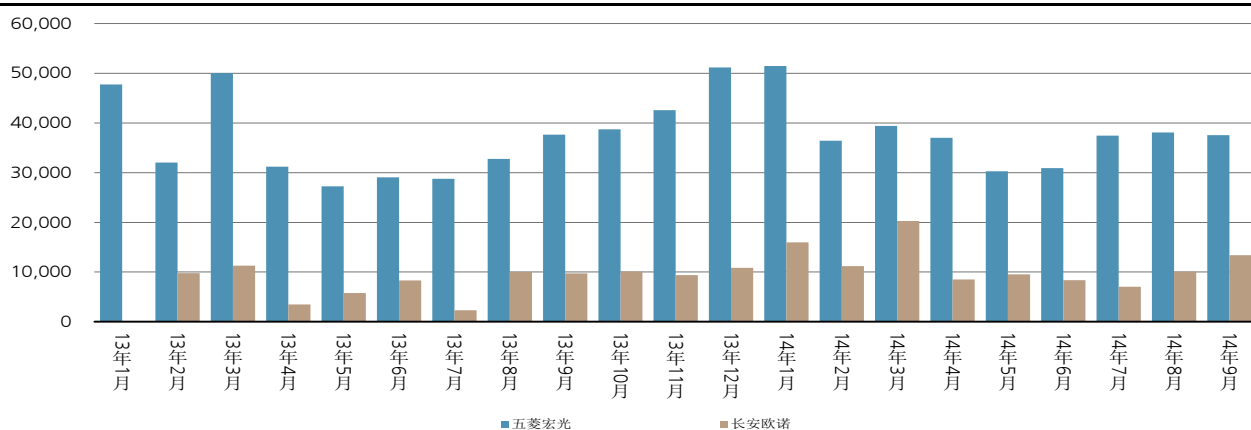
来源: 中国汽车工业协会

图表 61: 竞争车型对比

车型	种类	价格 (元)	排量 (L)	最大扭矩 (N·m/rpm)	变速器	轴距 (mm)	长*宽*高 (mm)	油耗 (L/100km)
五菱宏光 (2014)	1.2L M	48,800	1.2L	108/4400-4800	5 速手动	2720	4305×1680×1750	-
长安欧诺 (2014)	1.3L	45,400	1.3L	120/-	5 速手动	2750	4360×1685×1850	8.7/5.6/6.9
五菱之光 (2014)	1.2L 6413B	35,800	1.2L	116/3600-4000	5 速手动	2750	4100×1510×1830	7.1

来源: 汽车之家

图表 62: 五菱宏光和长安欧诺的销量



来源: 中国汽车工业协会

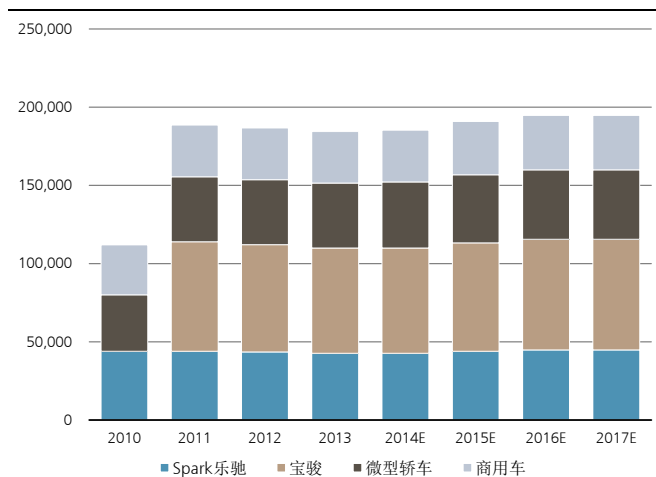
财务分析

图表 63: 上汽通用五菱的财务比率

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
平均售价(元)	30,926	35,530	35,927	35,783	36,386	37,498	38,290	38,333
毛利率	22.1%	21.0%	19.0%	18.9%	18.9%	18.5%	18.7%	18.8%
销售费用率	4.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
管理费用率	4.2%	3.6%	3.4%	3.2%	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%
营运利润率	10.0%	7.5%	6.0%	6.0%	6.3%	6.2%	6.4%	6.6%
净利润率	8.5%	6.3%	5.1%	5.1%	5.4%	5.2%	5.5%	5.6%

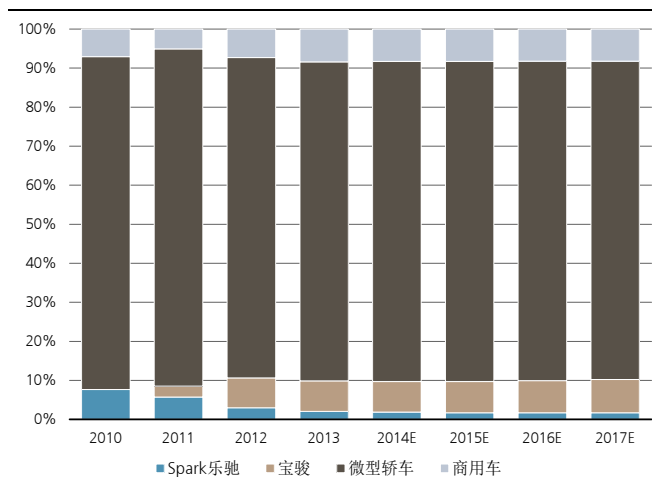
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 64: 上汽通用五菱的销量分布



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 65: 上汽通用五菱的营收分布



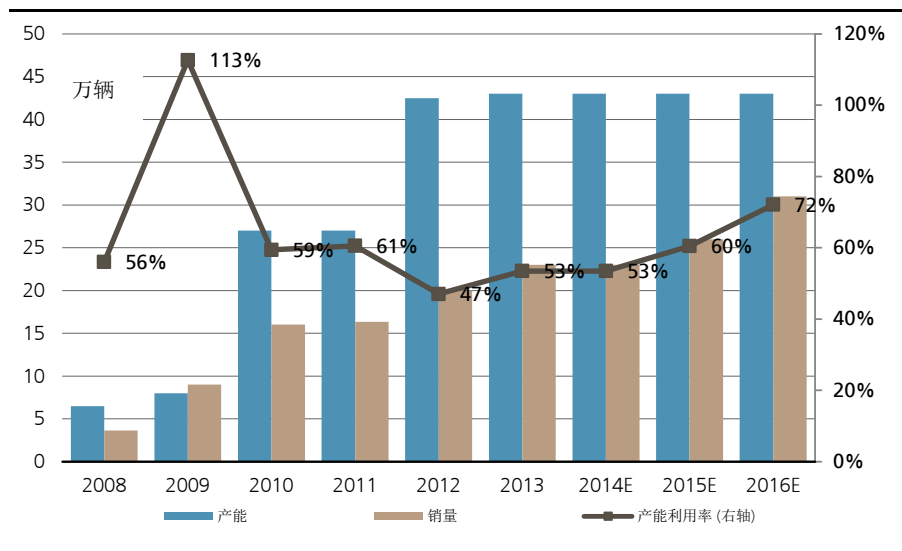
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

