

2017年01月24日
证券研究报告·调研报告

上汽集团 (600104) 汽车

买入 (首次)

当前价: 24.95 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

自主合资双驱动，大象起舞正当时

投资要点

- **推荐逻辑：合资品牌盈利持续改善：**上汽大众、上海通用 2017 年将迎来多款改款和换代车型，新车型导入为公司打开新一轮车型上升周期，利润增速有望超过 15%。**自主品牌销量提升导致大幅减亏：**互联网汽车 RX5 2016 年底大卖，2017 年还将补齐多款 SUV，年销量有望突破 50 万辆，预计减亏幅度在 20 亿元以上。**巨额资本强力助推：**公司 150 亿定增发行完成，坚定战略布局互联网与新能源以及汽车服务“蓝海”市场。
- **合资品牌新 SUV 车型步入上升通道：**2017 年上汽大众预计推出加长版新途观 L、七座 Teramont，斯柯达七座 Kodiaq 等新车型，持续锁定 SUV 市场地位。上汽通用旗下凯迪拉克系列 SUV 大卖，17 年有望持续高增长，别克系列和雪佛兰系列 MPV 和 SUV 新品值得期待。上汽已表示和奥迪的合作将会如期推进，公司已具有 MLB（奥迪平台）的生产能力，奥迪车型量产将打开利润增长空间。
- **RX5 互联网 SUV 年底热卖，自主品牌 17 年有望大幅减亏：**2016 年全年，公司累计销售车辆 648.9 万辆，同比增长 9.95%。受益于 1.6L 购置税减免政策到期预期，车市景气度提升，公司销量增长带动整体利润率提升。自主品牌方面，荣威 RX5 为全球第一款互联网汽车，单月销量超过 2 万辆，迅速成为明星产品。2017 年公司还将推出全新 RX3、eRX5、换代荣威 550 等新车型，届时扭转自主 SUV 产品空缺境地，有望大幅减亏。
- **巨额定增坚定新能源+车联网+汽车金融服务转型路线。**公司已完成 150 亿元人民币非公开发行股票事项，资金投向新能源汽车、智能驾驶、车联网平台、汽车金融等项目。上汽总公司 30 亿、核心员工持股计划 11 亿的高额认购体现了公司管理层对公司结构转型的坚定信心，发行价格 22.8 元已经构筑强力安全垫。
- **高股息率有望维持。**公司 2013-2015 年股息率分别为 5.02%、5.43%和 5.68%，位于行业前列，公司整体盈利能力较强，高股息率有望维持。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.91 元、3.28 元、3.55 元，对应 PE 分别为 9 倍、8 倍和 7 倍，考虑到非公开发行股份，2017-2018 年摊薄后 EPS 分别为 3.1 元和 3.35 元，对应 PE 分别为 8 倍和 8 倍，估值相对合理，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**汽车行业增速放缓；新能源车发展不及预期。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 670448.22 | 756650.32 | 871303.01 | 940924.32 |
| 增长率 | 6.42% | 12.86% | 15.15% | 7.99% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 29793.79 | 32031.36 | 36216.20 | 39125.81 |
| 增长率 | 6.51% | 7.51% | 13.06% | 8.03% |
| 每股收益 EPS(元) | 2.70 | 2.91 | 3.28 | 3.55 |
| 净资产收益率 ROE | 19.00% | 19.55% | 19.13% | 18.10% |
| PE | 9 | 9 | 8 | 7 |
| PB | 1.31 | 1.19 | 1.03 | 0.91 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaoyx@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川
电话: 023-67898871
邮箱: sc@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸
电话: 021-68415819
邮箱: chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 116.83 |
| 流通 A 股(亿股) | 110.26 |
| 52 周内股价区间(元) | 17.81-25.73 |
| 总市值(亿元) | 2,915.02 |
| 总资产(亿元) | 5,449.46 |
| 每股净资产(元) | 16.70 |

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1 稳坐国内汽车企业“头把交椅”，低估值，高股息率 | 1 |
| 1.1 龙头地位稳固，增速有望保持 | 1 |
| 1.2 低估值，高股息率，投资价值显现 | 3 |
| 2 合资品牌进入车型上升周期，销量盈利有望双升 | 4 |
| 2.1 上汽大众：SUV 车型将集中发力..... | 4 |
| 2.2 上汽通用：产品高端化将改善盈利能力 | 6 |
| 2.3 上汽通用五菱：微车霸主地位不改，结构转型扭转行业颓势..... | 8 |
| 3 RX5 互联网汽车大卖，自主品牌销量爆发有望大幅扭亏 | 10 |
| 4 巨额定增，全力进军新能源和服务蓝海市场 | 12 |
| 5 盈利预测与估值 | 12 |
| 5.1 盈利预测 | 12 |
| 5.2 相对估值..... | 14 |

图 目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 公司业务构架..... | 1 |
| 图 2: 公司 2008-2016Q3 年营业收入..... | 1 |
| 图 3: 公司 2008-2016Q3 年归母净利润..... | 1 |
| 图 4: 公司 2008-2016Q3 年营业收入..... | 2 |
| 图 5: 2016 年 1-11 月各大汽车品牌销量..... | 2 |
| 图 6: 上汽集团 2010-2016 市盈率..... | 3 |
| 图 7: 上汽大众 2008-2016 年销量..... | 4 |
| 图 8: 上汽大众主要车型价格区间..... | 4 |
| 图 9: 上汽大众主要车型..... | 4 |
| 图 10: 大众 Teramont 车身正面外观..... | 5 |
| 图 11: 大众 Teramont 车身侧面外观..... | 5 |
| 图 12: 上汽通用 2008-2016 年销量..... | 6 |
| 图 13: 上汽通用主要车型价格区间..... | 6 |
| 图 14: 上汽通用主要车型..... | 7 |
| 图 15: 雪佛兰探界者车身外观..... | 8 |
| 图 16: 雪佛兰探界者内饰..... | 8 |
| 图 17: 微车行业市占率..... | 8 |
| 图 18: 2015 年上汽通用五菱车型销量结构..... | 8 |
| 图 19: 上汽通用五菱 2008-2016 年销量..... | 9 |
| 图 20: 上汽通用五菱主要车型价格区间..... | 9 |
| 图 21: 上汽通用五菱主要车型..... | 9 |
| 图 22: 上汽乘用车 2008-2016 年销量..... | 10 |
| 图 23: 荣威 RX5 车身外形..... | 10 |
| 图 24: 上汽乘用车主要车型 2014-2016 年月销量..... | 10 |
| 图 25: 上汽集团自主品牌车型亏损情况..... | 11 |

表 目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 公司 2011-2016Q3 费率指标..... | 2 |
| 表 2: 上汽集团 2016-2018 新车型规划..... | 2 |
| 表 3: 2011-2015 年部分整车上市公司股息率情况..... | 3 |
| 表 4: 换代途观 L 对标车型参数..... | 5 |
| 表 5: Teramont 对标车型参数..... | 6 |
| 表 6: 荣威 RX5 对标车型参数..... | 11 |
| 表 7: 公司非公开发行股票资金投向（预案修订案）..... | 12 |
| 表 8: 公司业务拆分..... | 13 |
| 表 9: 公司关键车型销量预测..... | 13 |
| 表 10: 可比公司盈利预测相对估值..... | 14 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 15 |

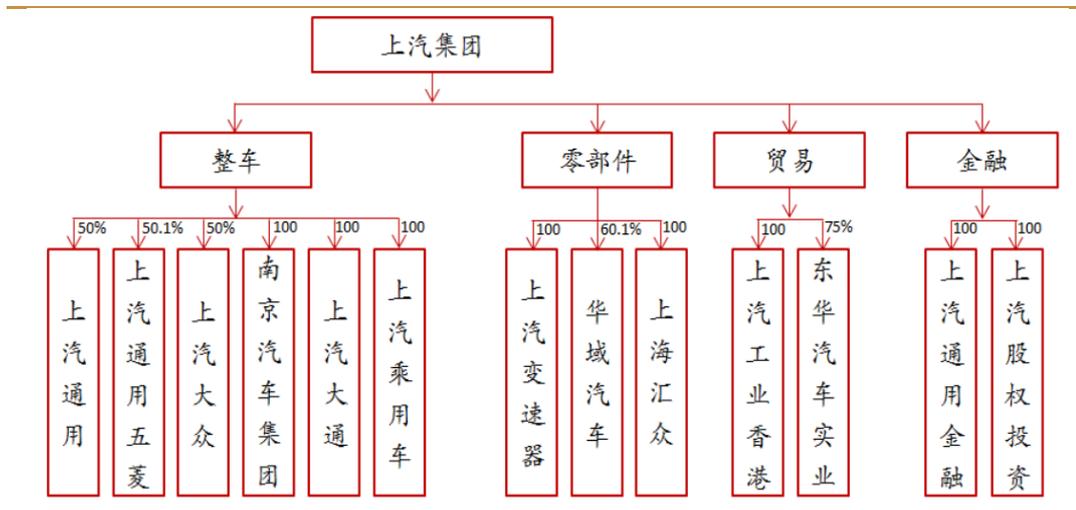
1 稳坐国内汽车企业“头把交椅”，低估值，高股息率

1.1 龙头地位稳固，增速有望保持

上汽集团作为中国汽车行业的绝对龙头，历年来销量冠绝全行业。2016 年累计销售车辆 648.9 万辆，同比增长 9.95%，市占率约为 23%。公司核心竞争力在于全产业链的整体优势，业务基本涵盖了汽车产业链的各个环节，产品门类齐全，销售服务网络点多面广。

公司收入和利润主要来源为整车业务。合资企业上汽大众和上汽通用为集团公司贡献利润的主力军，自主品牌目前增速较快，规模优势逐步显现有望大幅减亏。

图 1：公司业务构架



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自整车的制造和销售，占比超过 77%，其次零部件业务收入占比超过 19%，贸易收入占 1.52%，劳务及其他收入以及金融业务占比较低。

图 2：公司 2008-2016Q3 年营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2008-2016Q3 年归母净利润



数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司整车和零部件业务稳坐行业头把交椅，随着近年来汽车保有量的提升和汽车市场相对饱和，近年来公司主营业务的收入和归属上市公司净利润的增速也回归到了10%-20%的合理水平。2015全年公司实现营业收入6614亿元，同比增长5.5%，全年实现归母净利润297.9亿元，同比增长6.5%。

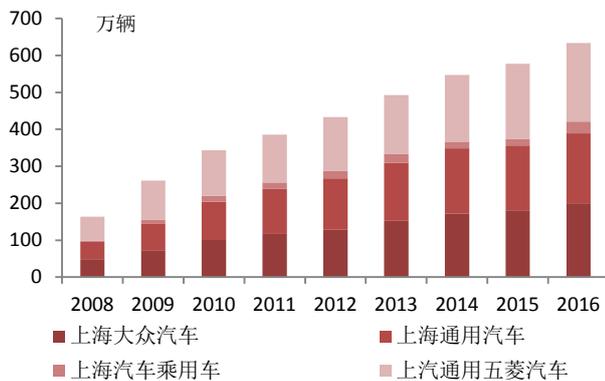
表 1：公司 2011-2016Q3 费率指标

| 指标 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售毛利率 | 18.75% | 16.28% | 12.84% | 12.36% | 11.42% | 12.42% |
| 销售净利润率 | 8.08% | 7.01% | 6.32% | 6.10% | 6.06% | 6.61% |
| 三费率 | 9.70% | 9.50% | 9.40% | 9.50% | 9.00% | 10.15% |

数据来源：wind，西南证券整理

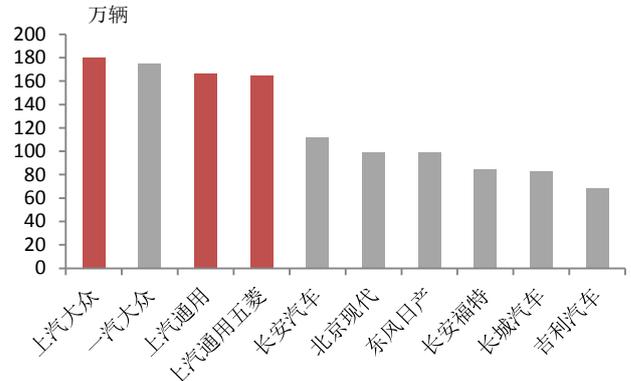
公司产品结构改善，叠加 2016 年下半年整体车市高景气度带来的销量提升，公司毛利率和净利润有所反弹，2016-2018 年公司步入车型上升周期，利润率有望稳中有升。

图 4：公司 2008-2016Q3 年营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2016 年 1-11 月各大汽车品牌销量



数据来源：autoinfo，西南证券整理

销售结构和市场：上海大众、上汽通用和上汽通用五菱贡献了公司绝大部分销量，受益于购置税减免政策到期预期影响，2016 年整体车市火热，以上三家合计贡献销量 601.9 万辆，销量增速分别为 10.5%、7.7%和 4.4%。乘用车销售方面，此三家销量分别位居第 1、3、4 名，稳住了公司行业霸主地位。自主品牌方面，销量基数暂时较低，但随着 2016 年下半年 RX5 互联网 SUV 的热卖，上汽有望扭转自主品牌疲软的境地，大幅度减亏可期。

表 2：上汽集团 2016-2018 新车型规划

| | A00 | A0 | A | B | C | A0 级 SUV | A 级 SUV | B 级 SUV | C 级 SUV | MPV |
|-------|---------|--------|-----------------------------|-------------|---------------|----------------------|--|------------------|---------|-------------|
| 2016 | | 宝骏 310 | 换代科鲁兹 科沃兹 | 换代君越 迈锐宝 XL | 凯迪拉克 CT6 大众辉昂 | | 荣威 RX5 换代途观 L 换代宝骏 560 | | | 换代 GL8 换代途安 |
| 2017E | 宝骏 E100 | | 凯迪拉克 CT2 换代荣威 550 换代荣威 E550 | | | 荣威 RX3 宝骏 510 宝骏 530 | 斯柯达 Kodiaq Equinox 荣威 RX5 EV RX5 PHEV 凯迪拉克 XT4 | Teramont 换代荣威 W5 | | 别克 GL6 |

| | A00 | A0 | A | B | C | A0 级 SUV | A 级 SUV | B 级 SUV | C 级 SUV | MPV |
|-------|-----|----|---------------|-------|---|----------|--------------------|---------|-------------|------------|
| 2018E | | | 斯柯达 CUV 荣威新轿车 | 换代帕萨特 | | | 别克新 SUV 大众新 SUV | | 凯迪拉克 XT7 | 宝骏新 MPV |

数据来源：西南证券整理

合资品牌密集投放新车，步入产品上升周期：近年来 SUV 车型热销，2016 年占据了汽车市场 30% 以上的市场份额，SUV 渠道下沉和产品力的提升将会强化车企的竞争优势，我们预计 SUV 市场还将维持 30% 以上的增速。

上汽集团 2016 年以来加速产品换代，集中火力升级 SUV 产品线，2016 年底推出换代途观 L，2017 年预计推出斯柯达 Kodiaq，雪佛兰 Equinox，eRX5，凯迪拉克 XT4 等 A 级 SUV 和大众 Teramont B 级 SUV，产品线实力显著强化。

1.2 低估值，高股息率，投资价值显现

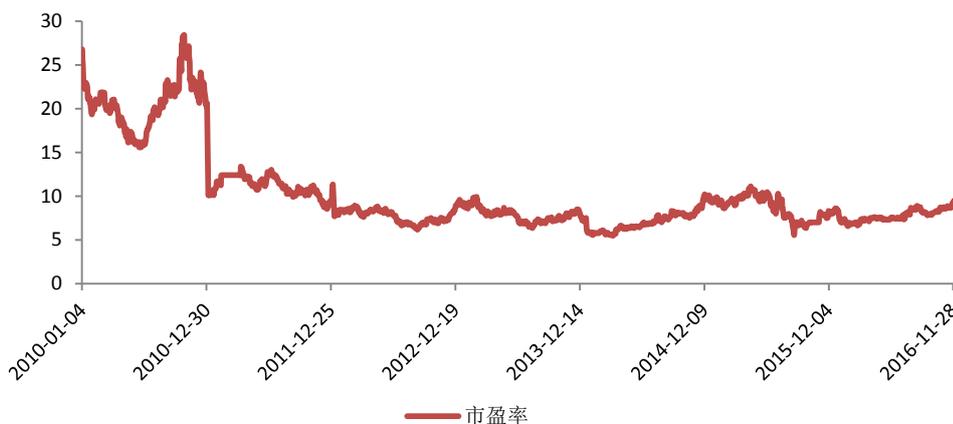
上汽集团 2013 年以来股息率维持在 5% 左右，位于汽车行业前列，股票收益性明显。公司正处于 2016-2018 年车型上升周期，产品力的提升伴随而来的是盈利能力的同步提升，我们预计高股息率将会持续。此外，公司市盈率处于 2010 年以来的底部，位于 7-9 倍的合理估值区间，安全边际较高。

表 3：2011-2015 年部分整车上市公司股息率情况

| 对标公司 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 上汽集团 | 5.63% | 5.38% | 4.97% | 2.48% | 1.24% |
| 长安汽车 | 4.08% | 1.60% | 0.64% | 0.32% | 0.26% |
| 长城汽车 | 3.94% | 7.16% | 7.33% | 5.10% | 2.68% |
| 江铃汽车 | 3.56% | 3.36% | 2.73% | 2.42% | 2.98% |
| 江淮汽车 | 1.52% | 0.93% | 1.86% | 0.93% | 1.27% |

数据来源：wind，西南证券整理

图 6：上汽集团 2010-2016 市盈率



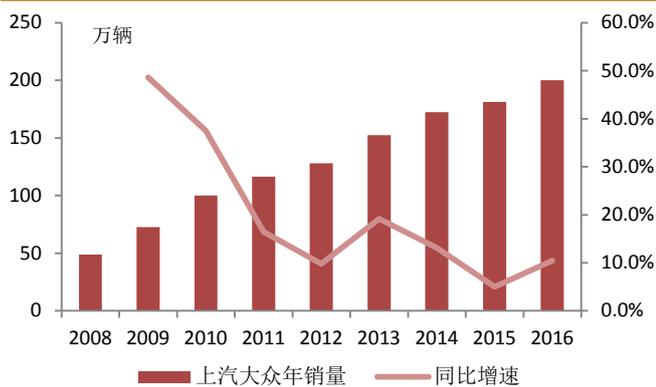
数据来源：wind，西南证券整理

2 合资品牌进入车型上升周期，销量盈利有望双升

2.1 上汽大众：SUV 车型将集中发力

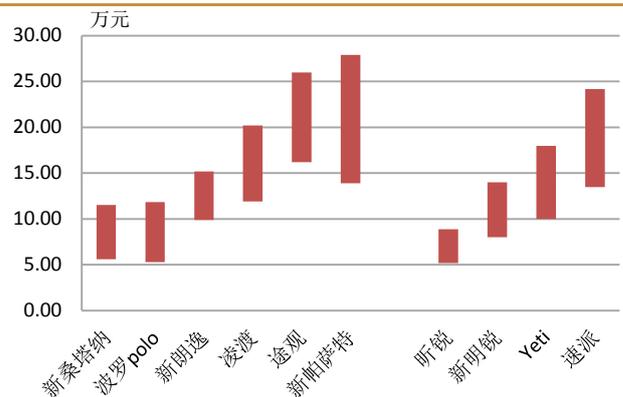
上汽大众成立于 1985 年，是国内最早的合资品牌之一，多年来稳坐销量冠军的宝座，2008 年-2016 年销量复合年均增速为 19.2%。2016 年上汽大众销售车辆 200.2 万辆，同比增长 10.5%，低于乘用车行业整体增速，主要是由于上汽大众产品线轿车居多而近年来市场趋势偏向 SUV，轿车销量增速放缓。SUV 产品仅有大众途观和斯柯达 Yeti 支撑。

图 7：上汽大众 2008-2016 年销量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：上汽大众主要车型价格区间



数据来源：汽车之家，西南证券整理

上汽大众拥有大众和斯柯达品牌，现有 20 余款在售车型，在国内轿车市场有一定的垄断地位，但是 SUV 产品仅有大众途观和斯柯达 Yeti 两款支撑，产品线相对薄弱。目前热销车型包括大众系列的新桑塔纳、波罗 polo、新朗逸、凌渡、途观、新帕萨特，斯柯达系列的昕锐、新明锐、Yeti 和速派等。

图 9：上汽大众主要车型



数据来源：汽车之家，西南证券整理

根据大众中国 2016 年北京发布会报道，2016 年大众集团在华投资超过 40 亿欧元，未来将发布 60 款新车以提振业绩，SUV 和电动车为发展重点。我们预计 2017-2018 将会成为上汽大众的产品大年。

上汽大众方面，2016 年底已推出换代途观 L，2017 年上半年将导入全新 B 级 SUV Teramont、全新 A+级斯柯达 SUV Kodiaq 等新车型，产品力提升拉动盈利改善将在 2017 年体现。

表 4：换代途观 L 对标车型参数

| 参数 | 途观 L | 途观 | 昂科威 | 汉兰达 |
|-----------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| 长*宽*高(mm) | 4712*1839*1673 | 4506*1809*1685 | 4667*1839*1660 | 4855*1925*1720 |
| 轴距(mm) | 2791 | 2684 | 2750 | 2790 |
| 发动机 | 1.8T (180 马力) | 1.4T (150 马力) | 1.5T (169 马力) | 2.0T (200 马力) |
| | 2.0T (220 马力) | 1.8T (160 马力) | 2.0T (260 马力) | 3.5L (273 马力) V6 |
| | | 2.0T (200 马力) | | |
| 车身结构 | 5 座 | 5 座 | 5 座 | 5 座/7 座 |
| 售价 | 27.68-35.98 万 | 18.98-28.58 万 | 19.79-33.79 万 | 23.98-42.28 万 |

数据来源：汽车之家，西南证券整理

换代途观 L 轴距达到 2791mm，甚至略胜于汉兰达，使得该车型从紧凑型 SUV 进阶到了中型 SUV。空间方面，车身尺寸 4712*1839*1673mm 大于别克昂科威。动力上，途观 L 作为大众首款基于 MQB 平台打造的 SUV，其采用了 EA888 发动机，最大功率版本提升到了 220 马力。

图 10：大众 Teramont 车身正面外观



数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 11：大众 Teramont 车身侧面外观



数据来源：汽车之家，西南证券整理

大众 Teramont 基于 MQB 平台打造，预计将于 2017 年一季度上市。新车汲取了大量此前发布的大众 CrossBlue 概念车设计元素，采用平直宽大的中网样式，配合隆起的引擎盖线条和突出的轮拱，看起来颇为健硕。

表 5: Teramont 对标车型参数

| 参数 | 大众 Teramont | Q7 | 锐界 | 冠道 | 汉兰达 |
|-----------|----------------|----------------|-----------------|----------------|------------------|
| 长*宽*高(mm) | 5037*1979*1768 | 5069*1968*1716 | 4878*1925*1734 | 4816*1942*1669 | 4855*1925*1720 |
| 轴距(mm) | 2980 | 3001 | 2850 | 2820 | 2790 |
| 发动机 | | 2.0T (252 马力) | 2.0T (245 马力) | 2.0T (272 马力) | 2.0T (200 马力) |
| | | 3.0T (333 马力) | 2.7T(329 马力) V6 | | 3.5L (273 马力) V6 |
| 车身结构 | 7 座 | 5 座 | 5 座/7 座 | 5 座 | 5 座/7 座 |
| 售价 | - | 64.83-94.50 万 | 24.98-44.98 万 | 22-32.98 万 | 23.98-42.28 万 |

数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

Teramont 长宽高分别达到 5037/1979/1768mm, 轴距为 2980mm, 尺寸方面远胜于同类 B 级 SUV 的锐界、汉兰达, 可对标奥迪 Q7。Teramont 价格方面预计在 40 万左右, 仅为 Q7 的一半, 该车型的超大尺寸和大众品牌地位将会为其打开销路, 有望成为 2017 年 B 级 SUV 的杀手级产品。

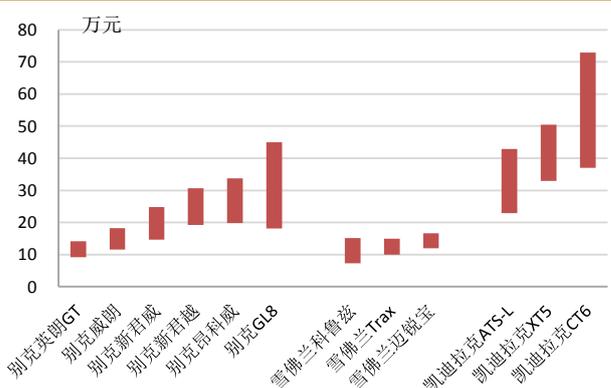
换代途观 L 和 Teramont 的推出有望明显提升上汽大众的产品结构, 结合 SUV 行业高景气度有望强化合资公司的盈利能力。

2.2 上汽通用: 产品高端化将改善盈利能力

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 12: 上汽通用 2008-2016 年销量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 上汽通用主要车型价格区间


数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

近年来上汽通用增速出现逐年下行趋势, 2016 年销售实现反弹, 全年累计销售车辆 188.7 万辆, 同比增长 7.7%。主要原因是别克和凯迪拉克品牌车型增速较快。

其中, 上汽通用别克 2016 年 1-11 月份累计销售 110.7 万辆, 同比增长 22%, 主要由于昂科威 SUV、威朗 (A 级轿车) 和英朗 (A 级轿车) 贡献了主要增量。预计 2017 年全新 GL8、GL6 的推出将会提振 MPV 销量。

凯迪拉克方面，前 11 月份累计销售 9.6 万辆，同比增长 103%，其中 XT5 SUV 车型销量持续爬坡，11 月份单月销售 5040 辆，作为价格区间在 30-50 万元的二线豪华 SUV，我们预计 2017 年仍有成长空间。后续可能会继续导入 XT4 车型，补齐产品结构。

图 14：上汽通用主要车型

| 别克系列 | | 雪佛兰系列 | | 凯迪拉克系列 | |
|--|--|--|---|--------|--|
| 别克新君威  售价 14.69-24.79 万 | 别克昂科威  售价 19.79-33.79 万 | 雪佛兰科鲁兹  售价 7.29-15.19 万 | 凯迪拉克 XT5  售价 32.99-50.49 万 | | |
| 别克英朗  售价 9.19-14.19 万 | 别克 GL8  售价 18.10-44.99 万 | 雪佛兰迈锐宝  售价 11.99-16.69 万 | 凯迪拉克 ATS-L  售价 22.88-42.88 万 | | |
| 别克新君越  售价 19.28-30.68 万 | 别克威朗  售价 11.59-18.19 万 | 雪佛兰 Trax  售价 9.99-14.99 万 | 凯迪拉克 CT6  售价 36.99-72.88 万 | | |

数据来源：汽车之家，西南证券整理

雪佛兰目前热销车型包括科鲁兹、Trax 创酷和迈锐宝。雪佛兰在国内车型定位较低端，售价在 7 万-17 万区间，该价位区间的国产品牌车型众多，长安逸动、长安 CS75、广汽传祺 GS4、哈弗 H6 等车型竞争优势明显，二线合资品牌需要进行产品结构调整才能重获市场。

为扭转颓势，2017 雪佛兰将导入 Equinox 探界者 SUV，该车型将搭载 1.5T 和 2.0T 两款涡轮增压发动机，二者最大输出功率分别为 172 马力和 256 马力，峰值扭矩分别为 275 牛·米和 352 牛·米。传动方面，与 1.5T 发动机匹配的是 6 速自动变速箱，与 2.0T 发动机匹配的则是 9 速自动变速箱。此外，新车部分车型还将配备四驱系统。

图 15：雪佛兰探界者车身外观



数据来源：搜狐汽车，西南证券整理

图 16：雪佛兰探界者内饰

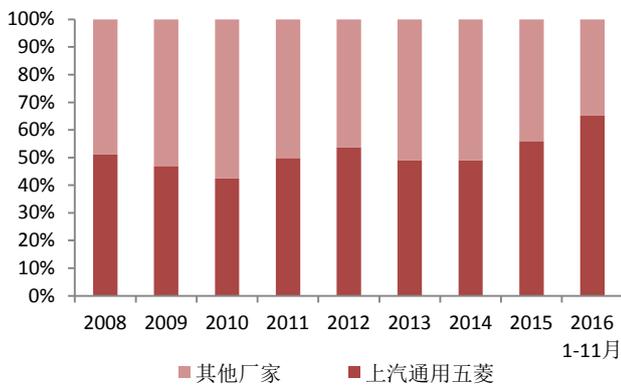


数据来源：搜狐汽车，西南证券整理

2.3 上汽通用五菱：微车霸主地位不改，结构转型扭转行业颓势

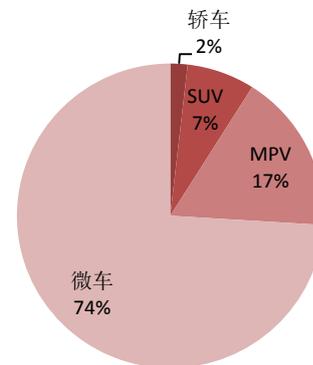
上汽通用五菱成立于 2002 年，是上汽、通用、五菱（上汽 50.1%，通用 44%，五菱 5.9%）三方合资企业。五菱荣光、五菱之光为上汽通用五菱奠定了微车市场的领军地位，2008 年以来多年市场份额超过 50%。

图 17：微车行业市占率



数据来源：autoinfo，西南证券整理

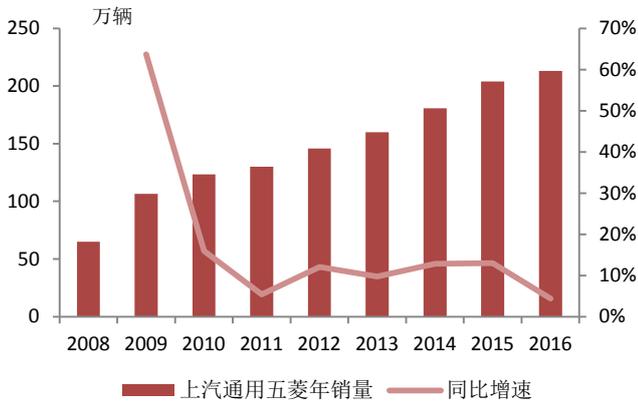
图 18：2015 年上汽通用五菱车型销量结构



数据来源：autoinfo，西南证券整理

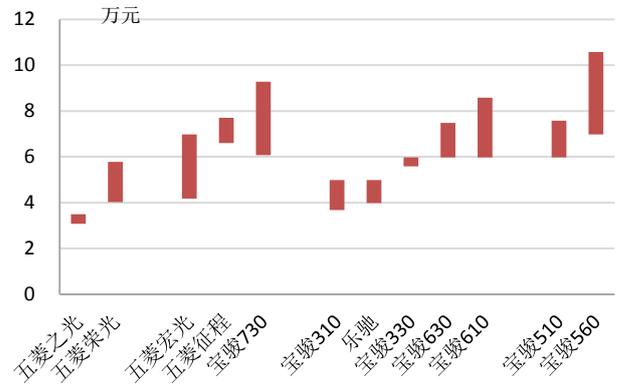
2010 年微车行业销量达到 250 万辆的顶峰，但消费升级趋势导致普通乘用车替代周期开启，微车被轿车、MPV 替代趋势显现，微车行业近年来出现了持续的下滑，2015 年累计销量仅为 110 万辆。上汽通用五菱经历产品结构调整阵痛期后，公司陆续推出轿车产品：宝骏 310、宝骏 330、宝骏 610、宝骏 630、乐驰，MPV 产品：宝骏 730、SUV 产品宝骏 560。宝骏系列产品成为公司销量增长极，后续销量结构有望进一步改善。

图 19: 上汽通用五菱 2008-2016 年销量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 上汽通用五菱主要车型价格区间



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 21: 上汽通用五菱主要车型

| SUV | MPV | 轿车 | | 微车 |
|---|--|---|--|--|
| 宝骏 560  | 宝骏 730  | 宝骏 310  | 宝骏 330  | 五菱宏光  |
| 售价 7-11 万 | 售价 6-10 万 | 售价 4-5 万 | 售价 5-6 万 | 售价 4-6 万 |
| 宝骏 510  | 五菱征程  | 宝骏 630  | 乐驰  | 五菱之光  |
| 售价 6-8 万 | 售价 7-8 万 | 售价 6-8 万 | 售价 4-5 万 | 售价 3-4 万 |
| | 五菱宏光  | 宝骏 610  | | |
| | 售价 4-8 万 | 宝骏 510  | | |
| | | 售价 6-9 万 | | |

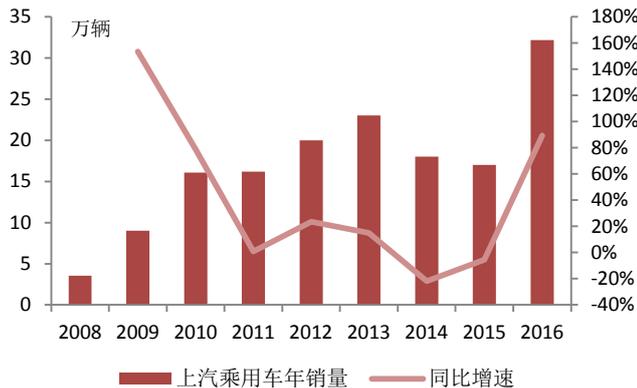
数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

新车方面, 预计 2017 宝骏系列还将推出宝骏 510 和宝骏 530 等 SUV 车型以及宝骏 E100 的 A00 级轿车, 上汽通用五菱通过宝骏系列产品继续下沉二三线城市渠道, 有望持续渗透, 对冲微车产品下滑, 维持整体销量增长。

3 RX5 互联网汽车大卖，自主品牌销量爆发有望大幅扭亏

上汽乘用车成立于 2007 年，旗下包括名爵 MG 和荣威系列两个子品牌，产品系列涵盖轿车、SUV、新能源汽车等。目前上汽乘用车热车型包括荣威 550、荣威 350、MG 锐腾、MG GT 等。上汽乘用车 2016 年全年销售车辆 32 万辆，同比增长 89%。

图 22：上汽乘用车 2008-2016 年销量



数据来源：公司公告，西南证券整理

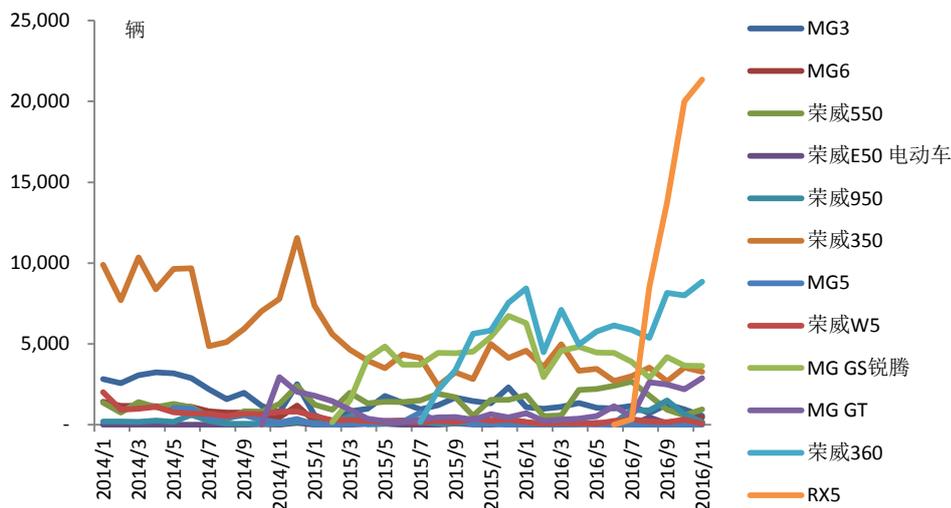
图 23：荣威 RX5 车身外形



数据来源：汽车之家，西南证券整理

其中，2016 年 7 月 6 日正式发布的互联网 SUV 荣威 RX5 贡献了主要增量，其中 RX5 四季度单月平均销量超过 2 万辆。2017 年上半年预计推出 eRX5 插电混动版 SUV，下半年力争推出纯电动版本。此外，2017 年上汽乘用车有望推出荣威 RX3、换代荣威 550 和换代荣威 W5 等新车型。

图 24：上汽乘用车主要车型 2014-2016 年月销量



数据来源：autoinfo，西南证券整理

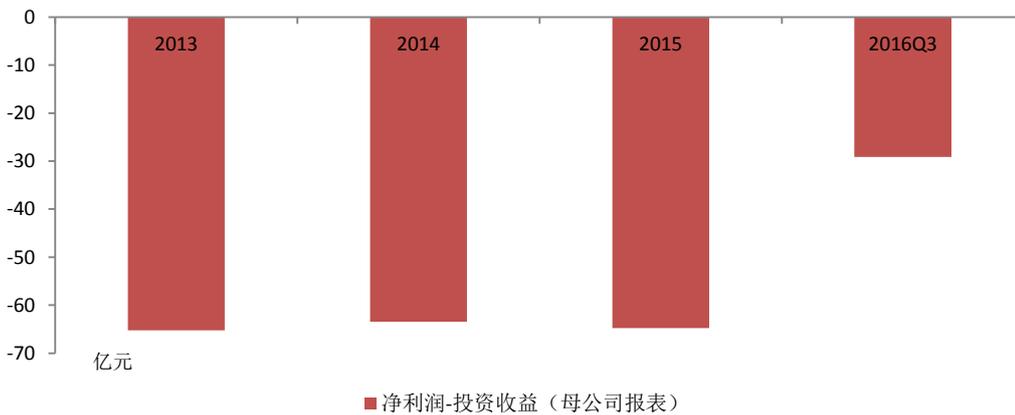
荣威 RX5 是上汽与阿里联合打造的一款全新城市 SUV，售价区间为 9.98-18.38 万元，该车型搭载了阿里巴巴集团自主开发的 Yun OS 操作系统，拥有中国最大的云计算平台和互联网大数据，未来可构建庞大的车联网内容、服务和生态圈。

表 6: 荣威 RX5 对标车型参数

| 型号 | 荣威 RX5 两驱自动豪华版 | 长安 CS75 自动时尚型 | 传祺 GS4 两驱精英版 | 博越自动智尚型 | 哈弗 H6 两驱豪华型 |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经销商参考价 | 12.98 万 | 11.28 万 | 11.58 万 | 12.38 万 | 11.98 万 |
| 发动机 | 1.5T 169 马力 L4 | 1.8T 177 马力 L4 | 1.3T 137 马力 L4 | 1.8T 184 马力 L4 | 1.5T 150 马力 L4 |
| 变速箱 | 7DCT | 6AT | 7DCT | 6AT | 6AT |
| 长*宽*高(mm) | 4545*1855*1719 | 4650*1850*1705 | 4510*1852*1677 | 4519*1831*1694 | 4649*1852*1710 |
| 车身结构 | 5 门 5 座 SUV |
| 轴距 (mm) | 2700 | 2700 | 2650 | 2670 | 2680 |

数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

选取国内自主品牌紧凑型 SUV 车型的自动挡版本与 RX5 对标, 荣威 RX5 在轴距和发动机配置上优势明显, 我们认为上汽集团和阿里巴巴的品牌优势以及 Yun OS 系统的互联网元素能为 RX 争取到一定的溢价优势, 目前单月超过 2 万辆的销量说明产品实力已经得到验证。

图 25: 上汽集团自主品牌车型亏损情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

由于前期高额研发费用和折旧费用, 公司自主品牌目前仍然处于亏损状态, 从母公司报表口径得知, 2016 前三季度上汽乘用车亏损约为 29 亿元, 预计 2016 年全年相对 2015 年将大幅减亏。荣威 RX5 和 2017 年的新车型有望带动上汽自主品牌销量高增长, 预计 2017 年总体销量有望突破 50 万辆, 利润减亏 20 亿以上, 大幅度带动上汽集团业绩提升。

4 巨额定增，全力进军新能源和服务蓝海市场

2017年1月20日，公司2016年非公开发行股票发行已经实施完成，发行数量6.58亿股，募集资金总额150亿元。

表7：公司非公开发行股票资金投向（预案修订案）

| 项目类别 | 项目名称 | 募集资金投入金额（亿元） |
|-------------|--------------------------|--------------|
| 新能源汽车相关项目 | 上汽集团自主品牌乘用车节能与新能源汽车新产品项目 | 40 |
| | 上汽集团自主品牌商用车新能源汽车新产品项目 | 18 |
| | 上汽变速器混合动力EDU变速器扩能和产品升级项目 | 14 |
| 智能化大规模定制项目 | 商用车智能化大规模定制业务模式开发及应用项目 | 20 |
| 前瞻技术与车联网项目 | 上汽集团燃料电池汽车前瞻技术研发项目 | 5 |
| | 上汽集团智能驾驶汽车前瞻技术研发项目 | 7 |
| | 上汽集团自主品牌车联网汽车应用开发项目 | 7 |
| 汽车服务与汽车金融项目 | 上汽集团云计算和数据平台项目 | 5 |
| | 上汽电商平台车享网项目 | 4 |
| | 上汽集团汽车金融及车联网金融拓展项目 | 30 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次非公开发行资金投向重点覆盖了新能源汽车、车联网平台建设、汽车金融服务三大领域，体现了公司创新转型的决心。通过此次定增，公司后续有望和业内先行者强强联合，实现从量到质的蜕变，依靠自己良好的用户粘性在新能源汽车领域再树标杆。此次定增通过引入机构投资者有助于帮助企业进一步提升运行效率，推进国企混合所有制改革。上汽总公司30亿、核心员工持股计划11亿的高额认购体现了公司管理层对公司结构转型的坚定信心，发行价格22.8元已经构筑强力安全垫。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

汽车制造业务：2017年上汽集团旗下各品牌将推出多款新车，其中合资品牌车型高价车型导入有望提升公司整体毛利率水平。预计2016-2018年销售毛利率分别为10.3%、10.4%、10.4%。

零部件业务：零部件板块增速和毛利率较为稳定。预计2016-2018年销售毛利率分别为19.6%、19.5%、19.4%。

其他业务：其他业务包括金融服务、贸易和劳务等，占比相对较低，预计该业务2016-2018年毛利率分别为32%、31%、31%。

表 8: 公司业务拆分

| 项目 (亿元) | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 汽车制造业 | 收入 | 5057.5 | 5760.5 | 6771.9 | 7319.5 |
| | yoy | 3.7% | 13.9% | 17.6% | 8.1% |
| | 成本 | 4589.3 | 5167.2 | 6067.6 | 6558.3 |
| | 毛利率 | 9.3% | 10.3% | 10.4% | 10.4% |
| 零部件 | 收入 | 1257.3 | 1357.9 | 1425.8 | 1497.1 |
| | yoy | 11.9% | 8.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 成本 | 1011.8 | 1091.7 | 1147.8 | 1206.6 |
| | 毛利率 | 19.5% | 19.6% | 19.5% | 19.4% |
| 其他 | 收入 | 389.7 | 448.2 | 515.4 | 592.7 |
| | yoy | 31.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| | 成本 | 257.2 | 304.7 | 355.6 | 409.0 |
| | 毛利率 | 34.0% | 32.0% | 31.0% | 31.0% |
| 合计 | 收入 | 6704.5 | 7566.5 | 8713.1 | 9409.3 |
| | yoy | 5.5% | 12.9% | 15.2% | 8.0% |
| | 成本 | 5858.3 | 6563.6 | 7571.0 | 8173.9 |
| | 毛利率 | 12.6% | 13.3% | 13.1% | 13.1% |

数据来源: 西南证券

表 9: 公司关键车型销量预测

| 关键车型销量 (万辆) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 上汽大众 | | | | |
| 桑塔纳 | 26 | 27 | 24 | 23 |
| 朗逸 | 38 | 48 | 46 | 45 |
| 新明锐 | 13 | 15 | 15 | 15 |
| 凌渡 | 10 | 14 | 15 | 15 |
| 帕萨特 | 21 | 18 | 16 | 16 |
| 途观 | 26 | 24 | 26 | 26 |
| Teramont | 0 | 0 | 5 | 10 |
| 斯柯达 Kodiaq | 0 | 0 | 5 | 6 |
| 上汽通用 | | | | |
| 科鲁兹 | 25 | 22 | 22 | 22 |
| 英朗 GT | 27 | 37 | 34 | 34 |
| 威朗 | 5 | 18 | 17 | 17 |
| GL8 | 8 | 8 | 8 | 7 |
| GL6 | 0 | 0 | 3 | 4 |
| 昂科威 | 16 | 28 | 25 | 25 |
| XT5 | 0 | 4 | 6 | 6 |
| 上汽通用五菱 | | | | |

| 关键车型销量 (万辆) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 宝骏 730 | 32 | 37 | 27 | 25 |
| 宝骏 510 | 0 | 0 | 12 | 12 |
| 宝骏 560 | 15 | 32 | 32 | 26 |
| 宝骏 530 | 0 | 0 | 12 | 12 |
| 五菱宏光 | 66 | 65 | 55 | 50 |
| 五菱之光 | 23 | 18 | 14 | 10 |
| E100 电动车 | 0 | 0 | 6 | 6 |
| 自主品牌 | | | | |
| MG GS | 4 | 6 | 4 | 4 |
| 荣威 360 | 2 | 8 | 8 | 8 |
| RX3 | 0 | 0 | 4 | 12 |
| RX5 | 0 | 9 | 23 | 23 |
| erx5 | 0 | 0 | 5 | 6 |

数据来源：西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.91 元、3.28 元、3.55 元，对应 PE 分别为 9 倍、8 倍和 7 倍，考虑到非公开发行股份，2017-2018 年摊薄后 EPS 分别为 3.1 元和 3.35 元，对应 PE 分别为 8 倍和 8 倍，估值相对合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

5.2 相对估值

表 10：可比公司盈利预测相对估值

| 代码 | 简称 | 股价 (元) 2017/1/17 | 每股收益 (元) | | | | 市盈率 | | | |
|------------|------|---------------------|----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 15A | 16E | 17E | 18E | 15A | 16E | 17E | 18E |
| 600104.SH | 上汽集团 | 24.74 | 2.70 | 2.91 | 3.10 | 3.35 | 9.25 | 8.61 | 7.61 | 7.07 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 15.19 | 2.13 | 2.33 | 2.52 | 2.72 | 7.13 | 6.52 | 6.03 | 5.58 |
| 601633.SH | 长城汽车 | 11.12 | 0.88 | 1.07 | 1.21 | 1.33 | 12.64 | 10.39 | 9.19 | 8.36 |
| 601238.SH | 广汽集团 | 24.37 | 0.66 | 1.19 | 1.66 | 2.05 | 36.92 | 20.48 | 14.68 | 11.89 |
| 600418.SH | 江淮汽车 | 12.10 | 0.59 | 0.59 | 0.75 | 0.96 | 20.51 | 20.51 | 16.13 | 12.60 |
| 可比公司 PE 均值 | | | | | | | 25.93 | 17.05 | 13.76 | 11.44 |
| 可比公司 PE 中值 | | | | | | | 28.41 | 10.73 | 9.92 | 9.19 |

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 670448.22 | 756650.32 | 871303.01 | 940924.32 | 净利润 | 40073.97 | 45114.59 | 51008.73 | 55106.77 |
| 营业成本 | 585832.88 | 656362.11 | 757096.18 | 817385.35 | 折旧与摊销 | 6243.71 | 5965.41 | 6303.24 | 6550.29 |
| 营业税金及附加 | 5598.40 | 5143.43 | 6131.56 | 6958.17 | 财务费用 | -231.19 | 13.54 | -157.76 | -536.20 |
| 销售费用 | 35537.52 | 43968.95 | 50535.57 | 54573.61 | 资产减值损失 | 2848.17 | 3409.84 | 3387.68 | 3305.15 |
| 管理费用 | 24275.28 | 31022.66 | 35723.42 | 38577.90 | 经营营运资本变动 | 24424.25 | -19637.97 | 12653.86 | 10138.10 |
| 财务费用 | -231.19 | 13.54 | -157.76 | -536.20 | 其他 | -47366.33 | -35707.10 | -40591.63 | -43058.55 |
| 资产减值损失 | 2848.17 | 3409.84 | 3387.68 | 3305.15 | 经营活动现金流净额 | 25992.57 | -841.69 | 32604.12 | 31505.57 |
| 投资收益 | 29663.13 | 33867.26 | 38081.16 | 40762.93 | 资本支出 | -9869.55 | -200.00 | -2471.00 | -2472.00 |
| 公允价值变动损益 | -285.52 | -1570.00 | -877.22 | -1009.53 | 其他 | -3867.31 | 30965.09 | 3026.32 | 2503.00 |
| 其他经营损益 | 15.76 | 15.76 | 15.76 | 15.76 | 投资活动现金流净额 | -13736.86 | 30765.09 | 555.32 | 31.00 |
| 营业利润 | 43588.03 | 49042.80 | 55806.05 | 60429.51 | 短期借款 | -596.91 | 3355.29 | -6787.09 | -1476.55 |
| 其他非经营损益 | 2221.65 | 2114.81 | 2190.46 | 2170.44 | 长期借款 | -650.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 45809.68 | 51157.62 | 57996.51 | 62599.95 | 股权融资 | 953.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 5735.71 | 6043.03 | 6987.78 | 7493.17 | 支付股利 | -14333.24 | -13261.03 | -15064.85 | -17292.28 |
| 净利润 | 40073.97 | 45114.59 | 51008.73 | 55106.77 | 其他 | -7729.56 | -17025.29 | 157.76 | 536.20 |
| 少数股东损益 | 10280.18 | 13083.23 | 14792.53 | 15980.96 | 筹资活动现金流净额 | -22356.87 | -26931.03 | -21694.17 | -18232.64 |
| 归属母公司股东净利润 | 29793.79 | 32031.36 | 36216.20 | 39125.81 | 现金流量净额 | -9964.02 | 2992.37 | 11465.27 | 13303.93 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 72672.67 | 75665.03 | 87130.30 | 100434.24 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 84075.89 | 97753.99 | 110522.14 | 119674.42 | 销售收入增长率 | 6.42% | 12.86% | 15.15% | 7.99% |
| 存货 | 37243.44 | 41946.71 | 48664.20 | 52684.60 | 营业利润增长率 | 8.07% | 12.51% | 13.79% | 8.28% |
| 其他流动资产 | 75938.70 | 43332.27 | 53519.69 | 56328.40 | 净利润增长率 | 4.77% | 12.58% | 13.06% | 8.03% |
| 长期股权投资 | 59019.67 | 89427.13 | 123618.00 | 160881.97 | EBITDA 增长率 | 9.93% | 10.93% | 12.59% | 7.25% |
| 投资性房地产 | 2684.96 | 2823.20 | 2809.96 | 2796.39 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 50546.85 | 46225.78 | 43837.88 | 41203.93 | 毛利率 | 12.62% | 13.25% | 13.11% | 13.13% |
| 无形资产和开发支出 | 8828.68 | 7513.03 | 6197.38 | 4881.73 | 三费率 | 8.89% | 9.91% | 9.88% | 9.84% |
| 其他非流动资产 | 120619.83 | 120491.14 | 120362.45 | 120233.76 | 净利率 | 5.98% | 5.96% | 5.85% | 5.86% |
| 资产总计 | 511630.69 | 525178.29 | 596662.00 | 659119.44 | ROE | 19.00% | 19.55% | 19.13% | 18.10% |
| 短期借款 | 4908.35 | 8263.64 | 1476.55 | 0.00 | ROA | 7.83% | 8.59% | 8.55% | 8.36% |
| 应付和预收款项 | 140432.28 | 135590.15 | 159264.27 | 173851.01 | ROIC | 162.54% | 175.73% | 146.18% | 191.91% |
| 长期借款 | 1398.81 | 1398.81 | 1398.81 | 1398.81 | EBITDA/销售收入 | 7.40% | 7.27% | 7.11% | 7.06% |
| 其他负债 | 153973.97 | 149192.35 | 167845.15 | 179377.91 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 300713.41 | 294444.95 | 329984.78 | 354627.73 | 总资产周转率 | 1.45 | 1.46 | 1.55 | 1.50 |
| 股本 | 11025.57 | 11025.57 | 11683.46 | 11683.46 | 固定资产周转率 | 19.05 | 19.12 | 21.66 | 24.04 |
| 资本公积 | 38939.77 | 38939.77 | 38281.88 | 38281.88 | 应收账款周转率 | 26.80 | 26.15 | 28.11 | 26.88 |
| 留存收益 | 113125.90 | 131896.23 | 153047.57 | 174881.11 | 存货周转率 | 15.05 | 15.85 | 16.06 | 15.57 |
| 归属母公司股东权益 | 175128.74 | 181861.56 | 203012.91 | 224846.44 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 112.75% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 35788.55 | 48871.78 | 63664.31 | 79645.27 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 210917.29 | 230733.34 | 266677.22 | 304491.72 | 资产负债率 | 58.78% | 56.07% | 55.31% | 53.80% |
| 负债和股东权益合计 | 511630.69 | 525178.29 | 596662.00 | 659119.44 | 带息债务/总负债 | 4.83% | 6.07% | 3.36% | 2.71% |
| | | | | | 流动比率 | 1.05 | 1.03 | 1.04 | 1.06 |
| | | | | | 速动比率 | 0.90 | 0.86 | 0.88 | 0.89 |
| | | | | | 股利支付率 | 48.11% | 41.40% | 41.60% | 44.20% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.70 | 2.91 | 3.28 | 3.55 |
| | | | | | 每股净资产 | 19.13 | 20.93 | 24.19 | 27.62 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.36 | -0.08 | 2.96 | 2.86 |
| | | | | | 每股股利 | 1.30 | 1.20 | 1.37 | 1.57 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | | | | |
| EBITDA | 49600.54 | 55021.75 | 61951.53 | 66443.60 | | | | | |
| PE | 9.25 | 8.61 | 7.61 | 7.04 | | | | | |
| PB | 1.31 | 1.19 | 1.03 | 0.91 | | | | | |
| PS | 0.41 | 0.36 | 0.32 | 0.29 | | | | | |
| EV/EBITDA | 1.89 | 1.61 | 1.41 | 1.09 | | | | | |
| 股息率 | 5.20% | 4.81% | 5.47% | 6.27% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 沈怡蓉 | 机构销售 | 021-68415897 | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 赵晨阳 | 机构销售 | 021-68416922 | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 机构销售 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 罗聪 | 机构销售 | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |