



买入

53% ↑

目标价格:人民币 37.00

原目标价格:人民币 29.20

600104.CH

价格:人民币 24.14

目标价格基础:10倍17年市盈率

板块评级:增持

上汽集团

大象起舞, 潜力惊人

旗下合资公司上汽大众和上汽通用近两年均将全面迎来新产品上市周期, 换代及新增多款重量级 SUV 车型, 推动公司业绩快速增长。自主品牌厚积薄发, 进入收获季, 新推出的荣威 RX5 月销量已突破 2 万辆, 后续还将推出多款重量级车型, 产销规模大幅提升, 将促使上汽自主大幅减亏甚至扭亏。我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 2.92 元、3.70 元和 4.23 元, 给予公司 2017 年 10 倍市盈率, 目标价上调至 37.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 合资公司全面进入新产品上市周期, 未来两年新增及换代产品持续推出。上汽大众和上汽通用一直是公司主要利润来源, 近两年均将迎来产品换代周期及产品线完善。上汽大众途观、帕萨特、途安等开始换代, 新增多款中型及中大型 SUV; 上汽通用君越、君威、GL8 等迎来换代, 并新增雪佛兰中型 SUV 等产品。SUV 高速增长趋势有望延续, 且中型及中大型 SUV 需求将迎来爆发, 上汽大众和上汽通用推出的多款产品契合消费升级需求, 两家合资公司的业绩有望超预期增长。
- 自主品牌厚积薄发, 进入收获季, 扭亏有望。自主 SUV 荣威 RX5 上市不久月销超过 2 万辆, 后续还将推出荣威 i6、RX7、RX3、MG ZS 等多款产品, 产销规模大幅提升, 将促使上汽乘用车大幅减亏甚至扭亏。上汽通用五菱乘用车产品线也将更加完善, 并增加小型 SUV 宝骏 510 等产品, 未来增长可期。

评级面临的主要风险

- 1) 市场竞争加剧, 销量和利润率下滑; 2) 原材料及人工成本大幅上涨。

估值

- 我们上调了公司盈利预测, 预计 2016-2018 年每股收益分别为 2.92 元、3.70 元和 4.23 元。公司自主及合资全面进入新产品周期, 有望推动公司业绩持续高速增长。考虑到公司未来 2-3 年业绩增长幅度及持续性将远超过国内其他车企, 以及较高的股息率, 给予 2017 年 10 倍市盈率, 目标价由 29.20 元上调至 37.00 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	630,001	670,448	780,670	850,618	922,750
变动(%)	11	6	16	9	8
净利润(人民币 百万)	27,973	29,794	32,208	40,773	46,674
全面摊薄每股收益(人民币)	2.537	2.702	2.922	3.698	4.233
变动(%)	12.8	6.5	8.1	26.6	14.5
先前预测每股收益(人民币)			2.922	3.198	3.370
调整幅度(%)			0	15.6	25.6
全面摊薄市盈率(倍)	9.5	8.9	8.3	6.5	5.7
价格/每股现金流量(倍)	11.4	10.2	6.5	13.2	6.1
每股现金流量(人民币)	2.11	2.36	3.70	1.84	3.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	9.0	8.7	5.9	3.9
每股股息(人民币)	1.300	1.360	1.461	1.849	2.117
股息率(%)	5.4	5.6	6.1	7.7	8.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	69.6	3.3	7.2	76.5
相对上证指数	81.8	(2.3)	0.5	81.2

发行股数(百万)	11,026
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	266,157
3个月日均交易额(人民币 百万)	457
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车工业(集团)总公司	74

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 11 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*朱朋、魏敏为本报告重要贡献者

目录

上汽集团—大象起舞，潜力惊人.....	3
SUV 仍是增长动力，新能源和智能化是未来趋势	10
主要子公司产品周期向上，未来前景看好.....	17
新能源及智能驾驶等投入众多，厚积期待薄发.....	28
盈利预测及投资建议.....	33
风险提示.....	37
研究报告中所提及的有关上市公司.....	39

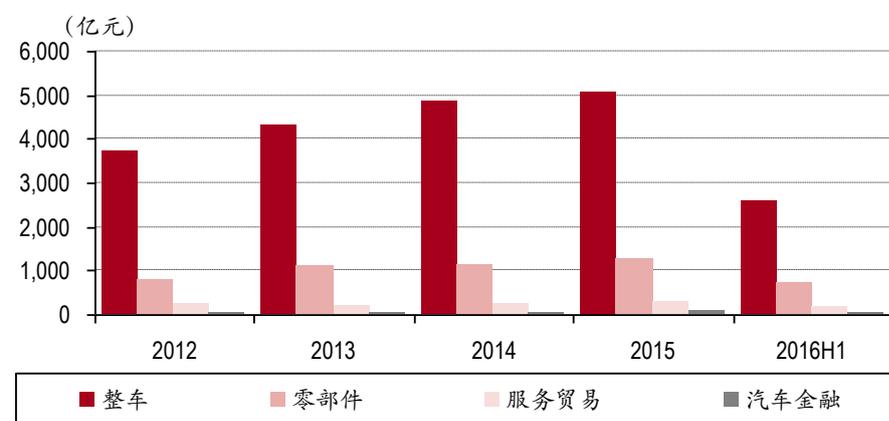
上汽集团——大象起舞，潜力惊人

国内汽车工业龙头，跻身世界 50 强

上汽集团是国内汽车工业龙头，汽车产销量长期位居国内第一。在美国《财富》杂志 2016 年世界 500 强排行榜上，上汽集团以 2015 年度 1,066.8 亿美元的销售收入排名第 46 位，首次进入世界前 50 强。

上汽集团主要业务包括整车（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、生产和销售，物流、二手车等汽车服务贸易业务，以及汽车金融业务等四大业务板块。公司积极进行技术创新，近年来加快开发互联网汽车、新能源汽车项目、智能驾驶等前瞻技术，探索构建“互联网+大数据+智能制造”的业务体系，并加快国际经营步伐，持续深耕东盟、中东、南美等重点海外市场。

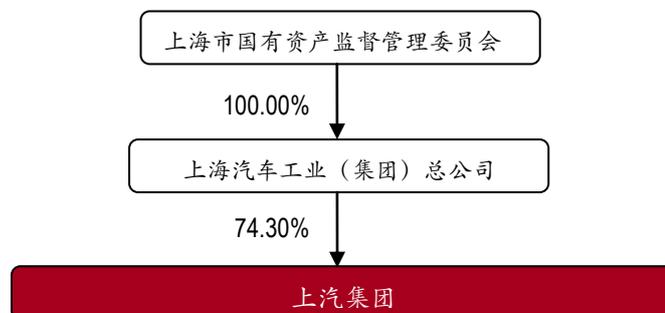
图表 1. 主要业务板块营业收入



资料来源：公司公告，中银证券

上海市国有资产监督管理委员会为公司实际控制人，上海汽车工业（集团）总公司持有公司 74.30% 股权，此外上海国际集团有限公司持有公司 2.73% 股权。陈虹为公司董事长，陈志鑫任公司董事、总裁。

图表 2. 公司股权结构



资料来源：公司公告

公司旗下参控股公司数量庞大，主要业务包括整车、零部件、服务贸易和汽车金融，基本涵盖了汽车产业链的各个环节，相互之间紧密合作，有利于充分发挥协同效应，提升整体竞争能力。

图表 3. 主要参控股公司

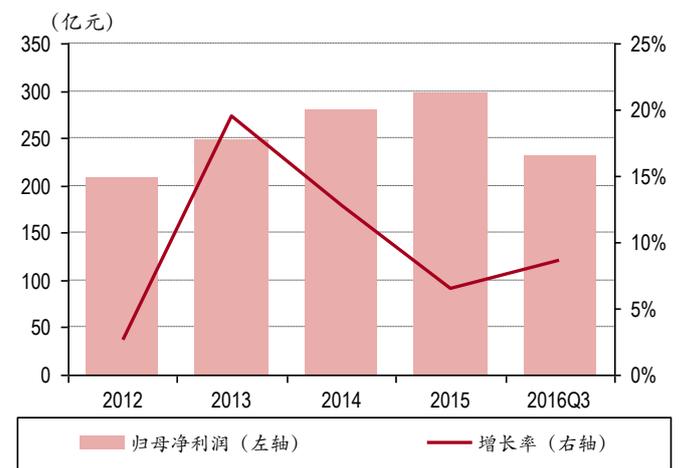
序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例(%)	主营业务
1	上汽大众汽车有限公司	合营企业	50.0	汽车及零部件生产销售
2	上汽通用汽车有限公司	合营企业	50.0	汽车及零部件生产销售
3	上海上汽大众汽车销售有限公司	子公司	50.0	汽车及零配件销售
4	上汽通用汽车销售有限公司	子公司	51.0	整车销售
5	上汽通用五菱汽车股份有限公司	子公司	50.1	汽车及零部件生产销售
6	上汽大通汽车有限公司	子公司	100.0	汽车及零配件生产销售
7	华域汽车系统股份有限公司	子公司	58.3	汽车零部件总成的设计,生产和销售
8	上海汽车集团财务有限责任公司	子公司	98.6	汽车金融

资料来源: 公司公告, 中银证券

2016 前三季度公司实现营业总收入 5,315.8 亿元, 同比增长 11.7%; 实现归属于上市公司股东的净利润 230.9 亿元, 同比增长 8.6%, 收入和利润均稳步增长。2016 年前三季度公司实现整车销售 448.2 万辆, 同比增长 8.4%; 国内市场占有率 23.2%, 继续保持国内市场领先地位。

图表 4. 营业收入稳步增长


资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 5. 归母公司净利润稳定增长


资料来源: 公司公告, 中银证券

整车业务品类齐全, 销量稳定增长

公司整车业务板块主要涵盖乘用车和商用车的研发、生产和销售, 主要包括上汽集团乘用车分公司、上汽大通汽车有限公司、上汽大众汽车有限公司、上汽通用汽车有限公司、上汽通用五菱汽车股份有限公司等整车企业, 其中上汽大众、上汽通用和上汽通用五菱均长期位居国内乘用车销量排行榜前列。

上汽集团乘用车公司, 是公司的全资子公司, 承担上汽集团自主品牌汽车的研发、制造与销售, 已陆续推出荣威 950、荣威 750、荣威 550、荣威 350、荣威 W5、荣威 E50、MG7、MG6、MG5 及 MG3 等一系列车型。

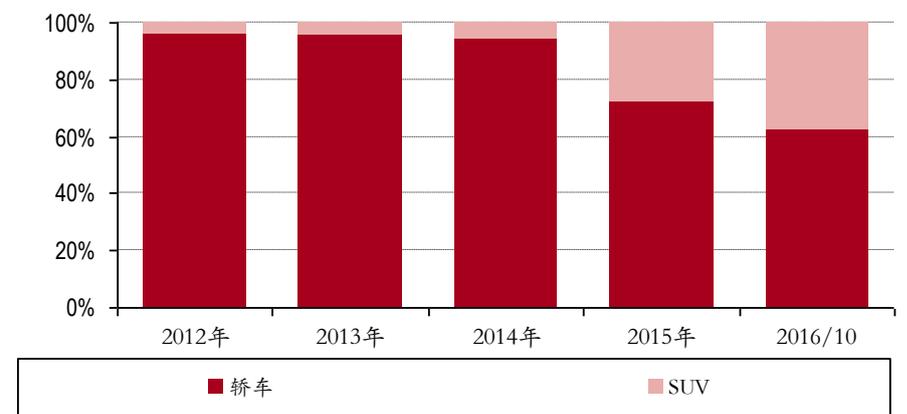
公司多年来积极投入研发, 厚积而薄发, 已经到了收获的季节。2016 年 1-9 月销售 192,142 辆, 同比增长 75.0%, 其中新推出的互联网 SUV 荣威 RX5, 上市不久月销已过 2 万辆。

图表 6. 上汽集团乘用车公司主要产品



资料来源：公司网站，中银证券

图表 7. 上汽自主品牌乘用车车型销量情况



资料来源：中汽协，中银证券

上汽大众汽车有限公司是一家中德合资企业，上汽集团持股 50%，德国大众汽车集团持股 40%、大众汽车（中国）投资有限公司持股 10%。主要产品包括：新帕萨特、全新朗逸、全新朗行、途观、全新桑塔纳、全新途安、Polo、辉昂等车型。上汽大众 2016 年 1-9 月销售 1,427,943 辆，保持了 8.6% 的稳定增长。

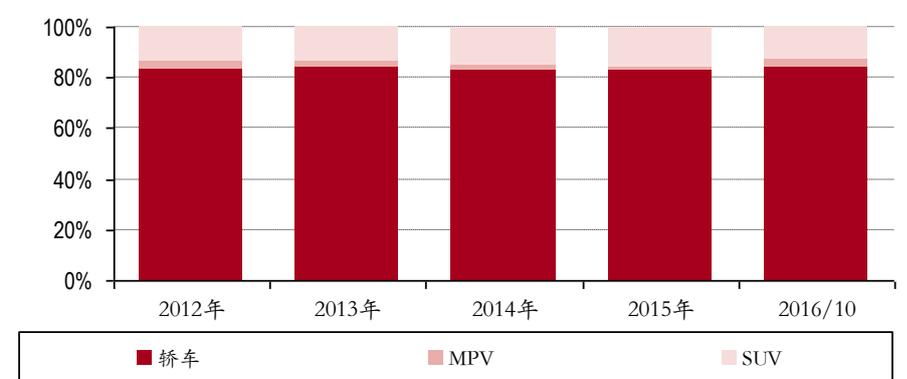
此外，上汽集团与德国大众集团日前签署合作备忘录，未来有望引入奥迪品牌，实现公司产品线的高端拓展。奥迪品牌作为主流三大豪华品牌之一，产品利润率较高，有望推动公司业绩长期快速增长。

图表 8. 上汽大众主要品牌



资料来源：公司网站，中银证券

图表 9. 上汽大众车型销量情况



资料来源：中汽协，中银证券

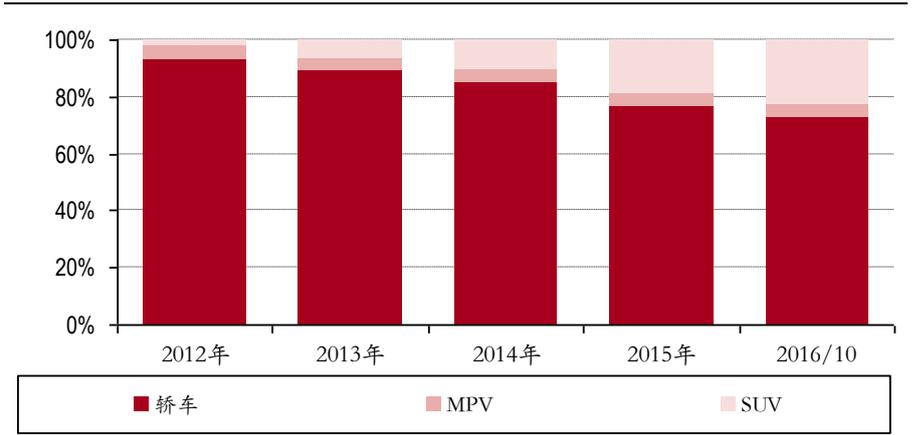
上汽通用汽车有限公司由上汽集团、通用汽车公司共同出资组建而成，上汽集团和通用汽车各持股 50%。公司目前拥有别克、雪佛兰、凯迪拉克三个品牌，二十多个系列的产品，涵盖了高端豪华车和经济型轿车，以及 MPV、SUV、混合动力和电动车等细分市场。今年 1-9 月上汽通用售出 1,293,393 辆，同比增长 8.9%，其中别克品牌和凯迪拉克品牌表现优异，同比快速增长。

图表 10. 上汽通用主要品牌



资料来源：公司网站，中银证券

图表 11. 上汽通用车型销量情况



资料来源: 中汽协, 中银证券

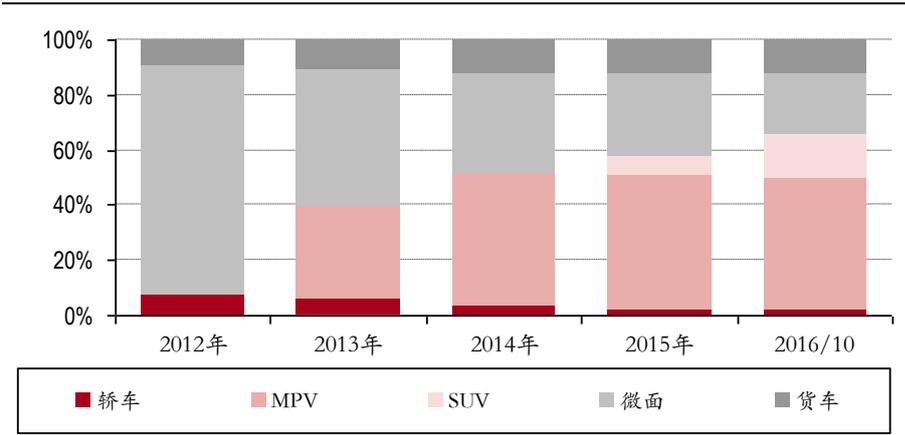
上汽通用五菱汽车股份有限公司是由上汽集团、通用汽车(中国)投资有限公司、柳州五菱汽车有限责任公司三方共同组建, 上汽集团股份占比 50.1%, 主营产品为宝骏系列乘用车和五菱系列微客、微卡等。

公司主动调整产销结构, 加大乘用车产品投放, 发挥网络布局的重要优势, 提升网络质量的同时继续推进网络下沉, 大大缓解了微车市场萎缩的市场压力。今年 1-9 月共售出整车 1,458,835 辆, 同比增长 2.0%。

图表 12. 上汽通用五菱主要品牌



资料来源: 公司网站, 中银证券

图表 13. 上汽通用五菱车型销量情况


资料来源：中汽协，中银证券

零部件业务布局完整，营收增长强势

公司零部件板块主要涵盖发动机、变速箱、底盘、电子电气、制动系统、内外饰等汽车部件的研发、生产和销售，主要包括华域汽车系统股份有限公司、上海汽车变速器有限公司、联合汽车电子有限公司、上海汇众汽车制造有限公司等。2016年上半年零部件板块收入712.4亿元，同比增长21.9%。

华域汽车系统股份有限公司由上汽集团控股，持股比例58.3%，主要业务为汽车零部件研发、生产及销售，包括金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源等六个业务板块。在为热销车型供应部件的同时，公司也在加快智能驾驶、新能源汽车驱动系统等新兴业务领域的拓展。2016年上半年公司实现营业收入928.9亿元，同比增长29.1%；净利润44.7亿元，同比增长12.1%。

图表 14. 华域汽车主要产品


资料来源：公司网站，中银证券

汽车金融业务增速迅猛，潜力巨大

汽车金融板块业务主要包括汽车金融、公司金融、股权投资和保险销售，板块所属企业包括上海汽车集团财务有限责任公司及其下属上汽通用汽车金融有限责任公司、上海汽车集团股权投资有限公司及其下属上海汽车创业投资有限公司、上海汽车集团保险销售有限公司、安吉租赁有限公司、上海汽车香港投资有限公司、上海汽车集团金控管理有限公司。

2016 年上半年，公司通过设立上汽金控管理公司，搭建上汽金融业务的投资平台和管理平台，上汽产融结合的生态圈构建加快，可为产业链提供全方位金融服务。上汽财务公司和上汽保险销售公司的互联网汽车金融支持综合方案，促进了互联网汽车营销推广，进一步了推进上汽金融业务的协同发展。2016 年上半年汽车金融业务收入 49.7 亿元，同比增长 28.8%。

图表 15. 上汽集团金融板块主要企业



资料来源：公司网站，中银证券

服务贸易业务覆盖广泛，创新发展生态圈是主线

服务贸易板块以“安吉”和“安悦”两大伞品牌为核心，涉足汽车服务贸易中近 20 个类别的业务领域、6 大业务板块，板块所属企业包括东华实业、安吉物流、上汽进出口等。

上汽集团正在由传统的制造行业向提供产品和服务的综合供应商转变，有望继续在产业链后端加快发展创新业务，围绕互联网电商、共享经济、新能源使用等方面构建创新发展生态圈，发展前景值得期待。

图表 16. 服务贸易板块主要品牌

品牌	业务
	汽车多品牌零售、租赁、维修保养、配件销售、救援服务、汽车物流等
	国际商贸、信息服务、节能服务、生活服务等

资料来源：公司网站，中银证券

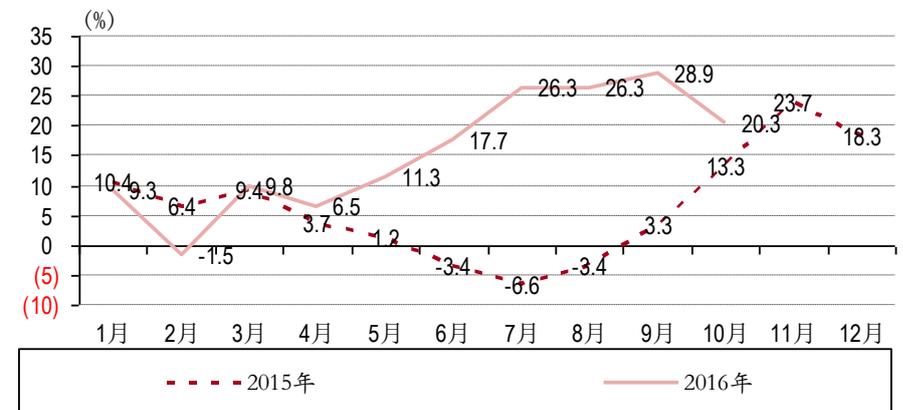
SUV 仍是增长动力，新能源和智能化是未来趋势

汽车行业增速预计放缓，产品力是核心竞争力

2015年6-8月，乘用车销量出现了罕见的连续同比下滑，国内宏观经济增速也逐步放缓。为了刺激汽车销量增长并带动经济发展，国务院在9月底推出了小排量购置税减半征收的优惠政策。国内乘用车小排量（1.6L以下）占比约7成，对于一辆10万元的乘用车，购置税减半征收意味着节省了4,274元，相当于一笔相当大的优惠。

