

# 上汽集团 (600104)

证券研究报告

2017年03月29日

## 进军 7 座中大型 SUV 市场 国产化途昂价格“亲民”

### 事件概述

上汽大众在乌镇互联网国际会议中心正式宣布：首款中大型国产化 SUV 途昂上市，共有三种动力版本(2.0T 低功率版、2.0T 高功率版以及 2.5T 版本)，售价区间为 30.89-51.89 万元。

### 事件点评

上汽大众开拓 7 座中大型 SUV 蓝海市场，定价彰显强劲竞争力。继 1 月 17 日推出全新改款途观 L 后，上汽大众继续在新车型上高歌猛进，本次上市的产品途昂在高端豪华车市场极具竞争力，助力上汽巩固合资龙头地位。途昂的核心竞争优势在于：1) 为上汽大众开拓目前供不应求的 7 座中大型 SUV 蓝海市场，顺应二胎政策下驱动的家庭用车需求；2) 尺寸 (5039\*1989\*1773mm，轴距 2980mm) 超越细分领域内大部分车型，直逼奥迪 Q7，加速和刹车成绩在同级中非常出色，配置选择丰富；3) 定价夺人眼球，标配 (2.0T 自动挡两驱舒适版) 售价 30.89 万元，此版本动力及配置基本满足城市内需求，对标德系车型奥迪 Q7 价格优势明显 (Q7 标配版本 75.38 万元)，对标日系或美系车型中配版本价格几乎持平 (丰田汉兰达 2.0T 四驱豪华版 29.48 万元)，但品牌溢价明显。预计，途昂在 7 座 SUV 市场内抢夺其他合资品牌份额，在车市逐步回暖的 4 月销量值得看好。

自主继续快车道，合资产品周期即将到来。上汽自主 2016 全年销量 32 万辆，同比增长 89.2%，其中，荣威 RX5 贡献最大，产品能力全面提升蓄势待发，16 年 7 月上市后销量持续爬坡 (10、11、12 月分别为 2.0、2.1、2.5 万辆，17 年 1-2 月受春节影响环比下降至 2.0 和 1.1 万辆)，并被评选为 2016 年年度新车。“RX5+新品 i6、MG ZS”，预计 17 年上汽自主乘用车保持快速增长，为公司提供巨大业绩增量弹性。合资品牌产品周期不断，17 年陆续引来新品及换代：大众明星车型途观 L 于 17 年 1 月大换代 (1、2 月销量分别为 0.8 和 1.2 万辆，轻松上万)，配套本次新车途昂布局大众 SUV 全领域覆盖；斯柯达科迪亚克于 17 年 4/5 月面市；通用雪佛兰产品线新增 A 级 SUV 探界者，预计会在 17 月 4 月正式发布。

产能充足，后勤保障。上汽自主、上汽大众以及上汽通用各自都有扩产计划，应对公司持续增长的销售订单。其中，上汽自主更是采用柔性生产模式，火力集中于热销车型，解决 RX5 的产能供不应求问题。

### 投资建议

看好公司“自主+合资”双轮驱动：自主提供业绩高弹性，合资贡献稳定增长。公司作为高股息率优质蓝筹标的，预计 17、18 EPS 分别为 3.19、3.55 元，对应 PE 为 8X、7X。介于自主高成长性及合资稳定收益，给予 17 年 9 倍 PE，对应目标价 28.7 元，维持买入评级。

**风险提示：**乘用车市场下行风险；新车型销量不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	630,001.16	670,448.22	758,498.20	859,817.60	946,246.98
增长率(%)	11.35	6.42	13.13	13.36	10.05
EBITDA(百万元)	45,835.56	51,700.96	52,403.99	59,931.03	63,909.48
净利润(百万元)	27,973.44	29,793.79	32,054.01	37,229.79	41,424.01
增长率(%)	12.78	6.51	7.59	16.15	11.27
EPS(元/股)	2.39	2.55	2.91	3.19	3.55
市盈率(P/E)	10.30	9.67	8.48	7.74	6.95
市净率(P/B)	1.83	1.64	1.52	1.36	1.24
市销率(P/S)	0.46	0.43	0.36	0.33	0.30
EV/EBITDA	2.44	1.22	2.99	1.41	1.69

