

上汽集团 (600104)

自主与合资迎新品周期、2017盈利弹性大

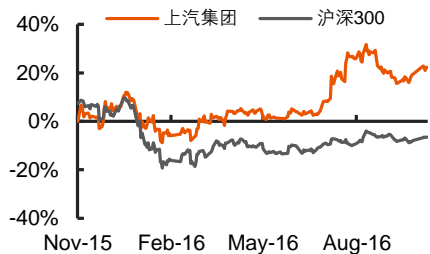
强烈推荐 (上调)

现价: 23.60 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)/74.30%
实际控制人/持股	上海市国资委/77.33%
总股本(百万股)	11,026
流通A股(百万股)	11,026
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	2,602.03
流通A股市值(亿元)	2,602.03
每股净资产(元)	16.70
资产负债率(%)	58.10

行情走势图



相关研究报告

- 《上汽集团*600104*业绩符合预期,自主业务增速亮眼》 2016-08-25
- 《上汽集团*600104*十年磨一剑,全球首款互联网汽车发布》 2016-07-07
- 《上汽集团*600104*业绩稳健增长,定增过会转型加速》 2016-04-22

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

曹群海 一般从业资格编号
S1060116080003
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

投资要点

上汽集团为我国最大的综合性汽车集团,国内市占率 23%左右。拥有自主乘用车、自主商用车及上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱等合资企业,其中上汽大众、上汽通用是公司主要利润来源。公司业务板块包括整车、零部件、贸易、金融等。我们判断上汽集团自主乘用车及上汽大众进入新车周期驱动的利润向上弹性期,2017年业绩增幅将超出市场预期。

■ **合资公司进入新车周期,产品结构上移:** 1) 上汽大众—由于车型老化且缺乏 SUV 新品,2016 年业绩表现不佳,近年来净利率走低;随着 C 级轿车、途观换代及 7 座版途观、全新 B 级 SUV、斯柯达新 SUV 的陆续上市,公司有望迎来销量规模及盈利能力双升,我们判断上汽大众 2017 年净利润有望同比增长 25%以上。

2) 上汽通用—总体销量增幅虽不高,但得益于凯迪拉克销量大增及 SUV 同比高增长,上汽通用利润增幅表现好于销量表现,近年来公司单车均价及净利率稳步上升。别克即将推出多款新 MPV 产品,雪佛兰全新 SUV 值得期待。

3) 上汽通用五菱—受微客市场萎缩影响总体销量增幅不高,但宝骏品牌表现出色,通用五菱单车均价持续提升,未来宝骏品牌车型将持续丰富,通用五菱盈利能力有望止跌回升。

■ **自主品牌迎爆款车型,盈利拐点曙光乍现:** 荣威 RX5 为国内首款互联网汽车,估计 7 月初发售以来订单已破 8 万台,有望成为荣威品牌有史以来月销最高车型。未来荣威还将推出小型 SUV RX3 等新品,上汽乘用车 2016 年、2017 年销量有望达 30 万台、50 万台,迎来规模效应爆发期,大幅减亏有望。

■ **低估值+高分红提供安全垫,估值提升具备基本面支撑。** 横向比较,上汽集团 PE、PB 估值低,纵向看公司目前估值亦处于历史相对低位,且上汽处于自主+合资新车周期,未来盈利弹性较大,具备估值提升的基本面支撑。近年来公司分红维持在 50%以上,股息率较高,股价安全边际高。

■ **盈利预测与投资建议:** 看好自主乘用车与上汽大众新品周期,盈利高弹性可期,我们调整公司业绩预测为 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 为 2.83 元、3.63 元、3.98 元(原业绩预测为 2016/2017/2018 年 EPS 为 2.86/3.01/3.17 元),我们认为市场低估了上汽集团 2017 年业绩弹性,上调公司评级由“推荐”至“强烈推荐”。

■ **风险提示:** 1) 乘用车市场景气度不及预期; 2) 自主品牌销量不及预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	626712	661374	713201	800390	821580
YoY(%)	11.2	5.5	9.3	12.2	2.6
净利润(百万元)	27973	29794	31231	39975	43894
YoY(%)	12.8	6.5	4.8	28.0	9.8
毛利率(%)	12.4	11.4	14.0	14.9	15.5
净利率(%)	4.5	4.5	4.3	4.9	5.3
ROE(%)	19.7	18.8	17.8	21.0	21.1
EPS(摊薄/元)	2.54	2.70	2.83	3.63	3.98
P/E(倍)	9.3	8.7	8.3	6.5	5.9
P/B(倍)	10.1	7.6	1.4	1.3	1.2

正文目录

一、汽车航母迎来业绩高增长曝光	5
1.1 国内最大的综合性汽车集团	5
1.2 业绩有望走出低谷，销量与盈利共振	6
二、合资公司进入新车周期，产品结构上移	7
2.1 上汽大众—发力 SUV、步入新车周期	7
2.2 上汽通用-产品结构持续上移，盈利能力不断提升	13
2.3 上汽通用五菱—改善产品结构，抵消微客下滑	16
三、自主品牌现盈利拐点，迎来黄金发展期	18
3.1 自主乘用车品牌积淀深厚	18
3.2 自主乘用车销量扭转下滑趋势，16 年上半年大幅增长	18
3.3 自主品牌进入盈利收获期、2017 年有望大幅减亏	20
四、低估值+高分红提供较高安全边际	21
4.1 估值处于历史相对低位	21
4.2 高分红比例大概率维持，上汽集团股息率较高	22
五、盈利预测与投资建议	23
5.1 上汽大众进入新品周期、业绩有望大幅增长	23
5.2 自主乘用车迎来规模效应爆发期，大幅减亏有望	23
5.3 估值较低，基本面变化支持估值提升	24
六、风险提示	25

图表目录

图表 1	上汽集团主要业务板块与架构	5
图表 2	上汽集团 1H16 各业务收入占比	5
图表 3	上汽集团历年销量及市占率 单位：万辆	5
图表 4	上汽集团历年销量	6
图表 5	上汽集团主要销量构成 单位：万辆	6
图表 6	上汽集团历年收入 单位：亿元	6
图表 7	上汽集团历年净利润 单位：亿元	6
图表 8	上汽集团投资收益稳中有升 单位：亿元	7
图表 9	上汽自主业务毛利率明显回升 单位：亿元	7
图表 10	上汽集团旗下合资车企乘用车销量位居行业前列 单位：万辆	7
图表 11	上汽大众主要车型图	8
图表 12	上汽大众历年销量及同比增幅 单位：万辆	9
图表 13	上汽大众 2016 年月销量前低后高 单位：万辆	9
图表 14	斯柯达历年销量和同比增速 单位：万辆	10
图表 15	斯柯达分车型销量 单位：万辆	10
图表 16	国内 SUV 销量依然高增长 单位：万辆	10
图表 17	上汽大众即将上市主要新车型	11
图表 18	7 座途观产品竞争力强	11
图表 19	大众全新 B 级 SUV 竞品对比 单位：mm	12
图表 20	福特锐界、丰田汉兰达月销量 单位：辆	12
图表 21	近年来上汽大众单车均价和净利率下降 单位：万元	13
图表 22	上汽通用企业布局	13
图表 23	上汽通用历年销量 单位：万辆	14
图表 24	2015 上半年别克车型销量占比	14
图表 25	2016 上半年别克车型销量占比	14
图表 26	别克+凯迪拉克销量占比提高	15
图表 27	上汽通用 SUV 销量占比提升 单位：万辆	15
图表 28	上汽通用未来主要新车型	15
图表 29	上汽通用单车均价及净利率持续提升 单位：万元	15
图表 30	上汽通用五菱企业布局	16
图表 31	上汽通用五菱历年销量 单位：万辆	16
图表 32	上汽通用五菱主要车型销量 单位：万辆	16
图表 33	宝骏 730 销量回升 单位：万辆	17
图表 34	宝骏 560 销量跌幅缩小 单位：万辆	17
图表 35	上汽通用五菱上市主要新车型	17
图表 36	上汽通用五菱单车均价提升，但净利率逐步下滑 单位：万元	18

图表 37 荣威系列	18
图表 38 上汽乘用车销量及同比增幅 单位: 万辆	19
图表 39 上汽商用车销量及同比增幅 单位: 万辆	19
图表 40 上汽乘用车分车型销量	19
图表 41 荣威 RX5 外观	20
图表 42 荣威 RX5 内饰	20
图表 43 自主品牌上市主要新车型	20
图表 44 自主乘用车产销规模大幅提升, 2017 年自主业务有望大幅减亏 单位: 亿元	21
图表 45 横向比较, 上汽集团 PE (TTM) 相对较低	21
图表 46 横向比较, 上汽集团 PB 相对较低	21
图表 47 上汽集团 PE 轨迹	22
图表 48 上汽集团 PB 轨迹	22
图表 49 上汽集团历年分红金额	22
图表 50 主要整车股股息率(近 12 个月)	23
图表 51 上汽大众业绩走出低谷 单位: 亿元	23
图表 52 上汽通用盈利能力有望稳中有升 单位: 亿元	23
图表 53 上汽自主业务进入规模效应爆发期, 有望大幅减亏	24
图表 54 上汽集团重点公司经营业绩预测	24

一、汽车航母迎来业绩高速增长曙光

1.1 国内最大的综合性汽车集团

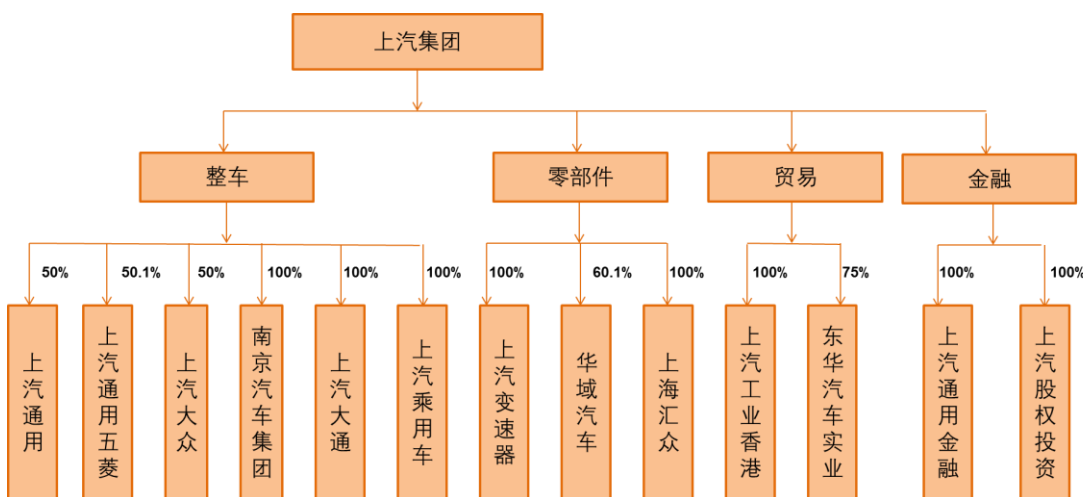
上汽集团前身是成立于 1955 年的上海市内燃机配件制造公司，1983 年第一辆上海桑塔纳轿车在上汽组装成功，此后上汽进一步引进外资，成立上海大众、上海通用等中外合资公司，并且在之后进入服务贸易、汽车金融领域，成为一家综合性汽车集团。