在政策刺激作用下，乘用车销量从10月开始高速增长。2016年1-9月，乘用车产销分别完成1,681.8万辆和1,675.2万辆，比上年同期分别增长14.7%和14.8%，全年有望实现两位数高速增长。

图表 17. 2016 年乘用车月度销量高速增长

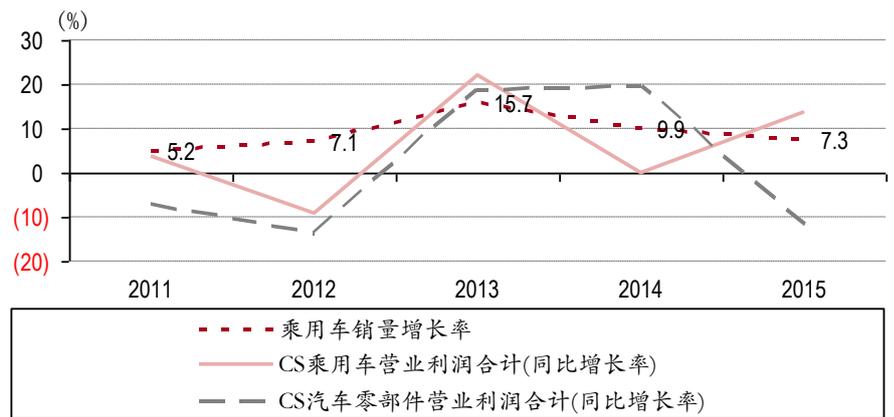


资料来源：中汽协

但购置税减半政策初步执行到2016年底，后续政策仍不明朗。根据以往经验推测，我们认为后续有三种可能：1) 购置税减半政策继续实施；2) 购置税减免政策延续，但优惠幅度降至25%；3) 购置税减半政策到期后停止实施。具体情况主要取决于宏观经济情况，如果宏观经济下行压力较大，则前两种可能性较大；如果宏观经济逐步回暖，则第三种可能性增大。

但是无论是哪一种情况，考虑到2015年国内乘用车年销量高达2,460万辆，国内汽车保有量已高达1.72亿辆，在宏观经济增速换挡的情况下，乘用车销量增速预计都将有所放缓。

2016年汽车行业销量高速增长，整车及零部件企业收入和利润增速总体情况较为乐观。但如果2017年行业增速放缓，整车企业将会面临较大竞争压力，而降本压力将直接传导至相关的上游零部件企业，行业的利润水平将会面临较大的考验。

图表 18. 销量增速与上市公司利润表现相关


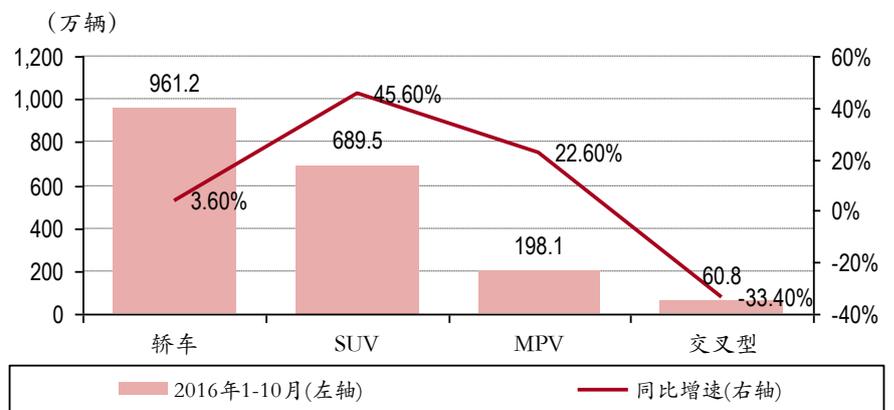
资料来源：万得、中汽协

随着近年来乘用车销量的持续高速增长，乘用车行业逐步从产能周期过渡到产品周期，整车企业的销量和利润更多和当前的产品关联度较高。从汽车行业投资的角度来看，未来几年产品周期向上的企业有望赢得相对的竞争优势，获得较快的增长速度。考虑到汽车行业整体增速未来放缓，这种增速优势将备受青睐，值得重点关注。

以奔驰为例，新一代产品外观优异、性能卓越，产品力大幅领先于同级别竞争对手，产品周期向上，因此整体销量高速增长。2016年奔驰前九个月累计销量也上升12%到153万辆，而同期宝马累计销量为147万辆，同比上升9.4%，奥迪前9个月累计销量为140万辆，同比上升4.5%。这也是2005年以来，奔驰第一次重摘销量桂冠。而相关的主题投资也收获颇丰，如奔驰经销商中升控股一年之内股价涨幅超过200%。

SUV 仍是增长主要动力，置换需求有望推动中型 SUV 持续爆发

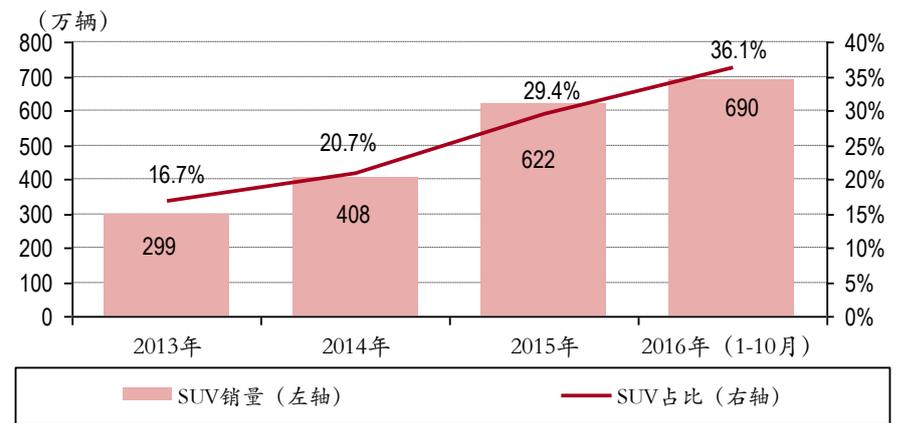
购置税政策实施以来，国内乘用车销量高速增长。从细分市场来看，乘用车市场增长的主要动力来源于SUV细分市场的高速增长。

图表 19. 2016 年 SUV 和 MPV 高速增长


资料来源：中汽协

国内乘用车市场的SUV销量占比快速提升，从2013年的乘用车占比16.7%（广义），快速提升到2016年1-10月的36.1%。

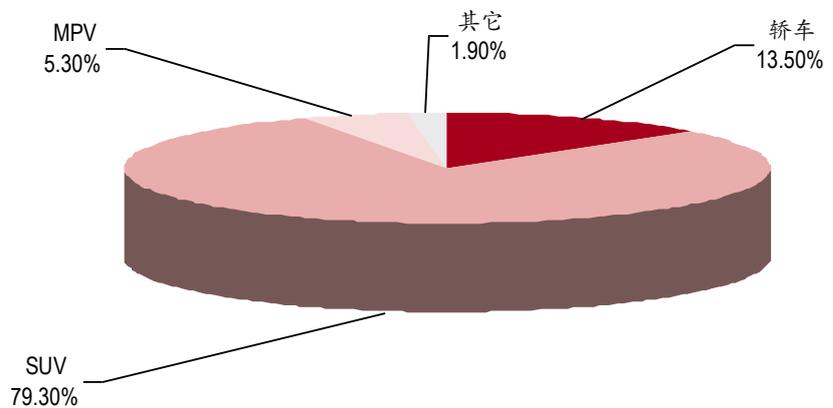
图表 20. SUV 销量占比逐年提升



资料来源：中汽协

SUV 具有通过性好、空间大等优点，因此备受消费者青睐。在连续多年爆发之后，SUV 销量仍然保持高速增长。人们不禁会思考，SUV 的天空在哪里？而根据汽车产经网 2016 年近 8 万人参加的调查数据显示，在打算（再次）购车的消费者中，高达 79.3% 的消费者准备选择 SUV 车型。实际购车比例，SUV 不会这么高，但这些数据也直接反应了 SUV 的热度。

图表 21. 消费者调查数据显示 SUV 是购车首选

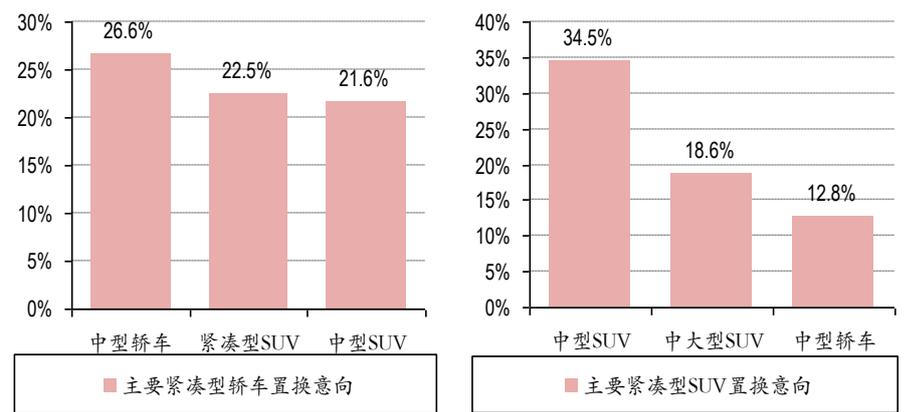


资料来源：易车网

紧凑型轿车和紧凑型 SUV 历来是我国乘用车主要的细分市场，2007-2015 年的累计保有量（上牌量）分别为 4,248 万辆和 1,132 万辆。基于庞大的保有量，紧凑型轿车与紧凑型 SUV 车主的置换流向，将直接决定中国车市下一个热点细分市场。

从汽车之家大数据来看，2016 年一季度紧凑型轿车 TOP10 车系的置换意向主要流向中型轿车、紧凑型 SUV 和中型 SUV，整体占比都超过了 20%，根据上牌量的加权平均数分别为 26.6%、22.5%、21.6%。同样，2016 年 1 季度紧凑型 SUV TOP10 车系的置换意向主要流向中型 SUV，根据上牌量的加权平均数为 34.5%，流向中型轿车和中大型 SUV 的占比为 12.8%、18.6%，说明紧凑型 SUV 的置换量流向更集中于中型 SUV。