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	24.65 元
目标价格	28.7 元
上次目标价	28.7 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	11,683.46
流通 A 股股本(百万股)	11,025.57
A 股总市值(百万元)	287,997.32
流通 A 股市值(百万元)	271,780.22
每股净资产(元)	16.70
资产负债率(%)	58.14
一年内最高/最低(元)	26.55/19.15

### 作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《上汽集团-公司点评:上汽集团 (600104) 公司点评》 2017-02-19
- 《上汽集团-公司点评:16 年自主拐点提升业绩 17 年自主进入快车道+合资稳健增长》 2017-01-22
- 《上汽集团-公司点评:定增批文通过募投项目助自主品牌升级》 2016-12-05

图 1：上汽大众途昂外观



资料来源：百度图片、天风证券研究所

图 2：上汽大众途昂内饰



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图 3：上汽大众途昂 7 座展示



资料来源：车城、天风证券研究所

图 4：上汽大众途昂后备箱



资料来源：百度图片、天风证券研究所

表 1：上汽大众途昂各配置价格情况

	舒适版	豪华版	旗舰版	至尊旗舰版
330TSI(2.0T) 137 千瓦 320 牛·米	30.89 万元	33.89 万元	39.89 万元	-
380TSI(2.0T) 4MOTION 四驱 162 千瓦 350 牛·米	32.89 万元	36.89 万元	42.89 万元	-
530V6TSI(2.5T) 4MOTION 四驱 220 千瓦 500 牛·米	-	43.89 万元	48.89 万元	51.89 万元

资料来源：公司官网、天风证券研究所

表 2：上汽大众途昂及其主要 7 座 SUV 对标车型

品牌	途昂	奥迪 Q7	汉兰达	普拉多	锐界	XC90
派系	德系	德系	日系	日系	美系	欧系
厂商	上海大众	进口	广汽丰田	一汽丰田	长安福特	沃尔沃亚太
厂商指导价 (万元)	30.89-51.89	75.38-109.88	24.88-42.28	42.98-62.53	27.98-44.98	54.89-63.89
级别	中大型	中大型	中型	中大型	中型	中大型
车身结构	5 门 7 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV
尺寸 (mm)	5039*1989*177	5086*1968*171	4855*1925*172	4780*1885*184	4878*1925*173	4807*1936*178
	3	6	0	5/1890/1880	4/1770	4
轴距 (mm)	2980	3001	2790	2790	2850	2857
发动机	2.0T/2.5T	2.0T/3.0T	2.0T/3.5L	2.7L/3.5L	2.0T/2.7T	2.5T
变速箱	7 挡双离合	8 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体	5 挡手自一体
油耗 (L/100km)	7.5-10.1	8.5-9.2	8.2-10.4		9.1-10.6	11.8
最大输出功率(Kw/rpm)	137/4100-6000; 162/4500-6200; 220/6000	185/5000-6000; 245/5500-6500	162/4800-5600; 201/6200	120/5200; 206/6000	180-242/5500	154/5000
最大输出扭矩(Nm/rpm)	320/1500-4000; 350/1500-4400; 500/2750-3500	370/1600-4500; 440/2900-5300	350/1700-4000; 337/4700	246/3900; 365/4500	350/1750-4500; 475/2500-4500	320/1550-4500
最大马力 (Ps)	186/220/299	252/333	220/273	163/280	245/329	209
最高车速 (km/h)	200/210/225	233/250			192/209	210

资料来源：汽车之家、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	87,948.62	72,672.67	113,774.73	154,436.76	138,453.70
应收账款	23,426.07	34,413.27	23,875.94	43,421.15	32,716.05
预付账款	21,298.37	13,388.65	44,399.23	16,252.31	45,845.53
存货	38,765.89	37,243.44	44,361.34	50,206.21	51,247.94
其他	65,603.59	112,212.67	84,109.95	98,912.30	104,968.71
<b>流动资产合计</b>	<b>237,042.54</b>	<b>269,930.70</b>	<b>310,521.19</b>	<b>363,228.74</b>	<b>373,231.93</b>
长期股权投资	63,389.63	59,019.67	59,019.67	59,019.67	59,019.67
固定资产	31,709.01	38,690.59	43,715.65	48,640.87	52,783.39
在建工程	10,702.86	11,856.27	11,097.83	8,878.26	7,102.61
无形资产	6,486.24	8,365.22	9,670.56	11,308.36	13,245.11
其他	56,966.32	89,092.16	86,562.00	87,126.05	87,192.99
<b>非流动资产合计</b>	<b>169,254.06</b>	<b>207,023.90</b>	<b>210,065.71</b>	<b>214,973.22</b>	<b>219,343.77</b>
<b>资产总计</b>	<b>414,870.67</b>	<b>511,630.69</b>	<b>537,865.58</b>	<b>598,378.24</b>	<b>616,619.38</b>
短期借款	5,505.25	4,908.35	58,214.12	6,374.00	6,293.00
应付账款	98,857.54	137,681.41	98,853.84	176,084.74	131,813.55
其他	95,568.72	115,078.07	118,223.93	108,603.28	135,761.34
<b>流动负债合计</b>	<b>199,931.51</b>	<b>257,667.82</b>	<b>275,291.89</b>	<b>291,062.01</b>	<b>273,867.89</b>
长期借款	2,049.14	1,398.81	6,239.19	2,334.00	1,321.00
应付债券	2,700.49	8,208.11	4,914.19	5,274.26	6,132.19
其他	25,190.45	33,438.66	25,977.96	28,202.36	29,206.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>29,940.09</b>	<b>43,045.58</b>	<b>37,131.35</b>	<b>35,810.62</b>	<b>36,659.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>229,871.60</b>	<b>300,713.41</b>	<b>312,423.24</b>	<b>326,872.64</b>	<b>310,527.41</b>
少数股东权益	27,334.69	35,788.55	46,848.60	59,694.53	73,987.65
股本	11,025.57	11,025.57	11,025.57	11,683.46	11,683.46
资本公积	37,986.60	38,939.77	38,939.77	53,281.88	53,281.88
留存收益	135,908.44	152,065.67	167,568.17	200,127.61	220,420.86
其他	(27,256.22)	(26,902.27)	(38,939.77)	(53,281.88)	(53,281.88)
<b>股东权益合计</b>	<b>184,999.08</b>	<b>210,917.29</b>	<b>225,442.33</b>	<b>271,505.60</b>	<b>306,091.97</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>414,870.67</b>	<b>511,630.69</b>	<b>537,865.58</b>	<b>598,378.24</b>	<b>616,619.38</b>

  

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	38,250.77	40,073.97	32,054.01	37,229.79	41,424.01
折旧摊销	4,952.82	6,243.71	2,628.03	3,156.55	3,696.39
财务费用	641.30	764.22	2,787.85	2,343.11	(1,011.18)
投资损失	(27,834.67)	(29,663.13)	(27,651.41)	(27,651.41)	(27,651.41)
营运资金变动	7,803.77	13,383.49	(51,390.32)	59,413.82	(39,858.29)
其它	(530.18)	(4,809.68)	10,309.10	12,996.79	14,442.86
<b>经营活动现金流</b>	<b>23,283.81</b>	<b>25,992.57</b>	<b>(31,262.74)</b>	<b>87,488.64</b>	<b>(8,957.62)</b>
资本支出	10,815.10	3,728.57	15,660.70	5,275.60	6,996.03
长期投资	6,846.60	(4,369.96)	0.00	0.00	0.00
其他	(22,954.46)	(13,095.47)	32,502.21	9,603.42	6,599.80
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,292.76)</b>	<b>(13,736.86)</b>	<b>48,162.91</b>	<b>14,879.02</b>	<b>13,595.83</b>
债权融资	17,098.68	19,489.52	75,299.65	19,898.99	19,353.90
股权融资	6,532.76	2,940.03	(14,608.20)	12,924.64	1,322.33
其他	(43,816.75)	(44,786.41)	(36,489.57)	(94,529.26)	(41,297.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(20,185.31)</b>	<b>(22,356.87)</b>	<b>24,201.89</b>	<b>(61,705.63)</b>	<b>(20,621.26)</b>
汇率变动影响	2.03	15.76	7.39	8.39	10.51
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,192.23)</b>	<b>(10,085.40)</b>	<b>41,109.45</b>	<b>40,670.42</b>	<b>(15,972.54)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>630,001.16</b>	<b>670,448.22</b>	<b>758,498.20</b>	<b>859,817.60</b>	<b>946,246.98</b>
营业成本	549,236.03	585,832.88	660,954.74	746,431.39	817,449.60
营业税金及附加	3,757.21	5,598.40	5,156.00	6,050.73	6,997.53
营业费用	40,073.78	35,537.52	40,655.50	46,000.24	52,516.71
管理费用	19,308.71	24,275.28	25,409.69	28,803.89	33,591.77
财务费用	(164.60)	(231.19)	2,787.85	2,343.11	(1,011.18)
资产减值损失	4,400.24	2,848.17	3,454.15	3,567.52	3,289.95
公允价值变动收益	17.73	(285.52)	(750.95)	150.86	149.74
投资净收益	27,836.70	29,678.89	27,658.79	27,659.80	27,661.92
其他	(54,798.39)	(56,394.25)	#####	#####	#####
<b>营业利润</b>	<b>40,333.77</b>	<b>43,588.03</b>	<b>46,988.11</b>	<b>54,431.37</b>	<b>61,224.27</b>
营业外收入	3,329.08	3,666.66	4,021.00	4,523.00	5,067.00
营业外支出	974.06	1,445.02	1,800.00	2,200.00	2,600.00
<b>利润总额</b>	<b>42,688.80</b>	<b>45,809.68</b>	<b>49,209.11</b>	<b>56,754.37</b>	<b>63,691.27</b>
所得税	4,438.02	5,735.71	6,095.05	6,678.66	7,974.15
<b>净利润</b>	<b>38,250.77</b>	<b>40,073.97</b>	<b>43,114.06</b>	<b>50,075.71</b>	<b>55,717.13</b>
少数股东损益	10,277.33	10,280.18	11,060.05	12,845.93	14,293.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27,973.44</b>	<b>29,793.79</b>	<b>32,054.01</b>	<b>37,229.79</b>	<b>41,424.01</b>
每股收益（元）	2.39	2.55	2.91	3.19	3.55

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.35%	6.42%	13.13%	13.36%	10.05%
营业利润	0.38%	8.07%	7.80%	15.84%	12.48%
归属于母公司净利润	12.78%	6.51%	7.59%	16.15%	11.27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.82%	12.62%	12.86%	13.19%	13.61%
净利率	4.44%	4.44%	4.23%	4.33%	4.38%
ROE	17.74%	17.01%	17.95%	17.58%	17.85%
ROIC	100.26%	115.92%	1091.71%	78.61%	655.41%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.41%	58.78%	58.09%	54.63%	50.36%
净负债率	56.93%	59.18%	92.51%	45.43%	49.83%
流动比率	1.19	1.05	1.13	1.25	1.36
速动比率	0.99	0.90	0.97	1.08	1.18
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	27.90	23.18	26.03	25.55	24.86
存货周转率	18.08	17.64	18.59	18.18	18.65
总资产周转率	1.60	1.45	1.45	1.51	1.56
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	2.39	2.55	2.91	3.19	3.55
每股经营现金流	1.99	2.22	-2.68	7.49	-0.77
每股净资产	13.49	14.99	16.20	18.13	19.87
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.30	9.67	8.48	7.74	6.95
市净率	1.83	1.64	1.52	1.36	1.24
EV/EBITDA	2.44	1.22	2.99	1.41	1.69
EV/EBIT	2.72	1.37	3.15	1.48	1.79

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com