

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

上汽集团 (600104)

买入

汽车零部件 II

重大事件快评

(维持评级)

2017年06月05日

新能源汽车厚积薄发，巩固整车龙头地位

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080001

事项：

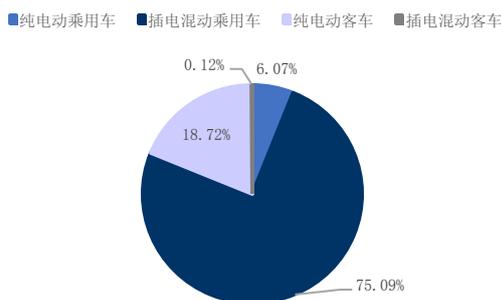
上汽集团首款纯电动 SUV 荣威 ERX5 于 6 月 3 日上市，最高续航里程为 425 公里，综合工况续航里程 320km，40 分钟快充至 80% 电量。

评论：

■ 上汽新能源汽车业务：多点布局，基数低、增速快

上汽集团新能源汽车积累深厚，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 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 1：上汽集团新能源汽车销量占比（2016 年）



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 2：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：汽车之家、国信证券经济研究所整理

■ 上汽合作宁德时代，整车与电池龙头强强联手

2017 年 5 月 4 日上汽集团通过其全资子公司上海汽车集团投资管理有限公司（后文简称“上汽管理”）与宁德时代新能源科技股份有限公司（后文简称“宁德时代”）设立两家合营企业，分别为时代上汽动力电池有限公司（后文简称“时代上汽”）与上汽时代动力电池系统有限公司（后文简称“上汽时代”）。其中上汽时代注册资本 3 亿元，上汽管理持股 51%，宁德时代持股 49%，主要从事动力电池模块和系统开发等业务。时代上汽注册资本 20 亿元，上汽管理持股 49%，宁德时代持股 51%，主要从事锂离子电池、锂聚合物电池业务。ERX5 与此前上市的插电混动 eRX5 搭载的便是来自宁德时代的三

元 NCM 锂电池。我们认为电池环节是整车厂发展新能源汽车的最为薄弱的环节，上汽合作动力电池领域龙头宁德时代，后期在新能源汽车动力电池综合性能以及成本方面具备较为显著优势，类似与 ERX5 高续航里程、快充电时间、低价格成本的高竞争力纯电动车型有望持续导入市场。

■ ERX5 具备互联网与纯电动双重基因，高续航里程低定价区间销量可期

纯电动 SUV 荣威 ERX5 与荣威 RX5、eRX5 同平台打造，车身尺寸为 4554*1855*1716mm，轴距 2700mm，属于紧凑型 SUV。ERX5 在续航里程方面性能优异，电池容量为 48kWh，百公里电耗为 15kWh，60km/h 等速续航里程到达 425km，综合工况续航里程达到 320km，快充 40 分钟可充满 80%电量，慢充 7 小时可全部充满。此外，ERX5 互联网属性同样强势，搭载上汽与阿里合作的 YunOS 系统，可实现线路自动优化、前方拥堵提醒、停车场空位信息、充电桩位置信息共享、车载支付宝、目的地智能预测等多项智能项目。售价层面，官方指导价格区间为 27.18-29.68 万元，补贴 7.3 万元，补贴后售价区间为 19.88-22.38 万元。

表 1: 荣威 ERX5 售价区间

	官方指导价格 (万元)	补贴价 (万元)	补贴后售价 (万元)
EV400 电动互联豪华版	27.18	7.3	19.88
EV400 电动互联旗舰版	28.18	7.3	20.88
EV400 电动互联至尊版	29.68	7.3	22.38

