

证券研究报告—深度报告

汽车汽配

汽车零部件 II

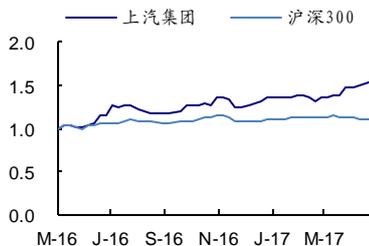
上汽集团(600104)
买入

合理估值: 35.70 元 昨收盘: 28.79 元

(维持评级)

2017年05月24日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	11,683/11,026
总市值/流通(百万元)	336,367/317,426
上证综指/深圳成指	3,076/9,900
12个月最高/最低(元)	28.96/18.38

相关研究报告:

《上汽集团-600104-进攻性进一步增强》——2014-08-14
 《上海汽车-600104-合资品牌推动公司稳健增长》——2011-08-28
 《上海汽车-600104-资产重组短期增厚有限,未来发展空间广阔》——2011-04-06

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

SUV 新车加速推出, 自主、合资均发力

● 龙头优势显现, 自主、合资 SUV 齐发力

核心观点: 上汽集团作为自主龙头企业, 随着汽车产业逐步成熟, 行业龙头的规模优势开始显现, 集中度有望进一步提升; 上汽集团的主要利润来自于与大众、通用的合资, 而中国作为两家大众、通用的重要市场, 将在新车投入上持续发力, 盈利能力有望进一步改善; SUV 仍然是增速较快的领域, 上汽自主和合资推出多款 SUV 新车, 产销增速有较好的保障。从耦合销量与利润结构分析, 后期利润增长途径为: 大众的单车利润高, 提升销量; 通用和通用五菱销量大, 提升单车利润; 自主规模小, 提升销量发挥规模优势。

● 上汽大众: 新车推出, 销量有望稳健增长

上汽大众利润占比大, 单车利润高; 新品周期密集、结构优异, 推出多款 SUV (科迪亚克、途观 L、途昂) 直击高弹性市场板块。中国作为大众的重要市场, 新车导入有望迎来稳健增长期。

● 上汽通用: 凯迪拉克国产, 产品盈利能力改善

上汽通用销量高, 但单车盈利薄弱, 随着公司子品牌销量重心逐步由中低端雪佛兰转移至高端凯迪拉克 (XT5、CT6 等), 高端产品占比提升, 单车盈利改善, 有望进入量利双升通道。

● 其他领域: 自主规模提升, 通用五菱商转乘战略

上汽自主爆款车型 RX5 得到市场验证, 有望复制长城哈弗提升路径, 后期荣威产品系受益品牌口碑提升更易导入市场, 利润扭亏确定性较高; 上通五菱受到交叉乘用车市场萎靡拖累, 商乘并举重心逐步向小型、紧凑型乘用车过渡, 同时叠加乘用车宝骏子品牌升级驱动价格中枢提升, 盈利能力提升。

● 风险提示

整车销量低于预期, 新车投放加大竞争激烈, 公司新品市场认可度低于预期。

● 投资建议

龙头优势明显, 合资 SUV 全新车型投入加大, 我们预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 3.25/3.47/3.86 元, 目前股价对应 PE 分别为 8.41/7.47/7.07 倍, 给予合理估值 35.70 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	661,374	746,237	847,622	922,592	1,018,101
(+/-%)	6.4%	12.8%	12.1%	8.8%	10.4%
净利润(百万元)	29,794	32,009	35,780.42	38,212.94	42,537.76
(+/-%)	6.5%	7.4%	11.8%	6.8%	11.3%
摊薄每股收益(元)	2.55	2.74	3.25	3.47	3.86
EBIT Margin	6.9%	6.7%	2.6%	2.9%	3.2%
净资产收益率(ROE)	17.0%	16.7%	17.9%	18.3%	19.5%
市盈率(PE)	11.3	10.5	8.4	7.9	7.1
EV/EBITDA	12.3	11.9	24.0	21.5	19.8
市净率(PB)	1.9	1.8	1.50	1.44	1.38

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

上汽集团作为自主龙头企业，随着汽车产业逐步成熟，集中度有望进一步提升，行业龙头的规模优势开始显现；上汽集团的主要利润来自于与大众、通用的合资，而中国作为两家大众、通用的核心市场，将在新车投入上持续发力，盈利能力有望进一步改善；SUV 仍然是增速较快的领域，上汽自主和合资推出多款 SUV 新车，产销增速有较好的保障。从销量和利润结构来看，后期利润增长途径包括：大众的单车利润高，提升销量；通用和通用五菱销量大，提升单车利润；自主规模小，提升销量发挥规模优势。

核心假设或逻辑

- 1.上汽大众新品周期密集且结构优异，2016-2017 落地车型能够持续兑现销量。大中型 SUV 市场是高增长核心板块，主要车型科迪亚克、途观 L 以及途昂均定位大中型 SUV 板块，分别在自主上扬中端 SUV、合资中高端 SUV 以及豪车价格下探区间正面角逐，产品竞争力充足，能够成为上汽大众的销量引擎；
- 2.上汽通用盈利较弱主要受到大占比中低端雪佛兰子品牌拖累。凯迪拉克中国市场自 2013 年起受到美国通用逐步重视，后期新车型密集上市，高价格区间填平盈利低地，子品牌重心转移带动量价齐升。
- 3.上汽通用五菱长期驻守低价格区间交叉乘用车领域过度重量轻利，交叉乘用车市场萎靡，子品牌重心逐步由商用车五菱转移至小型、紧凑型乘用车宝骏，同时宝骏品牌升级驱动价格区间提升，2016 年营收转化盈利能力提升，转型阵痛期将过，后期盈利能力有望提升。
- 4.上汽乘用车前期销量低迷主要由于缺乏爆款车型培育市场口碑，荣威 RX5 成为 B 级爆款车型已经得到验证，复刻长城、江淮等自主品牌销量提升路径，上汽乘用车品牌度提升，后期荣威 RX 系列能够顺利导入市场，销量提升促进亏损收窄，后期扭亏为盈确定性较高。

与市场预期的差异之处

- 1.我们认为随着行业高增长逐步结束，进入成熟市场，产能过剩开始显现，分化加大，龙头和优质企业的规模优势和竞争力逐步显现，议价能力提升。
- 2.我们从中国市场对于大众、通用的全球战略意义出发，从汽车集团全球布局的视角，做出大众、通用在国内的新车型推出加快的预判，中长期看好上汽集团的发展。
- 3.我们将上汽集团的利润结构进行拆分，提出关注上海大众的销量、上海通用和上汽通用五菱的产品结构（单车盈利）、上汽自主的销量规模（爆款车型放量以及后续车型导入市场效果）等视角，突出研究重点。

股价变化的催化因素

我们认为如果公司产品的销量大幅提升或者新车型导入加快，尤其是盈利能力比较强的高端车型的销量大幅增长，将显著提升公司的盈利能力，业绩或有望实现超预期增长，进而带动公司估值水平的大幅提升。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，如果中国宏观经济增长大幅趋缓，将导致市场需求不振，直接导致公司销量不达预期，或引发市场价格战，导致盈利能力下降；
- 第二，新车型的市场反馈较弱，导致销量不及预期。

内容目录

公司概况	6
整车龙头，市占率 22.6%.....	6
整车产业链齐全，业务多点开花.....	7
营收利润增速企稳，盈利仍有提升空间.....	9
安全边际	10
整车龙头历史增速跑赢行业，低占比 SUV 板块增长空间充足.....	10
全球大众与通用营收疲软，剑指核心中国市场诉求强烈.....	11
高分红高股息高股利.....	13
增长弹性	14
核心影响因素的甄别.....	14
上汽大众：三驾“马车”充当销量引擎，高竞争力 SUV 直击高弹性市场.....	15
上汽通用：凯迪拉克驱动上汽通用进入量利双升通道.....	21
上汽通用五菱：商转乘市场重心转移，阵痛期将过盈利提升.....	23
上汽乘用车：自主爆款培育市场正当时，品牌度提升后期产品系受益.....	26
150 亿募投前瞻布局新四化，高层认购股权激励同行显决心.....	30
盈利预测	31
风险提示	33
附表：财务预测与估值	34
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 上汽集团历史沿革	6
图 2: 上汽集团股权结构.....	7
图 3: 上汽业务模块拆分	7
图 4: 上汽集团历年业务营收占比	7
图 5: 上汽集团历年业务模块毛利水平	7
图 6: 上汽集团各车型销量占比	8
图 7: 上汽集团新能源汽车销量占比 (2016 年)	8
图 8: 上汽集团新能源汽车业务概况	8
图 9: 上汽集团各子公司销量结构	9
图 10: 上汽集团各子公司销量增速	9
图 11: 上汽集团历年营收及同比增速 (单位: 亿元)	10
图 12: 上汽集团历年归母净利及同比增速 (单位: 亿元)	10
图 13: 上汽集团与我国汽车销量增速对比	10
图 14: 上汽集团与全国汽车销量结构对比	11
图 15: 上汽集团市场份额与行业集中度	11
图 16: 上汽集团市场份额与行业集中度变化幅度	11
图 17: 上汽大众销量与德国大众全球销量占比	12
图 18: 上汽通用销量与美国全球销量占比	12
图 19: 德国大众营业收入及同比增速	12
图 20: 美国通用营业收入及同比增速	12
图 21: 美国通用全球地区市场销量情况	13
图 22: 美国通用全球地区市场销量增速	13
图 23: 德国大众全球地区市场销量及同比增速情况	13
图 24: 上汽集团 A 股对标企业分红率	14
图 25: 上汽集团历史分红水平	14
图 26: 上汽集团 A 股对标企业股息水平	14
图 27: 上汽集团历史股息水平与一年期定期存款利率比较	14
图 28: 上汽集团子公司销量占比	15
图 29: 上汽集团子公司归母利润占比	15
图 30: 上汽大众主打 SUV 途观销量情况	16
图 31: 上汽大众主打 SUV 野帝销量情况	16
图 32: 我国汽车销量增速与 SUV 销量增速比较	16
图 33: 我国 SUV 市场渗透率	16
图 34: 各级别 SUV 销量情况 (月度)	17
图 35: 各级别 SUV 销量占比 (年度)	17
图 36: 上汽大众历年改款和新增车型数量	18
图 37: 途昂及其主要竞品车型	19
图 38: 途观 L 及其主要竞品车型	20
图 39: 科迪亚克及其主要竞品车型	21
图 40: 上汽通用子品牌销量及销量占比情况	22

图 41: 别克子品牌细分车型销量 (单位: 万辆)	22
图 42: 凯迪拉克子品牌细分车型销量 (单位: 万辆)	22
图 43: 雪佛兰子品牌细分车型销量 (单位: 万辆)	22
图 44: 上汽通用三大子品牌主要车型价格区间	22
图 45: 我国交叉型乘用车历史销量及同比增速	24
图 46: 我国交叉型乘用车相对乘用车销量占比	24
图 47: 上汽通用五菱年度销量及同比增速 (单位: 万辆)	24
图 48: 上汽通用五菱主要车型销量 (单位: 万辆)	24
图 49: 上汽通用五菱年度销量及同比增速 (单位: 万辆)	25
图 50: 上汽通用五菱主要车型销量 (单位: 万辆)	25
图 51: 上汽通用五菱历年新增及改款车型数量	25
图 52: 上汽通用五菱近三年营业收入及同比增速	26
图 53: 上汽通用五菱近三年归母净利润率及同比增速	26
图 54: 上汽通用五菱历年改款及新增车型	26
图 55: 上汽通用五菱历年改款及新增车型价格区间	26
图 56: 荣威 RX5	27
图 57: 上市以来荣威月度销量	27
图 58: 自主爆款车型对于整车企业销量影响分析	28
图 59: 上汽乘用车细分车型销量情况	28
图 60: 上汽乘用车细分车型销量情况	29
图 61: 150 亿募投项目资金占比	30
表 1: 上汽大众联营或控股公司	9
表 2: 上汽集团市场份额与行业集中度变化幅度	11
表 3: 上汽集团子公司核心影响因素甄别及后期追踪指标 (2016 年度数据)	15
表 4: 主流厂商布局 SUV 型号	17
表 5: 上汽大众历年新增及改款车型	18
表 6: 科迪亚克与竞品车型	19
表 7: 途昂及其主要竞品车型性能参数对标	20
表 8: 途观 L 及其主要竞品车型性能参数对标	20
表 9: 科迪亚克及其主要竞品车型性能参数对标	21
表 10: 美国通用对于上汽通用中国市场规划	23
表 11: 凯迪拉克历年新增及改款车型	23
表 12: 历年凯迪拉克在售车型及价格区间	23
表 13: 上汽乘用车历年新增及改款车型	29
表 14: 150 亿定增募投项目明细	30
表 15: 主要整车企业 (乘用车) 可比上市公司相对估值比较	31
表 16: 业务拆分营收预测	32
表 17: 上汽集团销量预测 (单位: 万辆)	32
表 18: 上汽大众销量及营收预测	32
表 19: 上汽通用销量及营收预测	32
表 20: 上汽通用五菱销量及营收预测	33

公司概况

整车龙头，市占率 22.6%

上汽集团是国内销量最大的汽车集团，2016年销量 648.9 万辆，同比增长 9.95%，占国内汽车销量的 22.6%，行业龙头地位突出。2016 年公司实现营业总收入 7564.16 亿元，同比增长 12.82%；实现归属于上市公司股东的净利润 320.09 亿元，同比增长 7.43%。