上汽集团主要业务涵盖整车(包括乘用车、商用车)、零部件(包括发动机、变速箱、动力传动、底盘、内外饰、电子电器等)的研发、生产、销售，物流、车载信息、二手车等汽车服务贸易业务，以及汽车金融业务。

公司营业收入和利润主要来自于整车业务，其中合资企业上汽大众、上汽通用为上汽集团利润支柱，自主品牌前期投入较大，目前亏损幅度仍较大。

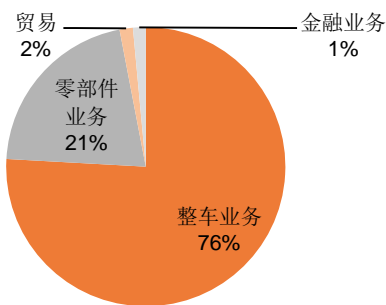
公司 2015 年以 1022 亿美元的合并营业收入，第 11 次入围《财富》杂志世界 500 强，排名第 60 位。

图表1 上汽集团主要业务板块与架构



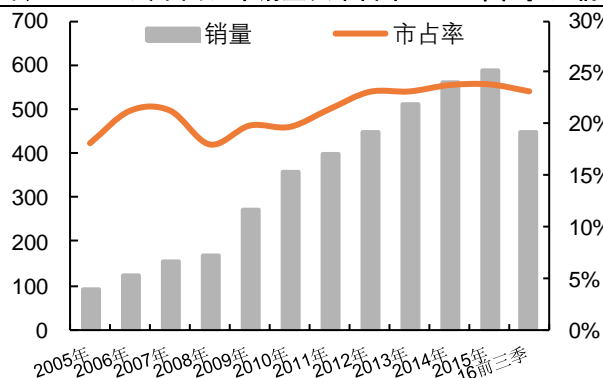
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表2 上汽集团 1H16 各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表3 上汽集团历年销量及市占率 单位: 万辆



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.2 业绩有望走出低谷，销量与盈利共振

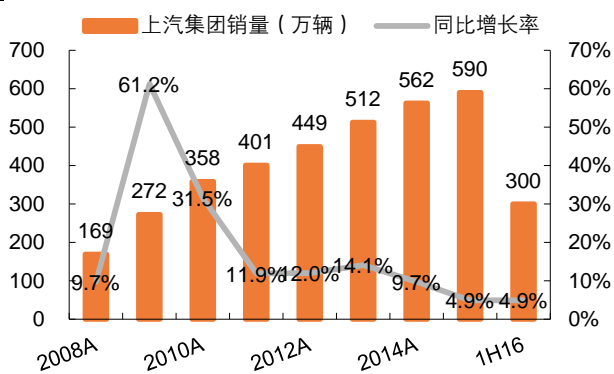
➤ 销量增幅有望扩大

2009 年受汽车购置税减半等多类政策刺激，国内汽车销量同比增幅达 45.4%，上汽集团也创下近几年最高增幅，销量同比增 61.2% 达 272 万辆。

2011 年随国内汽车市场增速放缓，公司主要合营企业上汽大众、上汽通用销量体量较大，弹性空间缩小影响，上汽集团销量进入稳步增长阶段，并且由于自主品牌表现不佳，增速逐年下滑。

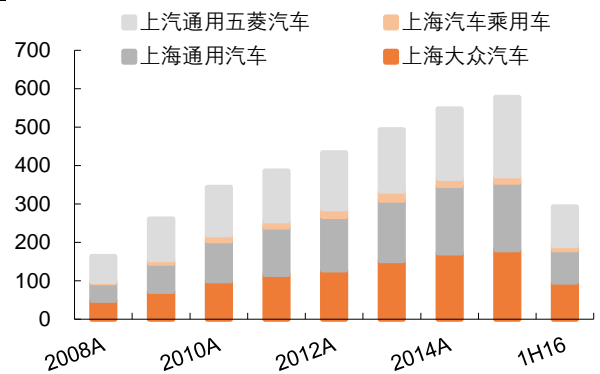
2016 年上半年公司汽车销量约 300 万辆，同比增加 4.9%。主要是由于上汽大众多车型处更新换代前空档期影响销量表现。上汽通用雪佛兰销量不及预期，影响整体销量表现，通用五菱产品结构还处于调整期，微客销量下滑较为明显。上汽自主乘用车未来有较大的提升空间，合资品牌尤其是上汽大众即将进入新车周期，未来表现值得期待。

图表4 上汽集团历年销量



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 上汽集团主要销量构成 单位: 万辆

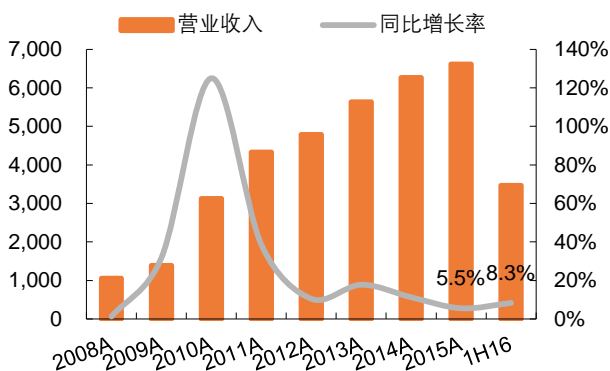


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

➤ 上汽集团净利率周期与销量周期同步

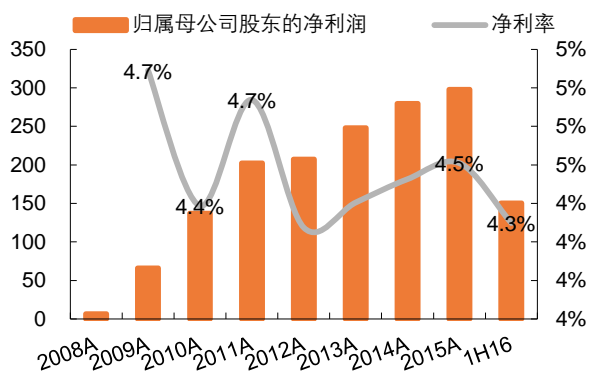
上汽集团营业收入波动幅度较大，2009-2011 年是营业收入高速增长期，后续营业收入增幅整体呈下滑趋势，2016 上半年营业收入同比增长 8.3%。净利润率在 2009-2011 年为高点，2016 上半年净利率为 4.35%。2009-2011 年销量增长最快时期同时也是净利率最高的阶段，销量与盈利共振，迎来戴维斯双击。2017 年合资品牌发力，自主品牌预计也将迅猛增长，释放利润弹性，公司销量与盈利能力有望迎来共振，上汽集团净利润增幅有望超出市场预期。

图表6 上汽集团历年收入 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表7 上汽集团历年净利润 单位: 亿元

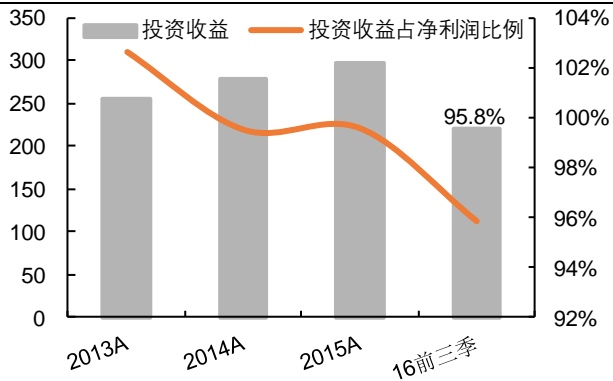


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

➤ 投资收益稳步增加，自主业务进入减亏周期

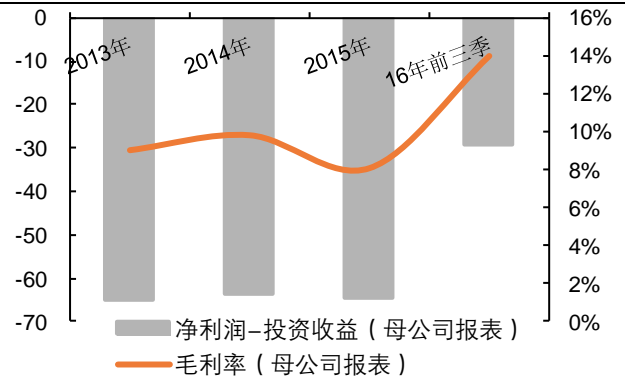
上汽集团净利润主要来自上汽大众、上汽通用等合资公司贡献的投资收益，上海大众和上海通用通过各自的销售公司实现收入并表。从投资收益上看，上汽集团投资收益呈逐年递增态势；但近年来自主业务研发投入大，产销规模上不足以覆盖研发投入，因此自主业务亏损额较大，2016年以来自主业务毛利率明显回升，有望进入减亏周期。

图表8 上汽集团投资收益稳中有升 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 上汽自主业务毛利率明显回升 单位：亿元