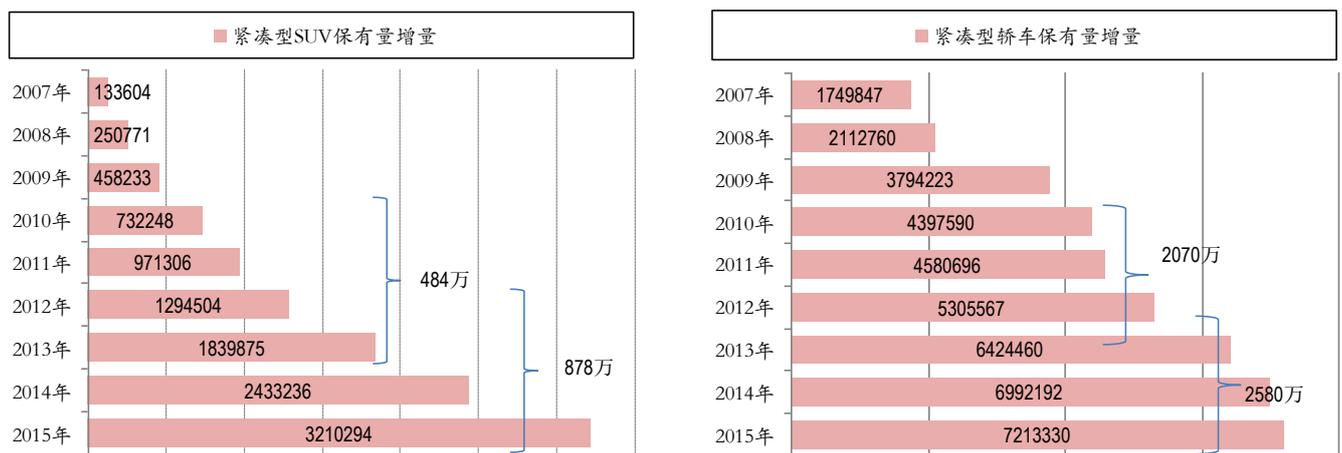
根据上述数据分析，紧凑型轿车和紧凑型 SUV 的置换需求，大都流向中型 SUV，整体占比均超过 20%。这些数据都明确了中型 SUV 将会是下一个市场热点。

图表 22. 中型 SUV 是紧凑型轿车和紧凑型 SUV 的主要置换流向


资料来源：汽车之家

而二手车置换的主体车龄一般集中于 2-5 年。目前该年龄段 (2010-2013) 紧凑型轿车保有量增量为 2,070 万辆, 紧凑型 SUV 保有量增量为 484 万辆。如果其中有 20% 的置换流向中型 SUV, 相当于 500 万辆左右的市场增量。相比之下, 2015 年中型 SUV 上牌量仅为 110 万辆, 由此可见未来几年中型 SUV 市场有望高速增长。

目前紧凑型轿车与紧凑型 SUV 都还处于增长状态, 尤其是紧凑型 SUV, 持续高速增长。2012-2015 年紧凑型轿车的保有量增量为 2,580 万辆, 紧凑型 SUV 有量增量为 878 万辆, 加起来 3,458 万辆, 相比于 2010-2013 年累计保有量增量 2,554 万辆, 潜在置换存量多出近 900 万辆。这些数据也预示着中型 SUV 细分市场有望持续爆发。

图表 23. 紧凑型 SUV 及轿车持续增长, 有望推动中型 SUV 持续高速增长


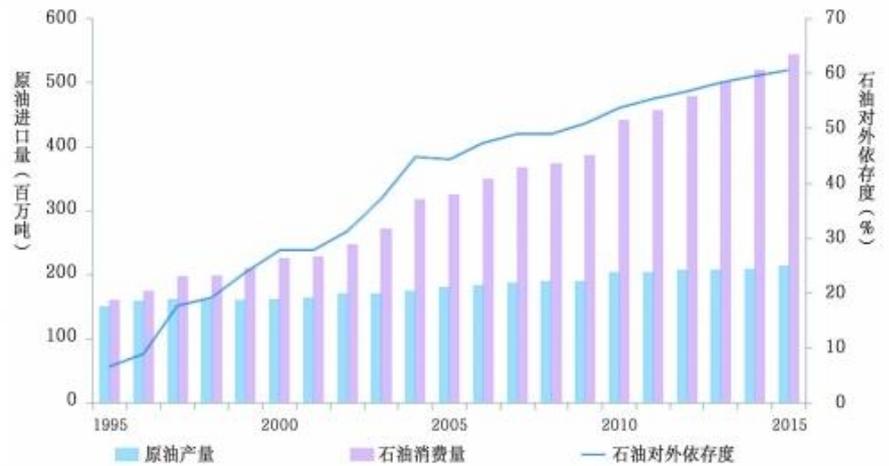
资料来源：汽车之家

从消费者偏好、调查数据及市场表现来看, SUV 未来几年还将是车市增长的主力车型, 而中型 SUV 有望成为下一个热点。因此中型 SUV 产品线更加完善的车企未来几年有望相对受益。

新能源和智能化是汽车未来发展方向

我国大概有 70% 的石油消耗是来自汽车行业。据有关机构统计, 我国的石油对外依存度已从 2005 年的 30% 左右上升到 2015 年的 60.6%, 预计到 2020 年我国的石油对外依存度将突破 70%。石油是不可再生的战略资源, 过高的对外依赖已经严重的影响到了国家的能源安全。

图表 24. 2015 年中国石油对外依存度已突破 60%



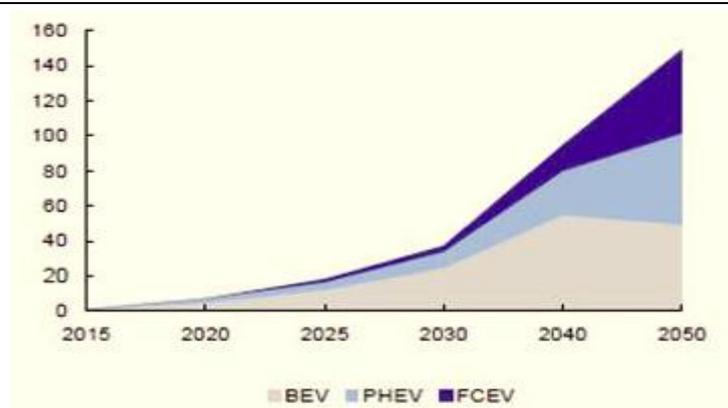
资料来源：中国石油经济技术研究院

近年来国内众多大城市的空气污染越来越严重，对人民群众的健康造成了极大伤害。因此国家纷纷出台了各种环保政策，包括对汽油车和柴油车等排放标准逐步升级。从减排效果看，排放升级仅仅降低了部分内燃机尾气排放，还不能完全消除。从成本角度考虑，排放标准趋严也提高了发动机和整车厂的整体成本。而发展新能源汽车，尤其是纯电动汽车，环保效果优于内燃机汽车，而成本的此消彼长也使得汽车新能源化成为长期趋势。

因此综合看来，无论是能源安全还是环保健康，新能源汽车都将是汽车工业发展的必然方向。新能源汽车的主要发展方向包括混动、纯电动和燃料电池，三种方式各有优缺点，有望在未来长期并存发展。

据国际能源署 IEA 预计，到 2030 年全球燃料电池汽车销量将达到 350 万辆，占电动汽车销量的 10%；2030 年之后，燃料电池汽车继续抢占纯电动汽车市场份额；到 2050 年，纯电动、插电式混合动力、燃料电池汽车销量占比均达到约 30%，形成三分天下之势。

图表 25. 纯电动、插电式、燃料电池新能源汽车有望全面发展



资料来源：IEA，单位：百万辆

汽车自发明以来，大大改变和方便了人类生活。但随着汽车保有量的逐渐增加，带来的相关问题也越来越多，主要包括交通事故和交通阻塞等。为了降低交通事故发生率，以及提高通行效率，人们开始发展智能汽车，期望能够通过技术手段解决传统驾驶方式产生的用户痛点。

智能汽车是指汽车像人一样具有环境感知与决策控制能力，能够自动分析车辆行驶的安全及危险状态，并使车辆按照人的意愿到达目的地，实现人、车、路等智能信息交换，最终实现无人驾驶。初级阶段表现为驾驶辅助系统 ADAS 与各类自动驾驶系统等辅助系统，终极阶段即能够完全替代人的无人驾驶。

智能驾驶汽车可以避免人为因素（驾驶员疏忽、不遵守交通规则、疲劳驾驶等）造成的交通事故，还能通过智能调度等功能以缓解交通拥堵，无人驾驶汽车还可以提高工作时间和行驶效率等，是汽车行业的一次重大革命。

图表 26. 智能驾驶时代即将来临



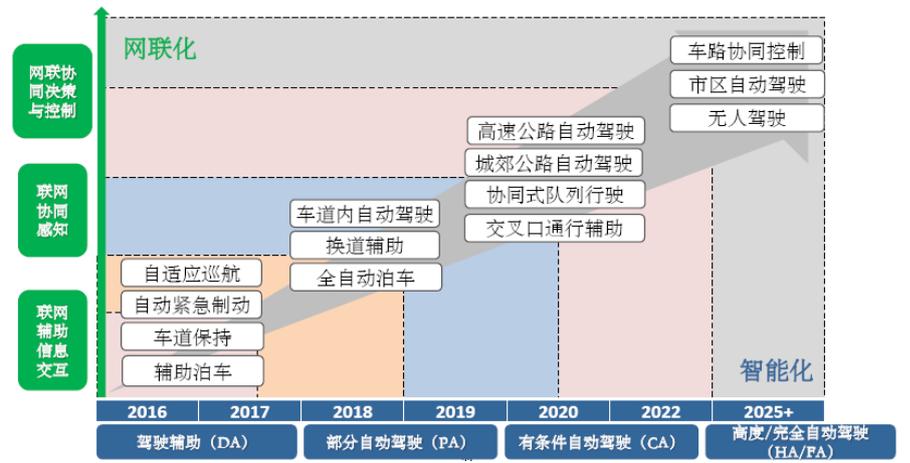
资料来源：自主汽车网

智能驾驶汽车具有广阔的前景，因此全球各地纷纷推出相关政策，大力扶持智能驾驶相关产业。国际政策方面，联合国、美国、欧洲多国、亚洲多国均对智能驾驶制定了多项相关政策，以促进智能驾驶汽车与现有交通系统的融合，并鼓励智能驾驶技术的发展。2016年3月，联合国发布《国际道路交通公约》修正案，允许汽车在特定期间内进行自动驾驶。法国、英国、德国、日本、韩国等均宣布将投入大量资金支持自动驾驶、无人驾驶的相关研究。

在国内政策方面，2015年5月，由国务院印发的《中国制造 2025》将无人驾驶汽车作为汽车产业未来转型升级的重要方向之一，汽车工业“十三五”规划意见也对智能网联汽车发展设定了目标：积极发展智能网联汽车，具有驾驶辅助功能（1级自动化）的智能网联汽车当年新车渗透率达到 50%，有条件自动化（2级自动化）汽车的当年新车渗透率为达到 10%，为智能网联汽车的全面推广建立基础。

2016年10月底发布的《节能与新能源汽车技术路线图》指明了我国汽车未来的发展方向，阶段性发展目标包括：1) 2020年初步形成智能网联汽车自主创新体系，有条件自动驾驶及以下级（DA、PA、CA）新车装备率 50%，可以使交通事故减少 30%，交通效率提升 10%，油耗与排放降低 5%。2) 2030年基本建成智能网联汽车产业链与智慧交通体系，DA、PA、CA、HA（高度自动驾驶）/FA（完全自动驾驶）新车装备率达 80%，可以使汽车交通事故减少 80%，普通道路的交通效率提升 30%，油耗与排放均降低 20%。

图表 27. 智能网联汽车发展规划



资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图》, 2016

综上所述, 新能源和智能化是汽车行业未来发展的必然方向, 相关企业必须投入资源, 掌握核心技术, 才能在未来的长期产业竞争中获得成功。

主要子公司产品周期向上，未来前景看好

公司旗下合资公司上汽大众和上汽通用是公司主要利润来源，近两年均将迎来产品换代周期及产品线完善。上汽大众帕萨特、途观等迎来换代，新增大众 Teramont、斯柯达 Kodiaq 等中大型及中型 SUV 产品。上汽通用君越、君威、迈锐宝、GL8 等迎来换代，新增雪佛兰 Equinox 中型 SUV。此外上汽通用五菱宝骏品牌新增 510 等 SUV 车型，上汽自主乘用车荣威 RX5 月销已过 2 万辆。公司整体产品周期上行，且契合国内乘用车市场发展趋势，有望获得较高收益。

上汽大众：SUV 三年内增加至六款，有望大幅提升利润

上汽大众的轿车产品线较为齐全，但 SUV 产品线略有欠缺。2016-2018 年，上汽大众将会新增中大型 SUV 大众 TERAMONT 和中型 SUV 斯柯达 KODIAQ，而大众途观和斯柯达 Yeti 也将迎来换代。SUV 整体产品线大幅完善，且多款产品布局中型及中大型 SUV，符合国内乘用车市场的消费潮流，有望获得较好的销量，并且中大型 SUV 利润率较高，有望推动业绩高速增长。

图表 28. 上汽大众车型规划，SUV 产品线大幅扩张



资料来源：中银证券

1) 重点车型之大众 TERAMONT

合资品牌中大型 SUV 领域布局较少，目前市场上只有丰田汉兰达和福特锐界较为畅销，月销 1 万辆左右。而随着二胎政策的开放，消费者对于 7 座中大型 SUV 需求将会越来越多。大众 TERAMONT 的推出，正好契合了这波消费潮流。

图表 29. 大众 TERAMONT



资料来源：汽车之家

相比其它竞争对手，大众 TERAMONT 尺寸具有较大优势，外观具有很强的吸引力。以大众的品牌影响力，有望取得较好的销量成绩。中高端 SUV 产品的利润率较高，大众 TERAMONT 是新增产品线，有望为公司贡献较多利润增量。

图表 30. 大众 TERAMONT 尺寸具有明显优势

	大众 Teramont	丰田汉兰达	福特锐界	福特探险者
长 (mm)	5,039	4,855	4,878	5,037
宽 (mm)	1,989	1,925	1,925	2,005
高 (mm)	1,773	1,720	1,734	1,816
轴距 (mm)	2,980	2,790	2,850	2,860
售价 (万元)	待定	23.98-42.28	24.98-44.98	44.98-63.98

资料来源：汽车之家

2) 重点车型之大众途观换代

上汽大众途观自上市以来，以极高的产品力和品牌号召力，长期占据合资品牌 SUV 销量排行榜前列，目前仍保持月销近 2 万辆的成绩，堪称一代神车。

长江前浪推后浪，神车也有换代时。新一代途观外形出色，尺寸相比上代也有所加长，内部配置也极为丰富，有望成为新一代神车。

图表 31. 大众途观换代



资料来源：太平洋汽车网

图表 32. 大众途观换代加长

	大众现款途观	大众换代途观	变化
长 (mm)	4,433	4,712	+279
宽 (mm)	1,809	1,839	+30
高 (mm)	1,703	1,673	-30
轴距 (mm)	2,604	2,791	+187
售价 (万元)	19.98-31.58	待定	

资料来源：汽车之家

途观换代预计会在 11 月的广州车展上在中国首次亮相，并计划在 2017 年上半年国产上市。大众途观属于产品换代，一般产品换代初期价格较高，相应利润率也较高，即便销量维持不变，也有望为公司贡献较多利润增量。

3) 重点车型之斯柯达 KODIAQ

目前上汽大众 SUV 车型仅有紧凑型大众途观和小型斯柯达 Yeti，而斯柯达 KODIAQ 的推出填补了斯柯达旗下中型 SUV 这块市场空白，让注重家庭和事业的消费者有了一个更具性价比的选择。

图表 33. 斯柯达 KODIAQ



资料来源：爱卡汽车

斯柯达 KODIAQ 外形出色，动力总成配置齐全，底盘和驱动系统卓越，配有 5 座和 7 座版本，加上斯柯达定价较为实用，作为斯柯达首款中型 SUV，有望取得较好销量。

图表 34. 斯柯达 KODIAQ 尺寸

	斯柯达 Kodiaq	丰田汉兰达	大众途观换代
长 (mm)	4,697	4,855	4,712
宽 (mm)	1,882	1,925	1,839
高 (mm)	1,676	1,720	1,673
轴距 (mm)	2,791	2,790	2,791
售价 (万元)	待定	23.98-42.28	待定

资料来源：汽车之家

斯柯达 KODIAQ 预计会在 11 月的广州车展上在中国首次亮相，并计划在 2017 年国产上市。斯柯达 KODIAQ 属于新增产品线，有望为公司贡献较多利润增量。

4) 重点车型之斯柯达 Yeti 换代

斯柯达 Yeti 自上市以来，销量情况一般，主要原因在于 Yeti 的车辆性能突出，但外观不太符合国内消费者的审美观。

好在斯柯达 Yeti 也将面临换代。从网上谍照及假想图来看，换代 Yeti 外观大为改善，尤其是尾部更为圆润，极为符合国人审美观。全新一代的斯柯达 YETI 和 Kodiaq 同样基于大众集团的 MQB 模块化平台打造，但定位低于 Kodiaq，定位于主流细分市场，有望取得较好的销量表现。

图表 35. 斯柯达 Yeti 换代，外观更加符合国人审美



现款 Yeti



换代 Yeti 假想图

资料来源：凤凰汽车

预计 Yeti 换代会在 2017-2018 年国产上市。相比于现款 Yeti，换代 Yeti 有望凭借出色的外观、优异的性能打个漂亮的翻身仗，销量和利润有望大幅提升，为公司贡献较多利润增量。

上汽通用：车型纷纷换代，凯迪拉克别克雪佛兰三箭齐发

上汽通用的产品线较为齐全，但车型上市时间大都较长。从 2016 年开始，上汽通用主力车型均将迎来换代，君越、迈锐宝、科鲁兹、GL8 已经换代，君威等即将换代，2016 年已新增凯迪拉克 CT6、XT5、雪佛兰科沃兹等新车型，后续新增中级 SUV 雪佛兰 Equinox（昂科威同平台）、别克 GL6 等重要车型。

公司整体产品线焕然一新，布局更加完善，且有别克昂科威及雪佛兰 Equinox 等多款中型 SUV，有望延续销量佳绩。

图表 36. 上汽通用车型规划

别克品牌	A0/A-级	A/A+级	B/B+级	C级
轿车		英朗	2016年君越换代 	
		威朗两厢/三厢	2017年君威换代 	
SUV	昂科拉		昂科威 	
MPV		2017年新增 GL6 	2016年换代 GL8 	
雪佛兰品牌	A0/A-级	A/A+级	B/B+级	C级
轿车	赛欧	科鲁兹 2016年新增科沃兹 	迈锐宝 2016年新增迈锐宝XL 	
	乐风RV			
	爱唯欧			
SUV	创酷		科帕奇, 2017年新增 Equinox 	
凯迪拉克品牌	A0/A-级	A/A+级	B/B+级	C/D级
轿车			ATS-L	XTS, 2016年新增 CT6 
SUV			2016年新增 XT5 	

资料来源: 中银证券

1) 重点车型之雪佛兰 Equinox

自从别克昂科威在国内热销，雪佛兰也摩拳擦掌。雪佛兰 Equinox 推出至今全球共卖出约 200 万辆，是雪佛兰的第二大销量主力车型。作为昂科威的同平台兄弟，雪佛兰 Equinox 即将横空出世来到中国。

图表 37. 雪佛兰 Equinox 外观大气时尚



资料来源：易车网

雪佛兰 Equinox 与昂科威一样，源于 D2UX 平台，对标车型福特翼虎。Equinox 的长宽高尺寸分别为 4,652mm、1,843mm、1,661mm，轴距为 2,725mm，与昂科威非常接近，5 座布局也将给车内带来优异的乘坐空间。

图表 38. 雪佛兰 Equinox 尺寸与别克昂科威相当

	雪佛兰 Equinox	别克昂科威	雪佛兰科帕奇
长 (mm)	4,652	4,667	4,690
宽 (mm)	1,843	1,839	1,849
高 (mm)	1,661	1,660	1,753
轴距 (mm)	2,725	2,750	2,707
售价 (万元)	待定	20.99-34.99	17.99-20.99

资料来源：汽车之家

雪佛兰 Equinox 预计会在 2016 年广州车展亮相，并在 2017 年国产上市。昂科威产品力有目共睹，目前保持在月均销量 2 万辆以上。作为同平台车型，雪佛兰 Equinox 有望凭借出色的外观、优异的性能及相对较低的售价，取得较好的成绩。作为上汽通用新增产品线，有望为公司贡献较多利润增量。

2) 重点车型之中型车系列 (君威、君越、迈锐宝、迈锐宝 XL)

中型及中大型车历来是合资品牌的重要利润来源，上汽通用在此领域重兵布局，以君威、君越、迈锐宝争夺市场。2016 年以来，君越和迈锐宝纷纷换代，君威有望 2017 年换代，由此将形成君威、君越、迈锐宝、迈锐宝 XL 四款车在中型及中大型细分市场的完善布局。

图表 39. 中型车系列



换代君越



换代君威假想图



迈锐宝XL



迈锐宝

资料来源：车评网

迈锐宝、君威和君越换代以前，价格折扣较大，利润率较低。换代产品上市后，实际价格将相对稳定，有望获得更好的销量和收入，并为公司贡献较多利润增量。

上汽自主：乘用车多年积累迎来爆发，有望大幅减亏

上汽自主乘用车板块多年以来销量低迷，但始终不减研发投入，多年积累终于迎来爆发。互联网 SUV 荣威 RX5 上市不久，月销已达 2 万辆。未来 RX3、RX7 等车型也有望获得较好销量。产品热销都将有利于自主品牌大幅减亏，提升公司业绩。

图表 40. 上汽自主车型规划，SUV 产品线大幅增加

荣威品牌	A0/A-级	A/A+级	B/B+级
轿车		350 360 550/e550, 2017 年换代 i6/ei6	950/e950
			
SUV	2017 年新增小型 SUV	2016 年新增 RX5	W5, 2017 年换代 RX7
	 ROEWE 荣威		 ROEWE 荣威
MG 品牌	A0/A-级	A/A+级	B/B+级
轿车	MG3/MG3SW	MG5 MG6 锐行 锐腾	
SUV	2017 年新增 MG ZS		
			

资料来源：中银证券

1) 重点车型之荣威 RX5

荣威 RX5 是上汽和阿里联手打造的互联网汽车，集出行平台、互联网生活平台、移动计算平台、智能硬件开放平台于一身，让汽车从一个移动的交通工具，变成一个具有平台开放属性的智能移动空间。

图表 41. 荣威 RX5 外形时尚，互联网功能丰富



资料来源：汽车之家

荣威 RX5 的互联网车型还配备了 10.4 英寸高清触控电容屏和 7 英寸交互式虚拟仪表，支持全时 4G 高速通信和第四代高速蓝牙连接，可以实现可迭代升级。采用的 YunOS for Car 智能操作系统，专为汽车环境而设计，为驾驶者提供更为智能安全的操作体验。它以车为中心从底层融入整车，让互联网汽车拥有基于帐号登陆的互联网身份，数据实现云端交互，让车成为互联网生活的中心平台。