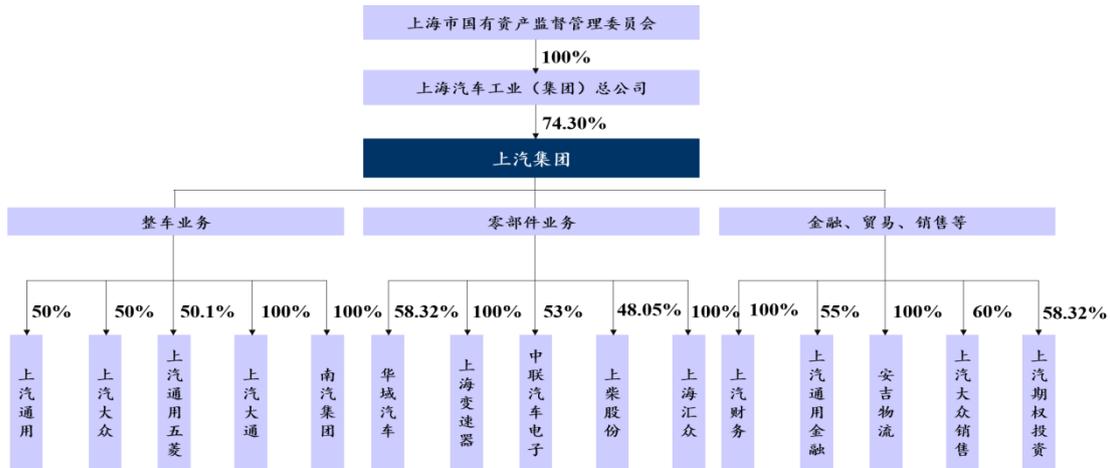
公司于 1997 年 8 月由上海汽车工业（集团）总公司独家发起成立，2005 年完成股权分置改革，2011 年上海汽车工业集团与上海汽车工业有限公司向上汽集团注入资产整合汽车与零部件业务实现整体上市，2016 年公司实施 150 亿非公开定增主要募投自主品牌与汽车“新四化”领域。公司主要控股股东为上海汽车工业（集团）总公司，持股比例为 74.30%。

图 1：上汽集团历史沿革



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 上汽集团股权结构 (截止 2016 年 12 月 31 日)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

整车产业链齐全, 业务多点开花

公司主营业务包括整车、零部件、汽车物流及贸易服务以及汽车金融四大板块。整车业务商乘并举, 同时积极拓展纯电动、插电混动以及燃料电池等新能源汽车。零部件业务主要包含传统整车零部件的动力驱动系统、底盘系统、内外饰系统以及电池、电驱、电力电子等新能源核心零部件和智能产品系统。

公司整车业务营收占比较高, 2016 年营收占比高达 74.6%, 近几年持续略微下滑; 零部件业务营收占比稳步提升, 2016 年营收占比为 19.1%; 汽车金融等小体量, 高毛利水平业务逐步提升。近几年整车业务毛利水平在 12-15% 区间略有下滑, 主要由于整车市场竞争加剧导致; 零部件业务毛利水平较为稳定, 维持在 20% 左右; 汽车金融等毛利水平远高于其余业务, 在 70% 以上区间且逐步提升。

图 3: 上汽业务模块拆分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 上汽集团历年业务营收占比

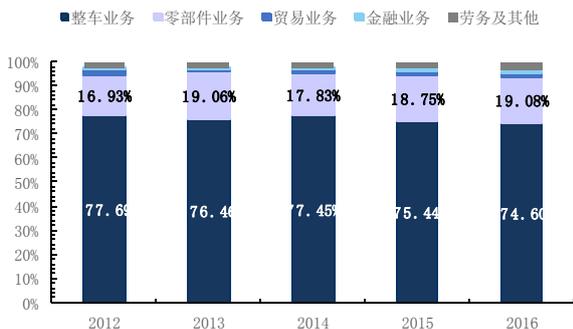
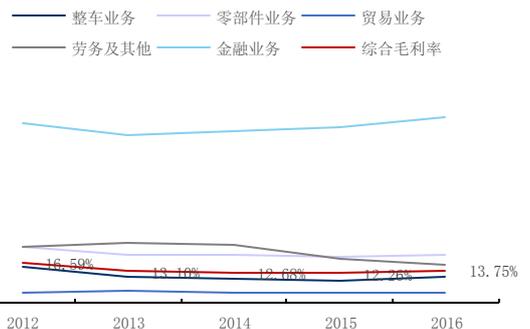


图 5: 上汽集团历年业务模块毛利水平

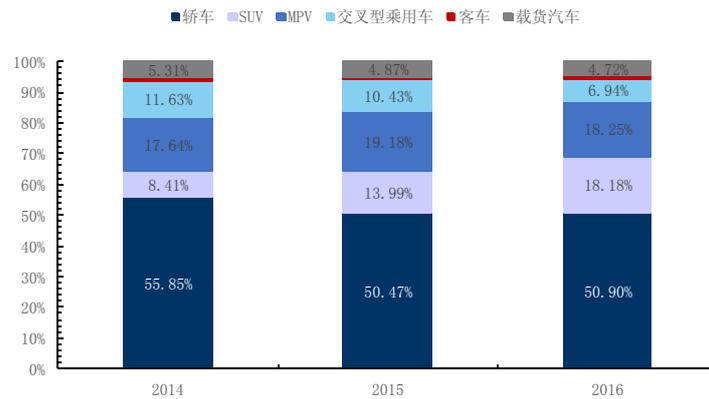


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

车型结构：轿车为主占比过半，SUV持续高增长占比提升；上汽集团轿车销量占比过半，2016年上汽集团轿车销量占比为50.90%，SUV销量占比为18.18%，MPV为18.25%。2014至2016年区间，公司轿车业务占比下滑4.95pp，交叉型乘用车销量占比下滑4.69pp，SUV业务持续放量，增长9.77pp。公司车型结构调整主要受到整车市场结构调整影响，交叉型乘用车市场逐步萎靡，同时乘用车市场SUV是结构性高增长板块。

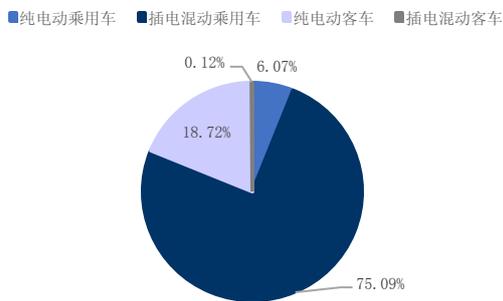
图 6：上汽集团各车型销量占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新能源汽车业务：多点布局，基数低、增速快；2016年公司新能源整车销量为2.47万辆，同比增长89.74%。公司新能源汽车销量占公司总销量仅0.38%，但随着公司2017-2018年多款纯电以及插电新车型上市，销量有望大幅增长。公司新能源汽车乘用车主要由上汽乘用车的荣威子品牌承载，商用车主要由大通与申沃客车承载，车型涉及插电混动轿车、插电混动SUV、插电混动客车、纯电动轿车、纯电动客车、纯电动MPV以及燃料电池轿车（尚未量产）等类型，目前插电混动乘用车销量在公司新能源汽车中占比最高达到75.09%，主打车型为荣威550。

图 7：上汽集团新能源汽车销量占比（2016年）



资料来源：2016年度报告、国信证券经济研究所整理

图 8：上汽集团新能源汽车业务概况

上汽集团新能源汽车业务销量		2014销量	2015销量	2016销量	16销量增速
荣威E50	纯电动	168	412	1496	263.11%
荣威550	插电混动	2735	10711	15145	41.40%
荣威RX5	插电混动	0	0	在产	-
荣威950	插电混动	0	0	3377	-
申沃客车	纯电动	0	641	1059	65.21%
申沃客车	插电混动	0	162	30	-81.48%
大通G10	纯电动MPV	0	60	0	-
大通V80	纯电动客车	0	1014	3559	250.99%
新能源汽车销量合计		2903	13000	24666	89.74%

资料来源：2014-2016年度报告、国信证券经济研究所整理

公司整车业务联营企业主要包括上汽大众，上汽通用，全资或控股子公司主要包括上汽乘用车、上汽通用五菱、上汽大通、上海申沃客车、上汽依维柯红岩、南京汽车等。其中自主品牌包括上汽乘用车与上汽大通。零部件方面控股华域

汽车、上海变速器等企业。

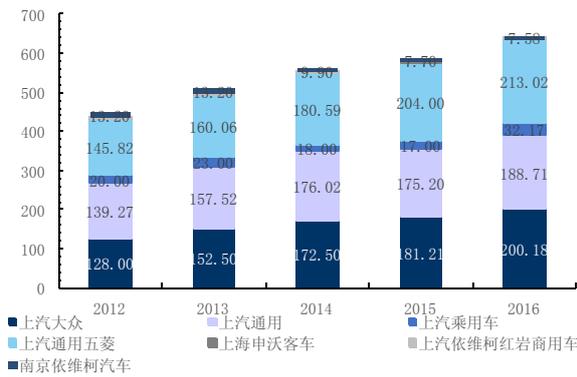
表 1: 上汽大众联营或控股公司

联营或控股公司	持股比例	自主/合资	业务类型
上汽大众	50%	合资	整车-乘用车
上汽通用	50%	合资	整车-乘用车
上汽通用五菱	50.1%	合资	整车-乘用车
上汽乘用车	-	自主	整车-乘用车
上汽大通	100%	自主	整车-商用车/乘用车
上海申沃客车	80.50%	自主	整车-商用车
上汽依维柯红岩	53.92%	合资	整车-商用车
南京依维柯汽车	100%	合资	整车-商用车
华域汽车系统股份有限公司	58.32%	控股子公司	零部件-总成系统
上海汽车变速器有限公司	100%	控股子公司	零部件-变速器

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

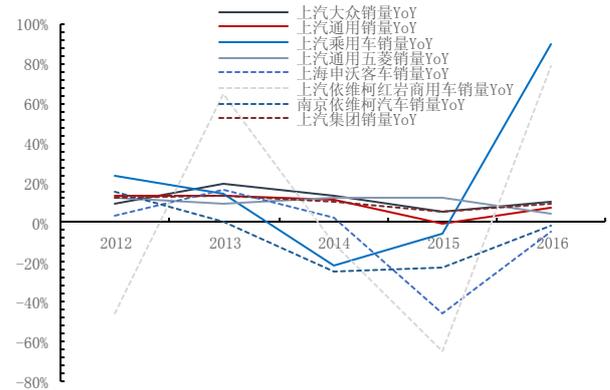
销量结构，大众通用上通五菱三均分；销量结构层面，上汽集团销量主要由上汽大众、上汽通用以及上汽通用五菱贡献，2016 年上汽大众、上汽通用与上汽通用五菱销量占比分别为 31%、29%以及 33%。2016 年上汽大众、上汽通用以及上汽通用五菱增速平稳，分别实现 10.46%、7.71%以及 4.42%的增长，上汽乘用车销量从 2015 年实现增速反转，2016 年实现高速增长，同比增速高达 78.15%，主要受益于荣威以及名爵 2016 年新车型落地兑现销量。

图 9: 上汽集团各子公司销量结构



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 上汽集团各子公司销量增速



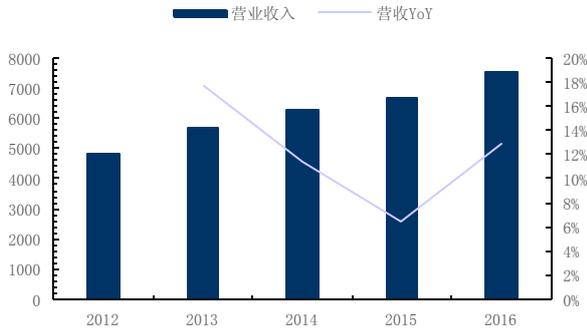
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

营收利润增速企稳，盈利仍有提升空间

2016 年，公司整体营业收入实现 7564.16 亿元，同比增长 12.82%，归母净利润实现 320.09 亿元，同比增长 7.43%。营收及净利润增速相较 2015 年均有所提升，主要受益于整车市场增速由去年的 4.57%回暖至 2016 年的 13.74%所影响。2017 年第一季度实现营业收入 1962.8 亿元，同比增长 6.01%，实现归母净利润 82.6 亿元，同比增长 4.11%。

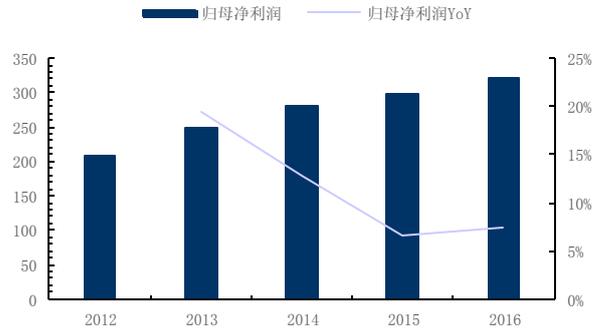
公司现阶段 SUV 板块销量占比低于市场均值，自主品牌仍在培育尚未上量，合资品牌部分单车利润提升弹性较大，后期营收盈利仍有较大提升空间。

图 11: 上汽集团历年营收及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 上汽集团历年归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

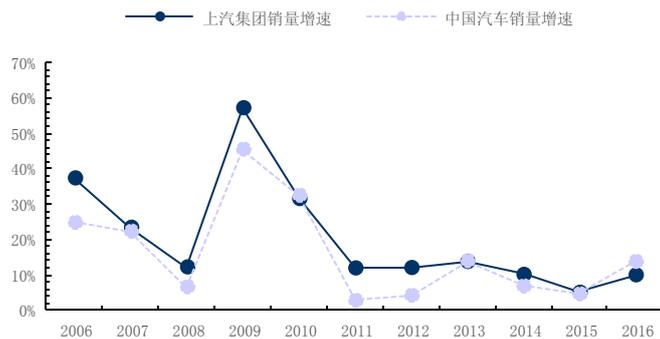
安全边际

公司作为整车龙头大蓝筹，在行业竞争加剧态势下护城河效应显著：历年增速持续高于行业均值，而低于行业均值的 SUV 高增长板块有望随自主合资多款爆款 SUV 产品落地贡献充足营收弹性；大众、通用全球市场增速持续疲软，中国市场目前成为其最为核心的市场板块，新车型持续导入维稳销量诉求强烈；此外，公司高分红属性突出，近三年分红水平均在 50% 以上。