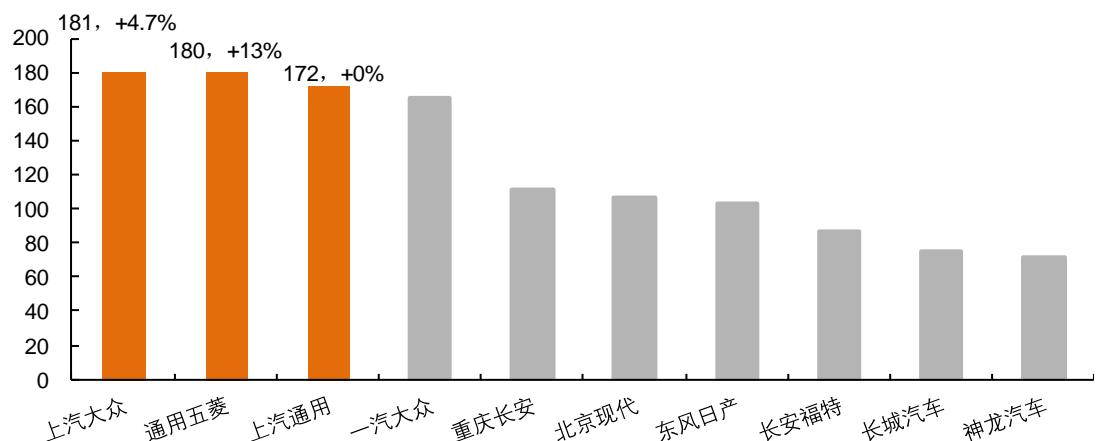
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 合资公司进入新车周期，产品结构上移

上汽集团旗下合资车企业上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱位居国内乘用车销量前三甲。上汽大众 2015 年全年销售乘用车 181 万辆，同比增长 5% 左右，在国内乘用车市场位居第一。上汽通用国内销量 172 万辆，同比持平；上汽通用五菱 2015 年乘用车销量 180 万辆，同比增加 13%。

图表10 上汽集团旗下合资车企乘用车销量位居行业前列

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

2.1 上汽大众一发力 SUV、步入新车周期

➤ 大众品牌-中国市场的王者

上汽大众成立于 1985 年,是由中德合资建立,经过多年的发展,目前已经形成了以上海安亭为总部,辐射上海、南京、仪征、乌鲁木齐、宁波、长沙等全国范围的生产基地。

作为国内历史最悠久的汽车合资企业之一,上汽大众率先在自主研发、技术创新等方面开展了大力探索和有益实践,先后推出桑塔纳 2000、帕萨特、途观、朗逸家族等畅销车型。

上汽大众目前拥有大众、斯柯达两大汽车品牌,共十余个系列产品,覆盖 A0 级、A 级、B 级、SUV、MPV 等细分市场。

图表11 上汽大众主要车型图



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

上汽大众旗下另一品牌斯柯达,总部位于捷克,是世界上历史最悠久的四家汽车生产商之一。斯柯达汽车以高性价比、坚实耐用、优良的操控性能成功打入了欧洲、亚洲、南美洲等市场,但 1989 年之后,由于体制问题,不得不寻求新合作伙伴。1991 年至 2000 年,经过多次股权变更,斯柯达成为大众的全资子公司。斯柯达借助大众的技术优势和管理经验,使旗下各品牌重树高品质和个性化形象,质量和市场推广方面得到长足进步,在大众公司的全力支持下,斯柯达公司近几年的规模得到迅猛发展。最近几年,汽车销量均超过 40 万辆,产品销售到全球的 70 多个国家。

2006 年斯柯达引入中国,在上海大众投产,完成了由明锐、晶锐、速派、野帝组成的在华产品架构,覆盖了中国车市 A0、A、B 级、SUV 市场,中国是斯柯达品牌重点发展的市场。

➤ 2016 年为上汽大众销量增幅低点

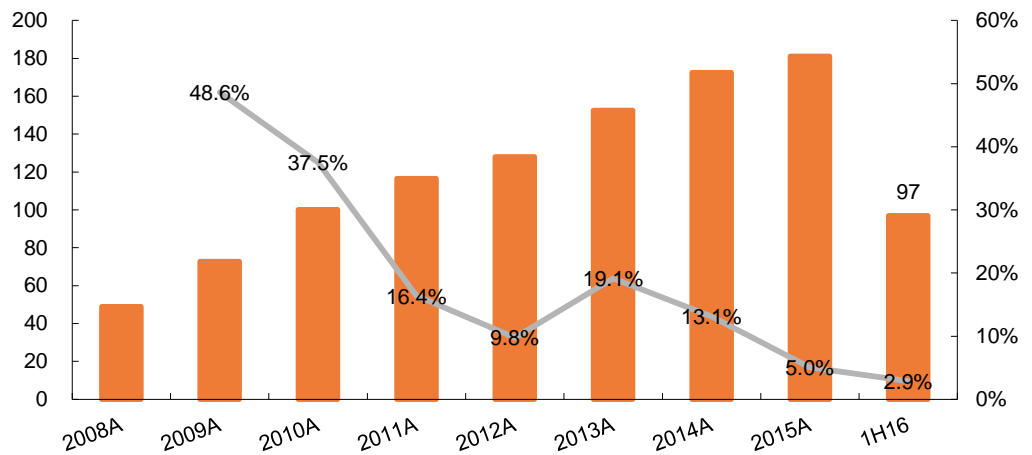
2009-2010 和由于乘用车整体市场景气度较高,政府出台刺激政策,销量同比增幅较高。

2013-2014 年上汽大众整车销量增幅高于整体市场 4 个百分点左右,主要是由于 A 级车朗逸家族和桑塔纳还有 SUV 途观的热销导致。

2016 年上半年整车销量 97 万辆,同比仅增 2.9%左右。上汽大众途观自 2010 年推出以后,没有进行过大的换代,产品竞争力有所下滑,大众的 SUV 产品主要靠途观支撑,致使 2015 年、2016 年上半年上汽大众的整车销量低于国内整体增幅。

图表12 上汽大众历年销量及同比增幅

单位：万辆



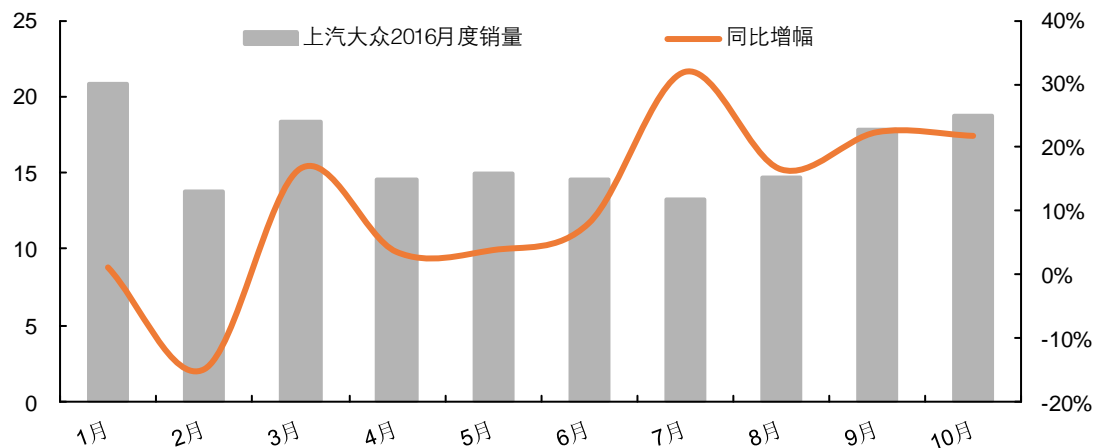
资料来源：公司公告，平安证券研究所

➤ 2016 年上汽大众销量增幅前低后高，未来有望维持高景气度

上汽大众 2016 年销量增幅由负转正，一方面是由于去年同期三季度汽车销量基数较低，另一方面是由于上汽大众积极推行家族战略，多款改款和新车型上市带动了其销量提升。

图表13 上汽大众 2016 年月销量前低后高

单位：万辆

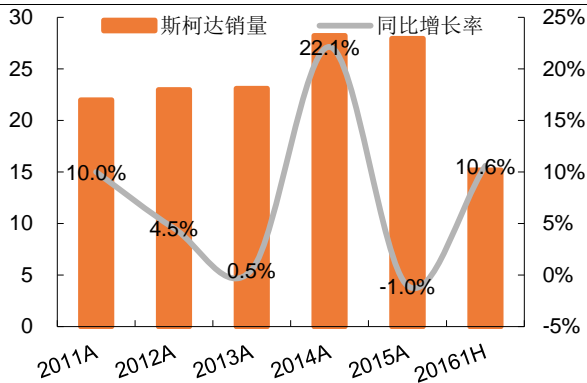


资料来源：公司公告，平安证券研究所

➤ 斯柯达销量震荡向上

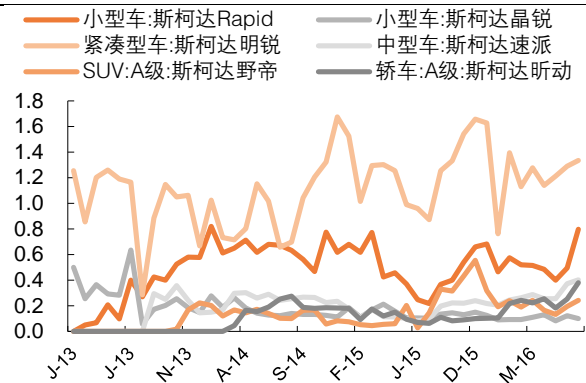
斯柯达国产化之后，其销量增幅较慢，市场反应较弱，一是由于旗下车型多轿车、少 SUV，没有契合当下 SUV 潮流，另一方面是由于其品牌文化和形象并没有得到市场的广泛认可，斯柯达品牌在中国的影响力有待提升。

图表14 斯柯达历年销量和同比增速 单位：万辆



资料来源:乘联会, 平安证券研究所

图表15 斯柯达分车型销量 单位：万辆



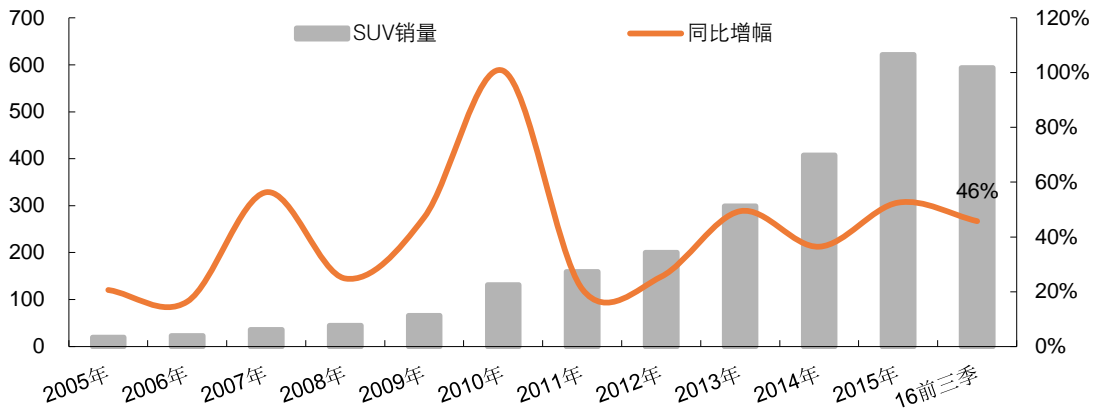
资料来源:乘联会, 平安证券研究所

➤ 国内 SUV 市场依然火爆、合资中高端 SUV 依然大有可为

国内 SUV 市场自 2010 年开始一直维持较高的景气度，而轿车市场新车销量占比逐年下滑，被 MPV 和 SUV 车型蚕食，2015 年 SUV 在国内市场占比已经达 30%左右，并且依然维持 40%左右的高增速。