丰富的功能使得互联网版大受欢迎，据悉 RX5 销量主要集中整车售价 14.88 万的 20T 自动互联智享版。RX5 上市不久月销已超过 2 万台，较高的单价将带来更多利润，RX5 热销有望为自主乘用车板块大幅减亏。

2) 重点车型之 MG ZS

在荣威 RX5 热销之后，上汽乘用车趁胜追击，在广州车展上推出了 MG ZS 小型 SUV，预计将于 2017 年初上市。

无论是外观造型还是内饰设计，MG ZS 都呈现了很明显的年轻风格，设计上大气而时尚，迎合了年轻消费者的口味。目前车展现场及网上反应良好，未来有望大卖。

此外据爱卡汽车报道，新车标配智能互联系统，具有智能语音控制、停车场自动付费、智能路线规划、附近餐厅推荐等功能。

图表 42. MG ZS 外形出众，有望大卖



资料来源：汽车之家

据汽车之家的大数据调查发现，小型 SUV 购买因素前两名分别是性价比和外观，比例都超过了 20%。而 MG 品牌产品性价比一向较高，而 MG ZS 的外观出众，此外智能互联功能是一个大大的加分项。

MG ZS 预计将会在 2017 年正式上市，出色的设计是走向爆款的第一步，而 MG GS 有望凭借靓丽的外观和丰富的功能，获得较好的销量，助力自主品牌扭亏为盈。

上汽通用五菱：转型乘用车战略已见成效，发展前景可观

上汽通用五菱是国内交叉型乘用车的无敌霸主，但细分市场逐年萎缩。好在五菱早有先见之明，积极准备向乘用车转型，并推出了宝骏 560 等热销车型，未来更有宝骏 510 等更多新品，乘用车产品线更加完善，发展前景可观。

图表 43. 五菱宝骏主要车型规划

宝骏品牌	A00 级 宝骏乐驰 2017 年新增 E100 纯电动车	A0 级 330 2016 年新增 310	A/B 级 630/610
轿车			
SUV		2017 年新增 510 	560 
MPV			730
五菱品牌			
微面		五菱之光、五菱荣光、五菱征程	
MPV		五菱宏光	
微卡		五菱之光小卡、五菱荣光小卡	

资料来源：中银证券

重点车型之宝骏 510

SUV 是乘用车市场热点，五菱在 2015 年推出了紧凑型 SUV 宝骏 560，并取得了较好销量，宝骏 510 则是五菱针对小型 SUV 市场的重点车型，轴距为 2,550mm，长宽高分别为 4220x1740x1625mm，属于小型 SUV 的主流空间。

图表 44. 宝骏 510 整体造型时尚美观



资料来源：爱极客网

宝骏 510 采用了流行的分体式前脸，大灯造型修长而动感，极具个性。侧面采用悬浮式车顶设计，流畅大气，车身尾部造型也很精致，整体造型时尚漂亮。

以五菱的成本控制能力，宝骏 510 的性价比有望压倒其它竞争对手，上市后很可能对 5-9 万元的小型 SUV 市场造成较大冲击。

凭借时尚的外观和实用的定价，加上丰富的经销商网络和累积客户资源，宝骏 510 有望取得较好销量，并为公司贡献较多利润。

新能源及智能驾驶等投入众多，厚积期待薄发

上汽集团在新能源汽车、智能驾驶等新技术领域历来投入众多，并取得了丰硕成果。2016 年公司发布了非公开发行募集资金投资方案，拟增发募资 150 亿元，用于新能源汽车、智能化大规模定制、前瞻技术和车联网、汽车服务与汽车金融等项目，提升自主创新能力和国际经营能力。厚积而薄发，在新技术等领域的投入，也将会转化为公司的核心竞争力，带来未来的良好回报。

图表 45. 上汽集团增发募投项目

项目类别	序号	项目名称	项目总投资金额 (人民币, 亿元)	拟使用募集资金金额 (人民币, 亿元)
新能源汽车相关项目	1	上汽集团自主品牌乘用车节能与新能源汽车新产品项目	41.11	40
	2	上汽集团自主品牌商用车新能源汽车新产品项目	19.56	18
	3	上汽变速器混合动力 EDU 变速器扩能和产品升级项目	14.51	14
	3.1	EDU 三期新增 7JPH 扩能项目 (总产能 10JPH)	2.33	2
智能化大规模定制项目	3.2	混合动力 EDU Gen2 项目	12.18	12
	4	商用车智能化大规模定制业务模式开发及应用项目	30.00	20
前瞻技术与车联网项目	5	上汽集团燃料电池汽车前瞻技术研发项目	7.19	5
	6	上汽集团智能驾驶汽车前瞻技术研发项目	7.50	7
	7	上汽集团自主品牌互联网汽车应用开发项目	8.43	7
汽车服务与汽车金融项目	8	上汽集团云计算和数据平台项目	6.52	5
	9	上汽电商平台车享网项目	20.00	4
	10	上汽集团汽车金融及互联网金融拓展项目	30.00	30
合计			184.82	150

资料来源：公司公告

新能源汽车领域，混动、纯电动和燃料电池齐头并进

新能源是汽车发展的必然方向，上汽在新能源汽车领域投入众多，在混动汽车、纯电动汽车、新能源汽车核心零部件及燃料电池汽车等领域取得了丰硕成果。

在新能源整车领域，上汽先后推出了插电混动汽车荣威 E550、纯电动汽车荣威 E50，广受市场关注，并取得了较好的销量成绩。未来公司还将推出插电式 SUV、纯电动 SUV 及轿车、荣威 950 燃料电池版等。

自上市以来，荣威 E550 就以优异的性能和卓越的品质获得了众多消费者的青睐。2016 年 1-9 月 E550 累计销售 1.3 万辆，位列混动乘用车销量前三。荣威 E950 自 2016 年上市以来，月销量已迅速突破 1,000 辆。

荣威 E550 混动技术可以总结为“双芯、三核、八模”，“双芯”指的是其既有汽油发动机，又有电动机两种动力系统；“三核”指的是其搭载 1.5 升汽油发动机、启动和发电一体机 (Integrated Starter Generator)、牵引电机 (Traction Motor) 三核动力；“八模”指的是其带有 7 种驱动加上充电模式，共有 8 种运行模式。最高续航里程为 600km，纯电模式下综合路况续航里程为 60km，综合油耗 1.6L/100km，综合性能国内领先。

图表 46. 上汽新能源产品众多



资料来源：汽车之家

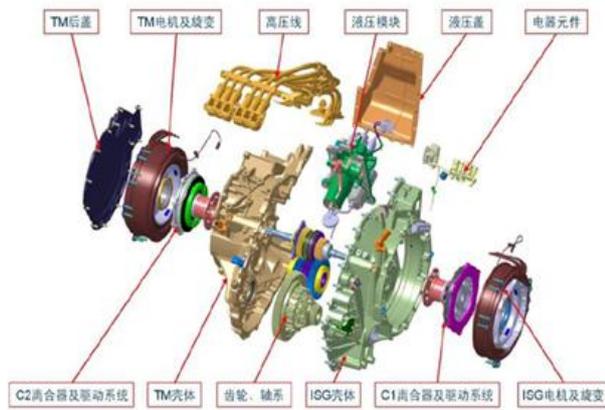
在新能源零部件领域，上汽通过自主研发，掌握了电池、电控、电驱三大关键零部件的核心技术，包括电驱变速箱 EDU、电池集成和电池管理系统 BMS 的软硬件技术，以及电控系统的完备开发体系。

在电驱领域，上汽自主研发的 EDU 具有独创的双电机、扭矩协同驱动技术，高度集成了电机驱动单元、变速单元、智能控制单元等于一体的智能变速驱动单元，类似一体式的电驱系统在全球范围内仅丰田的 THS、通用的 Voltec 技术等巨头能够实现。

在电池领域，上汽自主研发掌握了除电芯以外的电池系统设计集成、制造等技术，电池系统总体性能达到世界先进水平。上汽还全面掌握了 BMS 软硬件技术，采用 AUTOSAR 软件架构的电池管理软件达到世界先进水平，具备多重电芯均衡控制能力和完备的故障监控及处理功能。

在电控领域，上汽自主 100% 负责完成了整车电控系统开发，涵盖系统集成、电气设计、控制策略、软件集成、系统测试和标定试验。整车能耗和效率达到世界先进水平，开发了包括混动控制、变速箱控制、诊断和扭矩安全等完整的控制策略，具有 63 项发明专利，其中国际专利 3 项。

图表 47. 上汽自主研发的 EDU 系统和电池系统



EDU系统构成



电池系统

资料来源：爱极客网

燃料电池具有无污染、续航里程长等优点，是汽车行业长远发展方向之一。国际巨头丰田、通用等大举投入，并纷纷推出燃料电池整车产品，如丰田 Mirai 等性能已经达到传统燃油汽车的水平，随着未来成本的降低，有望爆发。

在燃料电池领域，国内整车厂商投入较少，上汽是国内汽车行业少有的持续投入的厂商之一。近期有媒体曝光了荣威 950 燃料电池版车型的申请图，配有两个 70MPa 储氢罐，储存量为 4.2 公斤，匀速续航里程达到 400 公里，处于国内领先水平。

图表 48. 荣威 950 燃料电池版



资料来源：汽车之家

目前上汽新能源汽车研发体系已经达到 750 人，包含整车、零部件，以及和未来商业模式相关的团队，预计在未来五年将超过 2,500 人。在过去的几年中，上汽在新能源方面已经累计投入超过 60 亿元。根据规划，公司未来五年将新增投入 200 亿元，投放 30 款以上全新新能源车型，新能源汽车销量将达到 60 万辆（自主品牌 20 万辆），进一步巩固扩大上汽在新能源汽车领域的领先优势。

随着汽车新能源渗透率的逐步提升，上汽在新能源领域所掌握的核心技术，将会转化为强大的竞争优势，助力公司业务快速发展。

智能驾驶与车联网大举投入，互联网汽车迎来开门红

在智能驾驶领域，上汽集团同样大举投入研发，并掌握了较多核心技术。公司最新宣布，目前已完成 1.4 万公里的试验场道路模拟测试和高速公路实车测试，申请国家各类专利十余项。

2016 年北京车展上，上汽自主研发的第二代智能驾驶汽车 MG 名爵-iGS 首次亮相，在时速 60-120 公里的工况下，MG 名爵-iGS 已经实现远程遥控泊车、自动巡航、自动跟车、车道保持、换道行驶、自主超车等智能行车功能。

图表 49. 名爵 iGS 智能驾驶车



资料来源：第一电动

在互联网汽车领域，2015 年 3 月，上汽与阿里巴巴集团签署互联网汽车战略合作框架协议，合资设立互联网汽车基金发展互联网汽车，打造互联网汽车生态圈。双方合作的全球首款量产互联网汽车荣威 RX5 已于 7 月上市。

通过阿里 YunOS 智能操作系统，荣威 RX5 能实现亚米级北斗精准定位、中国首个车用地图、三屏联动、多设备协同云端一体等系统功能，成为继 PC、智能手机之后的下一代智能硬件开放平台。借助阿里 YunOS for Car 智能操作系统，荣威 RX5 能利用独立的账号，打通后台支付体系，从而提供一系列互联网生态服务。该系统后续还会增加更多服务项目，丰富互联网汽车的用车生活。

图表 50. 互联网汽车荣威 RX5



资料来源：汽车探索

在智能驾驶和车联网等领域，上汽通过自主研发及多方合作，取得了丰硕成果。通过一步步扎实的积累，公司有望在未来的市场竞争中占得先机。

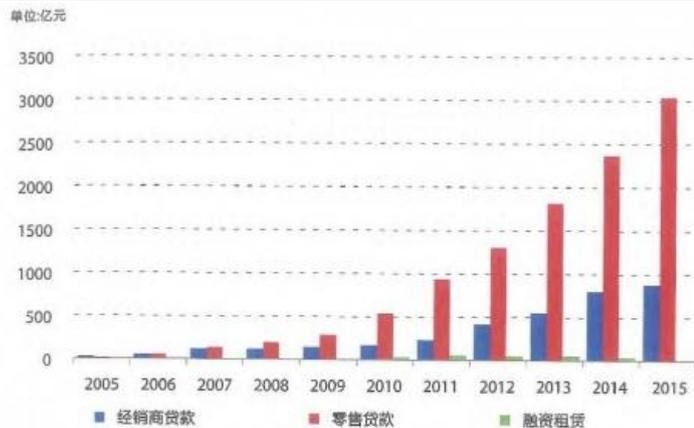
汽车金融市场高速增长，募资投入前景可观

汽车金融作为推动汽车产业发展的重要相关行业，受到了各汽车品牌厂商、汽车经销商的高度重视，未来发展前景诱人。

2014年，我国汽车金融渗透率仍仅有20%左右，而据IHS数据统计，美国、日本、西欧和印度市场的汽车金融渗透率分别约为90%、70%、70%和60%，相比之下，国内汽车金融领域发展空间巨大。

据央行数据统计，2012年我国汽车金融市场规模为3,920亿元，到了2014年我国汽车金融市场规模已超过7,000亿元，期间复合增长率达到33.6%。随着80后、90后汽车消费者的兴起，汽车金融的渗透率和市场规模逐年快速增长。

图表 51. 汽车金融公司主要业务高速发展



资料来源：中国银监会

金融投资板块是上汽未来发展的重点板块，在公司2016年发布的非公开发行募集资金投资方案中，包括了上汽集团汽车金融及互联网金融拓展项目的30亿元。通过本次非公开发行，汽车金融以及互联网金融拓展项目将获得强大资金支持，进一步发展互联网商务模式，充分集成上汽集团旗下各大品牌及丰富的经销商资源，整合和协同上汽集团各类金融业务资源，围绕与汽车贷款、保险、理财等各项业务，可以为用户提供全面、专业、便捷、一站式的综合汽车金融服务。

本次项目投入后，公司将利用募集资金及资本杠杆发展汽车金融业务，预计到2018年，资本杠杆倍数达到汽车金融行业的同业水平，与2015年相比，每年增加公司营业收入约18亿元，增加公司利润约5.4亿元，资本收益率约18%，投资收益十分可观。

2016年上半年，公司金融业务板块实现收入49.7亿元，同比增长28.8%。随着国内汽车金融渗透率的逐步提高，金融板块的收入有望继续高速增长。

盈利预测及投资建议

盈利预测

整车板块，公司自主品牌爆发，旗下合资公司迎来产品换代周期，整车板块收入有望快速增长。预计 2016-2018 年整车板块收入分别为 5,833.0 亿、6,376.2 亿和 6,934.9 亿。此外受中大型 SUV 热销等因素推动，利润率有望稳步提升。

零部件板块，华域汽车快速响应整车企业需求，积极推进核心业务国际经营，取得良好效果。预计 2016-2018 年零部件板块收入分别为 1,546.5 亿、1,670.3 亿和 1,803.9 亿。

金融投资板块，汽车金融渗透率快速提升，带来板块收入快速增长。预计金融投资板块 2016-2018 年收入将分别达到 113.3 亿、130.4 亿和 143.5 亿。

服务贸易板块，公司深耕产业链后端的模式创新，资源整合有望收到良好效果。预计服务贸易板块 2016-2018 年收入将分别达到 313.8 亿、329.5 亿和 346.0 亿。

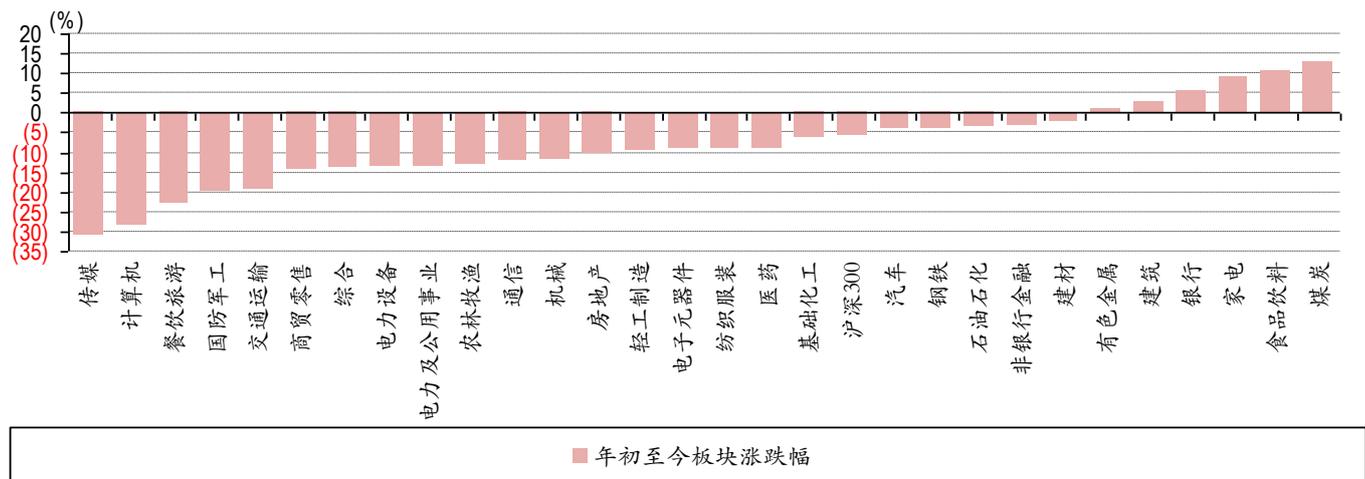
整体而言，预计公司 2016-2018 年营业总收入分别为 7,806.7 亿、8,506.2 亿和 9,227.5 亿，保持稳步增长。合资中大型 SUV 陆续投放，自主品牌 RX5 等产品热销，均将推动公司业绩高速增长，预计 2016-2018 年净利润分别为 322.1 亿元、407.7 亿元和 466.7 亿元。

投资建议：低估值、高分红、稳增长稀缺标的，推荐买入

我们预计 2016-2018 年公司每股收益分别为 2.92 元、3.70 元和 4.23 元。公司自主及合资全面进入新产品周期，持续增长可期。考虑到公司未来 3-5 年业绩增长幅度及持续性将远超国内其他车企，以及较高的股息率，给予 2017 年 10 倍市盈率，合理目标价上调至 37.00 元，维持**买入**评级。

2015 年股市经历大起大落，2016 年 A 股表现持续低迷，深证成指和上证综指分别下跌 12.9% 和 7.8%。在全球需求疲弱、海外低利率甚至负利率背景下，大消费板块今年整体迎来价值重估。

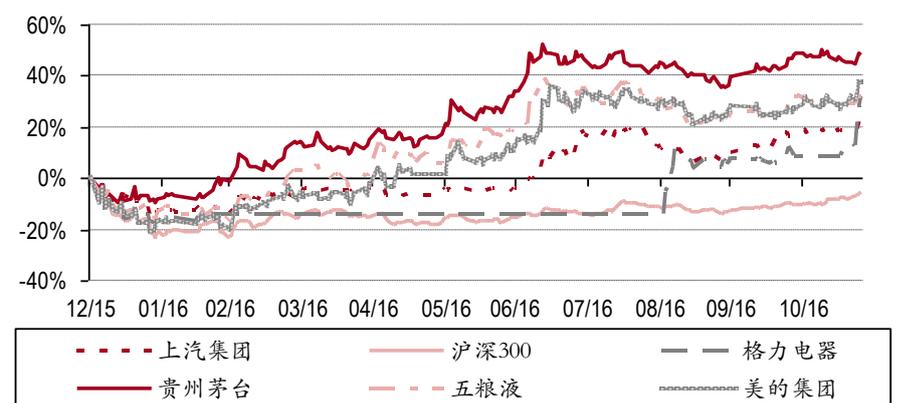
从分行业涨跌幅来看，食品饮料、家电、汽车、医药等大消费板块均显著优于大盘走势居于涨幅前列，尤其是其中需求稳定增长、现金流良好、高股息高分红的蓝筹龙头品种年初以来涨幅显著。

图表 52. 中信行业板块年初至今涨跌幅


资料来源：万得，中银证券
 注：收盘价日期为 2016 年 11 月 25 日

从 A 股过往特征看，牛市较短，去年市场大幅调整之后的情绪仍需要时间消化，在中短期不存在系统性机会，防御与安全仍是主线。当前我国经济下行，企业整体盈利能力显著下滑，高盈利企业稀缺性更加凸显，高股息、高分红、现金流稳定的类债券品种在低利率环境中也更具吸引力，并长期受益于无风险利率下行。

在汽车板块中，上汽集团品牌与渠道优势明显，内生增长稳定，有着稳定的高分红率，未来其低估值大蓝筹的配置价值将得以凸显，有望复制今年以来食品饮料和家电板块龙头标的的走势。

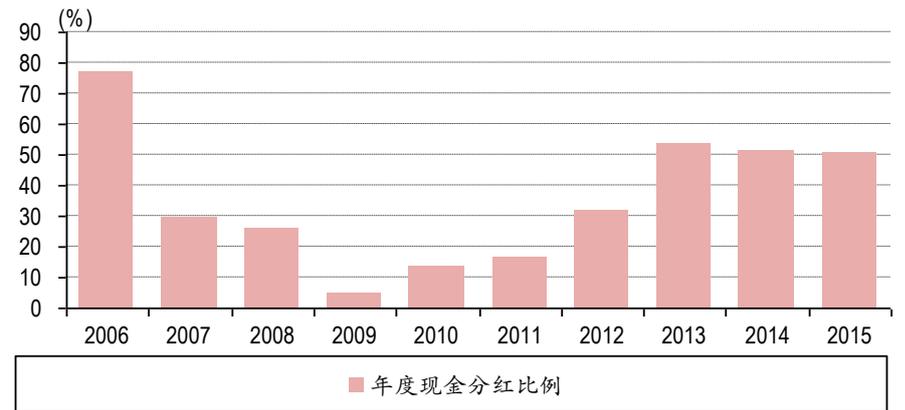
图表 53. 可比上市公司股价走势


资料来源：万得，中银证券
 注：收盘价日期为 2016 年 11 月 25 日

从历年分红情况来看，上汽集团股利政策具有较强的延续性，近 10 年平均现金分红比例为 35.5%，近 3 年现金分红比例均超过 50%。公司未分配利润/当前市值也一直在 30% 以上，未来分红潜力大。公司 2015 年每股股利达 1.36 元，近两年股息率一直维持在 6%-7% 左右，远高于一年期国债收益率。