整车龙头历史增速跑赢行业，低占比 SUV 板块增长空间充足

我们发现，上汽集团整车销量增速趋势基本同步国内汽车销量增速，历史数据略高于行业水平（历年平均每年高出 4.25pct）。2016 年上汽集团整车销量增速为 9.95%，略微低于国内汽车销量增速 13.65%，主要由于上汽销量结构中 SUV 板块占比低于全国 SUV 销量结构占比。

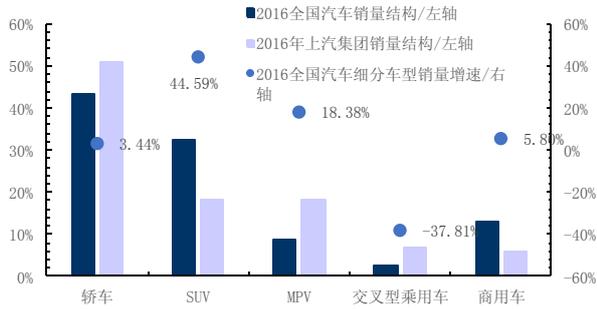
图 13: 上汽集团与我国汽车销量增速对比



资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

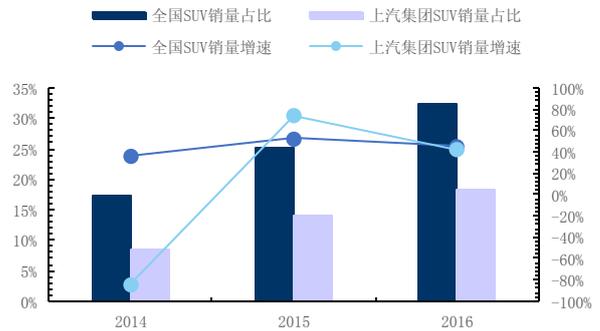
2016 年上汽集团 SUV 销量增速（42.81%）基本持平全国 SUV 的销量增速（44.59%），但上汽集团 SUV 销量结构占比（18.18%）远低于全国汽车 SUV 销量结构占比（32.28%）。2014-2016 年区间上汽集团 SUV 销量占比持续低于国内水平，增速 2015 年起到达国内水平。我们认为，后续 SUV 市场仍将是增长弹性较好的板块，而目前上汽集团较低的 SUV 销量占比有望随着自主（RX5、RX7、RX8）与合资（新途观、途昂、科迪亚克、探界者）爆款 SUV 产品的上市贡献增速弹性，上汽集团 2017 年整体增速赶超全国汽车销量增速水平确定性较高。

图 14: 上汽集团与全国汽车销量结构对比



资料来源: 公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

图 15: 上汽集团市场份额与行业集中度



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

上汽集团整车销售市场份额（按集团分）稳居行业第一，2016年整车销售市场份额为 23.09%，短期看相较于 2015 年的 23.84% 有所下降，主要由于下游整车行业竞争加剧导致。长期看国内整车销售市场行业集中度 CR10 与 CR5 基本维持稳定，CR10 维持在 87.00%-89.72% 区间，CR5 维持在 70%-74% 区间。

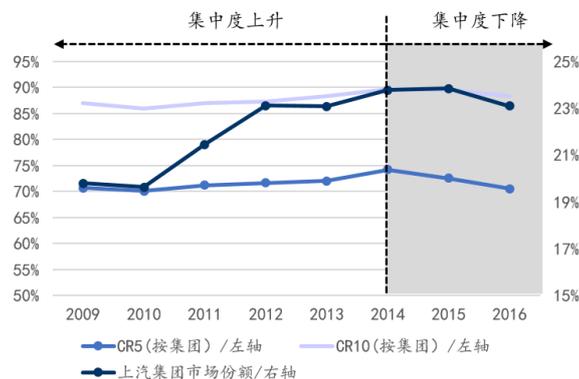
基于历史数据，我们大致将 2009-2016 年划分为行业集中度上升期与集中度下降区，其中 2014 年作为行业集中度分化临界点。上汽集团作为整车龙头企业，在行业集中度提升阶段能够实现市场份额的稳步扩张，在行业集中度下滑阶段龙头市场份额缩水幅度则较小，因此在整车市场竞争加剧的情况下上汽集团的销售端具有相对较好的安全边际。

表 2: 上汽集团市场份额与行业集中度变化幅度

行业集中度	2009-2014	2014-2016
CR10	+2.72%	-1.38%
CR5	+3.52%	-3.67%
CR1 (上汽集团市场份额)	+3.98%	-0.68%

资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图 16: 上汽集团市场份额与行业集中度变化幅度



资料来源: 中汽协、公司公告、国信证券经济研究所整理

全球大众与通用营收疲软，剑指核心中国市场诉求强烈

上汽大众和上汽通用分别属于上汽集团和德国大众以及美国通用的合资联营企业，上汽大众和上汽通用销量相对上汽集团累计销量占比为 59.93%，利润累计占比为 66.59%。我们认为，上汽集团与德国大众和美国通用均属于 50%: 50%

平等控股，但由于上汽大众和上汽通用在车型、品牌、技术等多方面更大程度依赖德国大众和美国通用，因此德国大众和美国通用对于联营子公司的经营决策、业绩表现影响甚大。

上汽大众和上汽通用是上汽集团营收和利润的核心支撑，我们认为，中国市场是德国大众与美国通用在全球最重要的市场子板块，在德国大众与美国通用营收端持续低迷的情况下，德国大众与美国通用依靠中国市场持续导入新车型及改款车维系销量诉求强烈，中国市场的稳健增长持续性较为确定。

选取 2010-2016 年区间，上汽大众相对德国大众全球销量占比以及上汽通用相对美国通用全球销量占比均逐年稳步提升，2016 年中国市场占德国大众全球市场 19.40%（不含进口），中国市场占美国通用全球市场 40.20%（不含进口），后续提升趋势显著，中国市场是德国大众以及美国通用最为重要的全球区域市场板块。

图 17: 上汽大众销量与德国大众全球销量占比



资料来源：上汽集团年度责任报告、国信证券经济研究所整理

图 18: 上汽通用销量与美国全球销量占比



资料来源：上汽集团年度责任报告、国信证券经济研究所整理

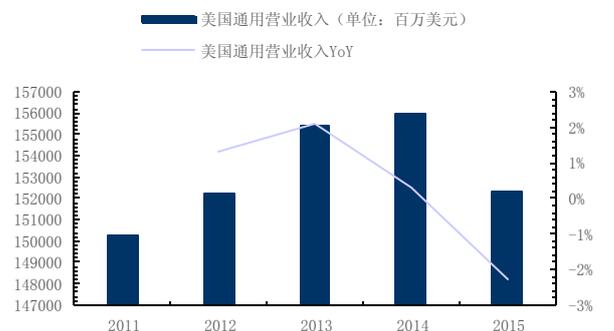
德国大众 2016 年实现营收 217267 百万英镑，同比增长 1.86%，2012-2016 年年均复合增速为 3.05%；美国通用汽车 2015 年实现营业收入 152356 百万美元，同比下降 2.29%，2012-2015 年年均复合增速为 0.34%，目前德国大众与美国通用进入明显的增速疲软阶段。

图 19: 德国大众营业收入及同比增速



资料来源：德国大众 2012-2016 年年报、国信证券经济研究所整理

图 20: 美国通用营业收入及同比增速

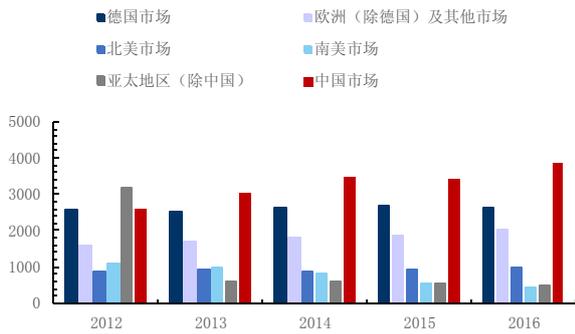


资料来源：美国通用 2011-2015 年年报、国信证券经济研究所整理

进一步观测美国通用全球市场板块表现，中国市场从 2014 年开始成为最大销量市场，且历史销量增速持续高于其余板块，2015 年销量下滑主要受到中国整车市场寒冬（4.57%增速）拖累，但整体增速表现仅略微低于北美市场。

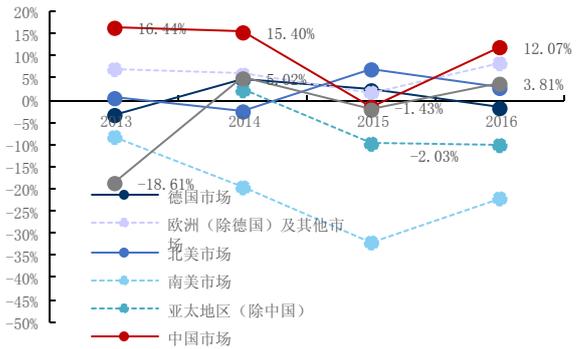
中国市场从 2013 年开始成为德国大众全球最大的销量市场，历史增速水平持续高于其余市场板块。在 2015 年德国大众“尾气门”事件后显得尤为重要。我们认为“尾气门”事件对中国市场的影响低于预期，同时也低于其余全球市场子板块，主要由于“尾气门”事件涉及车型在国内大众整体销量占比小于 1%，对于品牌冲击力度小，且大众供给侧充足，国内消费者环保意识相对薄弱。此外，“尾气门”事件后德国大众对全球市场的品牌修复仍需一段较长的时间，中国市场体量大，消费者环保意识相对单薄，尾气门事件影响较小，因此成为德国大众至关重要，需要持续维稳的核心市场板块。

图 21: 美国通用全球地区市场销量情况



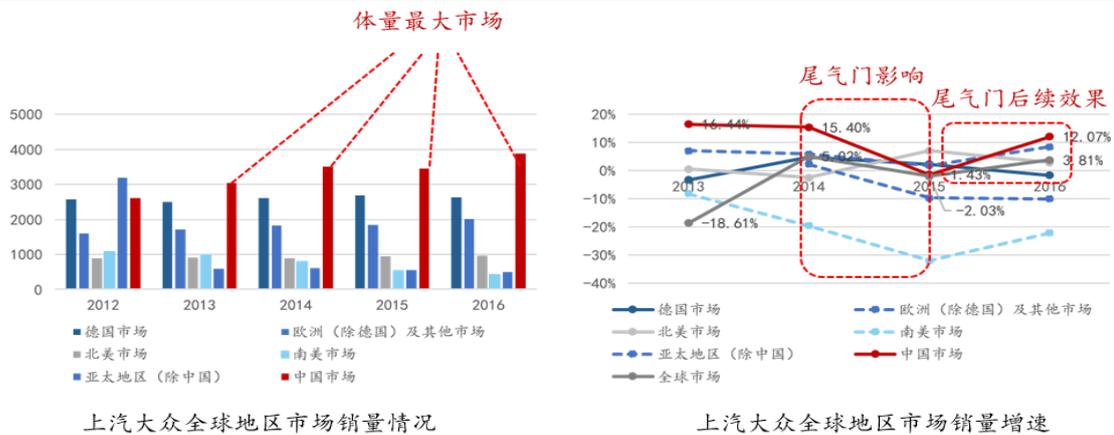
资料来源: 德国大众 2012-2016 年年报、国信证券经济研究所整理

图 22: 美国通用全球地区市场销量增速



资料来源: 德国大众 2012-2016 年年报、国信证券经济研究所整理

图 23: 德国大众全球地区市场销量及同比增速情况

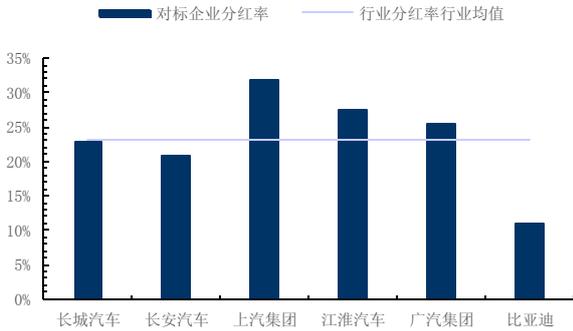


资料来源: 美国通用 2012-2016 年年报、国信证券经济研究所整理

高分红高股息

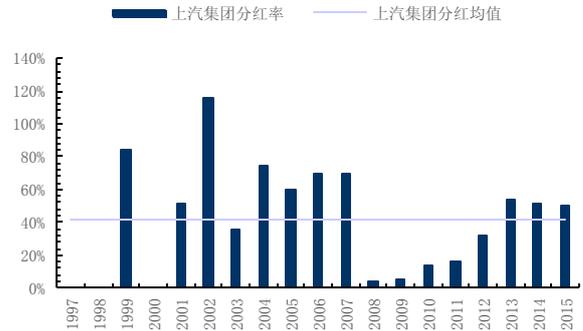
分红层面，由于部分企业某些年度并没有进行现金分红，因此选择企业上市以来累计现金分红总额相对累计归母净利润的占比获得上市以来分红率均值。上汽集团上市以来累计分红率均值为 31.91%，远高于行业均值的 23.23%，2013-2015 年分红率分别为 53.34%、51.24%以及 50.33%，公司现金流充裕，高分红趋势较为稳定。

图 24: 上汽集团 A 股对标企业分红率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

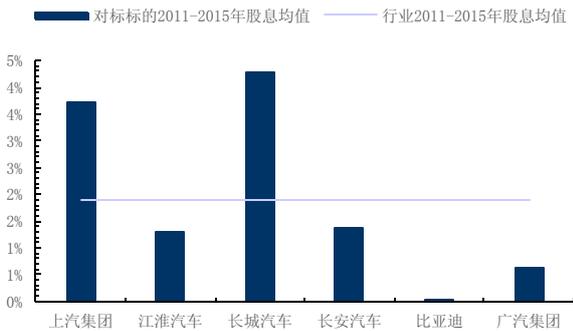
图 25: 上汽集团历史分红水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

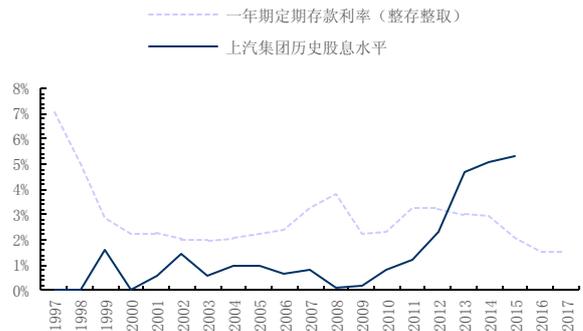
股息层面, 公司股息水平持续走高, 自 2008 年开始逐年稳步提升, 2013 年超越一年期定期存款利率水平, 2013-2015 年股息率分别为 4.68%、5.07% 以及 5.31%, 远超国内主流银行 5 年期定期存款利率水平。

图 26: 上汽集团 A 股对标企业股息水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 上汽集团历史股息水平与一年期定期存款利率比较



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

增长弹性

基于上汽集团子公司销量与利润占比分化, 我们指出影响公司利润增长的核心关注点是上汽大众的销量、上汽通用和上汽通用五菱的单车利润以及上汽乘用车获得规模效应带来的降本减亏。上汽大众新品周期密集且结构优异, 大中型 SUV18 万以上主流价格区间全覆盖; 上汽通用子品牌结构调整, 凯迪拉克逐步放量带动进入量利双升通道; 上汽通用五菱经历商转乘以及宝骏品牌升级盈利提升; 上汽乘用车受益 RX 爆款车型培育品牌, 后期产品系导入市场值得期待, 规模提升有望降本减亏甚至扭亏为盈。

核心影响因素的甄别

上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱销售端占比相近, 利润端占比分化, 我们认为影响公司利润增长的核心关注点是上汽大众的销量、上汽通用和上汽通用五菱的单车利润, 以及上汽乘用车由规模效应带来的降本减亏甚至盈利。

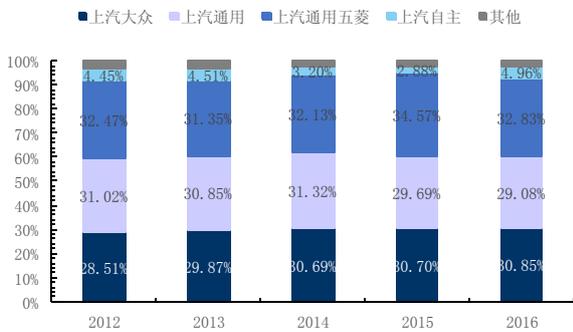
合资品牌是上汽集团业绩的主要支撑。子公司销量是最为直观, 同时也是后续可按月度销量数据密集追踪的可观测变量, 因此我们选择子公司相对上汽集团的销量结构占比衡量子公司销售端弹性, 选择归母净利润占比衡量子公司利润

弹性，上汽自主归母净利按母公司报表净利润减去投资收益获得。

销售端层面，上汽大众、上汽通用与上汽通用五菱基本占据 90%以上销量份额且长期较为稳定，与利润端占比进行耦合分析，在三个子公司销售端占比接近的情况下，公司主要利润贡献源于上汽大众，2016 年占比到达 40.12%，而上汽通用和上汽通用五菱利润占比仅为 26.47%和 8.14%，现阶段子公司上汽通用，尤其是上汽通用五菱的盈利能力较弱。上汽自主销量占比逐年稳步提升，2016 年达到 4.96%，利润亏损趋势收窄明显。

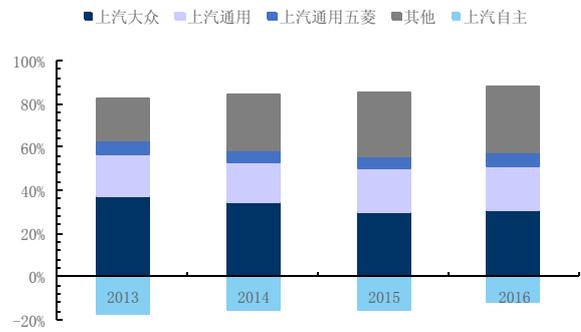
我们认为，基于子公司角度对上汽集团利润指标进行观测，上汽大众销量和盈利能力稳定，上汽通用与上汽通用五菱盈利能力提升、上汽自主爆款车型导入带动销量规模提升与亏损收窄是后期影响公司利润的核心影响因素。而对于整车企业，对于销量预测的先导观测指标主要是产品投放周期是否密集，新产品是否存在爆款车型，对于盈利能力的先导观测指标一般是售价区间，一般较高的售价区间具备较丰厚的单车利润。

图 28: 上汽集团子公司销量占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29: 上汽集团子公司归母利润占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 上汽集团子公司核心影响因素甄别及后期追踪指标 (2016 年度数据)

	上汽大众	上汽通用	上汽通用五菱	上汽乘用车
销量占比	30.85%	29.08%	32.83%	4.98%
归母利润占比	40.12%	26.47%	8.14%	-15.04%
盈利能力	较强	相对较弱	弱	亏损
核心影响因素	销量维稳	盈利能力提升	盈利能力提升	销量放量规模效应 盈利能力提升
重点观测指标	新车型及改款车型，爆款车型销量	价格区间	价格区间	新车型及改款车型，爆款车型

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

上汽大众：三驾“马车”充当销量引擎，高竞争力 SUV 直击高弹性市场

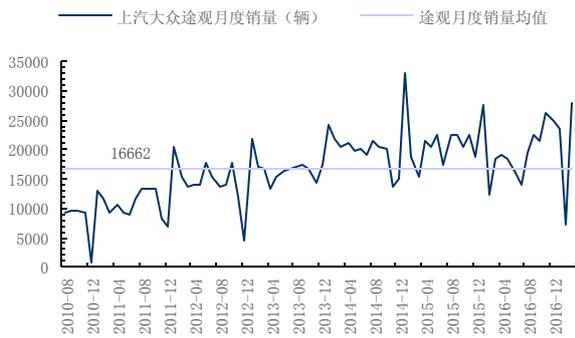
我们认为，上汽大众新品周期密集且结构优异，2016-2017 落地车型能够持续兑现销量。大中型 SUV 市场是高增长核心板块，主要车型科迪亚克、途观 L 以及途昂均定位大中型 SUV 板块，分别在自主上扬中端 SUV、合资中高端 SUV 以及豪车价格下探区间正面角逐，产品竞争力充足，能够成为上汽大众的销量引擎。

SUV 竞品车型缺兵少将，老款途观单挑市场；上汽大众 2017 年以前在售车型主要为轿车，SUV 产品仅有 A 级 SUV 途观和 A 级 SUV 野帝，途观在 2010 年国内市场上市以来一直属于经典叫卖车型，上市截止 2017 年 3 月以来，月度销量中枢维持在 16667 辆/月的高销量水平，主要由于较早进入 SUV 市场，同时

错开自主 SUV 产品密集期，而后期的自主 SUV 高峰产品周期主打小型和紧凑型 SUV，途观经过多年品牌积淀，市场口碑坚实，同时竞品车型较为欠缺。而同为 A 级 SUV 的野帝则销量低迷，月度销量中枢仅为 1768 辆/月。

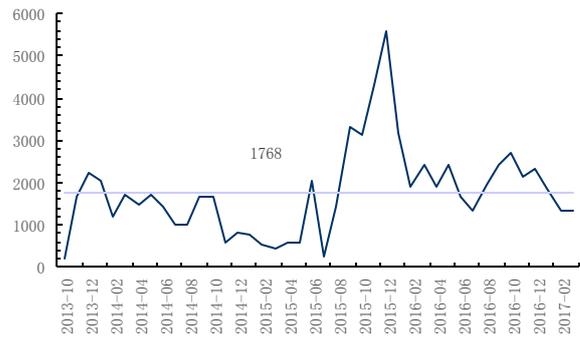
我们认为，一般 A 级 SUV 月度销量维持在 10000 辆/月的销量水平属于市场爆款车型，2017 年以前上汽大众的途观销量一直保持较高水平，而野帝则持续低迷。但是途观自从 2010 年国内上市以来仅 2016 年才推出改款车，并且 2017 年国内自主以及合资厂商大中型 SUV 产品持续推出，上汽大众 SUV 产品若仅单靠老款途观维系，则市场可能会被逐步蚕食。

图 30: 上汽大众主打 SUV 途观销量情况



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 31: 上汽大众主打 SUV 野帝销量情况

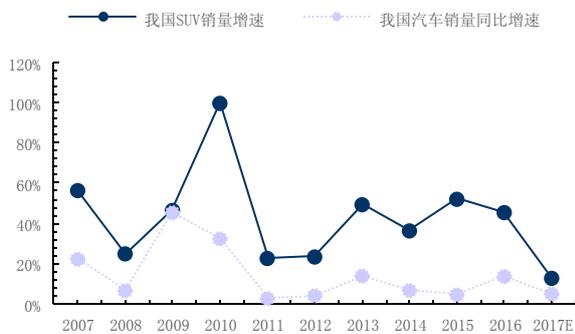


资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

SUV 增长确定,大中型成兵家必争之地;行业层面,2016 年整车增速 13.74%,SUV 板块增速 45.57%,SUV 市场渗透率持续提升达到 37.50%。SUV 销量增速持续高于整车销量增速,2007-2016 年整车销量年均复合增速为 13.72%,SUV 销量增速复合增速为 43.07%,尤其是在 2012-2016 整车进入低增速通道,SUV 成为驱动整车增长的高弹性板块。

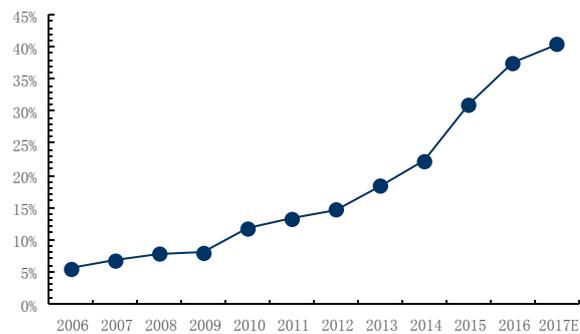
进一步拆分,2016 年 A0 级(小型)、A 级(紧凑型)、B 级(中型)、C 级(大型)SUV 销量市场份额分别为 24.96%、57.41%、16.98%以及 0.64%。当前 SUV 板块仍然是中小型 SUV 占据主导。2012-2015 年小型 SUV 市场份额逐步攀升,主要由于自主品牌厂商集中投放小型 SUV 与合资企业错峰营销有关,整体而言小型 SUV 主要蚕食的是紧凑型 SUV 市场,期间中型 SUV 市场维持稳定,增速主要在 14-15% 区间。大中型 SUV,尤其是中型 SUV 市场份额在 2013-2015 年区间逐渐培育稳步提升,2016 成为高增速拐点,2017 年第一季度数据证实。

图 32: 我国汽车销量增速与 SUV 销量增速比较



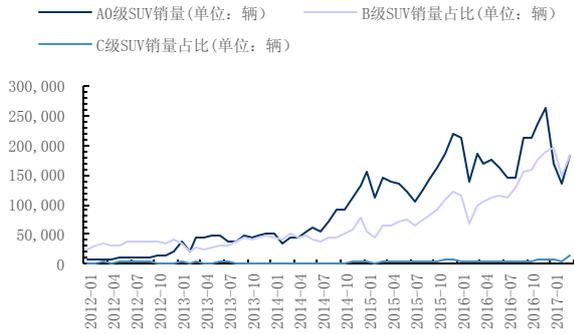
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 33: 我国 SUV 市场渗透率



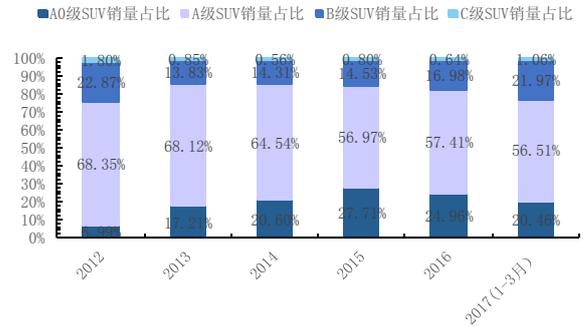
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 34: 各级别 SUV 销量情况 (月度)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 35: 各级别 SUV 销量占比 (年度)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

结合主流自主厂商 SUV 市场布局,以江淮、吉利、长安、北汽、长城、奇瑞等自主厂商前期 SUV 主要产品均主要布局小型与紧凑型,随着小型和紧凑型 SUV 市场取得佳绩,为了实现 SUV 全产品布局与产品向上突破,自主品牌在 2016-2017 年逐步投放中型及中大型 SUV 实现产品升级。