近年来自主品牌 SUV 以其高性价比及丰富多样的产品组合获取了更高的 SUV 市场份额，合资高端 SUV 产品相对较少，车型有待丰富，部分热门车型提车周期长，总体处于供给不能满足需求的状态。

图表16 国内 SUV 销量依然高增长 单位：万辆



资料来源:中国汽车工业协会, 平安证券研究所

➤ 上汽大众多款 SUV 新车上市，利润弹性大

上汽大众将陆续推出五座版、七座版途观、B 级 SUV、斯柯达 SUV 等换代车型及全新产品，有望优化产品结构，契合当前 SUV 高景气度，提振整体销量。

上汽大众途观多年没有换代，只有小幅改款，2015 年以来，途观的竞争力逐渐下滑，2016 前三季度销量同比下滑 13.7%，被通用的昂科威 SUV 车型超越。2016 年底的换代途观上市有望增强产品的竞争力，提升其销量，有望重回合资 SUV 销量王座，提升上汽大众销量。

我们预计新老途观月销量未来将稳定在 2 万台以上，全新 B 级 SUV 月销有望冲万台，斯柯达 Kodiaq 月销有望达 5000 台，SUV 产品将成为未来几年上汽大众利润增量主要来源。

图表17 上汽大众即将上市主要新车型

新车型	亮点	上市时间
换代途观	五座版、七座版 紧凑型 SUV	2016 年底
CrossBlue	中型 SUV、MQB 平台、2.0T 发动机	2017 年上半年
斯柯达 Kodiaq	五座、七座紧凑型 SUV	2017 上半年
换代帕萨特	中型轿车	2018 年年底

资料来源：搜狐汽车，汽车之家，平安证券研究所

新途观采用全新的 MQB 平台打造，并且引入了 LED 大灯，HUD 数字抬头显示、360 全景影像等众多高科技配置，新车还拥有大众车车联网与手机映射功能，在安全配置方面，配备了预碰撞安全系统，低速紧急制动系统，车道保持系统等高端配置。针对国内市场，还将配套推出更长轴距、七座版大众途观，产品竞争力强。

图表18 7 座途观产品竞争力强



车型	上汽大众 途观L	大众全新 Tiguan	上汽大众 现款途观
长度(mm)	▶ 4712	4486	4506
宽度(mm)	▶ 1839	1839	1809
高度(mm)	▶ 1673	1632	1685
轴距(mm)	▶ 2791	2681	2684

资料来源：新浪汽车、平安证券研究所

大众全新 B 级 SUV 对标丰田汉兰达和福特锐界，为标准的中型七座 SUV，基于 MQB 平台打造，主打 2.0T 发动机，或配四驱系统，同时还可能会推出插电混动版本。

目前合资中高端 SUV 产品仍较为稀缺，总体处于需求大于供给态势，汉兰达产能紧张供不应求，销售以高配为主，提车周期长达一个季度；福特锐界月销量稳定，近期销量稳定在 1.2 万台/月左右。大众品牌深入人心，其首款 B 级 SUV 国产有望取得不错的销量成绩及单车盈利。

图表19 大众全新 B 级 SUV 竞品对比

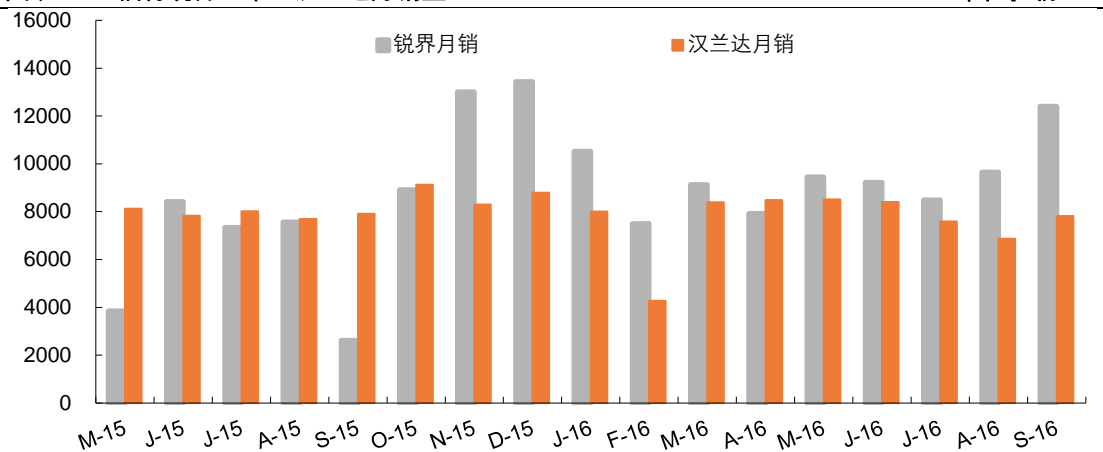
单位：mm

车型	售价	长、宽、高	外观
大众 CrossBlue 概念车		4986*2014*1732	
丰田汉兰达	25-42 万	4855*1925*1720	
福特锐界	28-44 万	4878*1925*1734	

资料来源：汽车之家、平安证券研究所

图表20 福特锐界、丰田汉兰达月销量

单位：辆



资料来源：新浪汽车、平安证券研究所

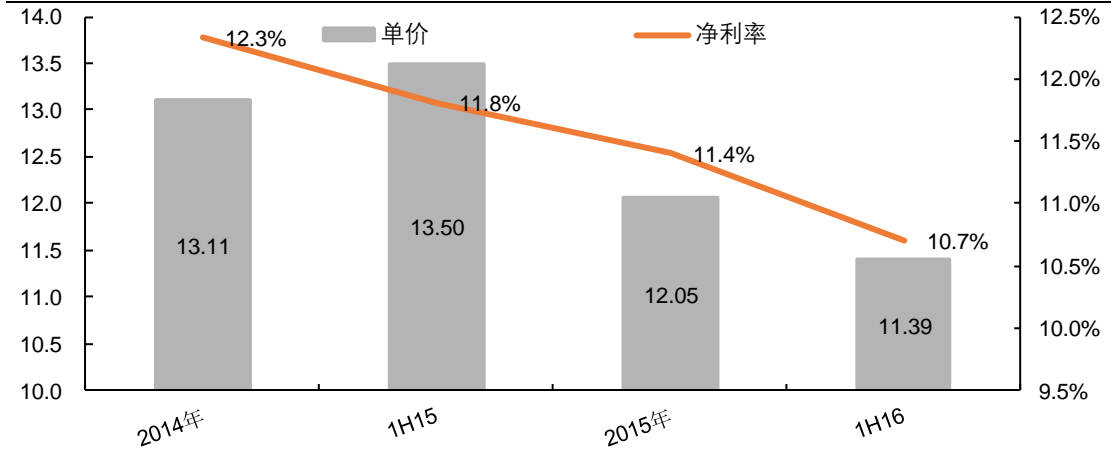
➤ 净利润下滑幅度收窄，未来盈利有望改善

上汽大众自 2014 年至现在，净利率持续下滑，2016 年上半年净利润 118 亿元，净利率同比下滑 1.1 个百分点，主要是由于高毛利车型途观和帕萨特的销量下滑较为严重。

估计上汽大众 3Q16 净利润环比有明显改善，随公司销量增加，预计 2016 全年净利润可能实现持平或正增长（销售+制造口径）。

图表21 近年来上汽大众单车均价和净利率下降

单位：万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 上汽通用-产品结构持续上移，盈利能力不断提升

上汽通用汽车成立于 1997 年，由上海汽车、通用汽车共同出资组建而成，目前拥有浦东金桥、烟台东岳、沈阳北盛和武汉分公司四大生产基地，共 8 个整车厂、4 个动力总成厂，旗下拥有别克、凯迪拉克、雪佛兰三个品牌、二十多个系列产品，覆盖了从高端豪华车到经济型轿车、MPV、SUV、混合动力、电动车等细分市场。

图表22 上汽通用企业布局



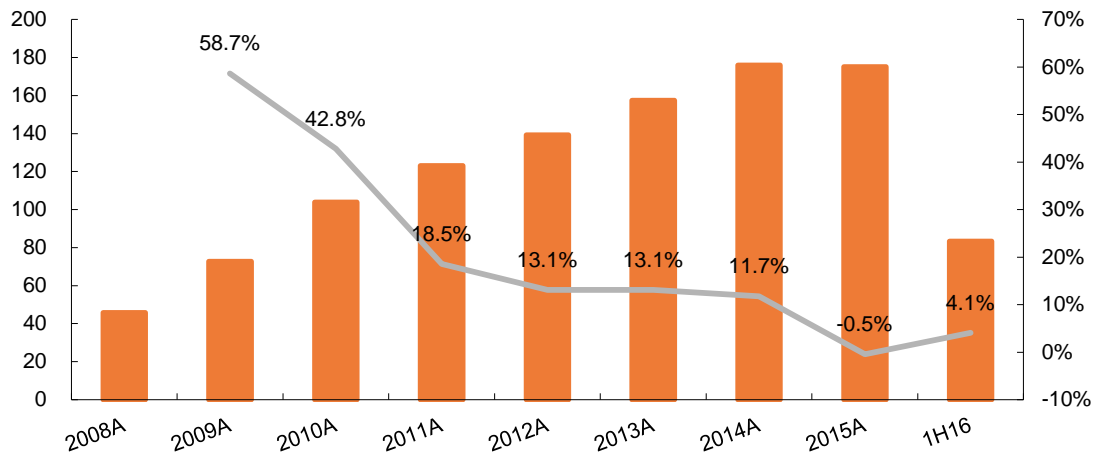
资料来源：公司网站，平安证券研究所

➤ 2016 上半年总体销量微增，凯迪拉克及别克表现较好

上汽通用销量增速近几年呈现逐年下行趋势，2016 年上半年销量有所好转，销量 83 万辆，同比增长 4.1%左右。主要是别克和凯迪拉克品牌由于旗下车型热销，销量增长较快。

图表23 上汽通用历年销量

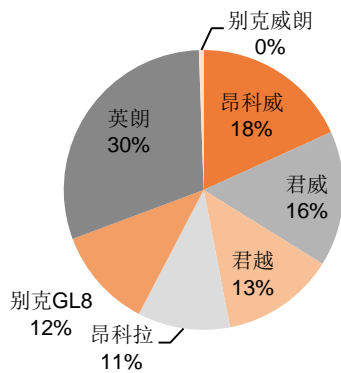
单位：万辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

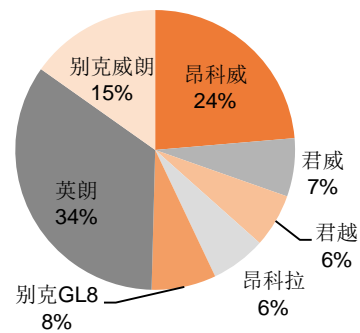
2016 前三季度，上汽通用别克品牌销量 87 万辆，同比增 26.9%，远超行业平均增速，主要由**昂科威、威朗、英朗**贡献大部分增量，英朗于 2015 年初推出，现在月销量平均在 3 万辆以上；昂科威在 2014 年第四季度推出，2016 年上半年平均月销量在 2 万辆左右。

图表24 2015 上半年别克车型销量占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 2016 上半年别克车型销量占比



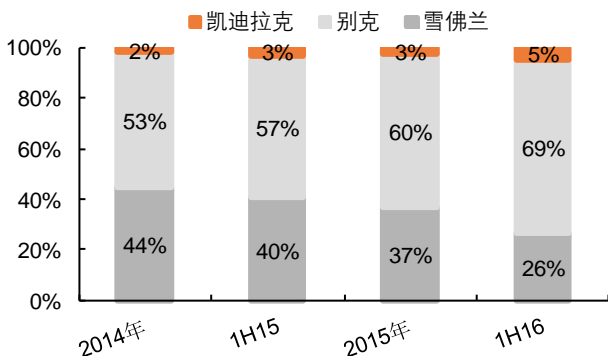
资料来源：公司公告，平安证券研究所

凯迪拉克 2016 年前三季度销量 7.7 万辆，同比增 35.4%。豪华 SUV XT5 需求较为旺盛，雪佛兰品牌表现不太理想，前三季度销量 34.4 万辆，1-7 月销量连续下降，8-9 月销量微增。品牌认知度需继续提高，通过新产品的推出和营销进一步提高其竞争力。

凯迪拉克占公司销量比例从 2013 年的 1.6%提升至 2016 年上半年的 4.6%，销量复合增长率达 63%，随凯迪拉克豪华 SUV XT5 产能逐渐爬坡放量，2017 年凯迪拉克占比还有望提升，产品结构上移，带动公司盈利能力增强。

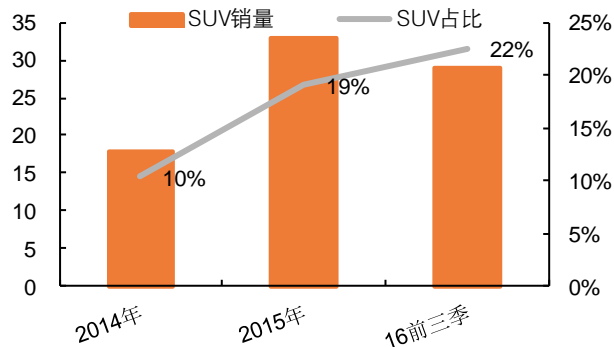
高毛利率品牌占比提升，凯迪拉克+别克品牌整车销量占比持续提升；此外，高毛利率车型占比也明显提升，不断推出 SUV 车型，1H16 上汽通用 SUV 销量占公司销售比例已升至 22%。

图表26 别克+凯迪拉克销量占比提高



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表27 上汽通用 SUV 销量占比提升 单位:万辆



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

➤ 未来新品不断推出, 别克优势有望持续, 雪佛兰跌幅有望缩小

上汽通用在 2016 年底到 2017 年将会推出三款别克品牌 MPV, 持续发力 MPV 市场; 雪佛兰即将上市全新 SUV, 雪佛兰品牌销量的跌幅有望缩小, 上汽通用总销量有望继续维持增长态势。

图表28 上汽通用未来主要新车型

新车型	亮点	上市时间
别克 GL6 等	紧凑型 MPV	2017 年下半年
雪佛兰 Equinox	紧凑型 SUV, 替代科帕奇	2017 年上半年
英朗 PHEV	紧凑型轿车	2018 年下半年

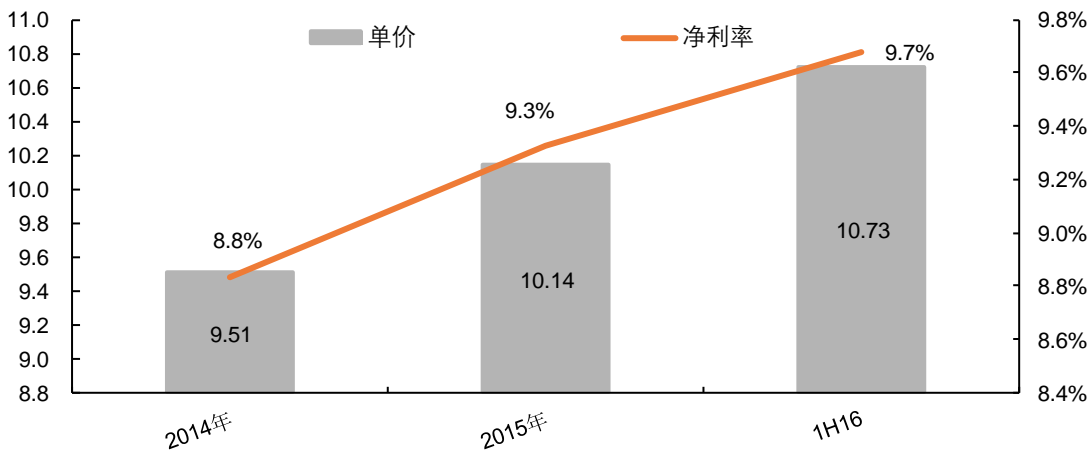
资料来源: 搜狐汽车, 汽车之家, 平安证券研究所

➤ 盈利表现好于销量表现, 结构上移态势有望持续

由于凯迪拉克+别克销量占比的提升, 且总体上上汽通用的 SUV 销量占总销量比例提高, 上汽通用的净利润率近年来持续提升。2016 上半年上汽通用净利润同比增 17.6%, 明显高于收入增幅 (6.9%) 及销量同比增幅 (4.1%)。

图表29 上汽通用单车均价及净利率持续提升

单位: 万元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.3 上汽通用五菱—改善产品结构，抵消微客下滑

上汽通用五菱汽车成立于 2002 年 11 月 18 日，是由上汽集团、通用汽车、柳州五菱三方共同组建的中外合资汽车公司。公司目前拥有柳州河西总部、柳州宝骏基地、青岛分公司和重庆分公司四大制造基地，共计 200 万产能规模。

图表30 上汽通用五菱企业布局



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

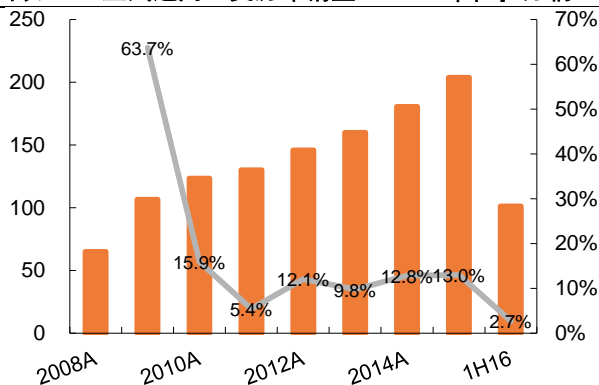
上汽通用五菱旗下产品覆盖交叉乘用车、MPV、SUV 等细分领域，其中“五菱之光”上市 12 年，是国内市场保有量最大的微客。

2010 年发布乘用车品牌宝骏成为国内自主品牌的一匹快速奔腾的黑马，宝骏 730 产品上市第 100 天销量突破 6 万辆，首款 SUV 宝骏 560 也曾创下 SUV 细分市场销量第二名的成绩。

➢ 销量增幅暂处低位，重点车型销量向好

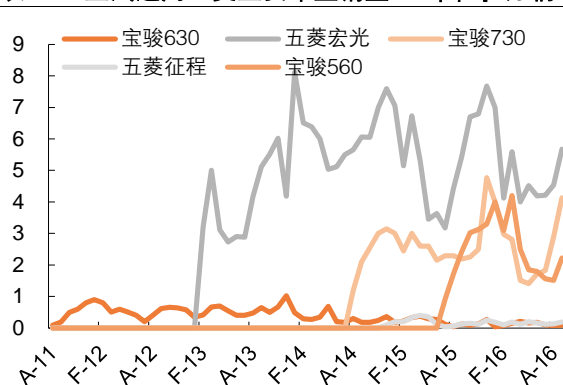
上汽通用五菱在经历几年的较高速增长之后，2016 年上半年销量增幅有所下滑，上半年销量 101 万辆，同比仅增 2.7%，其中微客销量同比下滑 15%左右。重点车型宝骏 560、730、五菱宏光等车型销量抬头向上。

图表31 上汽通用五菱历年销量 单位：万辆



资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

图表32 上汽通用五菱主要车型销量 单位：万辆

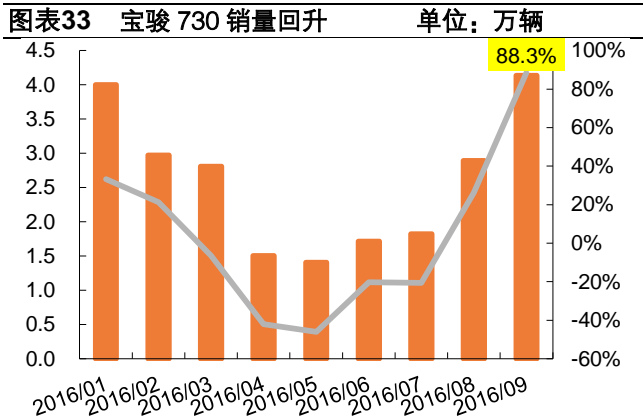


资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

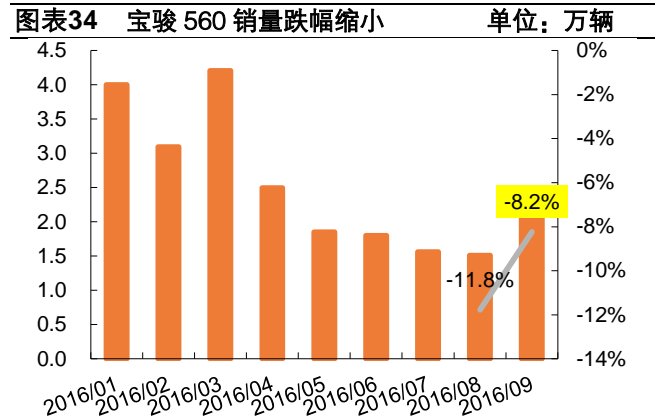
➤ 宝骏 730、560 新旧车型齐发力，销量止跌回升

宝骏 730、560 是宝骏品牌两款重磅车型，贡献了宝骏品牌绝大部分的销量，宝骏 730 今年上半年销量下滑，从月销 4 万辆降至月销 1.5 万辆左右，第三季度销量止跌回升，9 月份销量同比增长 88%，主要是由于宝骏 730 官降和 7 月份推出了 1.5T 动力版本，为消费者提供了更多的选择。

宝骏 560 车型 2016 年销量整体呈下跌趋势，9 月份销量 2.2 万辆，同比下降 8.2%，但是跌幅相比 8 月份收窄，并且结束了销量逐月下滑的趋势，实现环比增长，也是由于 1.5T 动力版本车型的推出和官降。



资料来源:乘联会, 平安证券研究所



资料来源:乘联会, 平安证券研究所

➤ 新车型不断推出，产品系列进一步丰富

上汽通用五菱今明两年推出两款全新 SUV 为宝骏 310、宝骏 510，其中宝骏 310 自 9 月上市以来，月销突破 5000 辆，订单破 2 万辆，2016 年底推出宝骏 560AMT 版本，弥补车型自动挡空白，有望进一步拉动宝骏 560 销量，宝骏品牌系列的不断丰富，预计将带动上汽通用五菱的销量增长。

图表35 上汽通用五菱上市主要新车型

新车型	亮点	上市时间
宝骏 310	两厢车、1.2L 手动	2016 年 9 月
宝骏 560 新版本	AMT 变速箱	2016 年底
宝骏 510	小型 SUV、1.5L 发动机、5 速手动	2017 年
新 MPV	--	2018 年

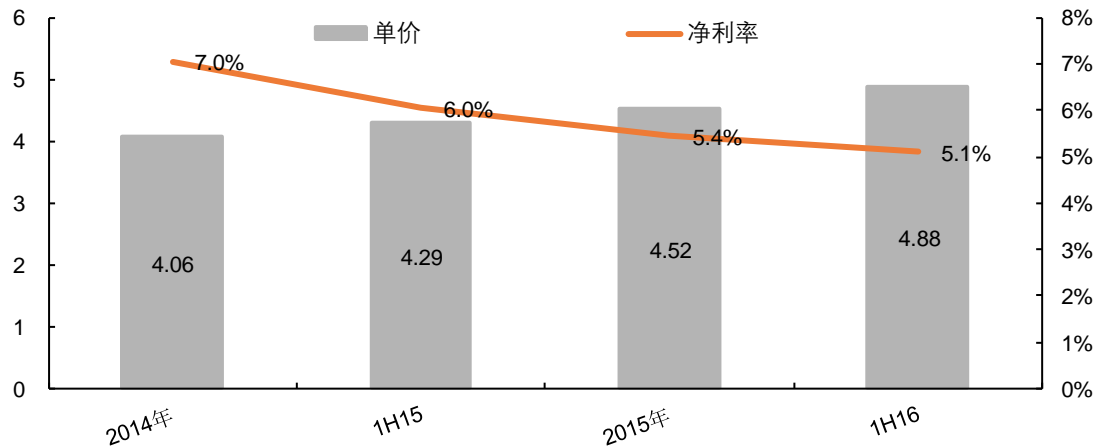
资料来源:汽车之家, 平安证券研究所

➤ 上汽通用五菱净利率有望回升

上汽通用五菱自 2014 年至今净利率逐步下降，上半年实现净利润 25 亿元，净利率 5.1%，降幅有所收窄，2016 上半年实现 2015 年全年净利润的一半，全年净利润有望同比增长。随多款新车上市上量，通用五菱产品结构不断上移，预计上汽通用五菱净利率有望稳中有升。

图表36 上汽通用五菱单车均价提升，但净利率逐步下滑

单位：万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、自主品牌现盈利拐点，迎来黄金发展期

3.1 自主乘用车品牌积淀深厚

上汽乘用车成立于 2007 年，拥有荣威和名爵两大品牌，上海、南京、英国三个技术研发中心，以及上海临港、南京浦口和英国长桥三个制造基地。

荣威产品系列涵盖轿车、SUV、新能源汽车等领域，包括荣威 550、RX5 等共计 11 个车型，名爵旗下涵盖 SUV、轿车等共计 5 个车型。

上汽大通是上汽集团旗下自主商用车品牌，拥有 G10、V80 两个系列产品，成立于 2011 年，拥有上汽大通 MAXUS、LDV 和伊思坦纳三大品牌，在无锡、仪征设有生产基地，产品覆盖宽体及窄体轻型客车、轻型卡车、特种改装车等领域。

图表37 荣威系列



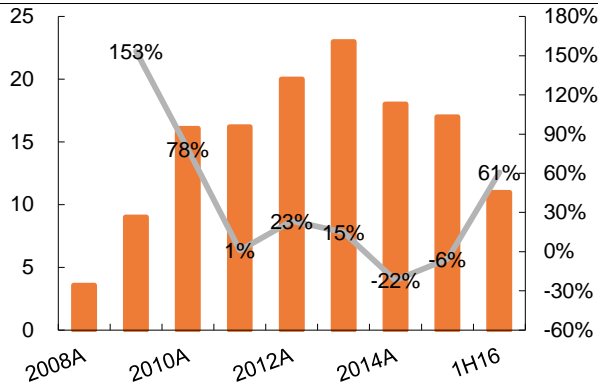
资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.2 自主乘用车销量扭转下滑趋势，16 年上半年大幅增长

上汽乘用车经过多年的发展，其品牌知名度在逐渐提高，在经历 2014、2015 年销量滑坡之后，2016 上半年增幅转正，销量 11 万辆，同比增加 61%。

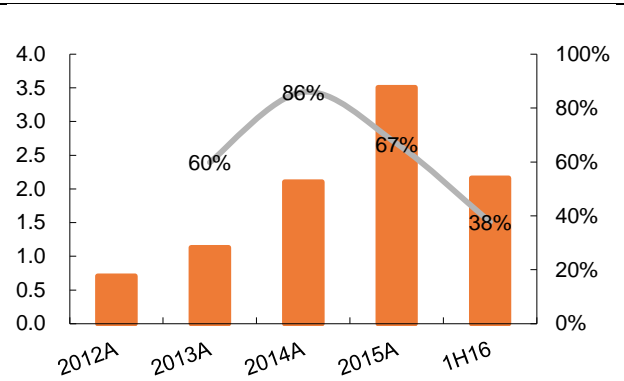
其中荣威 550 插电混受益于新能源车市场火热，前三季度销 1.4 万辆，同比增加 88%，提振了整体销量。上汽大通销量逐年稳步增加，2016 上半年销售 2.16 万辆，同比增 38%。

图表38 上汽乘用车销量及同比增幅 单位：万辆



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表39 上汽商用车销量及同比增幅 单位：万辆



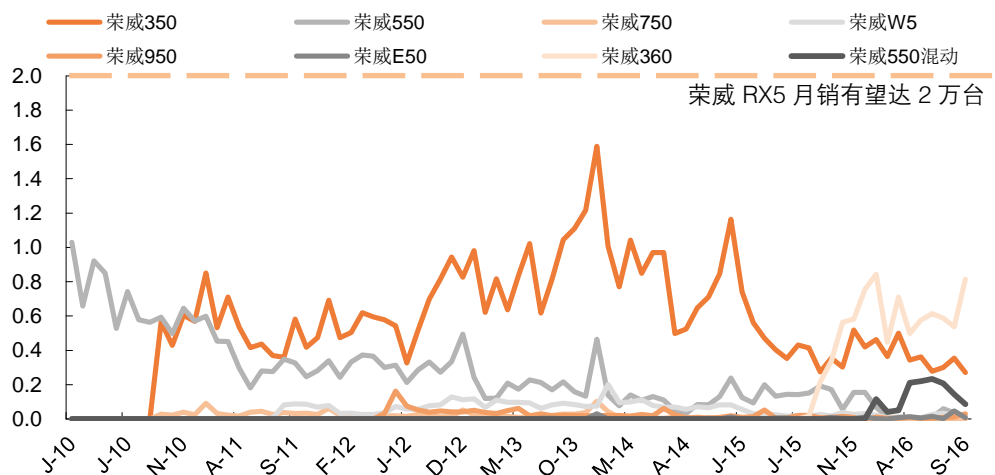
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

➤ 国内首款互联网汽车荣威 RX5 订单暴增

荣威 RX5 是上汽与阿里联合打造的一款全新城市 SUV，售价为 9.98-18.68 万元。

估计荣威 RX5 自 7 月 6 号发售以来累计订单突破 8 万辆，推测在手订单中 15 万元版本占比 50% 以上。2017 上半年荣威 RX5 或将推出插电版本，而纯电版本力争在 2017 年下半年推出，荣威 RX5 系列产品月销有望达 2 万台左右，超越荣威所有历史单个车型销量。

图表40 上汽乘用车分车型销量 单位：辆



资料来源: 乘联会、平安证券研究所

RX5 车型亮点:

外观符合国内审美，车内搭载 10.4 英寸高清中控大屏，集成阿里自主开发的 YunOS 操作系统，拥有独立的 ID 身份账号功能，可以实现智能硬件接入和分享，后视镜、仪表盘、中控屏三屏互联。