上汽集团旗下乘用车分公司及合资公司均将迎来向上产品周期，预计未来三年公司净利润有望继续快速增长，且账上货币资金充足，有望维持稳定的高分红比例，为投资者带来稳健的投资收益。

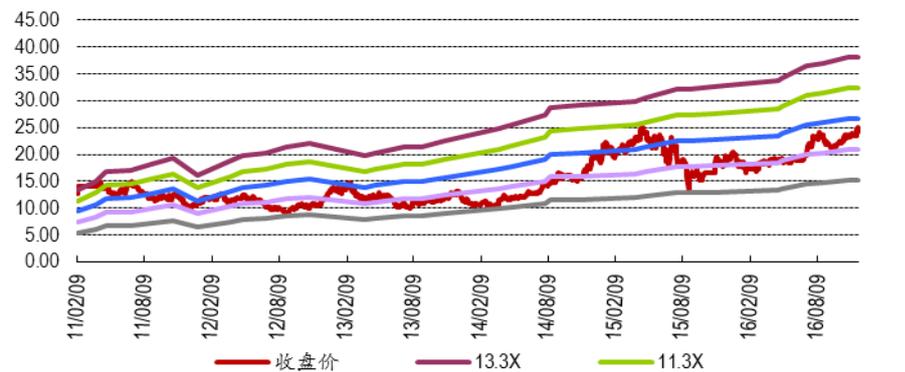
图表 54. 上汽集团近 10 年年度现金分红比例



资料来源：公司公告，中银证券

公司当前市盈率 (TTM) 约为 8 倍左右，市净率 PB 约为 1.4 倍左右，处于历史相对低位，而对比 A 股汽车整车板块中其他公司也处于相对低估位置。沪港通与即将开通的深港通有望引入增量资金推动市场回暖，根据 QFII 此前持仓情况与港股投资者偏好，资金更偏好业绩良好的白马成长、低估值有业绩消费龙头及高股息率股票，公司有望迎来估值修复的机会。

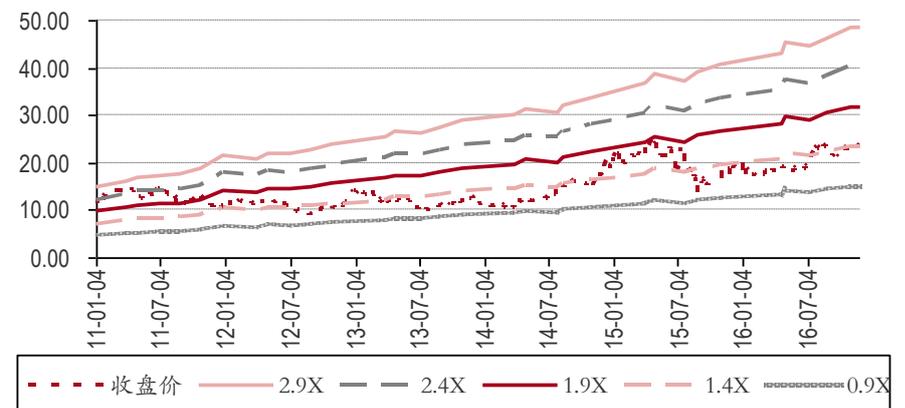
图表 55. 上汽集团 PE (TTM) band



资料来源：万得，中银证券

注：收盘价日期为 2016 年 11 月 25 日

图表 56. 上汽集团 PB(LF) band



资料来源：万得，中银证券

注：收盘价日期为 2016 年 11 月 25 日

图表 57. 可比上市公司

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE (TTM)	PB(LF)	收盘价 (元)	年初至 今涨跌 (%)	每股收益(元)			市盈率(倍)			近三年平均 每股股利(税 前)
							2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
600104.CH	上汽集团	2,750	8.70	1.49	24.94	25.58	2.92	3.70	4.23	8.54	6.74	5.90	1.29
000625.CH	长安汽车	718	7.05	1.88	16.08	(0.77)	2.32	2.54	2.67	6.92	6.34	6.02	0.33
601633.CH	长城汽车	864	11.13	2.30	11.05	(6.12)	1.05	1.17	1.28	10.52	9.45	8.63	0.60
601238.CH	广汽集团	1,266	22.81	3.78	25.24	12.83	1.19	1.73	2.29	21.17	14.58	11.00	0.10
002594.CH	比亚迪	1,378	33.39	2.99	55.39	(13.99)	1.87	2.44	3.20	29.62	22.71	17.31	0.02
000333.CH	美的集团	1,863	12.85	3.19	29.00	37.57	2.31	2.69	3.06	12.56	10.79	9.47	1.40
000651.CH	格力电器	1,638	11.86	3.29	27.23	32.15	2.35	2.69	2.98	11.61	10.13	9.15	2.00
000858.CH	五粮液	1,335	20.00	2.94	35.17	31.95	1.90	2.16	2.42	18.53	16.25	14.54	0.70
600519.CH	贵州茅台	3,981	24.06	5.80	316.89	48.37	13.85	15.90	17.97	22.87	19.92	17.64	4.97

资料来源: 万得, 中银证券

注: 收盘价日期为2016年11月25日, 可比公司每股收益采用万得一致预期中值; 比亚迪2013年每股股利0.05元, 2014、2015未分红; 美的集团除现金股利外, 2013年每股转增1.5股, 2015年每股转增0.5股; 格力电器2014年每股转增1股。上汽集团尚未考虑2016年增发。

风险提示

- 1、乘用车整体销量增速放缓；
- 2、新车型销量不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	630,001	670,448	780,670	850,618	922,750
销售成本	(552,993)	(591,431)	(688,39)	(747,01)	(809,71)
经营费用	(59,027)	(56,709)	(73,689)	(78,619)	(84,103)
息税折旧前利润	17,981	22,308	18,586	24,986	28,934
折旧及摊销	(4,756)	(5,952)	(4,709)	(5,757)	(6,848)
经营利润(息税前利润)	13,225	16,356	13,877	19,229	22,086
净利息收入/(费用)	165	231	843	1,251	1,596
其他收益/(损失)	30,209	31,615	33,208	36,541	40,121
税前利润	43,599	48,202	47,928	57,021	63,803
所得税	(4,438)	(5,736)	(6,230)	(7,412)	(8,293)
少数股东权益	(10,277)	(10,280)	(9,485)	(8,829)	(8,824)
净利润	27,973	29,794	32,208	40,773	46,674
核心净利润	29,124	32,451	32,468	41,064	46,961
每股收益(人民币)	2.537	2.702	2.921	3.698	4.233
核心每股收益(人民币)	2.641	2.943	2.945	3.724	4.259
每股股息(人民币)	1.300	1.360	1.461	1.849	2.117
收入增长(%)	11	6	16	9	8
息税前利润增长(%)	(13)	24	(15)	39	15
息税折旧前利润增长(%)	(10)	24	(17)	34	16
每股收益增长(%)	13	7	8	27	14
核心每股收益增长(%)	13	11	0	26	14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	122,408	148,611	198,396	219,014	262,853
应收帐款	54,570	70,687	86,748	86,211	103,465
库存	38,766	37,243	49,870	44,658	57,804
其他流动资产	21,298	13,389	20,699	20,400	24,149
流动资产总计	237,043	269,931	355,713	370,283	448,271
固定资产	42,412	50,547	54,989	59,491	63,502
无形资产	6,486	8,365	9,063	9,918	10,542
其他长期资产	82,792	80,866	90,017	98,516	107,577
长期资产总计	131,690	139,779	154,069	167,925	181,621
总资产	414,871	511,631	594,134	625,254	720,533
应付帐款	71,601	106,317	130,405	124,409	154,018
短期债务	5,505	4,908	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	122,825	146,442	190,411	194,461	223,516
流动负债总计	199,932	257,668	325,815	323,870	382,533
长期借款	4,750	9,607	4,914	5,274	6,132
其他长期负债	25,190	33,439	38,936	42,425	46,022
股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
储备	135,908	152,066	168,170	188,556	211,893
股东权益	146,934	163,091	179,195	199,581	222,918
少数股东权益	27,335	35,789	45,274	54,103	62,927
总负债及权益	414,871	511,631	594,134	625,254	720,533
每股帐面价值(人民币)	13.33	14.79	16.25	18.10	20.22
每股有形资产(人民币)	12.74	14.03	15.43	17.20	19.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.29)	(6.02)	(9.54)	(10.70)	(13.95)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	43,599	48,202	47,928	57,021	63,803
折旧与摊销	4,756	5,952	4,709	5,757	6,848
净利息费用	(165)	(231)	(843)	(1,251)	(1,596)
运营资本变动	15,377	4,145	30,283	(10,446)	28,037
税金	4,929	2,152	(6,235)	(7,419)	(8,305)
其他经营现金流	(45,213)	(34,227)	(35,014)	(23,426)	(45,178)
经营活动产生的现金流	23,284	25,993	40,829	20,235	43,609
购买固定资产净值	820	1,879	9,849	11,114	11,482
投资减少/增加	20,991	33,652	25,240	27,853	30,988
其他投资现金流	(27,103)	(49,268)	(7,104)	(28,174)	(29,974)
投资活动产生的现金流	(5,293)	(13,737)	27,986	10,794	12,495
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	738	(3,117)	(489)	519	535
支付股息	(14,333)	(14,995)	(16,104)	(20,386)	(23,337)
其他融资现金流	(6,590)	(4,245)	(14,720)	1,662	2,497
融资活动产生的现金流	(20,185)	(22,357)	(31,313)	(18,205)	(20,305)
现金变动	(2,194)	(10,101)	37,501	12,823	35,800
期初现金	89,098	87,949	72,673	110,174	122,997
公司自由现金流	17,991	12,256	68,814	31,029	56,105
权益自由现金流	18,564	8,908	67,482	30,296	55,044

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.9	3.3	2.4	2.9	3.1
息税前利润率(%)	2.1	2.4	1.8	2.3	2.4
税前利润率(%)	6.9	7.2	6.1	6.7	6.9
净利率(%)	4.6	4.8	4.1	4.8	5.1
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	9.5	8.9	8.3	6.5	5.7
核心业务市盈率(倍)	9.1	8.2	8.2	6.5	5.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.0	12.6	12.6	9.9	8.7
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	11.4	10.2	6.5	13.2	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	9.0	8.7	5.9	3.9
周转率					
存货周转天数	23.0	23.5	23.1	23.1	23.1
应收帐款周转天数	30.6	34.1	36.8	37.1	37.5
应付帐款周转天数	39.7	48.4	55.3	54.7	55.1
回报率					
股息支付率(%)	49.6	46.6	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	20.3	20.8	18.8	21.5	22.1
资产收益率(%)	3.0	3.1	2.2	2.7	2.9
已运用资本收益率(%)	3.9	3.7	3.6	4.1	4.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

上汽集团 (600104.CH/人民币 24.14, 买入)

以2016年11月28日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371