表 4: 主流厂商布局 SUV 型号

品牌厂商	车型	SUV 级别	品牌厂商	车型	SUV 级别	品牌厂商	车型	SUV 级别
江淮	瑞风 S7	中型	众泰	大迈 X5	紧凑型	比亚迪	元	小型
	瑞风 S2	小型		SR7	紧凑型		元双模板	小型
	瑞风 S2mini	小型		大迈 X5	X7		宋	紧凑型
	瑞风 S3	小型		SR9	中型		S6	中型
	瑞风 S5	紧凑型		T600	中型		S7	中型
吉利	远景	紧凑型	驭胜	S330	紧凑型	奇瑞	唐	中型
	帝豪 GS	紧凑型		S350	中型		瑞虎 3	小型
	博越	紧凑型		哈弗 H1	小型		瑞虎 3x	小型
	CS15	小型		哈弗 H2	小型		瑞虎 5	紧凑型
长安	CS35	小型	长城	哈弗 H2s	小型	上汽乘用车	瑞虎 7	紧凑型
	CS75	紧凑型		哈弗 H5	紧凑型		传祺 GS4	紧凑型
	CS95	中大型		哈弗 H6	紧凑型		传祺 GS5	紧凑型
北汽	幻速 S2	小型	哈弗	H6	紧凑型	上汽通用五菱	传祺 GS5	紧凑型
	幻速 S3	紧凑型		Coupe	紧凑型		Super	紧凑型
	幻速 S3L	紧凑型		哈弗 H7	中型		传祺 GS8	中型
	幻速 S5	紧凑型		哈弗 H8	中大型		宝骏 510	小型
				哈弗 H9	中大型		宝骏 560	紧凑型

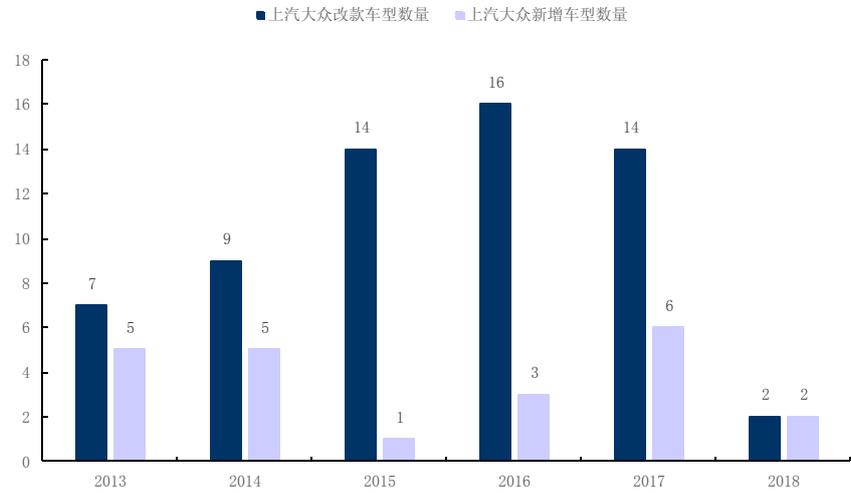
资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

基于销量层面和 SUV 主流厂商产品布局周期两个维度的分析,我们认为,大中型 SUV 市场经历 2012-2015 的培育窗口后期市场放量较为确定,2016 以及 2017 年第一季度销量数据已经加以验证,同时,随着小型与紧凑型 SUV 市场蓝海转红海,以及消费者消费升级,大中型 SUV 成为 SUV 高增速板块的兵家必争之地。

整体而言,上汽大众 2016-2017 进入到改款和新增车型的高密度落地年,2016 年改款车型 16 款,新增车型 3 款,2017 年已落地和预期改款车型 14 款,新

增车型 6 款，其中包括科迪亚克、途观 L、途昂等多款 SUV 车型弥补 SUV 领域车型不足，相较 2013-2015 年在售车型数量大增。

图 36: 上汽大众历年改款和新增车型数量



资料来源：中汽协，公司公告、国信证券经济研究所整理

表 5: 上汽大众历年新增及改款车型

车型	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	改款	新增										
昊锐	○											
朗行		●	○		○				○			
明锐	○		○		○		○		○			
昕动				●			○					
晶锐			○		○		○		○			
桑塔纳		●	○		○		○		○			
昊锐					○							
凌渡				●	○				○			
途安	○		○		○		○		○			
途观	○		○		○		○		○			
辉昂								●				
途安									○			
帕萨特	○		○		○		○		○			
途观 L											●	
CROSS				●			○		○			
POLO												
途昂											●	
辉昂 PHEV											●	
明锐旅行版											●	
科迪亚克											●	
朗逸		●			○		○		○			○
野帝				●			○		○			○
某小型 SUV												●
新 CUV												●
夏朗	○		○		○		○		○			
POLO	○		○		○		○					
POLO GTI						●	○					
朗境				●			○		○			
CROSS 桑塔纳								●				
桑塔纳浩纳								●				
凌渡 GTS												●

昕锐	•	○	○
速派	•	○	○

资料来源：上汽大众官网、汽车之家、车易网、盖世汽车、乘联会、国信证券经济研究所整理

我们认为，上汽大众新增车型中**途昂**、**途观 L**以及**科迪亚克**是后期重点关注车型，三款车产品竞争力强，有望成为拖动上汽大众销量的三驾马车。三款车均定位中型及大中型 SUV 细分领域，并且实现 18 万以上售价区间全覆盖，价格区间与对标竞争车型清晰。

科迪亚克主攻自主上扬区间；科迪亚克售价区间约为 18-26 万，对标市场为自主品牌大中型 SUV，目前自主大中型 SUV 价格区间已经上扬进入 15-25 万元区间，科迪亚克在外观、动力性能、油耗以及品牌度方面具备相对优势，有望成为自主大中型 SUV 的拦路虎。

途观 L持续分割合资品牌中端市场；途观 L 属于经典款途观的首款升级车型，原途观车型自上市以来 6 年未改款仍能够保持 16777 辆的月度销量均值，子品牌市场口碑积极其深厚，途观 L 再续销量辉煌可期。途观 L 价格区间为 23-36 万元，主要竞品车型为楼兰、东风本田 UR-V，对标市场为合资中型 SUV 领域；**途昂**角逐豪车下探区间；途昂价格区间为 31-52 万元，主要竞品车型为奥迪 Q5、揽胜极光为代表的豪华车，对标市场为豪华 SUV 价格下探领域，也是上汽大众首款进入高端 SUV 领域车型。

表 6: 科迪亚克与竞品车型

车型	品牌	价格区间	SUV 级别
哈弗 H9	长城	20.98-27.28	中型 SUV
魏派 VV7	长城	16.78-18.88	大中型 SUV
长安 CS95	长安	15.98-22.98	中大型车
传祺 GS7	广汽	15.58-22.98	中型车
科迪亚克	上汽大众	18.98-26.98	中型车

资料来源：上海车展，国信证券经济研究所整理

我们认为，2016-2017 年间上汽大众改款及新增车型量多且结构优异，其中 SUV 板块尤其值得期待，分别隶属豪车 SUV 下探区间的途昂、合资 SUV 市场的途观 L 以及自主上扬区间的科迪亚克均具备相对优势，三款车直击高增长的大中型 SUV 板块，后期能够对上汽大众的销量带来高弹性。

图 37: 途昂及其主要竞品车型



资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

表 7: 途昂及其主要竞品车型性能参数对标

品牌车型	车型	途昂	Q5	揽胜极光
	品牌	上汽大众	奥迪	路虎
	级别	中大型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
结构尺寸	尺寸 (mm)	5039*1989*1773	4629*1898*1655	4370*1900*1635
	轴距	2980	2807	2660
	百公里加速 (s)	9.3	7.2	7.6
动力性能	工信部综合油耗 (L/100km)	7.5	8.4	8.1
	最大马力 (Ps)	186	230	241
	最大扭矩 (N*m)	320	350	340
智能操控	ADAS (智能辅助驾驶) 模块	自动泊车入库、发动机启停、并线辅助、车道偏离预警系统、自适应巡航、全景摄像头	发动机启停、并线辅助	自动泊车入库、发动机启停、并线辅助
	操控系统	ABS/ASR/BA/ESC/ESP	ABS/ASR/BA/ESC/ESP	ABS/ASR/BA/ESC/ESP
价格	价格区间 (万元)	30.89-51.89	35.63-52.53	39.80-57.80

资料来源: 汽车之家, 车易网, 爱卡汽车, 国信证券经济研究所整理

图 38: 途观 L 及其主要竞品车型



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

表 8: 途观 L 及其主要竞品车型性能参数对标

品牌车型	车型	途观 L	楼兰	本田 UR-V
	品牌	上汽大众	东风日产	东风本田
	级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
结构尺寸	尺寸 (mm)	4712*1839*1673	4897*1908*1691	4825*1942*1670
	轴距	2791	2830	2820
	百公里加速 (s)	8.9	11.4	9.6
动力性能	工信部综合油耗 (L/100km)	7.2	8.4	7.2
	最大马力 (Ps)	180	186	193
	最大扭矩 (N*m)	300	229	243
智能操控	ADAS (智能辅助驾驶) 模块	自动泊车、发动机启停、并线辅助、车道偏离预警、主动刹车、自适应巡航、全景摄像头	发动机启停、并线辅助、车道偏离预警、主动刹车、全景摄像头	自动泊车入库、发动机启停、并线辅助、车道偏离预警系统、自适应巡航、全景摄像头
	操控系统	ABS/ASR/BA/ESC/ESP	ABS/ASR/BA/ESC/ESP	ABS/ASR/BA/ESC/ESP
价格	价格区间 (万元)	22.38-35.98	23.88-37.98	24.68-32.98

资料来源: 汽车之家, 车易网, 爱卡汽车, 国信证券经济研究所整理

图 39: 科迪亚克及其主要竞品车型



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

表 9: 科迪亚克及其主要竞品车型性能参数对标

品牌车型	车型	科迪亚克	长安 CS95	传祺 GS8
	品牌	上汽大众	长安汽车	广汽乘用车
	级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
结构尺寸	尺寸 (mm)	4697*1882*1676	4949*1930*1785	4810*1910*1770
	轴距	2791	2810	2800
动力性能	百公里加速 (s)	7.5		9.6
	工信部综合油耗 (L/100km)	9.7		9.6
	最大马力 (Ps)	180	233	201
	最大扭矩 (N*m)	350	360	320
智能操控	ADAS (智能辅助驾驶) 模块	ABS/ASR/BA/ESC/ESP	ABS/ASR/BA/ESC/ESP	ABS/ASR/BA/ESC/ESP
	操控系统	暂未公布	自动泊车入位、并线辅助、车道偏离预警、主动刹车、自适应巡航、全景摄像头	并线辅助、车道偏离预警、主动刹车、自适应巡航、全景摄像头
价格	价格区间 (万元)	19.98-27.58	15.98-22.98	16.39-25.98

资料来源: 汽车之家, 车易网, 爱卡汽车, 国信证券经济研究所整理

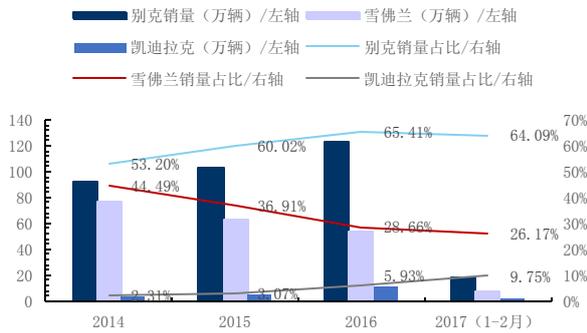
上汽通用: 凯迪拉克驱动上汽通用进入量利双升通道

我们认为, 上汽通用盈利较弱主要受到大占比中低端雪佛兰子品牌拖累。凯迪拉克中国市场自 2013 年起受到美国通用逐步重视, 2016-2017 注入新车型密集上市, 高价格区间填平盈利低地, 子品牌重心转移提升销量与价格均值, 拖动上汽通用进入量利双升通道。

规避整车销售季节性影响, 选择 2016 整个年度数据进行分析。2016 年上汽通用旗下子品牌别克、雪佛兰、凯迪拉克分别实现销量 122.98 万辆、53.88 万辆以及 11.14 万辆, 子品牌销售占比分别为 65.41%, 28.66% 以及 5.93%。基于历史销售量数据, 别克品牌是上汽通用进入中国市场的主打子品牌。

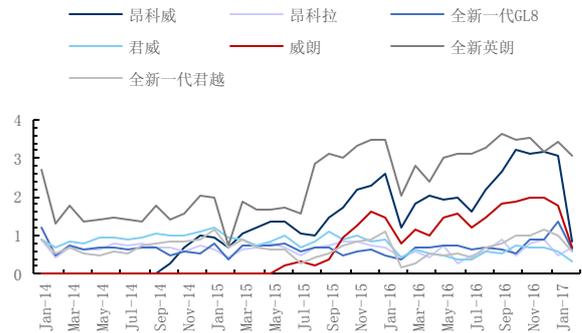
子品牌结构调整, 中低端雪佛兰下降, 高端凯迪拉克提升; 进一步拆分子品牌细分车型数据, 别克子品牌中销量占比较大的车型是英朗、昂科威、威朗三款车型, 凯迪拉克子品牌中销量占比较大的车型是 XTS、XT5、以及 ATS-L; 雪佛兰子品牌中销量占比较大的车型是赛欧、科鲁兹、科沃兹等车型。大致基于大占比销量的车型确定子品牌价格区间, 上汽通用子品牌价格中枢差异较大, 其中凯迪拉克 (42.88-53.99 万元) 价位显著高于别克 (10.99-33.49 万元) 与雪佛兰 (7.99-16.99 万元), 雪佛兰主打中低端车型。而从销量占比趋势来看, 别克占比趋于稳定, 中低端雪佛兰占比持续下滑, 中高端凯迪拉克占比逐年稳步提升。

图 40: 上汽通用子品牌销量及销量占比情况



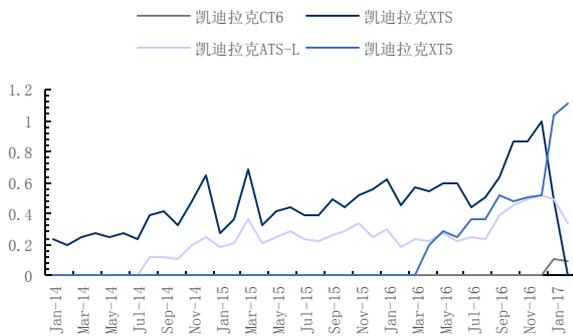
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 41: 别克子品牌细分车型销量 (单位: 万辆)