车型采用上汽高效“蓝芯”动力，包含 1.5T 和 2.0T 两款缸内中置直喷涡轮增压发动机，匹配自主研发的 6 速和 7 速双离合变速箱。

图表41 荣威 RX5 外观



资料来源:爱卡汽车, 平安证券研究所

图表42 荣威 RX5 内饰



资料来源: 搜狐汽车, 平安证券研究所

➤ 重磅车型不断推出，PHEV、EV、互联网版本助力销量提升

上汽乘用车预计将在 2017 年推出全新小型 SUV RX3，定位低于 RX5，荣威 550、W5 换代产品预计也将在 2017 年推出。

上汽乘用车在互联网与新能源方向发力，推出的每款新车预计都将配置相应的新能源、互联网版本，有望受到市场欢迎。

随新车不断推出,我们预计自主品牌销量还将继续提升,我们估计 2016 全年销量有望超过 30 万台, 2017 年全年销量有望达 50 万台。

图表43 自主品牌上市主要新车型

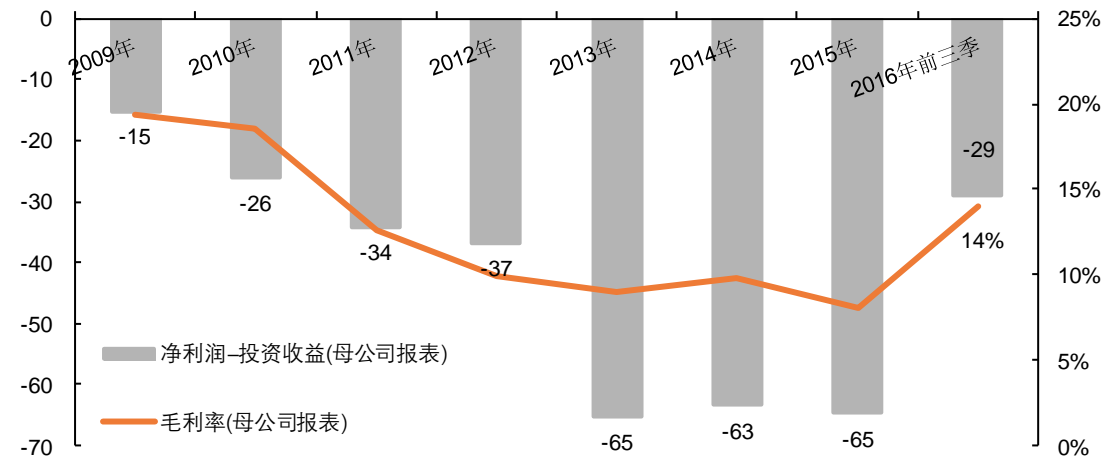
新车型	亮点	上市时间
荣威 RX5 (PHEV)	互联网 SUV, 插电	2017 年一季度
荣威 RX5 (EV)	互联网 SUV, 纯电	2017 年下半年
荣威 RX3	小型 SUV	2017 年
荣威 550 (换代)	新一代变速箱, 新平台	2017 年
荣威 W5 (换代)	中型 SUV	2017 年

资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

3.3 自主品牌进入盈利收获期、2017 年有望大幅减亏

2016 前三季度上汽乘用车毛利率提高了 1.9 个百分点至 14%，母公司净利润减投资收益口径亏损 29 个亿，比去年同期减亏 3.3 亿。上汽自主业务制造口径估计已实现了盈亏平衡，但是由于每年较高的研发支出及部分总部费用，预计母公司报表剔除投资收益口径 2016 年还将有一定幅度亏损，2016 全年有望同比减亏 4 亿左右，2017 年自主乘用车有望达 50 万台年销量规模，预计可以进一步减亏 40 亿左右。

图表44 自主乘用车产销规模大幅提升，2017年自主业务有望大幅减亏 单位：亿元



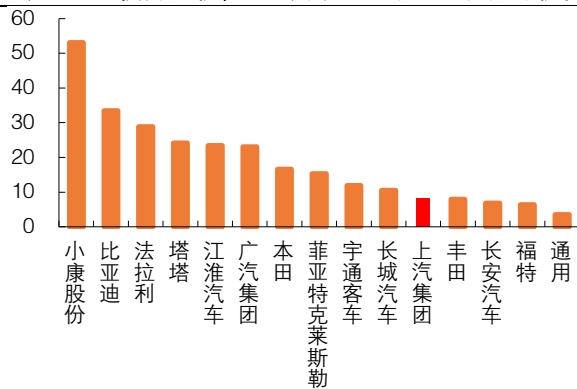
资料来源：公司官网，平安证券研究所

四、 低估值+高分红提供较高安全边际

4.1 估值处于历史相对低位

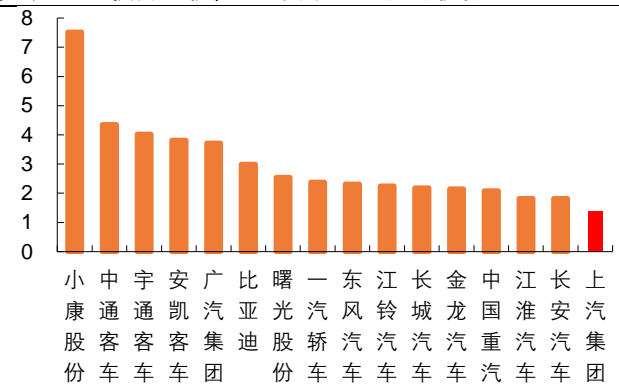
横向比较，上汽集团 PE 动态估值、PB 估值在国内各大整车集团处相对较低水平。纵向看，上汽集团现阶段估值亦处于历史相对低位，且公司目前处于自主+合资的新车周期，2017 年盈利弹性大，具备估值提升的基本面支撑。

图表45 横向比较，上汽集团 PE (TTM) 相对较低



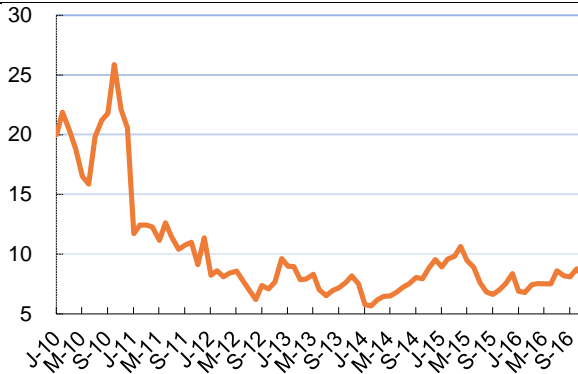
资料来源：wind，平安证券研究所

图表46 横向比较，上汽集团 PB 相对较低



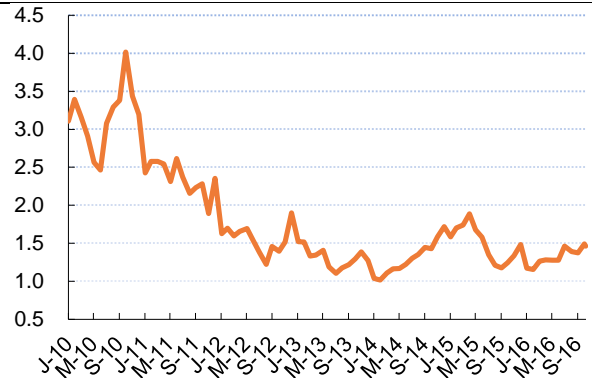
资料来源：wind，平安证券研究所

图表47 上汽集团 PE 轨迹



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表48 上汽集团 PB 轨迹



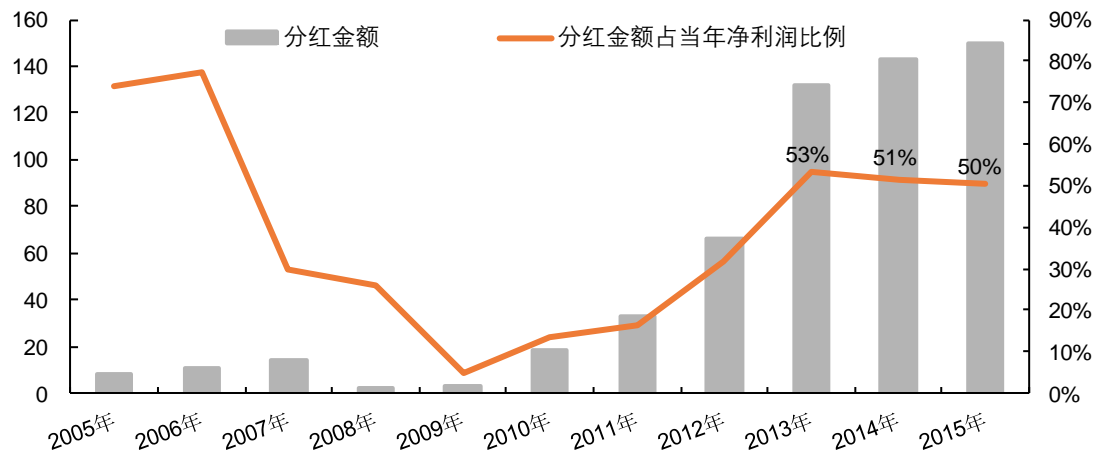
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

4.2 高分红比例大概率维持, 上汽集团股息率较高

上汽集团多年来维持高分红, 近三年现金分红占归母净利润比例均在 50%以上, 随明后年合资与自主品牌共同发力, 公司盈利面有望持续向好, 我们预计未来几年分红比例将大概率维持在 50%以上。

图表49 上汽集团历年分红金额

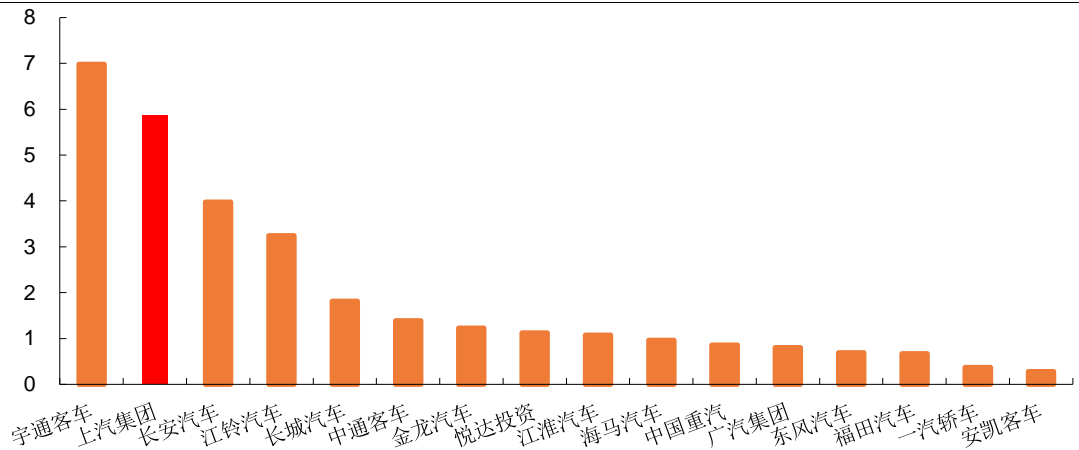
单位: 亿元



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表50 主要整车股股息率(近 12 个月)

单位: %



资料来源: WIND、平安证券研究所

附: 收盘价为 2016 年 11 月 7 日

五、 盈利预测与投资建议

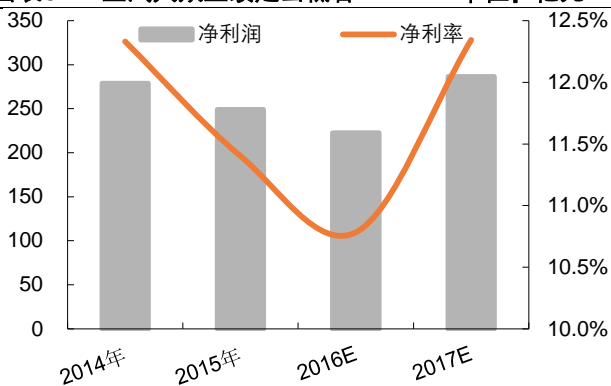
我们认为上汽集团进入自主+上汽大众新车周期, 2017 年公司业绩增量将主要由自主乘用车及上汽大众贡献。

5.1 上汽大众进入新品周期、业绩有望大幅增长

上汽大众 2016-2017 年重磅 SUV 车型不断推出, 进入新一轮的新车周期; 产品结构得到改善, SUV 产品占比提高, 契合国内 SUV 行业高增速。

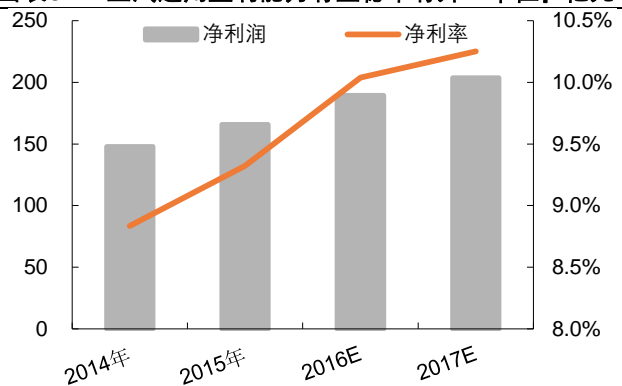
上汽通用产品结构上移, 别克+凯迪拉克占比提升, 雪佛兰新 SUV 竞争力强, 上汽通用盈利能力有望维持稳中有升态势。

图表51 上汽大众业绩走出低谷 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表52 上汽通用盈利能力有望稳中有升 单位: 亿元

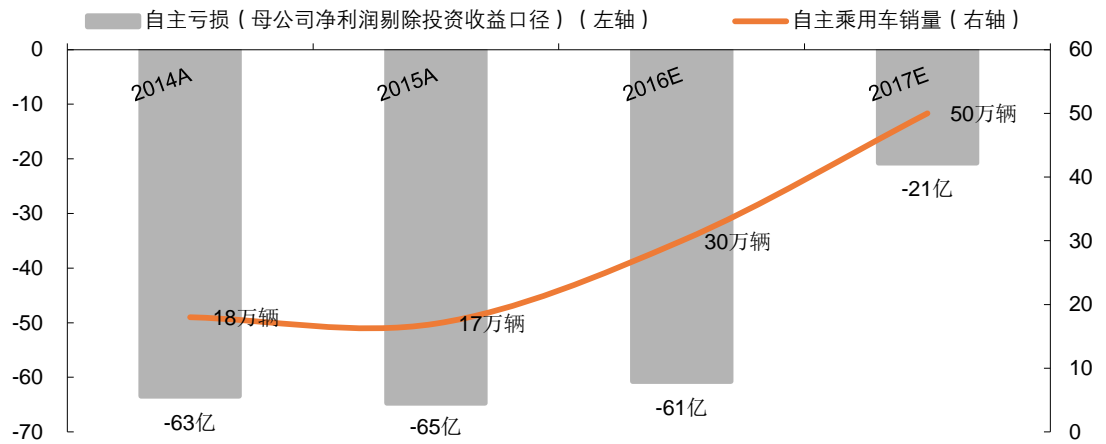


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

5.2 自主乘用车迎来规模效应爆发期, 大幅减亏有望

自主 SUV 荣威 RX5 受市场热捧，2017 年进一步推出 PHEV 和 EV 版本，月销有望达 2 万台以上，后续还将迎来 RX3 等多款新品，自主乘用车进入规模效应爆发期，上汽自主乘用车业务有望大幅减亏。我们判断上汽自主乘用车 2017 年产销规模 50 万台，自主业务有望减亏 40 亿左右。

图表53 上汽自主业务进入规模效应爆发期，有望大幅减亏



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

5.3 估值较低，基本面变化支持估值提升

上汽集团 PE、PB 估值均处于相对低位，公司自 2013 年起分红比例维持在 50%左右，预计未来将大概率维持此比例，按目前股价，公司股息率较高。

公司合资+自主齐发力提升销量，盈利能力有望提升，未来业绩增幅可期。上汽大众即将进入新品周期，SUV 占比有望提升，上汽通用豪车比例持续提高，产品结构上移，盈利能力增强。自主品牌放量在即，多款重磅车型引爆市场。公司有望进入业绩加速成长通道，销量与盈利共振，释放利润弹性。我们上调上汽集团业绩预测为：2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 2.83、3.63、3.98 元（原业绩预测为 2016-2018 年每股收益 2.86 元、3.01 元、3.17 元），上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。

图表54 上汽集团重点公司经营业绩预测

单位：万辆、亿元

		2014A	2015A	2016E	2017E
自主业务	乘用车销量	18	17	30	50
	自主净利润	-63	-65	-61	-21
上汽大众	销量	173	181	190	199
	净利润	279	249	222	287
上汽通用	销量	176	175	178	182
	净利润	148	166	189	204
上汽通用五菱	销量	181	204	174	190
	净利润	52	50	49	52

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

六、 风险提示

- 1) 乘用车市场景气度不及预期；
- 2) 上汽大众 SUV 新品销量不达预期；
- 3) 自主品牌新车销量不及预期；
- 4) 上汽通用雪佛兰销量进一步下滑、别克 SUV 销量下滑。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	269903	289208	326935	358560
现金	72673	110463	128631	152957
应收账款	65606	61015	68021	70131
其他应收款	5081	3071	3446	3539
预付账款	13389	32207	32660	35298
存货	37243	41219	46534	46694
其他流动资产	38416	12339	17055	20690
非流动资产	207024	225962	241777	250241
长期投资	59020	59651	60687	59786
固定资产	38691	57717	65916	72508
无形资产	8361	5666	4642	4169
其他非流动资产	1368	1429	1403	1400
资产总计	511631	515170	568712	608801
流动负债	189846	174036	193045	198383
短期借款	4908	0	0	0
应付账款	99035	75864	83686	85551
其他流动负债	436	933	645	734
非流动负债	37027	28834	30160	32309
长期借款	1399	1787	1810	1968
其他非流动负债	24575	20131	20730	21812
负债合计	226873	202870	223205	230692
少数股东权益	35789	47136	61660	77608
股本	11026	11026	11026	11026
资本公积	38940	38940	38940	38940
留存收益	93449	99933	112451	124706
归属母公司股东权益	34385	181369	200052	216706
负债和股东权益	511631	515170	568712	608801

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	10608	81794	55467	65864
净利润	40074	42578	54500	59842
折旧摊销	6916	8355	9589	10741
财务费用	0	-436	-243	-250
投资损失	-29663	-30374	-34542	-35577
营运资金变动	-36778	30939	-8708	-4797
其他经营现金流	30060	30732	34872	35905
投资活动现金流	-13132	-16153	-16393	-15304
资本支出	12290	17116	16412	15350
长期投资	24477	-26028	9193	2547
其他投资现金流	23635	-25065	9212	2594
筹资活动现金流	-7233	-27851	-20906	-26234
短期借款	-597	-4908	0	0
长期借款	-650	388	23	158
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	1	2
其他筹资现金流	-5986	-23331	-20930	-26394
现金净增加额	-9757	37790	18168	24327

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	661374	713201	800390	821580
营业成本	585833	621949	690640	704176
营业税金及附加	5598	6037	6775	6955
营业费用	35538	50469	56796	59132
管理费用	24275	27334	30832	31732
财务费用	0	-436	-243	-250
资产减值损失	2848	2279	1679	1079
公允价值变动收益	-286	0	0	0
投资净收益	29663	30374	34542	35577
营业利润	36659	45728	59435	65605
营业外收入	3667	4200	4300	4400
营业外支出	1445	1100	1200	1300
利润总额	38881	48828	62535	68705
所得税	5736	6250	8036	8863
净利润	40074	42578	54500	59842
少数股东损益	10280	11347	14524	15948
归属母公司净利润	29794	31231	39975	43894
EBITDA	52726	56747	71881	79196
EPS (元)	2.70	2.83	3.63	3.98

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	5.5%	9.3%	12.2%	2.6%
营业利润(%)	-3.3%	24.7%	30.0%	10.4%
归属于母公司净利润(%)	6.5%	4.8%	28.0%	9.8%
获利能力				
毛利率(%)	11.4%	14.0%	14.9%	15.5%
净利率(%)	4.5%	4.3%	4.9%	5.3%
ROE(%)	18.8%	17.8%	21.0%	21.1%
ROIC(%)	8.4%	8.2%	9.5%	9.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.6%	39.4%	39.2%	37.9%
净负债比率(%)	-39.0%	-59.9%	-63.4%	-69.7%
流动比率	1.42	1.66	1.69	1.81
速动比率	1.23	1.42	1.45	1.57
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.4
应收账款周转率	11.0	11.2	12.3	11.8
应付账款周转率	7.1	7.1	8.7	8.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.70	2.83	3.63	3.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	7.42	5.03	5.97
每股净资产(最新摊薄)	3.12	16.45	18.14	19.65
估值比率				
P/E	8.7	8.3	6.5	5.9
P/B	7.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.4	2.5	1.9	1.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033