自主品牌：荣威和 MG 销量大幅下滑，下调销量目标

产品分析

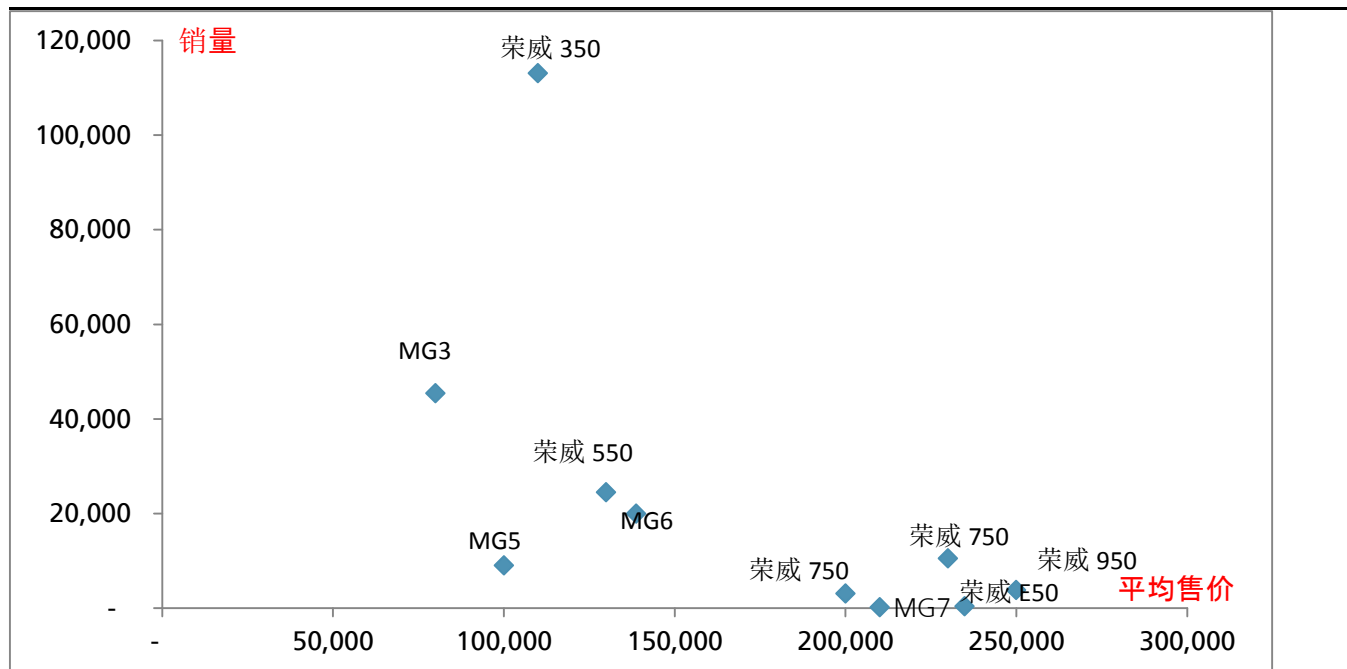
我们预计 2015/16/17 年自主品牌汽车销量为 26.0/31.2/39.1 万辆，年均复合增长 19%。

图表 66: 自主品牌产能利用率



来源: 中国汽车工业协会, 瑞银证券估算

图表 67: 自主品牌产品结构：销量对比平均售价（2013）

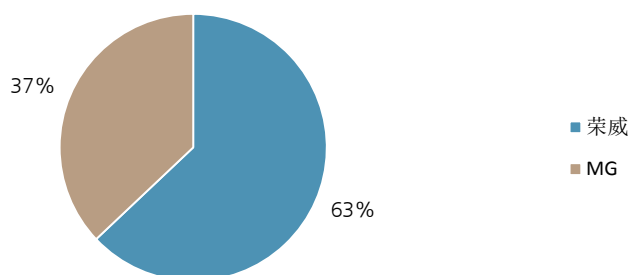


来源: CAAM, 瑞银证券估算

2014 年 1-3 季度销量下降 15%。2014 年 9 月自主品牌单月销量为 11,409 辆，同比下降 44.9%。2014 年 1-3 季度，自主品牌累积销量为 132,759 辆，同比

下降 15%，其中荣威和 MG 的销量分别占 63%和 37%。荣威和 MG 最初的合计销量目标为 260,000 辆，最近公司将目标下调至 200,000 辆，下调了 23%。

图表 68: 自主品牌的销量分布（2013 年）



来源:CAAM

我们认为荣威和 MG 是自主品牌中的主力产品，未来可能将会对公司销量产生重大影响。我们的深度分析如下：

荣威：预计将通过 APEC 的机会扭转下跌趋势

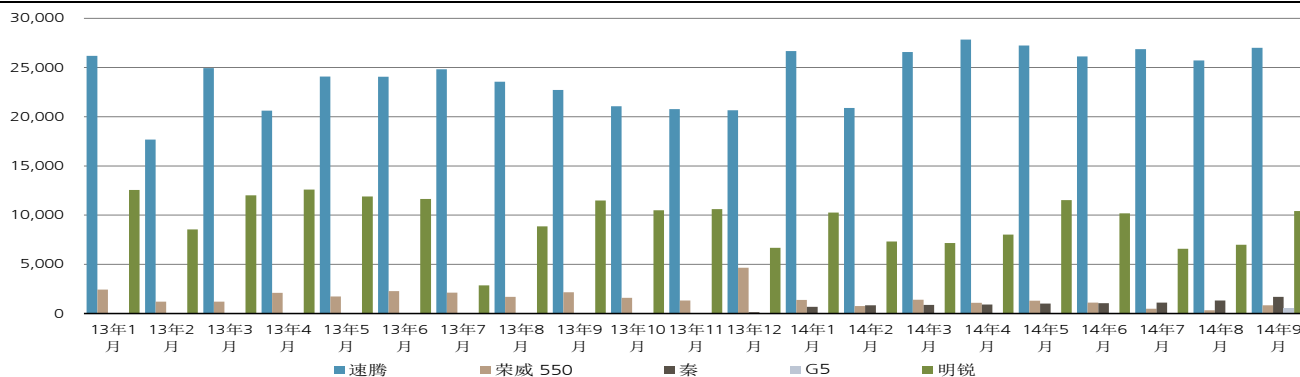
荣威获选成为 APEC 会议的指定用车，有望带动销量增长。2014 年 1-3 季度，荣威累积销量为 84,552 辆，同比下降 11.5%。20 辆荣威 950 被指定为 2014 年北京 APEC（亚太经合组织）会议的指定用车。我们认为这样的机会将帮助提升荣威的品牌形象，也会帮助提升自主品牌汽车整体的品牌形象。

图表 69: 竞争车型对比

车型	种类	价格(元)	排量(L)	最大扭矩(N·m/rpm)	变速器	轴距(mm)	长*宽*高(mm)	油耗(L/100km)
荣威 550 (2014)	550S 1.8L	139,800	1.8L	170/4800	6 速双离合	2705	4648×1827×1483	8
比亚迪 G5 (2014)	1.5TID	93,900	1.5L	240/1750-3500	6 速自动	2670	4700×1790×1480	6.5
明锐 (2015)	1.6L	121,800	1.6L	155/3750	6 速自动	2578	4569×1769×1462	6.2
速腾 (2014)	1.4TSI	155,800	1.4L	220/1750-3500	7 速 DSG	2651	4644×1778×1482	6.4
秦 (2014)	1.5T	189,800	1.5L	240/1750-3500	6 速双离合	2670	4740×1770×1480	-/-/1.6

来源:汽车之家

图表 70: 速腾、荣威 550、秦、G5 和明锐的销量



来源: CAAM

MG: 销量大幅下滑, 需丰富产品组合

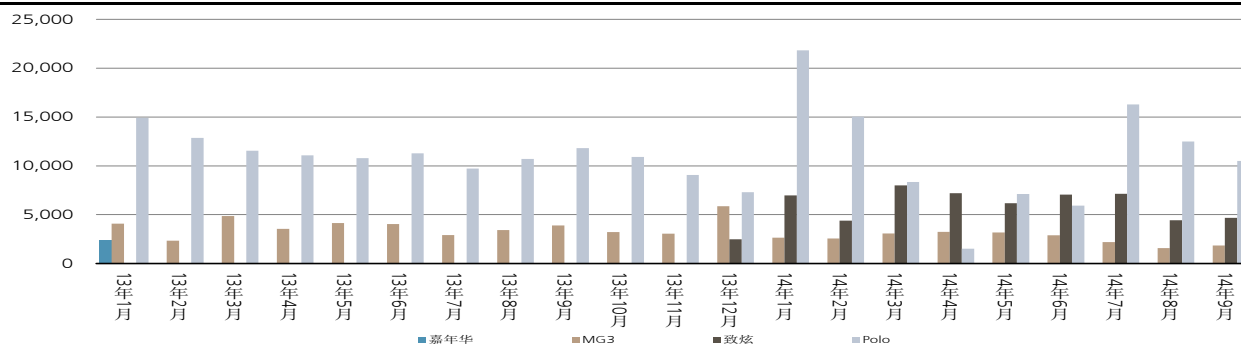
销量大幅下跌, 需重塑品牌。2014 年 1-3 季度, MG 累积销量为 39,721 辆, 同比下降 24.2%。我们认为产品结构可能是导致销售情况糟糕的主要原因。我们预计 MG 将推出一款城市 SUV 新车型以丰富产品组合, 推出时间可能会在 2014 年底或 2015 年初。

图表 71: 竞争车型对比

车型	种类	价格(元)	排量(L)	最大扭矩(N·m/rpm)	变速器	轴距(mm)	长*宽*高(mm)	油耗(L/100km)
MG 3 (2014)	1.5L	76,600	1.5L	135/4500	5 速手动	2520	4018×1728×1517	7
致炫 (2015)	1.5G	87,800	1.5L	140/4200	5 速手动	2550	4115×1700×1495	7/4.8/5.6
嘉年华 (2013)	1.5L	89,900	1.5L	140/4500	5 速手动	2495	4320×1722×1470	8.4/5.5/6.4
Polo (2014)	1.4L	85,900	1.4L	132/3800	5 速手动	2470	3970×1682×1462	7.6/4.8/5.8

来源: 汽车之家

图表 72: 嘉年华、MG3、致炫和 Polo 的销量



来源: CAAM

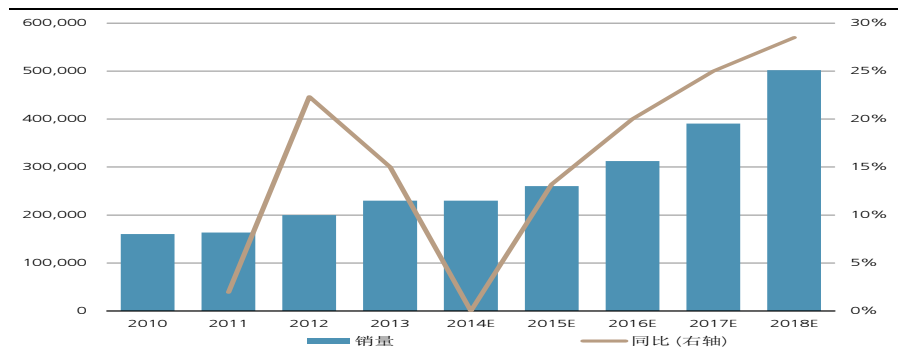
财务分析

图表 73: 上汽集团自主品牌的财务比率

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
平均售价(元)	106,099	84,905	78,363	69,613	68,917	68,227	67,545	66,870	66,201
毛利率	18.49%	12.58%	9.96%	9.00%	9.55%	9.85%	10.10%	10.36%	10.66%
销售费用率	9.47%	5.63%	11.40%	13.21%	13.00%	11.00%	5.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	80.07%	35.39%	-10.61%	68.32%	5.00%	3.00%	-8.00%	-12.00%	-13.00%
营运利润率	-11.23%	-21.50%	-20.70%	-35.09%	-31.01%	-27.14%	-15.46%	-4.63%	0.03%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 74: 自主品牌的销量预测



来源: 瑞银证券估算

财务分析

利润表

85%的利润由合资品牌所贡献。通过我们的模型分析可知，上海通用和上海通用为合并报表贡献了绝大多数的净利润。同时，按照我们的估算，上海通用和上海大众拥有较高的净利润率，分别为 10%和 12%，这主要由于公司较高的市占率和较好的产品结构。

图表 75: 上汽集团合并国内财务报表拆分 (2013 年)

合并报表净利润 (简要计算) = 收入 - 成本 - 期间费用 + 投资收益 - 少数股东权益		
会计项目	合并比例	子公司名称
收入	100%	上海通用销售公司
	100%	上海大众销售公司
	100%	上汽通用五菱
	100%	自主品牌
	100%	华域汽车
	100%	其他 (财务, 零部件和服务)
成本	100%	上海通用销售公司
	100%	上海大众销售公司
	100%	上汽通用五菱
	100%	自主品牌
	100%	华域汽车
	100%	其他 (财务, 零部件和服务)
期间费用	100%	上海通用销售公司
	100%	上海大众销售公司
	100%	上汽通用五菱
	100%	自主品牌
	100%	华域汽车
	100%	其他 (财务, 零部件和服务)
投资收益	50%	上海通用
	50%	上海大众
	49%	联合电子
	60%	上汽通用汽车金融
	50%	南京依维柯
	34%	亚普汽车部件
	50%	上海小糸车灯
	35%	上海纳铁富传动轴
	49%	上海采埃孚转向机
	40%	上海大众动力总成
	50%	泛亚汽车技术中心
	20%	大众汽车变速器公司
少数股东权益	49%	上海通用销售公司
	40%	上海大众销售公司
	49.9%	上汽通用五菱
	39.9%	华域汽车
		其他 (财务, 零部件和服务)

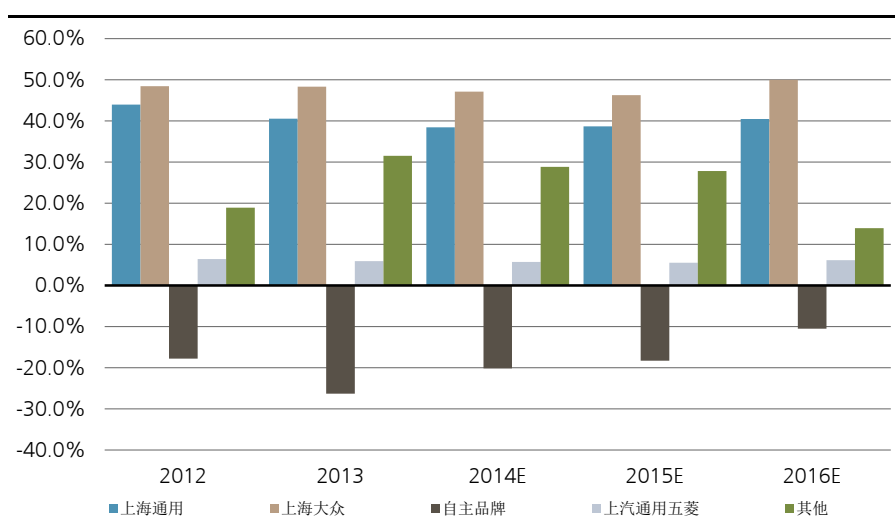
来源: 公司信息

图表 76: 上海大众和上海通用贡献了绝大多数的净利润

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
上海通用收入	154,410	172,289	198,096	219,518	249,812	275,671
集团净利润贡献	9,170	9,126	10,052	11,356	13,392	14,709
净利润贡献占比	45.3%	44.0%	40.5%	40.5%	42.1%	41.4%
净利率	11.90%	10.60%	10.10%	10.30%	10.70%	10.70%
上海大众收入	154,620	171,413	199,739	228,303	254,801	281,402
集团净利润贡献	8,049	10,052	12,068	14,992	16,630	19,174
净利润贡献占比	40%	48%	49%	54%	52%	54%
净利率	10.4%	11.7%	12.1%	13.1%	13.1%	13.6%

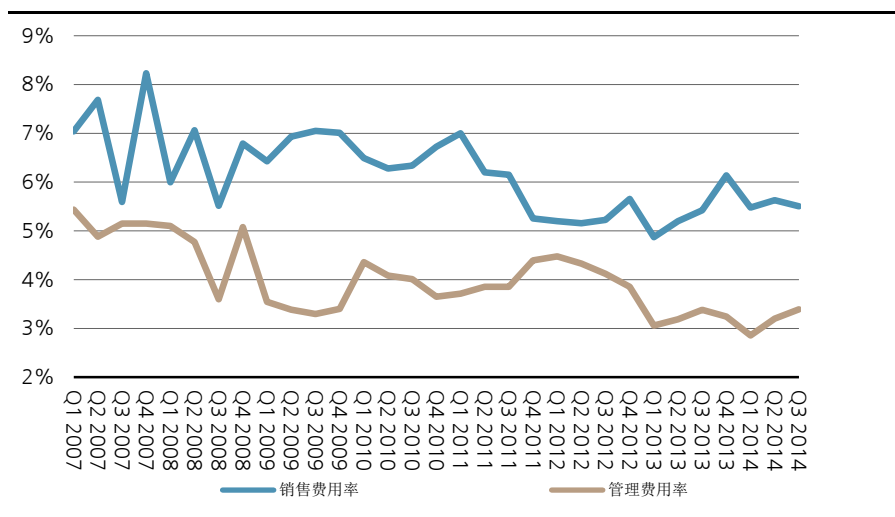
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 77: 上汽集团净利润拆分



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

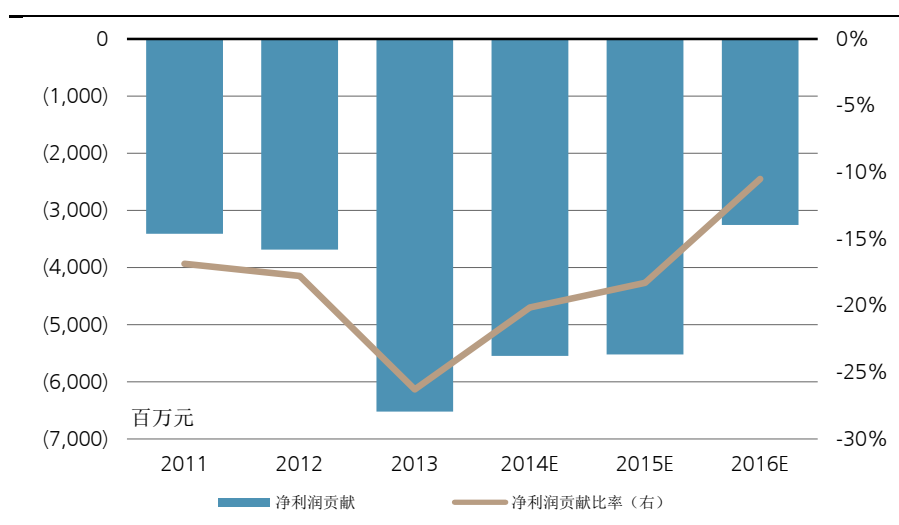
图表 78: 公司销售/管理费用占比



来源: 公司数据

尽管自主品牌处于亏损，受益于国企改革和研发费用的下降，其盈利能力有望得到提高。我们预计，受益于国企改革所带来的公司运营成本下降以及管理效率的提升，公司自主品牌的经营状况将得到良好改善。在研发能力方面，上汽集团拥有众多业界专家，分别来自于上汽工程研究院，上海通用亚太区检测平台，上海汽车研发中心和上海大众检测中心。我们认为较强的专业技术支持，使得公司的研发能力高居行业前列，公司自主品牌拥有较为成熟的研发机制，拥有位于上海、南京、韩国和英国的研发中心，以及超过 3000 名工程师。我们认为自主品牌的亏损幅度或将收窄，净利率有望在 2016 年实现 -15%，较 2013 年收窄 20%。

图表 79:未来公司自主品牌的亏损幅度有望收窄



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

资产负债表

我们认为公司资产负债表数据较为稳健，具有高于行业平均的 ROE 以及合理的负债率。从历史数据来看，公司的 ROE 远高于行业平均。2013 年公司 ROE 为 19.1%，比行业均值的 12.4% 高出 6.7%。我们认为公司较高的 ROE 主要受益于：1) 合理的负债比率和较为高效产能利用率，以及 2) 高于行业的净利率以及良好的资产周转率。

图表 80: 上汽集团财务比率

	2,011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	24.0%	18.5%	19.1%	19.3%	19.7%	19.9%
ROA	6.3%	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	6.8%
权益/总资产	45.7%	43.3%	45.0%	46.5%	47.3%	48.1%
流动比率	1.18	1.21	1.25	1.18	1.12	1.1
速动比率	1	1.05	1.08	1	0.94	0.92
现金比率	0.45	0.39	0.48	0.39	0.32	0.31

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 81: 公司 ROE 受益于: 良好的净利率和资产周转率

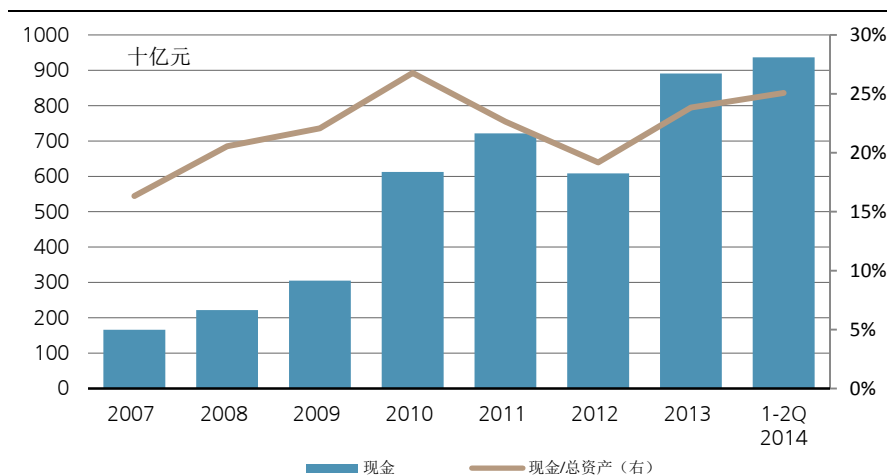
		2011		2012		2013	
		ROE	资产负债率	ROE	资产负债率	ROE	资产负债率
上汽集团	600104 CH	24.00%	58.20%	18.50%	54.30%	19.10%	56.70%
一汽轿车	000800 CH	2.60%	48.30%	-9.50%	53.00%	12.40%	58.70%
东风汽车	600006 CH	7.10%	61.50%	0.40%	59.60%	0.80%	61.60%
广汽集团	601238 CH	15.60%	32.00%	3.80%	35.20%	8.30%	41.10%
比亚迪	002594 CH	7.00%	63.50%	0.40%	64.90%	2.60%	67.50%
海马汽车	000572 CH	5.30%	35.60%	2.50%	30.10%	4.40%	31.70%
一汽夏利	000927 CH	3.00%	59.80%	0.90%	58.80%	-14.00%	60.80%
江淮汽车	600418 CH	11.10%	60.10%	8.50%	68.60%	14.30%	70.40%
长安汽车	000625 CH	7.60%	59.90%	9.60%	66.60%	20.50%	65.10%
长城汽车	601633 CH	25.60%	48.60%	29.80%	49.20%	33.20%	46.80%
吉利汽车	175 HK	17.50%	63.20%	18.20%	57.90%	18.40%	51.70%
华晨汽车	1114 HK	27.20%	51.30%	27.10%	42.70%	29.30%	36.10%
行业平均		12.80%	53.50%	9.20%	53.40%	12.40%	54.00%

来源: WIND

公司在过去 3 年保持了较高的股息分配率, 我们预计该比率在未来有望得到维持。我们认为公司支撑公司较高的股息分配率的主要因素有:

公司现金充裕, 并且有着较好的现金管理能力。公司现金与总资产比率由 2012 年的 19.18% 提升至 2014 年的 25.07%, 现金绝对量由 608 亿元提升至 936 亿元。我们认为公司充足的在手资金支持了公司未来的分红。同时, 我们发现公司有着较低的资金周转周期, 体现出其较好的现金管理能力。

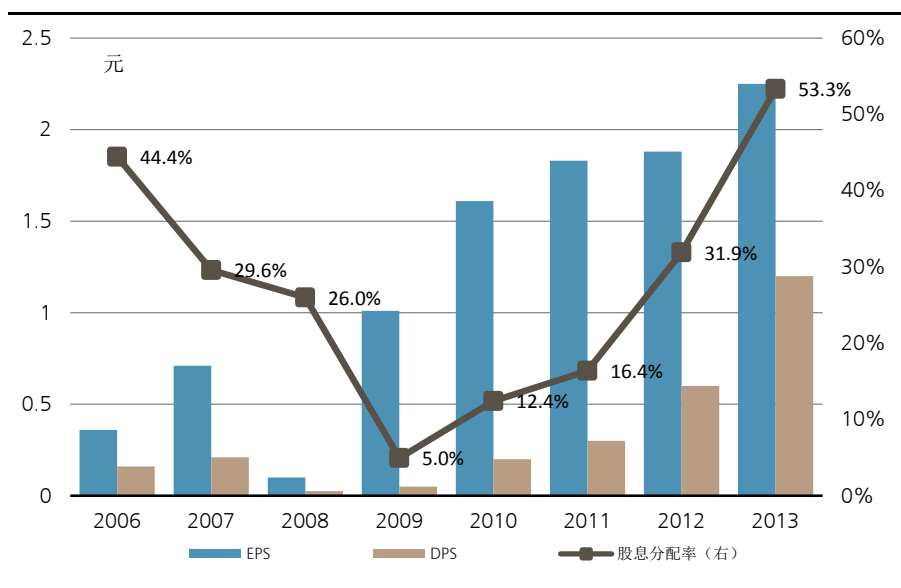
图表 82: 公司现金充裕 (超过 900 亿元), 现金资产比率较高 (25% 左右)



来源: WIND

公司股息分配率逐年提升, 国企改革有望助其趋势延续。从历史来看, 公司股息分配率有着较好的上升趋势, 由 2009 年的 5% 开始逐年增长, 并于 2013 年跃至 53.3%。我们认为由于国企改革利好预期将减少公司的运营成本并且提高其管理效率, 在集团公司治理得到进一步优化的同时, 公司将有望提高对投资者的分红回报。

图表 83: 2009-13 年公司股息分配率实现较快增长



来源: WIND

现金流量表

公司现金周转天数优势明显，存货周转天数远低于行业均值。2013 年公司存活周转天数为 20.48 天，低于行业平均的 38.79 天，体现出公司高效的管理能力。公司应收帐款天数为 11.08 天，远低于行业的均值 32.38 天，体现出公司对下游销售渠道较强的控制能力。尽管公司应付账款周转天数高于行业平均，但公司整体依旧保持了较低的现金周转天数，这也显示出了公司优质的现金管理能力。

图表 84: 公司资金周转状况良好 (2013)

2013		现金周转天数	存货周转天数	应收帐款天数	应付帐款天数
上汽集团	600104 CH	-8.36	20.48	11.08	39.92
一汽轿车	000800 CH	-55.46	40.28	1.02	96.76
东风汽车	600006 CH	-28.14	45.1	12.92	86.16
广汽集团	601238 CH	-14.02	38.36	19.58	71.96
比亚迪	002594 CH	37.81	62.62	47.49	72.3
海马汽车	000572 CH	-34.73	39.93	2.01	76.67
一汽夏利	000927 CH	-51.62	43.26	2.71	97.59
江淮汽车	600418 CH	-31.97	14.82	4.06	50.85
长安汽车	000625 CH	-25.85	54.65	3.83	84.33
长城汽车	601633 CH	-57.67	24.24	4.27	86.18
吉利汽车	175 HK	-	28.29	148.63	-
华晨汽车	1114 HK	-	53.43	130.92	-
行业平均		-5.107	38.79	32.38	76.27

来源: WIND。注: 现金周转天数=存货周转天数+应收账款天数-应付账款天数

图表 85: 公司延续其良好的现金周转状况 (2014Q1-Q2)

Q1-Q2 2014		现金周转天数	存货周转天数	应收帐款天数	应付帐款天数
上汽集团	600104 CH	-8.04	20.97	11.89	40.9
一汽轿车	000800 CH	-68.53	42.86	1.99	113.38
东风汽车	600006 CH	-37.31	48.1	18	103.41
广汽集团	601238 CH	-15.42	40.73	15.65	71.8
比亚迪	002594 CH	61.37	70.11	66.53	75.27
海马汽车	000572 CH	-28.31	46.4	1.16	75.87
一汽夏利	000927 CH	-53.86	67.42	6.54	127.82
江淮汽车	600418 CH	-33.09	15.81	9.86	58.76
长安汽车	000625 CH	-28.16	48.75	4.17	81.08
长城汽车	601633 CH	-59.13	23.22	4.71	87.06
吉利汽车	175 HK	-	40.73	148.51	-
华晨汽车	1114 HK	-	69.64	140.63	-
行业平均		-3.17	44.56	35.8	83.54

来源: WIND。注: 现金周转天数=存货周转天数+应收帐款天数-应付帐款天数

杜邦分析

公司 ROE 在过去 7 年有所波动, 主要由于: 1) 公司结构的变化, 2) 行业整体的不稳定。具体为: 1) 2011 年, 公司向上海汽车工业集团及上海汽车工业有限公司发行股份, 购买其汽车零部件和服务贸易等业务。同时, 上海汽车工业集团收购上海汽车工业有限公司。2) 直到 2012 年 9 月, 上汽集团持有上海通用 51% 的股份, 其中的 1% 由上汽集团 (香港) 子公司所持有。2010 年 2 月至 2012 年 9 月上海通用的财务报表合并于集团财务报表中。2012 年 9 月, 上汽集团 (香港) 子公司向通用 (中国) 出售其上海通用 1% 的股权, 自此上海通用的业绩按照权益法给予核算。

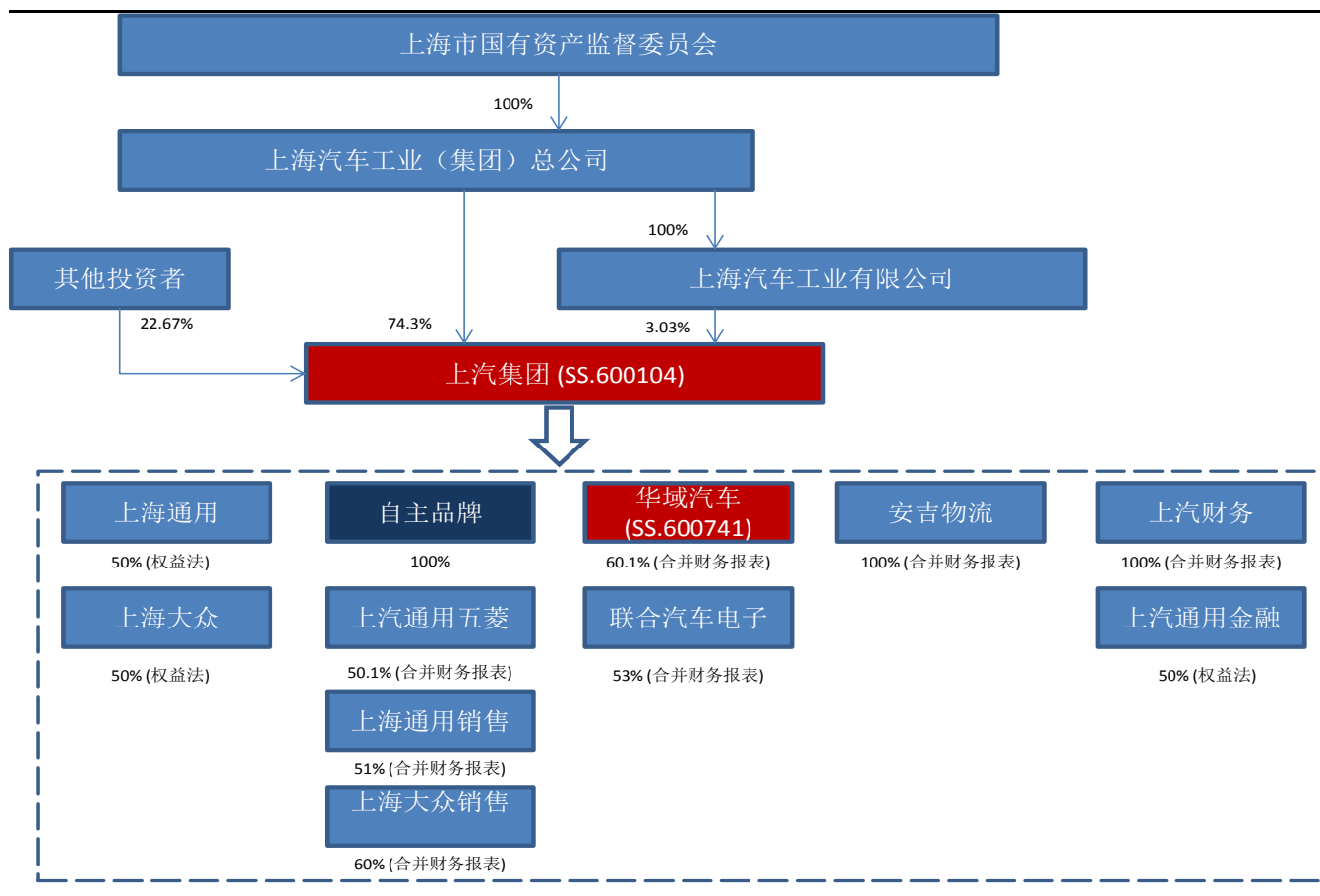
图表 86: 上汽集团-杜邦分析法

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润率	4.40%	0.60%	4.70%	4.40%	4.70%	4.30%	4.40%	4.40%	4.50%	4.60%
销售收入/资产	1.03	0.98	1.01	1.37	1.36	1.52	1.51	1.52	1.52	1.48
ROA	4.60%	0.60%	4.80%	6.00%	6.30%	6.50%	6.60%	6.70%	6.80%	6.80%
资产/所有者权益	2.7	3.1	3.3	3.5	3.1	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8
ROE	13.30%	1.80%	17.10%	25.30%	24.00%	18.50%	19.10%	19.30%	19.70%	19.90%

来源: WIND, 瑞银证券估算

股权结构

图表 87: 上汽集团股东结构以及主要的下属子公司 (2013 年)

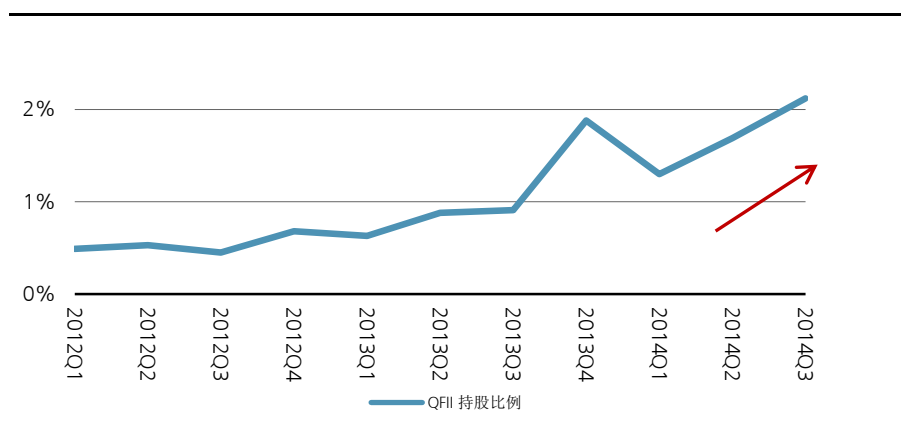


来源: 公司数据

QFII 持股比例提升

公司 QFII 的持股比例在近年来有所提升, Q32014 达到了 2.12%。根据中国证监会的规定, QFII 对 A 股上市的公司最大持股比例可达 30%, 我们认为公司业绩稳定增长, 高股息收益率的特点将有望得到海外长期投资者的青睐, 未来公司 QFII 的持股比例有望进一步得到提升。

图表 88: 公司 QFII 的持股比例逐年增长



来源: WIND

估值

我们将公司的目标价由 22.5 元上调至 25.0 元。我们对公司的目标价的推导基于 PE 估值法。新目标价对应 2014/15/16 年的 PE 分别为 9.8x/8.7x/7.8x。从历史上来看，公司的动态 PE 在 5x-37x 间波动，7 年的历史均值为 12.6x。公司 2013 年的动态 PE 为 5-9x，对应当年的净利润增速为 20%。

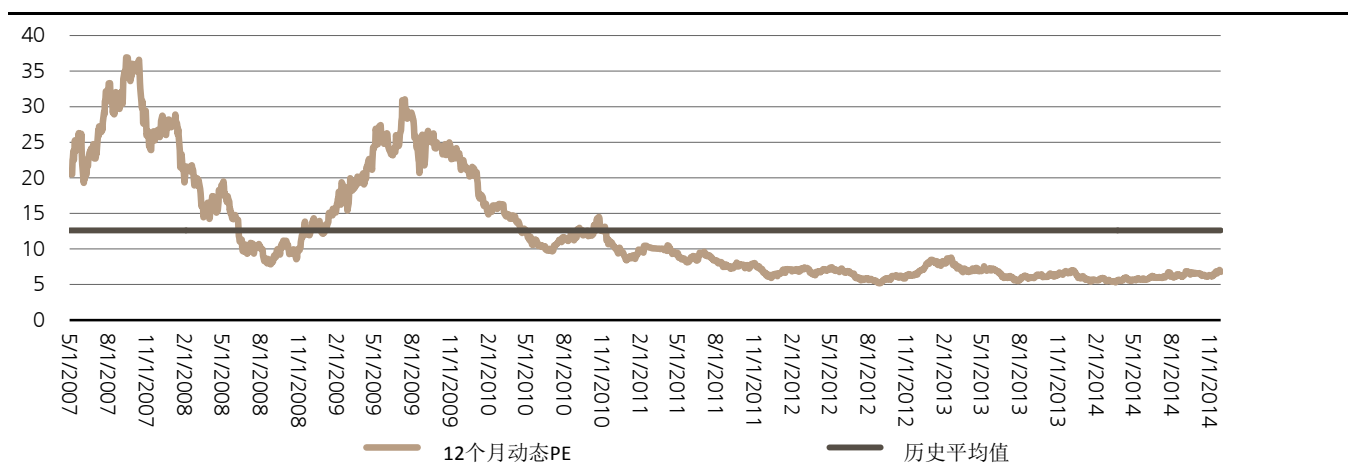
和行业比较来看，A 股汽车行业中我们覆盖公司目标价对应的 2015 年 PE 平均估值 12.4x，全球的平均估值 10.9x（基于市场一致预期）。我们预计上汽集团 2015 年的净利润增速为 13%，低于 A 股汽车行业的平均水平 24%，以及全球的 20%；同时，我们考虑到 2015 年公司的股息收益率 7.8% 远高于 A 股汽车行业平均水平的 3.5%，以及全球的 2.8%。我们给予公司 2015 年 8.7x 的 PE，相比 A 股/全球汽车行业的平均值分别折价 30%/20%。公司 2015 年的 8.7xPE 低于公司历史平均水平。

图表 89: 汽车行业全球估值表

公司名称	代码	目标价/股价	EPS			PE			PB			Growth Rate		ROE(%)			Dividend yield (%)		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
上汽集团*	600104 CH Equity	25.00	2.25	2.54	2.88	11.1	9.8	8.7	1.2	1.4	1.3	13%	13%	19%	19%	20%	8.1	6.9	7.8
一汽轿车*	000800 CH Equity	17.50	0.62	0.95	1.07	28.3	18.4	16.4	2.2	2.0	1.7	53%	13%	12%	17%	16%	0.2	0.2	0.3
宇通客车*	600066 CH Equity	22.52	1.43	1.65	1.99	15.7	13.6	11.3	2.7	2.2	1.9	15%	21%	21%	21%	21%	3.0	3.1	3.7
江淮汽车*	600418 CH Equity	15.80	0.71	0.80	1.17	22.3	19.8	13.5	15.4	2.0	1.7	13%	46%	14%	14%	18%	2.7	2.2	3.1
长城汽车-A*	601633 CH Equity	41.60	2.70	2.67	3.47	15.4	15.6	12.0	4.1	3.3	2.7	-1%	30%	33%	26%	28%	2.2	2.2	2.9
广汽集团-A*	601238 CH Equity	8.77	0.41	0.57	0.69	21.4	15.4	12.7	1.5	1.5	1.4	39%	21%	8%	11%	12%	2.1	2.7	3.3
Geely Auto	175 HK Equity	3.39	0.32	0.26	0.31	10.7	12.9	10.8	1.5	1.3	1.1	-17%	19%	18%	14%	14%	1.6	1.3	1.5
Dongfeng Motor	489 HK Equity	11.86	1.22	1.48	1.58	9.7	8.0	7.5	1.3	1.1	1.0	21%	6%	17%	18%	17%	1.8	2.4	2.6
Brilliance China	1114 HK Equity	13.24	0.67	0.98	1.13	19.7	13.5	11.7	4.1	3.1	2.4	47%	15%	29%	32%	28%	0.9	1.1	1.3
Guangzhou Automobile	2238 HK Equity	7.37	0.41	0.55	0.72	18.0	13.3	10.2	1.1	1.0	0.9	35%	30%	9%	10%	12%	2.3	3.0	4.0
Great Wall Motor	2333 HK Equity	39.30	2.70	2.68	3.41	14.6	14.7	11.5	3.4	2.8	2.3	-1%	27%	33%	26%	27%	2.5	2.6	3.3
Nissan	7201 JP Equity	1120.50	92.82	89.02	110.11	12.1	12.6	10.2	1.4	1.1	1.0	-4%	24%	10%	9%	10%	2.3	2.7	3.0
Toyota	7203 JP Equity	7730.00	575.30	594.91	672.85	13.4	13.0	11.5	2.0	1.6	1.5	3%	13%	8%	14%	14%	1.0	2.3	2.7
Daihatsu Motor	7262 JP Equity	1637.00	196.41	192.09	154.72	8.3	8.5	10.6	1.4	1.2	1.2	-2%	-19%	17%	15%	11%	3.1	3.5	3.3
Honda	7267 JP Equity	3725.00	318.54	321.85	346.62	11.7	11.6	10.7	1.4	1.1	1.0	1%	8%	9%	11%	10%	2.1	2.3	2.6
Suzuki Motor	7269 JP Equity	3969.00	191.60	200.68	222.66	20.7	19.8	17.8	2.0	1.6	1.5	5%	11%	7%	9%	9%	0.4	0.6	0.7
Volkswagen	VOW GR Equity	183.55	18.63	22.08	23.81	9.9	8.3	7.7	1.0	0.9	0.8	19%	8%	12%	11%	12%	2.3	2.7	3.2
Daimler	DAI GR Equity	69.35	4.14	6.46	6.78	16.8	10.7	10.2	1.6	1.5	1.4	56%	5%	14%	15%	15%	3.3	3.6	4.0
BMW	BMW GF Equity	92.24	8.10	8.94	9.40	11.4	10.3	9.8	1.8	1.5	1.4	10%	5%	16%	16%	15%	2.9	3.2	3.6
Renault	RNO FP Equity	63.22	4.29	6.54	9.05	14.7	9.7	7.0	0.7	0.7	0.7	52%	38%	4%	8%	10%	2.5	3.0	3.5
General Motors	GM US Equity	33.64	3.18	2.65	4.37	10.6	12.7	7.7	1.4	1.2	1.1	-17%	65%	19%	11%	17%	0.0	3.8	4.0
Ford	F US Equity	16.01	1.62	1.12	1.61	9.9	14.3	9.9	2.9	2.2	1.8	-31%	44%	35%	17%	23%	2.6	3.2	3.4
A share average*						19.0	15.4	12.4	4.5	2.1	1.8	22%	24%	18%	18%	19%	3.0	2.9	3.5
H Share average						14.5	12.5	10.4	2.3	1.9	1.5	17%	20%	21%	20%	20%	1.8	2.1	2.5
Japan average						13.3	13.1	12.2	1.6	1.3	1.2	1%	7%	10%	12%	11%	1.8	2.3	2.4
EU average						13.2	9.8	8.7	1.3	1.2	1.1	34%	14%	11%	13%	13%	2.8	3.1	3.6
US average						10.2	13.5	8.8	2.1	1.7	1.5	-24%	54%	27%	14%	20%	1.3	3.5	3.7
Global auto average						14.8	13.0	10.9	2.5	1.7	1.4	14%	20%	17%	16%	16%	2.3	2.7	3.1

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算。注*: 上汽集团、一汽轿车、宇通客车、江淮汽车、长城汽车-A, 广汽集团-A 的估值基于瑞银给予的盈利预测和目标价得出。其余 2014 年 12 月 4 日收盘价及采用市场一致预期。

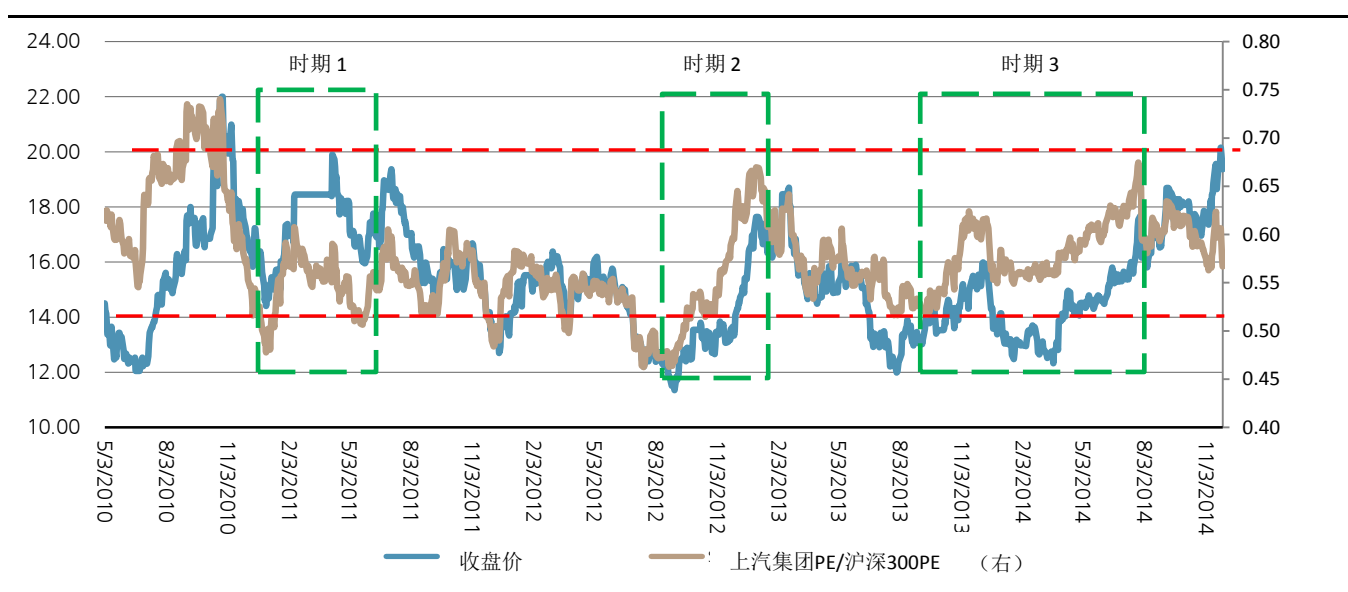
图表 90: 公司 12 个月动态 PE 低于历史平均值



来源: Bloomberg, 注: 历史均值为 12.6x

公司股价和上汽集团 PE/沪深 300PE 有一定的关联性。我们发现，当上汽集团 PE/沪深 300PE 之值小于 0.5 时，公司股价有望上行，当这一数值涨至 0.7 时，公司股价有望下行。从历史来看，如果以这样的操作模式进行交易，投资者将可获得较好的收益，例如在**时期 2**（2012 年 8 月~2012 年 12 月），公司股价上涨约 35%，在**时期 3**（2013 年 9 月~2014 年 7 月）公司股价上涨约 30%。

图表 91: 公司股价和上汽集团 PE/沪深 300PE



来源: Bloomberg

上汽集团 (600104.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	433,095	478,433	563,346	628,951	11.6	703,004	11.8	773,568	832,887	895,006
毛利	70,171	69,894	68,918	73,348	6.4	81,028	10.5	89,456	93,565	101,724
息税折旧摊销前利润(UBS)	36,377	30,516	19,544	20,195	3.3	22,163	9.7	32,237	33,726	41,020
折旧和摊销	(7,763)	(6,729)	(5,073)	(6,124)	20.7	(6,782)	10.7	(7,477)	(7,874)	(8,543)
息税前利润(UBS)	28,614	23,788	14,471	14,070	-2.8	15,381	9.3	24,759	25,852	32,477
联营及投资收益	13,126	15,436	25,453	29,984	17.8	33,759	12.6	37,857	41,441	43,378
其他非营业利润	331	817	1,314	1,314	0.0	1,681	28.0	1,498	1,589	1,543
净利息	(43)	115	255	264	3.5	29	-88.9	(265)	(945)	(1,723)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	42,028	40,156	41,493	45,632	10.0	50,850	11.4	63,848	67,937	75,675
税项	(7,039)	(6,628)	(5,909)	(6,845)	-15.8	(7,628)	-11.4	(14,047)	(15,625)	(18,162)
税后利润	34,990	33,528	35,584	38,787	9.0	43,223	11.4	49,801	52,311	57,513
优先股股息及少数股权	(14,768)	(12,776)	(10,780)	(10,778)	0.0	(11,442)	-6.2	(14,308)	(14,307)	(16,617)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	20,222	20,752	24,804	28,010	12.9	31,781	13.5	35,494	38,004	40,896
净利润(UBS)	20,222	20,752	24,804	28,010	12.9	31,781	13.5	35,494	38,004	40,896
税率(%)	16.7	16.5	14.2	15.0	5.3	15.0	0.0	22.0	23.0	24.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	1.83	1.88	2.25	2.54	12.9	2.88	13.5	3.22	3.45	3.71
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.83	1.88	2.25	2.54	12.9	2.88	13.5	3.22	3.45	3.71
每股收益(UBS, 基本)	1.83	1.88	2.25	2.54	12.9	2.88	13.5	3.22	3.45	3.71
每股股息净值(Rmb)	0.30	0.60	1.20	1.35	12.9	1.54	13.5	1.72	1.84	1.98
每股账面价值	9.28	11.10	12.49	13.83	10.7	15.36	11.0	17.04	18.77	20.65
平均股数(稀释后)	11,025.57	11,025.57	11,025.57	11,025.57	0.0	11,025.57	0.0	11,025.57	11,025.57	11,025.57
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	72,918	60,889	89,116	78,238	-12.2	70,318	-10.1	77,375	83,307	89,518
其他流动资产	118,315	128,265	143,069	159,841	11.7	177,094	10.8	193,388	207,471	221,710
流动资产总额	191,233	189,155	232,184	238,079	2.5	247,412	3.9	270,762	290,778	311,229
有形固定资产净值	36,692	24,792	27,516	29,310	6.5	31,760	8.4	33,719	34,779	35,024
无形固定资产净值	8,803	5,612	5,711	6,030	5.6	5,490	-9.0	4,893	4,242	3,539
投资其他资产	81,906	97,645	108,230	142,548	31.7	179,415	25.9	215,627	255,981	298,469
总资产	318,633	317,203	373,641	415,967	11.3	464,077	11.6	525,002	585,780	648,261
应付账款和其他短期负债	150,963	138,411	175,110	190,396	8.7	207,145	8.8	222,720	236,210	249,457
短期债务	11,550	17,941	11,230	11,230	0.0	12,823	14.19	23,838	36,261	46,768
流动负债总额	162,513	156,352	186,340	201,626	8.2	219,968	9.1	246,559	272,472	296,225
长期债务	7,631	947	6,264	7,748	23.7	9,231	19.1	10,715	12,198	13,681
其它长期负债	15,373	14,898	19,305	19,305	0.0	19,305	0.0	19,305	19,305	19,305
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	185,517	172,197	211,909	228,678	7.9	248,504	8.7	276,578	303,974	329,212
普通股股东权益	102,362	122,337	137,757	152,536	10.7	169,379	11.0	187,923	206,997	227,624
少数股东权益	30,754	22,669	23,975	34,752	45.0	46,194	32.9	60,502	74,809	91,426
负债和权益总计	318,633	317,203	373,641	415,967	11.3	464,077	11.6	525,002	585,780	648,261
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	20,222	20,752	24,804	28,010	12.9	31,781	13.5	35,494	38,004	40,896
折旧和摊销	7,763	6,729	5,073	6,124	20.7	6,782	10.7	7,477	7,874	8,543
营运资本变动净值	(10,053)	(4,629)	4,541	(2,321)	-	(929)	60.0	(1,121)	(943)	(1,342)
其他营业性现金流	2,278	(3,260)	(13,815)	(17,035)	-23.3	(20,320)	-19.3	(21,282)	(24,238)	(23,087)
经营性现金流	20,209	19,591	20,603	14,777	-28.3	17,314	17.2	20,568	20,696	25,009
有形资本支出	(16,165)	(16,009)	(15,659)	(12,583)	19.6	(12,583)	0.0	(7,977)	(7,977)	(7,977)
无形资本支出	0	0	0	(1,588)	-	(818)	48.5	(818)	(818)	(818)
净(收购)/处置	9,324	6,359	34,384	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	621	(8,097)	3,570	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(6,221)	(17,747)	22,295	(14,171)	-	(13,401)	5.4	(8,796)	(8,796)	(8,796)
已付股息	(12,577)	(14,988)	(13,339)	(13,231)	0.8	(14,938)	-12.9	(16,950)	(18,930)	(20,269)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	264	-	29	-88.89	(265)	(945)	(1,723)
债务及优先股变化	(3,549)	(289)	(2,343)	1,483	-	3,077	107.39	12,499	13,907	11,990
融资性现金流	(16,126)	(15,277)	(15,682)	(11,484)	26.8	(11,833)	-3.0	(4,716)	(5,969)	(10,002)
现金流量中现金的增加(减少)	(2,137)	(13,433)	27,215	(10,877)	-	(7,920)	27.2	7,056	5,932	6,212
外汇/非现金项目	13,793	1,405	1,011	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	11,656	(12,028)	28,226	(10,877)	-	(7,920)	27.2	7,056	5,932	6,212

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

上汽集团 (600104.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	9.0	7.5	6.6	8.4	7.4	6.6	6.2	5.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	9.0	7.5	6.6	8.4	7.4	6.6	6.2	5.7
股价/每股现金收益	6.5	5.7	5.5	6.9	6.1	5.5	5.1	4.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.6	2.3	3.0	0.3	1.7	5.0	5.1	6.9
净股息收益率(%)	1.8	4.2	8.1	6.4	7.2	8.1	8.6	9.3
市净率	1.8	1.3	1.2	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
企业价值/营业收入(核心)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	2.3	2.2	2.1	5.3	4.3	2.3	1.4	0.5
企业价值/息税前利润(核心)	2.9	2.9	2.9	7.6	6.2	3.0	1.8	0.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	2.6	2.6	2.4	6.2	4.9	2.5	1.5	0.5
企业价值/运营投入资本	3.7	2.1	1.7	5.2	3.5	2.5	1.6	0.7
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	153,229	156,511	162,890	234,845	234,845	234,845	234,845	234,845
净债务 (现金)	(53,737)	(42,001)	(71,621)	(59,260)	(48,264)	(45,443)	(45,443)	(45,443)
少数股东权益	30,754	22,669	23,975	34,752	46,194	60,502	74,809	91,426
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	130,246	137,178	115,244	210,337	232,775	249,904	264,211	280,828
非核心资产	(48,142)	(69,264)	(73,594)	(103,578)	(137,337)	(175,193)	(216,634)	(260,012)
核心企业价值	82,104	67,915	41,650	106,759	95,438	74,711	47,577	20,816
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	38.6	10.5	17.7	11.6	11.8	10.0	7.7	7.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	41.0	-16.1	-36.0	3.3	9.7	45.4	4.6	21.6
息税前利润(UBS)	39.8	-16.9	-39.2	-2.8	9.3	61.0	4.4	25.6
每股收益(UBS 稀释后)	23.5	2.6	19.5	12.9	13.5	11.7	7.1	7.6
每股股息净值	102.0	100.0	100.0	12.9	13.5	11.7	7.1	7.6
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	16.2	14.6	12.2	11.7	11.5	11.6	11.2	11.4
息税折旧摊销前利润率	8.4	6.4	3.5	3.2	3.2	4.2	4.0	4.6
息税前利润率	6.6	5.0	2.6	2.2	2.2	3.2	3.1	3.6
净利 (UBS) 率	4.7	4.3	4.4	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6
ROIC (EBIT)	130.6	73.0	57.4	68.4	56.3	81.7	84.9	107.4
税后投资资本回报率	NM	54.0	39.7	38.5	31.2	37.6	34.8	47.0
净股东权益回报率(UBS)	24.0	18.5	19.1	19.3	19.7	19.9	19.2	18.8
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.5)	(1.4)	(3.7)	(2.9)	(2.2)	(1.3)	(1.0)	(0.7)
净债务/总权益 %	(40.3)	(28.9)	(44.2)	(31.6)	(22.3)	(17.2)	(12.3)	(9.1)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(67.5)	(40.6)	(79.3)	(46.2)	(28.8)	(20.8)	(14.1)	(10.0)
净债务/企业价值	(65.3)	(61.7)	NM	(55.4)	(50.5)	(57.2)	(73.0)	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	127.4	115.6	106.1
资本支出/营业收入(%)	3.7	3.3	2.8	2.0	1.8	1.0	1.0	0.9
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	27.3	18.8
股息保障倍数 (UBS)	6.1	3.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
股息支付率 (UBS) %	16.4	31.9	53.3	53.3	53.3	53.3	53.3	53.3
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	433,095	478,433	563,346	628,951	703,004	773,568	832,887	895,006
总计	433,095	478,433	563,346	628,951	703,004	773,568	832,887	895,006
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	28,614	23,788	14,471	14,070	15,381	24,759	25,852	32,477
总计	28,614	23,788	14,471	14,070	15,381	24,759	25,852	32,477

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+17.4%
预测股息收益率	6.4%
预测股票回报率	+23.8%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+14.9%

风险声明

中国宏观经济和政策变化引起的汽车销量波动；政府对汽车消费政策的变化；其它竞争对手扩产带来的压力；合作伙伴中国市场策略的变化。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：陈实。

涉及报告中提及的公司的披露

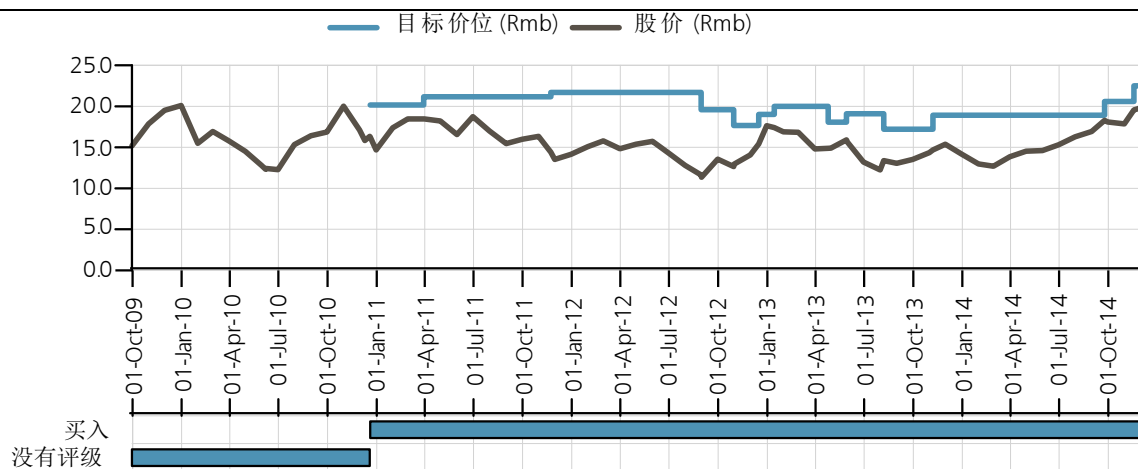
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
上汽集团	600104.SS	买入	不适用	Rmb21.30	2014 年 12 月 04 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

上汽集团 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 4 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件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。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司) 的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号：231087) 分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