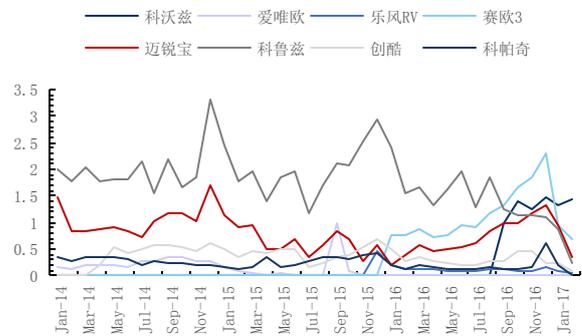
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 42: 凯迪拉克子品牌细分车型销量 (单位: 万辆)



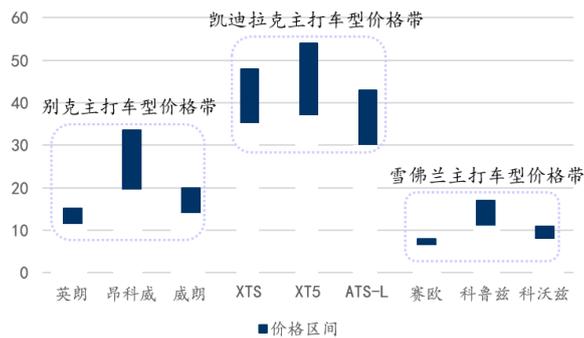
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 43: 雪佛兰子品牌细分车型销量 (单位: 万辆)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 44: 上汽通用三大子品牌主要车型价格区间



资料来源: 中汽协, 公司公告、国信证券经济研究所整理

凯迪拉克是通用子品牌的高端高盈利车型, 价格中枢位于 40-60 万区间。2015 年之前凯迪拉克在售车型较少, 2013 年仅 XTS 和 SRX 两款车型。美国通用汽车自从 2013 年起逐步重视凯迪拉克在中国市场的潜力, 2016 年凯迪拉克新品及改款车型逐步落地, 16-17 年进入产品放量年, 2016 年新增 XT5 和 CT6, AST-L 以及 XTS 改款车型同步上市, 2017 新增 CT6 PLUG-IN 车型以及改款 AST-L、XTS 与 CT6。我们认为, 美国通用汽车逐步重视凯迪拉克的中国市场, 新车型规划逐步落地, 同时搭配改款车型同步上市, 高盈利凯迪拉克在售车型

丰富，子品牌销量占比逐步提升，中低端子品牌雪佛兰占比持续下滑，上汽通用后期有望实现量利双升。

表 10: 美国通用对于上汽通用中国市场规划

年限	概要	原文
2013	新款凯迪拉克 XTS 和别克等车型销量良好，将继续投资上海凯迪拉克装配工厂。	<ul style="list-style-type: none"> • Our strength in the (Chinese) market was in part driven by the successful launches of the new Cadillac XTS. In addition we have been making investments in our Cadillac brand in China which included a new assembly plant in Shanghai.
2014	2014 年：凯迪拉克和雪佛兰在中国地区创销量纪录，认为新款车型仍存在巨大潜力，并将整合 OnStar 和 4G LTE 技术；合资企业在华表现良好，预计在 2018 年前继续投入 140 亿美元，总销量上升 40%。	<ul style="list-style-type: none"> • A critical component of GM's business plan is to restore Cadillac to a position of leadership in the global luxury segment. We took a significant step late last year by establishing Cadillac as a separate business inside General Motors. The brand experienced a 5 percent sales increase in 2014, led by a 47 percent increase in sales in China and the resounding success of the new Escalade. • Cadillac continues to expand rapidly in China, where strong demand helped the brand grow global sales last year by 8 percent.
2015	2015 年：凯迪拉克与别克在中国销量增长仍为强势；在中国实施多品牌战略，通过凯迪拉克，雪佛兰，别克和合资企业的宝骏，五菱等车型，攻占不同消费市场。	<ul style="list-style-type: none"> • We view the Chinese market as important to our global growth strategy and are employing a multi-brand strategy, led by our Buick and Chevrolet brands. In the coming years we plan to increasingly leverage our global architectures to increase the number of product offerings under the Buick, Chevrolet and Cadillac brands in China and continue to grow our business under the local Baojun and Wuling brands with Baojun seizing the growth opportunities in less developed cities and markets. We operate in the Chinese market through a number of joint ventures and maintaining good relations with our joint venture partners.

资料来源：美国通用 2013-2015 年度报告、国信证券经济研究所整理

表 11: 凯迪拉克历年新增及改款车型

车型	2013		2014		2015		2016		2017	
	新增	改款								
ATS-L			●					○		○
XTS	●			○		○		○		○
XT5							●			
CT6							●			○
CT6 PLUG-IN										●
SRX		○		○		○				

资料来源：汽车之家、易车网、国信证券经济研究所整理

表 12: 历年凯迪拉克在售车型及价格区间

车型 明细	2013		2014		2015		2016		2017	
	价格下限	价格上限								
ATS-L			29.88	42.88	29.88	42.88	19	42.88	21.78	42.88
XTS	34.99	56.99	34.99	56.99	34.99	47.99	34.99	47.99	34.99	47.99
XT5							35.99	53.99	35.99	53.99
CT6							43.99	81.88	43.99	81.88
CT6 PLUG-IN									55.88	65.88
SRX	42.98	62.8	42.98	62.8	39.98	59.8				

资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

上汽通用五菱：商转乘市场重心转移，阵痛期将过盈利提升

我们认为，上汽通用五菱长期驻守低价格区间交叉乘用车过渡重量轻利，交叉乘用车市场萎靡驱动子品牌重心逐步由商用车五菱转移至小型、紧凑型乘用车宝骏，宝骏品牌升级同时带动价格区间提升，2016 年营收转化盈利能力提升，转型阵痛期将过，后期盈利能力有望提升。

上汽通用五菱子品牌主要包括五菱以及宝骏两个子品牌，其中五菱系列主要为交叉型乘用车（微面），微卡以及轻客，主要定位商用车市场，宝骏主要定位乘用车市场，细分车型主要为小型以及紧凑型轿车、SUV 以及 MPV。整体而言，交叉型乘用车销量占比较大。

微面龙头，体量大，增速小，盈利弱；交叉型乘用车既能拉货也可载人，俗称面包车。自 2010 年后交叉型乘用车销量持续下滑，2016 年整体销量为 70.93 万辆，同比下滑 35.48%，相对乘用车的销量占比从 2010 年的 18.11% 持续下跌至 2.81%。以交叉型乘用车为主要车型的五菱系列销量占比较高，2016 年上汽通用五菱实现销量 213.02 万辆，同比微幅增长 4.42%，2017 年一季度实现销量 56.29 万辆，同比下滑 0.71%。上汽通用五菱虽然商用车板块销售体量大，但受到以交叉乘用车为主的商用车板块拖累，同时交叉型乘用车价格区间较低，单车利润薄弱，使得上汽通用五菱增速和利润均陷入疲软。

图 45: 我国交叉型乘用车历史销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业年鉴，2017 年预测数据为产业信息网预测、国信证券经济研究所整理

图 46: 我国交叉型乘用车相对乘用车销量占比



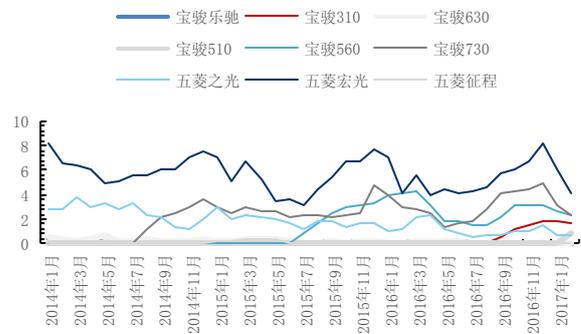
资料来源：中国汽车工业年鉴、中汽协、国信证券经济研究所整理

图 47: 上汽通用五菱年度销量及同比增速 (单位: 万辆)



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

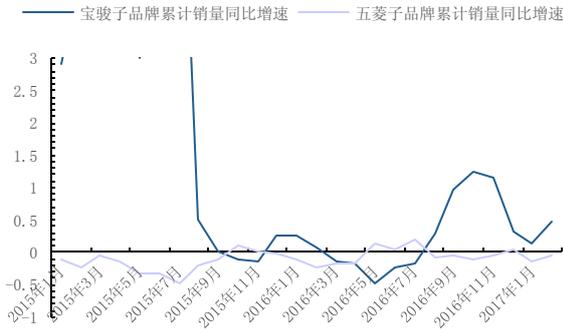
图 48: 上汽通用五菱主要车型销量 (单位: 万辆)



资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理

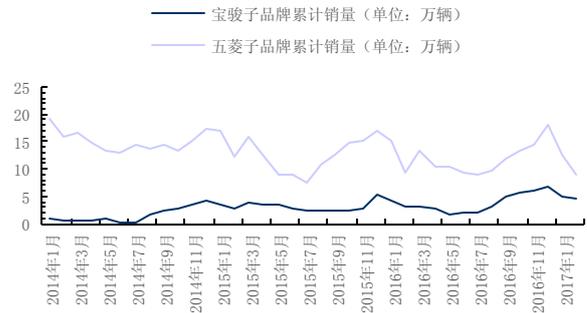
五菱疲软宝骏放量，商转乘拐点显现；新车产品投放周期角度，上汽通用五菱 2014、2015 以及 2016 年新增及改款车型相差较小，改款车型均为 4 款，新增车型 2-3 款。但 2016 年上汽通用五菱商乘并举的趋势发生扭转，2013-2015 主要是以交叉型乘用车为主的商用车的产品投放密集期，同时轿车、SUV 等乘用车产品也在逐步投放，处于商用车密集期以及乘用车培育期，受到商用车板块拖累，上汽通用五菱 2016 年产品主要投放到宝骏子品牌，侧重乘用车领域。2016 年乘用车为主的宝骏子品牌销量增速与五菱子品牌销量增速走出交叉形态，宝骏子品牌销量增速长期维持在 50% 以上，五菱子品牌销量增速基本停滞，上汽通用五菱由商转乘拐点显著。

图 49: 上汽通用五菱年度销量及同比增速 (单位: 万辆)



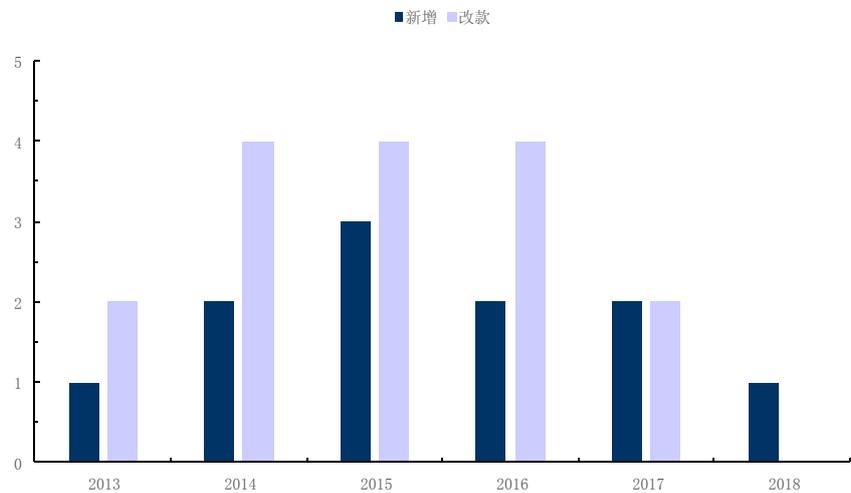
资料来源: 上市公司公告、国信证券经济研究所整理

图 50: 上汽通用五菱主要车型销量 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

图 51: 上汽通用五菱历年新增及改款车型数量



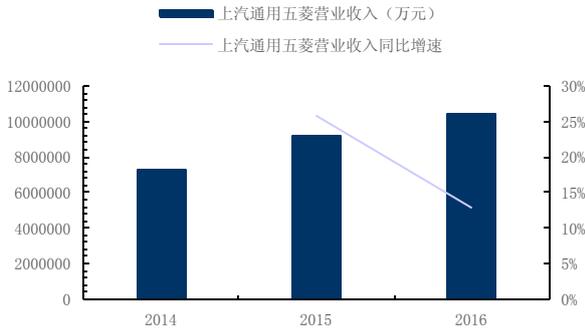
资料来源: 中汽协, 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们认为, 2016-2017 上汽通用五菱的新车型规划虽然没有在数量上体现出明显增加, 公司加大轿车领域的开发力度, 2016 年商用车仅有 1 款改款车型, 其余全为宝骏子品牌改款及新增车型。2016 年是上汽通用五菱由交叉乘用车产品投放密集期过渡到小型、紧凑型轿车以及 SUV 产品的乘用车产品投放密集周期的拐点年。

上汽通用五菱 2015 年营收增长 25.87%, 归母净利率下降 2.78%, 2016 营收增长 12.80%, 归母净利率上升 3.65%, 2016 年的营收及利润增速结构得到优化。同时产品价格中枢有所提升。一方面是交叉型乘用车价格区间主要集中在 3-4 万元, 单车利润薄弱, 而小型、紧凑型乘用车价格区间主要在 6-8 万元, 另一方面宝骏产品逐步升级, 由小型轿车与 SUV 向紧凑型过渡, 价格区间由 6-8 万元提升至 7-10 万元。

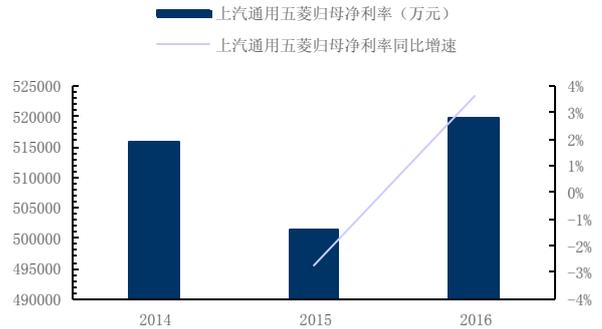
我们认为, 大体量的微面以及乘用车新品维稳上汽通用五菱后期销量增速, 目前上汽通用五菱正在经历由商转乘的过渡期, 由商转乘以及宝骏子品牌升级带来的价格中枢上移能够使得盈利能力进一步提升。

图 52: 上汽通用五菱近三年营业收入及同比增速



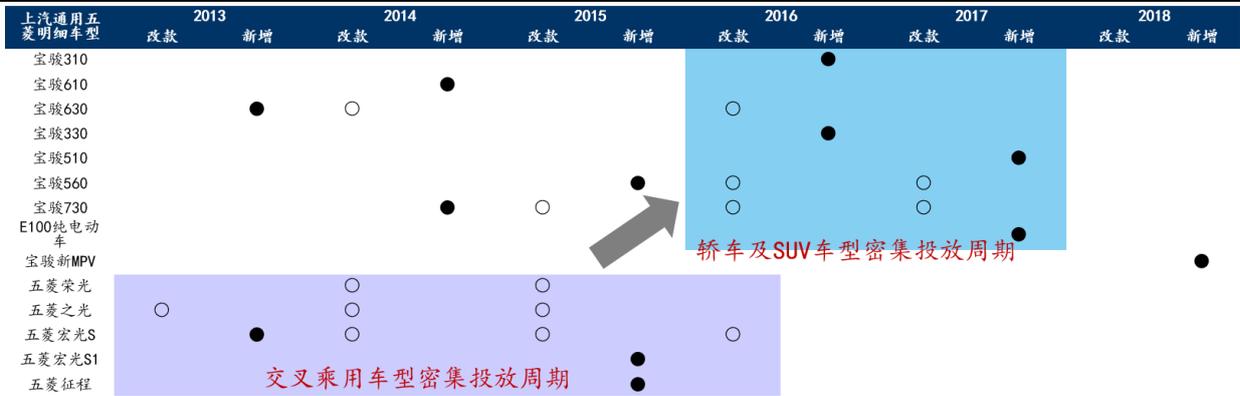
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 53: 上汽通用五菱近三年归母净利率及同比增速



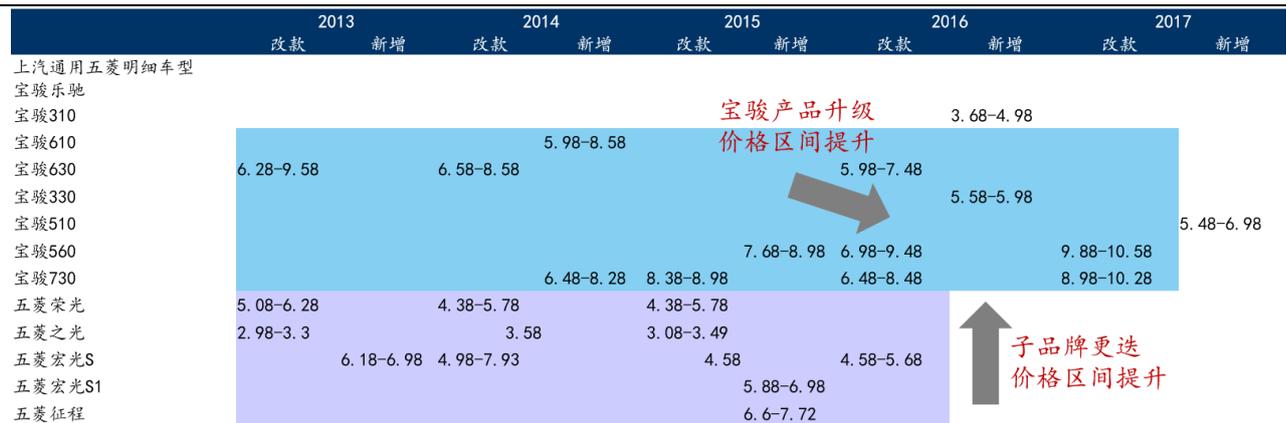
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 54: 上汽通用五菱历年改款及新增车型



资料来源: 汽车之家, 易车网, 国信证券经济研究所整理

图 55: 上汽通用五菱历年改款及新增车型价格区间



资料来源: 汽车之家, 易车网, 国信证券经济研究所整理

上汽乘用车: 自主爆款培育市场正当时, 品牌度提升后期产品系受益
 我们认为, 上汽乘用车前期销量低迷主要缺乏爆款车型培育市场口碑, 荣威 RX5 成为 B 级爆款车型已被市场验证, 复刻长城、江淮等自主品牌销量提升路径, 上汽乘用车品牌度提升, 后期荣威 RX 系列能够顺利导入市场, 销量提升规模

效应显现促进亏损收窄，后期扭亏为盈确定性较高。

上汽乘用车主要子品牌包括名爵和荣威，荣威子品牌成立于 2006 年 10 月，技术主要源于上汽集团收购的罗孚，名爵主要由 2007 年 4 月上汽集团全面收购南京汽车从而并入上汽集团。

荣威 RX5 上市前上汽乘用车在售车型销量均处于较低水平，缺乏爆款车型提振销量，同时产品知名度欠缺。荣威 RX5 自 2016 年 7 月上市后销量持续飙升，上市以来月平均销量达到 15702 辆/月，进入 B 级 SUV 爆款车型行列，2017 年 3 月月度销量 17650 辆，进入 SUV 月度销量排名前十。

图 56: 荣威 RX5



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

图 57: 上市以来荣威月度销量



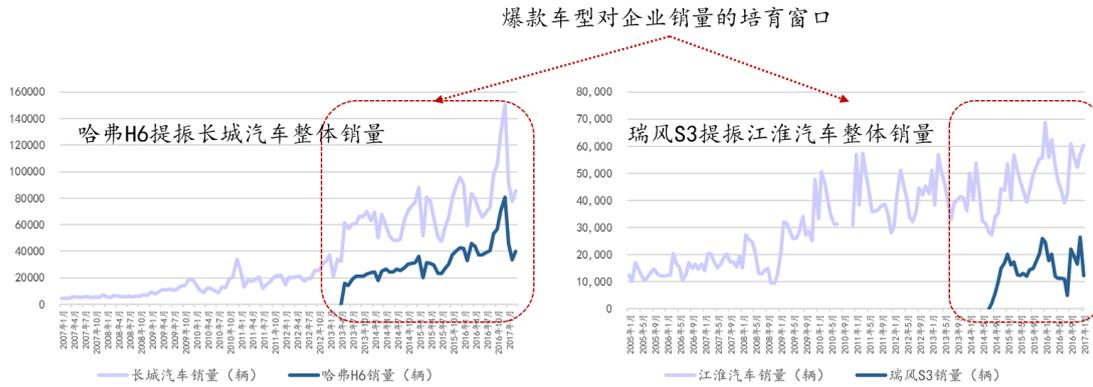
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

荣威 RX5 的成功主要由于其具备互联网汽车的初级属性，搭载 YunOS for Car 智能操作系统，可实现以车为中心从底层融入整车，让互联网汽车拥有基于账号登陆的互联网身份，数据实现云端交互，同时整车能力可自动升级、驾行体验安全智能，目前荣威互联网车型销量占比高达 70%。此外，RX5 在同级别 SUV 中具备更好动力性能和性价比。荣威 RX5 价格区间为 9.98-18.68 万元，百公里加速比同级 SUV 快 2 秒，百公里刹车距离比同级 SUV 短 2 米以上，百公里油耗比同级 SUV 少 2L。高动力性能、互联网属性以及合理定价区间使得荣威既能够同时参加自主 SUV 以及合资品牌长期垄断的 15-20 万元价格区间参与竞争，成为量价齐收的自主 B 级 SUV 爆款。

我们认为，国产自主品牌前期品牌基础薄弱，市场认可度缺乏，销量的大幅提升通常都需要一款高性价比的爆款车型提振销量，同时培育品牌知名度，为后期产品系的持续导入打开通道。

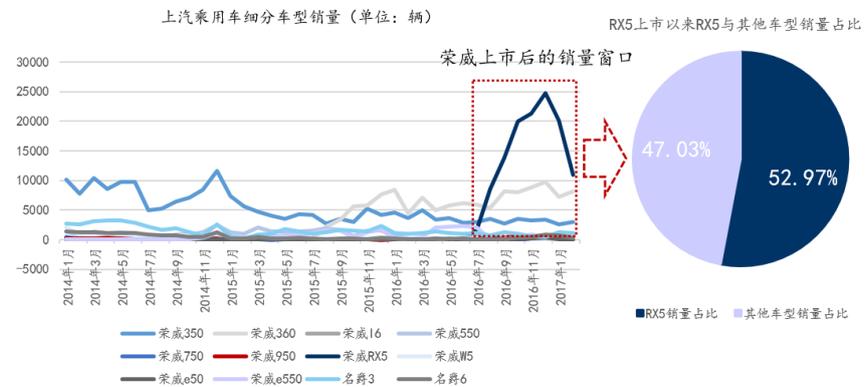
类比哈弗 H6 对于长城汽车，我们认为 RX5 属于上汽乘用车的首款 B 级 SUV 爆款车型，目前已经对上汽乘用车销量起到核心支撑作用，自上市以来累计销量占到上汽乘用车整体销量的 52.97%，随着后期荣威市场品牌度的提升，后期有望带动 RX7 等其他新车型进入爆款车型行列，进一步提升上汽乘用车整体销量水平。

图 58: 自主爆款车型对于整车企业销量影响分析



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 59: 荣威成为上汽自主销量担当

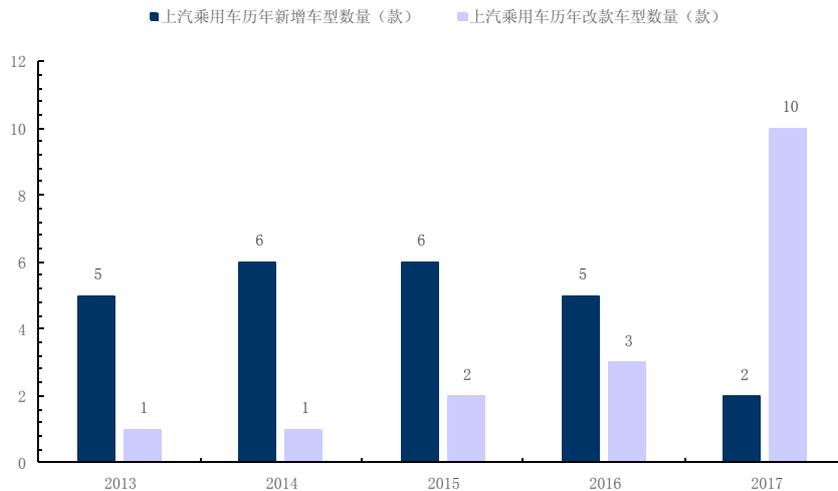


资料来源: 中汽协, 公司公告、国信证券经济研究所整理

2017年对于上汽乘用车同样属于高密度新车型落地节点年, 预计2017年将有荣威i6、荣威ei6、荣威eRX5、荣威RX7、荣威RX8等荣威产品系列, 同时名爵子品牌也将推出高性价比紧凑型SUV名爵ZS与名爵GS。

我们认为, 上汽乘用车新品中纯电及混电车型较多, 该块业务短期高增长但体量较小, 整体贡献的销量弹性相对较小。上汽乘用车的销量弹性主要来自于RX5以及后期由荣威RX5培育的品牌系列RX7、RX8等。同时名爵ZS与GS的推出, 车型定位虽然有不同(紧凑型, 中低端SUV), 但有复刻荣威品牌塑造道路的迹象, 市场表现同样值得期待。

图 60: 上汽乘用车历年新增及改款车型



资料来源: 中汽协, 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 13: 上汽乘用车历年新增及改款车型

上汽乘用车明细车型	2013		2014		2015		2016		2017	
	改款	新增								
荣威 350	○		○		○					
荣威 360						●	○		○	
荣威 i6										●
荣威 ei6										●
荣威 550	○		○							
荣威 e360										●
荣威 750										
荣威 950			○		○					
荣威 RX5								●		
荣威某小型 SUV										●
荣威 ERX5										●
荣威 RX7										●
荣威 RX8										
荣威 W5	○		○							
荣威 e50						●	○			
荣威 e550								●		
荣威 e950								●		
荣威 750 HYBRID										
名爵 3	○		○				○			
名爵 3SW					○					
名爵锐行				●	○		○			
名爵 6	○		○		○					
名爵锐腾		●			○		○		○	
名爵 ZS										●
名爵全新互联网 SUV										●
名爵 EZS 插电版										●
名爵 EZS 纯电版										●

资料来源: 上汽集团官网、汽车之家、车易网、盖世汽车、乘联会、国信证券经济研究所整理

150 亿募投前瞻布局新四化，高层认购股权激励同行显决心

公司累计发行 657,894,736 境内上市人民币普通股，募集资金总额为约 150 亿元。本次发行除了上汽集团总公司与员工持股锁定期为 36 个月，其余均为 12 个月。本次募投金额为 184.82 亿元人民币，不足部分将由公司自筹解决。发行后公司最大股东持股比例由 74.30% 下降至 69.93%。

本次发行募集资金主要用于上汽集团自主品牌乘用车及零部件、纯电动以及燃料电池新能源汽车、智能驾驶、互联网汽车以及云计算、汽车电商以及汽车金融等相关领域，其中新能源汽车募投资金占比最高达到 48%。

新能源项目开发周期为 2015-2019 年，预计至 2020 年投入产业化的自主品牌节能与新能源乘用车国内和海外市场合计年销量达到 30 万辆，实现营收 400 亿元。自主品牌新能源商用车预计 2020 年年销量超过 2.2 万辆，贡献营收 68 亿元。