资料来源:第一电动网, 国信证券经济研究所整理

图 3: 荣威 ERX5 外观



资料来源:汽车之家, 国信证券经济研究所整理

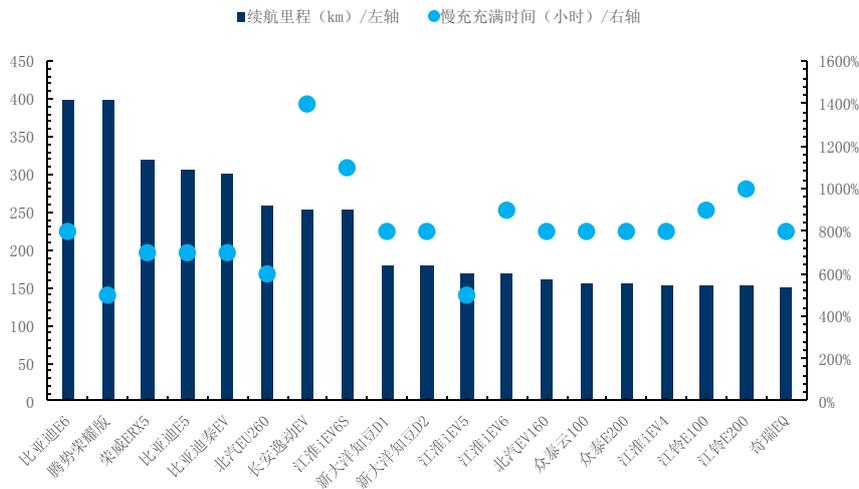
图 4: 荣威 ERX5 内饰



资料来源:汽车之家, 国信证券经济研究所整理

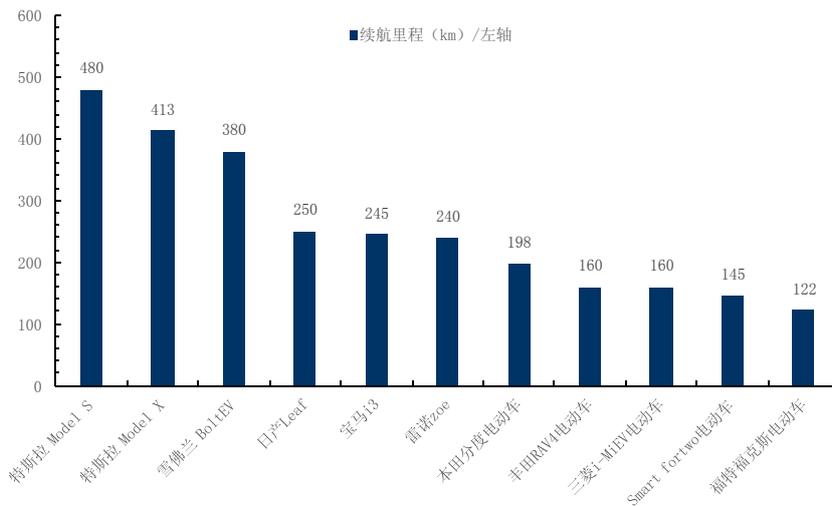
综合工况续航里程是在某种预先设计好的工况模拟特定工作状态，而等速续航里程是一种理想化的续航里程，也可理解为最大续航里程，我们主要以综合工况续航里程考量荣威 ERX5 在同类国内主流纯电动新能源车型的竞争力。荣威 RX5 综合工况续航里程为 320km，主流自主品牌竞争对手仅次于续航里程为 400km 的比亚迪 E6、腾势荣耀版，主流外资品牌特斯拉 Model S 和 Model X 以及雪佛兰 BoltEV。外资品牌在定价上远高于 ERX5 不属于其对标竞争车型，基于续航里程、车型、定价区间，ERX5 主要对标竞品为比亚迪 E6、比亚迪秦以及比亚迪 E5。

图 5：自主主流纯电动车型续航里程



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 6：外资主流纯电动车型续航里程



资料来源：网上汽车、国信证券经济研究所整理

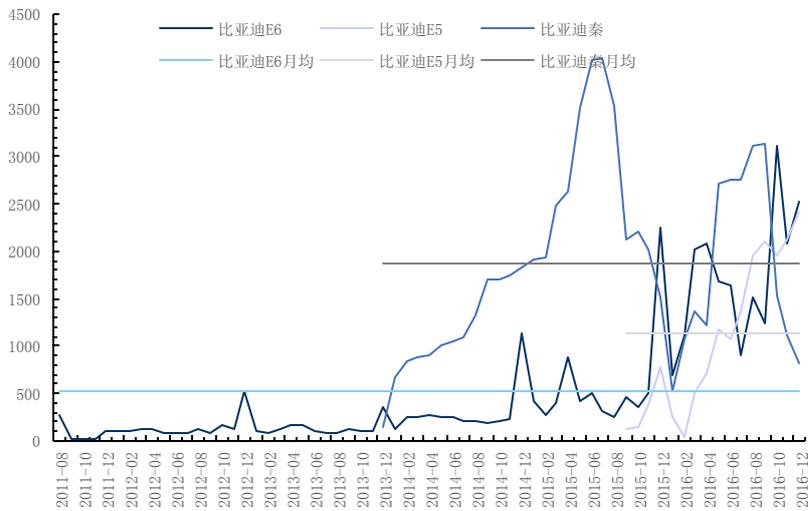
主要基于续航里程、定价区间、充电时间三项指标进行对比与销量预测，荣威 ERX5 整体性能优于长安逸动 EV 与江淮 iEV6S，综合工况续航里程与比亚迪 E6 仍有较大差距，但在价格区间上拉开了差距。与比亚迪 E6 与荣威 ERX5 最为相似的车型为比亚迪 E5 以及秦比亚迪 EV300，两款车型月均销量分别为 1135 辆/月与 1862 辆/月，考虑到荣威 ERX5 有爆款车型 RX5 作为品牌背书，在互联网性能层面也更具备优势，同时 SUV 车型能够获得销量青睐，我们估计 ERX5 销量爬坡后月均销量有望超过 2000 辆/月，在销量和产品结构上，助力上汽乘用车完成 2017 年 60 万辆目标销量。上汽乘用车传统、新能源汽车齐发力，且合资上海大众、上海通用处于新车投放强周期，我们持续看好公司龙头优势，维持上汽集团“买入”评级。

表 2: 荣威 ERX5 对标车型对比分析

	续航里程 (km)	价格区间 (万)	补贴后价格区间 (万)	充电时间	电池类型
比亚迪 E6	400	30.98-36.98	26.58-32.58	快充 1.5 小时, 慢充 8 小时	磷酸铁锂
荣威 ERX5	320	27.18-29.68	19.88-22.38	快充 40 分钟, 慢充 7 小时	三元锂电池
比亚迪 E5	305	19.59-24.98	15.19-20.58	快充 1.2 小时, 慢充 7 小时	磷酸铁锂
比亚迪秦 EV300	300	23.59-30.98	19.19-26.58	快充 1.2 小时, 慢充 6 小时	磷酸铁锂
长安逸动 EV	253	23.49-24.99	16.29-21.39	快充 0.5 小时, 慢充 8 小时	三元锂电池
江淮 iEV6S	253	21.98	17.48	快充 1.5 小时, 慢充 11.5 小时	三元锂电池

资料来源:易车网、汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 7: 荣威 ERX5 对标车型销量状况



资料来源: 网上汽车、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	105933	94669	89152	94645
应收款项	67661	69668	75829	83680
存货净额	37040	40177	43682	48042
其他流动资产	65914	73743	80266	50905
流动资产合计	330946	365293	428187	500085
固定资产	60320	68615	78184	86373
无形资产及其他	10794	10362	9931	9499
投资性房地产	125891	125891	125891	125891
长期股权投资	62677	64722	67573	70424
资产总计	590628	634884	709766	792272
短期借款及交易性金融负债	17402	13211	44913	81336
应付款项	116472	130577	139782	153736
其他流动负债	163608	180146	195274	214841
流动负债合计	297481	323934	379969	449913
长期借款及应付债券	18446	18446	18446	18446
其他长期负债	39604	46371	53431	53432
长期负债合计	58050	64817	71877	71878
负债合计	355532	388751	451846	521791
少数股东权益	43175	46161	49350	52341
股东权益	191921	199972	208569	218140
负债和股东权益总计	590628	634884	709766	792272

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	2.90	3.06	3.27	3.64
每股红利	2.25	2.37	2.53	2.82
每股净资产	17.41	17.12	17.85	18.67
ROIC	14%	14%	20%	30%
ROE	17%	18%	18%	20%
毛利率	14%	14%	14%	14%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%
收入增长	13%	12%	9%	10%
净利润增长率	7%	12%	7%	11%
资产负债率	68%	69%	71%	72%
息率	7.7%	8.6%	9.2%	10.2%
P/E	10.1	9.5	8.9	8.0
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	22.3	25.4	22.7	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	756416	847622	922592	1018101
营业成本	650218	729443	794089	873876
营业税金及附加	7521	9748	10610	11708
销售费用	47503	55095	58123	63122
管理费用	28258	30946	32722	37083
财务费用	(332)	(2508)	(267)	1266
投资收益	30572	34729	35855	38959
资产减值及公允价值变动	(3219)	(3579)	(3311)	(3370)
其他收入	(2168)	0	0	0
营业利润	48433	56048	59859	66635
营业外净收支	2059	11	11	11
利润总额	50492	56059	59870	66646
所得税费用	6530	7007	7484	8331
少数股东损益	11953	13271	14173	15777
归属于母公司净利润	32009	35780	38213	42538

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	32009	35780	38213	42538
资产减值准备	361	1166	508	523
折旧摊销	7484	6385	7937	9242
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
经营活动现金流	78333	74333	68362	109335
资本开支	(13648)	(18993)	(20892)	(20892)
其它投资现金流	(23963)	(32639)	(52222)	(83555)
投资活动现金流	(41269)	(53677)	(75965)	(107298)
权益性融资	5515	0	0	0
负债净变化	2887	0	0	0
支付股利、利息	(24753)	(27730)	(29615)	(32967)
其它融资现金流	34413	(4191)	31702	36423
融资活动现金流	(3804)	(31920)	2087	3456
现金净变动	33260	(11264)	(5517)	5493
货币资金的期初余额	72673	105933	94669	89152
货币资金的期末余额	105933	94669	89152	94645
企业自由现金流	46699	32586	26423	67817
权益自由现金流	83999	30589	58359	103133

相关研究报告

- 《上汽集团-600104-SUV 新车加速推出，自主、合资均发力》 ——2017-05-24
- 《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
- 《上海汽车-600104-业绩符合预期，受益乘用车需求结构分化》 ——2011-03-31

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。