

## 上汽集团

### 合资品牌压力出现，但预计仍能保持稳健增长

#### 上海通用：短期销量承压，但预计下半年增速将回升

2015年一季度，上海通用销售汽车42.7万辆，同比下滑1%，远低于乘用车行业11%的增速，我们认为主要原因是英朗、凯越等畅销车型进入产品生命周期末期，即将面临换代，销量出现大幅下滑。但我们预计随着二季度新英朗和凯越的上市，这两款车型有望企稳回升，此外随着1.5T昂科威上市以及产能爬坡，我们预计其月销有望升至1.5~2万辆，我们预计上海通用下半年的销量增速将企稳回升，全年销量有望达到182万辆，同比增长5%。

#### 上海大众：2015产品小周期，2016产品大周期

2015年一季度，上海大众销售汽车52.4万辆，同比增长2%，同样低于行业平均增速，我们认为主要原因是桑塔纳、帕萨特、途观、朗逸等车型老化，销量同比下滑对整体形成拖累。我们预计随着新桑塔纳在4月底上海车展上市，新款朗逸将在2015年中上市，此外新车型凌渡销售势头良好，随着产量爬坡我们预计有望达到月销1.5万辆，我们对公司上海大众全年销量的预测为186万辆，同比增长8%。此外，我们预计新一代的帕萨特、途观和途安都将在2016年上市，届时公司有望迎来较为强劲的产品周期。

#### 自主品牌：2014亏损幅度有所扩大，2015仍然不容乐观

上汽自主品牌的亏损幅度在2014年有所扩大（如果采用公司2014年披露的母公司报表进行简单估算，亏损幅度扩大了3亿元左右），我们认为主要原因是：1）销量同比下滑22%；2）公司采用谨慎的会计处理，对自主乘用车业务计提了17亿元资产减值。展望2015年，考虑到公司并没有强有力的新车型上市以及行业竞争的加剧，我们对自主品牌仍然持谨慎态度，预计其全年销量同比下滑20%至14万辆，低于公司24万的销量目标。

#### 估值：目标价32元，重申“买入”评级

我们的目标价是基于2015E 11.8x PE得出。我们认为公司稳健的业绩增长、较低的估值以及较高的股息收益率仍然具备吸引力，重申“买入”评级。

### Equities

中国

汽车制造业

**12个月评级** 买入

**12个月目标价** Rmb32.00

**股价** Rmb25.35

**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	Rmb28.26-14.30
市值	Rmb279十亿/US\$45.0十亿
已发行股本	11,026百万(ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量(千股)	65,298
日均成交额(Rmb百万)	Rmb1,680.9
普通股股东权益(12/15E)	Rmb173十亿
市净率(12/15E)	1.6x
净债务/EBITDA	NM

#### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/15E	2.72	2.91
12/16E	3.03	3.26
12/17E	3.25	3.53

邹天龙

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

重要数据(Rmb百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	478,433	563,346	626,712	684,226	745,967	796,792	848,947	904,838
息税前利润(UBS)	23,788	14,471	12,317	16,092	23,548	25,938	28,489	33,818
净利润(UBS)	20,752	24,804	27,973	30,022	33,390	35,859	38,037	42,503
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.88	2.25	2.54	2.72	3.03	3.25	3.45	3.85
每股股息(Rmb)	0.60	1.20	1.30	1.39	1.55	1.66	1.77	1.97
现金/(净债务)	41,901	71,521	70,929	88,787	114,267	141,533	170,830	205,351
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	5.0	2.6	2.0	2.4	3.2	3.3	3.4	3.7
ROIC(EBIT)(%)	73.0	57.4	88.1	136.7	213.8	308.4	>500	>500
EV/EBITDA(core)x	2.2	2.1	1.8	4.9	3.5	3.3	3.2	3.0
市盈率(UBS,稀释后)(x)	7.5	6.6	6.3	9.3	8.4	7.8	7.3	6.6
权益自由现金流(UBS)收益率%	2.3	3.0	4.9	4.3	6.7	7.5	8.3	9.9
净股息收益率(%)	4.2	8.1	8.1	5.5	6.1	6.6	7.0	7.8

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2015年05月08日15时56分的股价(Rmb25.35)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，由于较低的销量和产能利用率，以及高昂的研发开支，我们认为公司五年之内仍然难以实现盈利，但亏损幅度可能有所收窄。我们预计上汽集团 2015-17 年的 EPS 分别为 2.72/3.03/3.25 元，低于市场一致预期的 2.93/3.29/3.63；给予公司“买入”评级，目标价 32.0 元，基于公司 2015E11.8x 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 15%，我们预计上海大众和上海通用销量增速分别可达 10%、10%，公司的 2015 年 EPS 有望达到 3.0 元，每股估值可能达到 35.2 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 6%，我们预计上海大众和上海通用销量增速分别可达 5%、5%，公司的 2015 年 EPS 约为 2.45 元，每股估值可能跌至 28.8 元。

### 近期催化剂

2015 年二季度，新英朗和凯越计划上市；  
2015 年中，新款朗逸计划上市；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb32.00

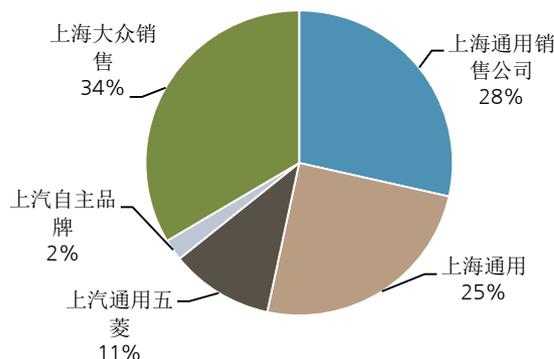
### 公司简介

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增速放缓，增速中枢有望维持在 7.5% 左右；分级别来看，我们看好豪华车和 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与行业平均持平。

### 主营业务收入按主要控股公司分布（2014）



来源：公司信息

### 各主要子公司的净利润共享

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
上海大众	13,947	13,939	15,564	16,382	17,079
上海通用	7,392	7,594	7,870	7,946	7,930
上汽通用五菱	2,584	3,516	4,351	4,554	4,868
华域汽车	2,673	2,896	3,238	3,557	3,838
其他	1,377	2,076	2,367	3,420	4,323
合计	27,973	30,022	33,390	35,859	38,037

来源：公司信息，瑞银证券预测

# 上汽集团 (600104.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
<b>营业收入</b>	<b>478,433</b>	<b>563,346</b>	<b>626,712</b>	<b>684,226</b>	<b>9.2</b>	<b>745,967</b>	<b>9.0</b>	<b>796,792</b>	<b>848,947</b>	<b>904,838</b>
毛利	69,894	68,918	73,719	81,318	10.3	89,900	10.6	95,943	102,337	110,155
<b>息税折旧摊销前利润(UBS)</b>	<b>30,516</b>	<b>19,544</b>	<b>17,270</b>	<b>23,931</b>	<b>38.6</b>	<b>31,894</b>	<b>33.3</b>	<b>34,901</b>	<b>37,927</b>	<b>43,717</b>
折旧和摊销	(6,729)	(5,073)	(4,953)	(7,839)	58.3	(8,346)	6.5	(8,963)	(9,438)	(9,900)
<b>息税前利润(UBS)</b>	<b>23,788</b>	<b>14,471</b>	<b>12,317</b>	<b>16,092</b>	<b>30.7</b>	<b>23,548</b>	<b>46.3</b>	<b>25,938</b>	<b>28,489</b>	<b>33,818</b>
联营及投资收益	15,436	25,453	27,852	28,354	1.8	30,596	7.9	31,848	32,905	35,269
其他非营业利润	817	1,314	2,355	2,906	23.4	2,631	-9.5	2,768	2,700	2,734
净利息	115	255	165	406	146.6	642	58.2	970	1,319	1,693
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>40,156</b>	<b>41,493</b>	<b>42,689</b>	<b>47,758</b>	<b>11.9</b>	<b>57,417</b>	<b>20.2</b>	<b>61,525</b>	<b>65,413</b>	<b>73,514</b>
税项	(6,628)	(5,909)	(4,438)	(6,209)	-39.9	(9,761)	-57.2	(10,459)	(11,120)	(12,497)
<b>税后利润</b>	<b>33,528</b>	<b>35,584</b>	<b>38,251</b>	<b>41,550</b>	<b>8.6</b>	<b>47,656</b>	<b>14.7</b>	<b>51,065</b>	<b>54,293</b>	<b>61,016</b>
优先股股息及少数股权	(12,776)	(10,780)	(10,277)	(11,528)	-12.2	(14,266)	-23.8	(15,207)	(16,255)	(18,513)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>净利润 (本地 GAAP)</b>	<b>20,752</b>	<b>24,804</b>	<b>27,973</b>	<b>30,022</b>	<b>7.3</b>	<b>33,390</b>	<b>11.2</b>	<b>35,859</b>	<b>38,037</b>	<b>42,503</b>
<b>净利润 (UBS)</b>	<b>20,752</b>	<b>24,804</b>	<b>27,973</b>	<b>30,022</b>	<b>7.3</b>	<b>33,390</b>	<b>11.2</b>	<b>35,859</b>	<b>38,037</b>	<b>42,503</b>
税率(%)	16.5	14.2	10.4	13.0	25.0	17.0	30.8	17.0	17.0	17.0
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	1.88	2.25	2.54	2.72	7.3	3.03	11.2	3.25	3.45	3.85
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.88	2.25	2.54	2.72	7.3	3.03	11.2	3.25	3.45	3.85
每股收益 (UBS, 基本)	1.88	2.25	2.54	2.72	7.3	3.03	11.2	3.25	3.45	3.85
每股股息净值(Rmb)	0.60	1.20	1.30	1.39	7.2	1.55	11.2	1.66	1.77	1.97
每股账面价值	11.10	12.49	14.30	15.72	10.0	17.36	10.4	19.06	20.85	22.93
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
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
现金和现金等价物	60,889	89,116	88,128	105,605	19.8	130,704	23.8	157,588	186,504	220,644
其他流动资产	128,265	143,069	148,915	160,882	8.0	173,707	8.0	184,375	195,301	206,904
<b>流动资产总额</b>	<b>189,155</b>	<b>232,184</b>	<b>237,043</b>	<b>266,487</b>	<b>12.4</b>	<b>304,411</b>	<b>14.2</b>	<b>341,963</b>	<b>381,805</b>	<b>427,548</b>
有形固定资产净值	24,792	27,516	31,709	28,165	-11.2	26,606	-5.5	24,462	21,736	18,433
无形固定资产净值	5,612	5,711	6,560	6,365	-3.0	6,122	-3.8	5,833	5,498	5,118
投资/其他资产	97,645	108,230	139,559	152,933	9.6	161,761	5.8	170,979	180,665	191,222
<b>总资产</b>	<b>317,203</b>	<b>373,641</b>	<b>414,871</b>	<b>453,950</b>	<b>9.4</b>	<b>498,900</b>	<b>9.9</b>	<b>543,237</b>	<b>589,705</b>	<b>642,321</b>
应付账款和其他短期负债	138,411	175,110	187,582	199,826	6.5	212,867	6.5	223,609	234,518	245,967
短期债务	17,941	11,230	12,349	12,349	0.0	12,349	0.0	12,349	12,349	12,349
<b>流动负债总额</b>	<b>156,352</b>	<b>186,340</b>	<b>199,932</b>	<b>212,175</b>	<b>6.1</b>	<b>225,216</b>	<b>6.1</b>	<b>235,958</b>	<b>246,867</b>	<b>258,316</b>
长期债务	947	6,264	4,750	4,369	-8.0	3,987	-8.7	3,606	3,225	2,844
其它长期负债	14,898	19,305	25,190	25,190	0.0	25,190	0.0	25,190	25,190	25,190
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>总负债(包括优先股)</b>	<b>172,197</b>	<b>211,909</b>	<b>229,872</b>	<b>241,734</b>	<b>5.2</b>	<b>254,394</b>	<b>5.2</b>	<b>264,755</b>	<b>275,283</b>	<b>286,351</b>
普通股股东权益	122,337	137,757	157,664	173,353	10.0	191,378	10.4	210,147	229,832	252,867
少数股东权益	22,669	23,975	27,335	38,862	42.2	53,129	36.7	68,335	84,591	103,103
<b>负债和权益总计</b>	<b>317,203</b>	<b>373,641</b>	<b>414,871</b>	<b>453,950</b>	<b>9.4</b>	<b>498,900</b>	<b>9.9</b>	<b>543,237</b>	<b>589,705</b>	<b>642,321</b>
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净利润(支付优先股股息前)	20,752	24,804	27,973	30,022	7.3	33,390	11.2	35,859	38,037	42,503
折旧和摊销	6,729	5,073	4,953	7,839	58.3	8,346	6.5	8,963	9,438	9,900
营运资本变动净值	(4,629)	4,541	4,751	85	-98.2	10	-88.3	(98)	(193)	(339)
其他营业性现金流	(3,260)	(13,815)	(14,693)	(14,541)	1.0	(14,266)	1.9	(14,939)	(15,293)	(15,763)
<b>经营性现金流</b>	<b>19,591</b>	<b>20,603</b>	<b>22,985</b>	<b>23,405</b>	<b>1.8</b>	<b>27,479</b>	<b>17.4</b>	<b>29,784</b>	<b>31,990</b>	<b>36,300</b>
有形资本支出	(16,009)	(15,659)	(14,320)	(10,726)	25.1	(7,951)	25.9	(7,951)	(7,951)	(7,951)
无形资本支出	0	0	0	(742)	-	(742)	0.0	(742)	(742)	(742)
净(收购)/处置	6,359	34,384	7,278	19,848	172.7	21,417	7.9	22,293	23,033	24,688
其他投资性现金流	(8,097)	3,570	1,510	0	-	0	-	0	0	0
<b>投资性现金流</b>	<b>(17,747)</b>	<b>22,295</b>	<b>(5,532)</b>	<b>8,380</b>	<b>-</b>	<b>12,724</b>	<b>51.8</b>	<b>13,601</b>	<b>14,340</b>	<b>15,995</b>
已付股息	(14,988)	(13,339)	(21,313)	(14,333)	32.8	(15,366)	-7.2	(17,089)	(18,353)	(19,468)
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	406	-	642	58.24	970	1,319	1,693
债务及优先股变化	(289)	(2,343)	1,128	(381)	-	(381)	0.00	(381)	(381)	(381)
<b>融资性现金流</b>	<b>(15,277)</b>	<b>(15,682)</b>	<b>(20,185)</b>	<b>(14,308)</b>	<b>29.1</b>	<b>(15,104)</b>	<b>-5.6</b>	<b>(16,500)</b>	<b>(17,414)</b>	<b>(18,156)</b>
<b>现金流量中现金的增加/(减少)</b>	<b>(13,433)</b>	<b>27,215</b>	<b>(2,733)</b>	<b>17,477</b>	<b>-</b>	<b>25,099</b>	<b>43.6</b>	<b>26,884</b>	<b>28,916</b>	<b>34,140</b>
外汇/非现金项目	1,405	1,011	1,745	0	-100.0	0	140.0	0	0	0
<b>资产负债表现金增加/(减少)</b>	<b>(12,028)</b>	<b>28,226</b>	<b>(988)</b>	<b>17,477</b>	<b>-</b>	<b>25,099</b>	<b>43.6</b>	<b>26,884</b>	<b>28,916</b>	<b>34,140</b>

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)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	7.5	6.6	6.3	9.3	8.4	7.8	7.3	6.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.5	6.6	6.3	9.3	8.4	7.8	7.3	6.6
股价/每股现金收益	5.7	5.5	5.4	7.4	6.7	6.2	5.9	5.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.3	3.0	4.9	4.3	6.7	7.5	8.3	9.9
净股息收益率(%)	4.2	8.1	8.1	5.5	6.1	6.6	7.0	7.8
市净率	1.3	1.2	1.1	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
企业价值/营业收入(核心)	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	2.2	2.1	1.8	4.9	3.5	3.3	3.2	3.0
企业价值/息税前利润(核心)	2.9	2.9	2.5	7.3	4.7	4.5	4.3	3.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	2.6	2.4	2.0	5.4	3.7	3.5	3.4	3.1
企业价值/运营投入资本	2.1	1.7	2.2	NM	NM	NM	NM	NM
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
市值	156,511	162,890	177,376	279,499	279,499	279,499	279,499	279,499
净债务 (现金)	(42,001)	(71,621)	(71,029)	(88,887)	(101,527)	(101,527)	(101,527)	(101,527)
少数股东权益	22,669	23,975	27,335	38,862	53,129	68,335	84,591	103,103
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>137,178</b>	<b>115,244</b>	<b>133,681</b>	<b>229,474</b>	<b>231,100</b>	<b>246,307</b>	<b>262,562</b>	<b>281,075</b>
非核心资产	(69,264)	(73,594)	(102,722)	(111,229)	(120,407)	(129,962)	(139,833)	(150,414)
<b>核心企业价值</b>	<b>67,915</b>	<b>41,650</b>	<b>30,959</b>	<b>118,245</b>	<b>110,693</b>	<b>116,345</b>	<b>122,729</b>	<b>130,661</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
营业收入	10.5	17.7	11.2	9.2	9.0	6.8	6.5	6.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	-16.1	-36.0	-11.6	38.6	33.3	9.4	8.7	15.3
息税前利润(UBS)	-16.9	-39.2	-14.9	30.7	46.3	10.1	9.8	18.7
每股收益(UBS 稀释后)	2.6	19.5	12.8	7.3	11.2	7.4	6.1	11.7
每股股息净值	100.0	100.0	8.3	7.2	11.2	7.4	6.1	11.7
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
毛利率	14.6	12.2	11.8	11.9	12.1	12.0	12.1	12.2
息税折旧摊销前利润率	6.4	3.5	2.8	3.5	4.3	4.4	4.5	4.8
息税前利润率	5.0	2.6	2.0	2.4	3.2	3.3	3.4	3.7
净利 (UBS) 率	4.3	4.4	4.5	4.4	4.5	4.5	4.5	4.7
ROIC (EBIT)	73.0	57.4	88.1	136.7	213.8	308.4	>500	>500
税后投资资本回报率	54.0	39.7	65.6	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	18.5	19.1	18.9	18.1	18.3	17.9	17.3	17.6
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.4)	(3.7)	(4.1)	(3.7)	(3.6)	(4.1)	(4.5)	(4.7)
净债务/总权益 %	(28.9)	(44.2)	(38.3)	(41.8)	(46.7)	(50.8)	(54.3)	(57.7)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(40.6)	(79.3)	(62.2)	(71.9)	(87.7)	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(61.7)	NM	NM	(75.1)	NM	NM	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	162.4	112.5	104.1	96.9	90.6
资本支出/营业收入(%)	3.3	2.8	2.3	1.6	1.1	1.0	0.9	0.9
息税前利润/净利息	NM							
股息保障倍数 (UBS)	3.1	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
股息支付率 (UBS) %	31.9	53.3	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	478,433	563,346	626,712	684,226	745,967	796,792	848,947	904,838
<b>总计</b>	<b>478,433</b>	<b>563,346</b>	<b>626,712</b>	<b>684,226</b>	<b>745,967</b>	<b>796,792</b>	<b>848,947</b>	<b>904,838</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	23,788	14,471	12,317	16,092	23,548	25,938	28,489	33,818
<b>总计</b>	<b>23,788</b>	<b>14,471</b>	<b>12,317</b>	<b>16,092</b>	<b>23,548</b>	<b>25,938</b>	<b>28,489</b>	<b>33,818</b>

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。