我们认为，公司募投方向驱动公司由整车制造环节向核心零部件、汽车后市场产业链两端延伸，同时向纯电动以及燃料电池等新能源汽车、智能驾驶以及车联网等产业链纵向拓展，从而确保公司的行业龙头地位，在多项创新业务确立领先优势抢占技术高点。

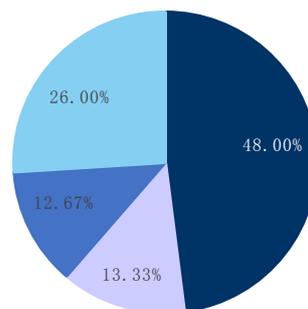
表 14: 150 亿定增募投项目明细

项目类别	序号	项目名称	项目募投金额 (亿元)	使用募投资金募投金额 (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产品项目	41.11	40
	2	上汽集团自主品牌商用车新能源汽车产品项目	19.56	18
	3	上汽变速器混合动力 EDU 变速器产能和产品升级项目	14.51	14
智能化大规模定制项目	3.1	EDU 三期新增 7JPH 扩产能项目 (总产能 10JPH)	2.33	2
	3.2	混合动力 EDU Gen2 项目	12.18	12
前瞻技术与车联网项目	4	商用车智能化大规模定制业务模式开发及应用项目	30	20
	5	上汽集团燃料电池汽车前瞻技术研发项目	7.19	5
汽车服务与汽车金融项目	6	上汽集团智能驾驶汽车前瞻技术研发项目	7.5	7
	7	上汽集团自主品牌互联网汽车应用开发项目	8.43	7
	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	4
	10	上汽集团汽车金融及互联网金融拓展项目	30	30
合计			184.82	150

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 61: 150 亿募投项目资金占比

■ 新能源汽车相关 (纯电动) ■ 汽车智能化
■ 前瞻技术 (燃料电池, 车联网) ■ 汽车服务与汽车金融



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，公司员工持股类型主要包括集团领导、厂部级干部、关键骨干员工等核心员工，其中集团董事长陈虹、陈志鑫、钟立欣以及 3 名监事均参与持股，16 名高管合计认购比例不低于 2525 万份，认购份额占本次员工持股比例为 2.15%。员工持股计划存续期为 48 个月，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。我们认为，公司激励制度明晰，员工持股与定增计划同步实施，同时董事、监事等核心员工高比例持股有利于捆绑核心员工与公司利益，调动积极性。

盈利预测

我们预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 3.25/3.47/3.86 元，目前股价对应动态市盈率分别为 8.41/7.47/7.07 倍，参考可比上市公司 2017 年 15.41 倍的平均市盈率，同时考虑到公司市值较大，保守给予 11 倍 PE 水平，给予公司合理估值 35.70 元，当前股价水平低估，公司后期业绩稳健，是具备高安全边际的整车龙头，维持“买入”评级。

表 15：主要整车企业（乘用车）可比上市公司相对估值比较

证券简称	17/05/22 收盘价	摊薄 ROE (%)	每股收益 (元)			市盈率			P/B	每股净资产 (元)
	(元)		17E	18E	19E	17E	18E	19E		
广汽集团	25.88	8.35%	1.68	2.12	2.34	15.37	12.18	11.08	3.85	6.73
长城汽车	12.13	4.05%	1.29	1.49	1.78	9.43	8.16	6.83	2.34	5.18
江淮汽车	9.86	2.79%	0.7	0.86	0.96	14.01	11.5	10.26	1.35	7.29
一汽轿车	10.16	-4.78%	0.48	0.61	0.88	21.12	16.79	11.54	2.15	4.72
东风汽车	5.79	0.38%	0.22	0.29	0.45	26.6	20.14	12.75	1.78	3.25
长安汽车	13.68	10.27%	2.32	2.51	2.68	5.9	5.46	5.1	1.51	9.07
平均值		3.51%	1.12	1.31	1.52	15.41	12.37	9.59	2.16	6.04
上汽集团	28.79	9.09%	3.25	3.47	3.86	8.41	7.87	7.07	1.5	17.41
修正估值参数						11			1.5	
测算合理估值						35.70			26.12	

资料来源：Wind 一致预测、国信证券经济研究所整理

我们预计上汽集团 2017 销量增速为 8.87%，累计销售 701 万辆，其中上汽大众 214 万辆，上汽通用 200 万辆，上汽通用五菱 219 万辆，上汽乘用车 56 万辆。

核心假设：

1. 考虑到上汽大众大中型 SUV 产品投放密集，且科迪亚克、途观 L、途昂等具备较高的定价区间价格，相对上汽大众原有价格水平略微提升，预计 2017 年销量增速 7%，实现 214 万辆销售水平，单车价格提升至 12 万/辆，单车利润提升至 1.35 万/辆。
2. 上汽通用主要受益凯迪拉克多款车型投放，凯迪拉克属于中高端车型，叠加探界者等热销车型，预计 2017 年销量增速 6.5%，2017 销量水平突破 200 万辆，单车价格提升至 11.50 万/辆，单车净利提升至 1.05 万/辆。
3. 考虑到上汽通用五菱目前交叉乘用车销售体量较大，交叉乘用车行业增速逐年下滑，上汽通用五菱当前正在进行产品重心由商用车向乘用车转型期，2017 年保守基于 3% 的销售量增速，累计实现 219 万辆。单车价格由于乘用车销量占比提升与品牌升级，预计 2017 年单车价格与单车利润分布达到 5.5 万元/辆以及 0.32 万元/辆。

表 16: 业务拆分营收预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	6,300.01	6,704.48	7,564.16	8476.22	9225.92	10181.01
营业总收入 YoY		6.42%	12.82%	12.06%	8.84%	10.35%
整车业务营业收入	4,879.05	5,057.53	5,643.01	6320.17	6825.78	7508.36
整车营收 YoY		3.66%	11.58%	12.00%	8.00%	10.00%
整车毛利率	10.34%	9.26%	10.95%	11.00%	10.80%	10.80%
零部件业务营业收入	1,123.51	1,257.34	1,442.89	1572.75	1698.57	1834.46
零部件营收 YoY		11.91%	14.76%	9.00%	8.00%	8.00%
零部件毛利率	20.19%	19.53%	20.40%	19.00%	18.50%	18.80%
贸易业务营业收入	101.90	99.00	97.09	99.03	101.01	103.03
贸易营收 YoY		-2.85%	-1.93%	2.00%	2.00%	2.00%
贸易业务毛利率	3.97%	4.14%	4.49%	5.00%	5.25%	5.50%
劳务及其他营业收入	56.46	89.91	112.57	135.08	155.35	178.65
劳务及其他营收 YoY		59.25%	25.20%	20.00%	15.00%	15.00%
劳务及其他毛利率	34.63%	20.94%	19.31%	19.00%	18.00%	17.00%
其他业务营业收入	106.21	200.71	268.60	349.18	445.20	556.51
其他业务营收 YoY		88.97%	33.82%	30.00%	27.50%	25.00%
其他业务毛利率	27.41%	54.52%	46.07%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 17: 上汽集团销量预测 (单位: 万辆)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
上汽大众	172.50	181.21	200.18	214.19	229.18	248.66
上汽通用	176.02	175.20	188.71	200.97	215.04	230.09
上汽通用五菱	180.59	204.00	213.02	219.41	225.99	237.29
上汽乘用车	18.00	17.00	32.17	56.30	81.64	97.96
上汽大通	0.00	0.67	0.32	0.20	0.15	0.08
上海申沃	0.39	0.21	0.20	0.20	0.21	0.21
上汽依维柯	2.50	0.87	1.55	1.94	2.42	2.91
南京依维柯	9.90	7.70	7.58	7.65	7.88	8.12
上汽正大	0.00	0.00	0.87	0.91	0.96	1.01
合计销量	559.89	586.86	644.59	701.78	763.47	826.34
合计销量 YoY		4.82%	9.84%	8.87%	8.79%	8.23%

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 18: 上汽大众销量及营收预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (亿元)	2261.9	2184.09	2285.51	2570.28	2692.91	2859.64
营业收入 YoY		-3.44%	4.64%	12.46%	4.77%	6.19%
归母净利润 (亿元)	278.93	249.03	256.82	289.16	297.94	323.26
净利润 YoY		-10.72%	3.13%	12.59%	3.04%	8.50%
净利率	12.33%	11.40%	11.24%	11.25%	11.06%	11.30%
销量 (辆)	172.50	181.21	200.18	214.19	229.18	248.66
销量 YoY		5.05%	10.47%	7.00%	7.00%	8.50%
单车价格 (万元/辆)	13.11	12.05	11.42	12.00	11.75	11.50
单车净利 (万元/辆)	1.62	1.37	1.28	1.35	1.30	1.30

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 19: 上汽通用销量及营收预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (亿元)	1673.35	1777.03	2029.59	2311.19	2419.21	2531.03

营业收入 YoY		6.20%	14.21%	13.87%	4.67%	4.62%
归母净利润 (亿元)	147.85	165.67	169.48	211.02	215.04	241.60
净利润 YoY		12.05%	2.30%	24.51%	1.90%	12.35%
净利率	8.84%	9.32%	8.35%	9.13%	8.89%	9.55%
销量 (辆)	176.02	175.20	188.71	200.97	215.04	230.09
销量 YoY		-0.46%	7.71%	6.50%	7.00%	7.00%
单车价格 (万元/辆)	9.51	10.14	10.76	11.50	11.25	11.00
单车净利 (万元/辆)	0.84	0.95	0.90	1.05	1.00	1.05

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 20: 上汽通用五菱销量及营收预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	732.89	922.48	1040.56	1206.75	1355.94	1423.74
营业收入 YoY		25.87%	12.80%	15.97%	12.36%	5.00%
归母净利润	51.58	50.15	51.98	0.0096	0.009	0.015
净利润 YoY		-2.77%	3.65%	-99.98%	-6.25%	66.67%
净利率	7.04%	5.44%	5.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销量 (辆)	180.59	204.00	213.02	219.41	225.99	237.29
销量 YoY		12.97%	4.42%	3.00%	3.00%	5.00%
单车价格 (万元/辆)	4.06	4.52	4.88	5.50	6.00	6.00
单车净利 (万元/辆)	0.29	0.25	0.24	0.32	0.30	0.30

资料来源:国信证券经济研究所预测

风险提示

第一, 如果中国宏观经济增长大幅趋缓, 将导致市场需求不振, 直接导致公司销量不达预期, 或引发市场价格战, 导致盈利能力下降;

第二, 新车型的市场反馈较弱, 导致销量不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	105933	94669	89152	94645	营业收入	756416	847622	922592	1018101
应收款项	67661	69668	75829	83680	营业成本	650218	729443	794089	873876
存货净额	37040	40177	43682	48042	营业税金及附加	7521	9748	10610	11708
其他流动资产	65914	73743	80266	50905	销售费用	47503	55095	58123	63122
流动资产合计	330946	365293	428187	500085	管理费用	28258	30946	32722	37083
固定资产	60320	68615	78184	86373	财务费用	(332)	(2508)	(267)	1266
无形资产及其他	10794	10362	9931	9499	投资收益	30572	34729	35855	38959
投资性房地产	125891	125891	125891	125891	资产减值及公允价值变动	(3219)	(3579)	(3311)	(3370)
长期股权投资	62677	64722	67573	70424	其他收入	(2168)	0	0	0
资产总计	590628	634884	709766	792272	营业利润	48433	56048	59859	66635
短期借款及交易性金融负债	17402	13211	44913	81336	营业外净收支	2059	11	11	11
应付款项	116472	130577	139782	153736	利润总额	50492	56059	59870	66646
其他流动负债	163608	180146	195274	214841	所得税费用	6530	7007	7484	8331
流动负债合计	297481	323934	379969	449913	少数股东损益	11953	13271	14173	15777
长期借款及应付债券	18446	18446	18446	18446	归属于母公司净利润	32009	35780	38213	42538
其他长期负债	39604	46371	53431	53432					
长期负债合计	58050	64817	71877	71878	现金流量表 (百万元)				
负债合计	355532	388751	451846	521791	净利润	32009	35780	38213	42538
少数股东权益	43175	46161	49350	52341	资产减值准备	361	1166	508	523
股东权益	191921	199972	208569	218140	折旧摊销	7484	6385	7937	9242
负债和股东权益总计	590628	634884	709766	792272	公允价值变动损失	3219	3579	3311	3370
					财务费用	(332)	(2508)	(267)	1266
					营运资本变动	32911	25603	15712	51195
					其它	2348	1820	2681	2467
关键财务与估值指标					经营活动现金流	78333	74333	68362	109335
每股收益	2.90	3.25	3.47	3.86	资本开支	(13648)	(18993)	(20892)	(20892)
每股红利	2.25	2.51	2.69	2.99	其它投资现金流	(23963)	(32639)	(52222)	(83555)
每股净资产	17.41	18.14	18.92	19.78	投资活动现金流	(41269)	(53677)	(75965)	(107298)
ROIC	14%	14%	20%	30%	权益性融资	5515	0	0	0
ROE	17%	18%	18%	20%	负债净变化	2887	0	0	0
毛利率	14%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(24753)	(27730)	(29615)	(32967)
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%	其它融资现金流	34413	(4191)	31702	36423
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%	融资活动现金流	(3804)	(31920)	2087	3456
收入增长	13%	12%	9%	10%	现金净变动	33260	(11264)	(5517)	5493
净利润增长率	7%	12%	7%	11%	货币资金的期初余额	72673	105933	94669	89152
资产负债率	68%	69%	71%	72%	货币资金的期末余额	105933	94669	89152	94645
息率	8.2%	9.2%	9.8%	11.0%	企业自由现金流	46699	32586	26423	67817
P/E	9.4	8.4	7.9	7.1	权益自由现金流	83999	30589	58359	103133
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4					
EV/EBITDA	21.6	24.0	21.5	19.8					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	刘紫微 13828854899	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	简洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn			