



Research and  
Development Center

# 成熟龙头绝对霸主 自主起舞转型加码

—— 上汽集团（600104.sh）深度报告

2018年01月23日

范海波 行业分析师

付盛刚 研究助理

# 成熟龙头绝对霸主 自主起舞转型加码

## 上汽集团首次覆盖报告

2018年01月23日

### 本期内容提要:

- ◆ **行业绝对霸主 国企改革先锋。** 公司是国内汽车行业绝对龙头，实现整车、零部件、后市场、汽车金融等全产业链产品布局。职业经理人体系、企业整体上市等系列改革重塑国企活力。
- ◆ **自主强势崛起 合资平稳护航。** 荣威/MG、大通等自主板块强势崛起，上汽大众、上汽通用和通用五菱等主流合资板块保持稳定增长，保障企业经营业绩稳定。
- ◆ **零部件稳定增长 向全球零部件巨头挺进。** 零部件业务稳定增长，新能源与智能化为零部件模块提供增量新空间。华域汽车整合江森全球内饰业务，公司零部件业务向全球零部件巨头进军。
- ◆ **自主强势改善盈利 转型服务创造新空间。** 荣威/MG、大通等自主强势崛起态势延续，改善公司盈利空间。分时租赁、车享、金融等新兴业务蓄势待发，公司新盈利增长点可期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计上汽集团 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 8392 亿元、8911 亿元和 9897 亿元，归属母公司净利润分别为 349 亿元，380 亿元和 427 亿元，对应 EPS 分别为 2.98 元、3.26 元和 3.66 元。自主强势崛起改善盈利空间，强势合资保障稳定业绩，汽车服务储备未来增长空间。公司是中国汽车市场绝对龙头企业，首次覆盖我们给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 自主板块强势崛起；产品结构持续优化。
- ◆ **风险因素：** 汽车市场增速回落风险；市场竞争加剧风险；国企改革举措效果不及预期风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	670,448.22	756,416.17	839,242.25	891,072.67	989,695.33
增长率 YoY %	6.42%	12.82%	10.95%	6.18%	11.07%
归属母公司净利润(百万元)	29,793.79	32,008.61	34,864.47	38,037.96	42,733.01
增长率 YoY%	6.51%	7.43%	8.92%	9.10%	12.34%
毛利率%	12.62%	14.04%	13.97%	14.25%	14.53%
净资产收益率 ROE%	17.91%	17.44%	16.83%	15.76%	15.17%
EPS (摊薄) (元)	2.55	2.74	2.98	3.26	3.66
市盈率 P/E(倍)	13	12	11	10	9
市净率 P/B(倍)	2.12	1.94	1.77	1.51	1.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2018年1月22日收盘价

## 证券研究报告

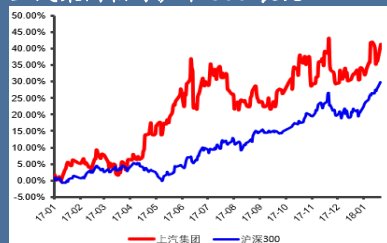
### 公司研究——首次覆盖

## 上汽集团 (600104.sh)



首次评级

### 上汽集团相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

**范海波** 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

**付盛刚** 研究助理

联系电话：+86 21 61678581

邮箱：

fushenggang@cindasc.com

### 公司主要数据 (2018.1.22)

收盘价(元)	33.75
52周内股价波动区间(元)	24.28-34.18
最近一月涨跌幅(%)	6.77%
总股本(亿股)	117
流通 A 股比例(%)	98.5
总市值(亿元)	3943

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

## 目录

投资聚焦	1
行业绝对龙头，经营业绩稳健	2
整体上市激发活力，超前布局全产业链	2
成熟龙头地位稳固，经营业绩稳健增长	3
合资稳定自主崛起，霸主地位无以撼动	5
合资企业经营稳健，新车发力助业绩增长	5
自主业务变革创新，销量增速持续攀升	8
国内汽车零部件市场龙头，新能源智能化拓展新空间	10
国内汽车零部件市场龙头，向全球零部件巨头挺进	10
新能源部件全面布局，智能化储备新空间	12
新能源与智能化并进，引领行业发展新潮流	12
新品投放产能释放，奠定发展牢固基础	15
新品持续投放，优化产品结构	15
生产基地全国布局，增量产能持续释放	16
全产业链百花齐放，挖掘转型升级新机遇	17
全方位布局后市场，加速转型汽车综合服务商	17
大力发展汽车金融，储备盈利增长新亮点	18
国企改革先锋，高现金分红诱人	19
国企改革先锋，创新机制激活	19
高比例现金分红诱人，切实回报公司股东	19
行业增长稳健，创新变革集聚	20
行业增长潜力巨大，SUV 是短期增长主力	20
行业洗牌浪潮开启，自主崛起大势所趋	21
新能源热潮持续，智能化渐入产业化窗口	22
市场转型升级加速，服务与金融展示诱人前景	25
盈利预测、估值与投资评级	25
关键假设与盈利预测	25
估值与投资评级	26
风险因素	27

## 表目录

表 1: 2016 年非公开募集资金用于新能源汽车项目表	13
表 2: 荣威 RX5 部分配置表	14
表 3: 2016 年非公开发行募集资金用于智能化和车联网的项目表	15
表 4: 2017 年上汽集团主要上市新车型示例	16
表 5: 上汽集团主要整车产能及产能利用率 (2016 年底)	16
表 6: 上汽集团主要在建产能 (2016 年底)	17
表 7: 公司近三年普通股股利分配方案	20
表 8: 2013 年-2017 年乘用车行业销量前十名变化情况	21
表 9: 新兴造车势力新能源车型投放计划	22
表 10: 燃料电池支持政策梳理	23

## 图目录

图 1: 上汽集团股权架构与主要下属公司 (截止 2017 年 9 月 30 日)	2
图 2: 上汽集团主要业务布局	2
图 3: 2016 年上汽集团营业收入构成图	3
图 4: 2012-2016 年上汽集团营业收入与增速	3
图 5: 2014-2016 年公司各业务毛利率变化	3
图 6: 上汽集团整车销量与增速走势图	4
图 7: 上汽集团与竞争对手市场份额走势图	4
图 8: 上汽集团整车销量结构变化图	4
图 9: 联营/合营企业投资收益占营业利润比重走势图	4
图 10: 上汽大众销量变化图	5
图 11: 上汽大众营收走势图	5
图 12: 2017 年上汽大众代表性新车图	6
图 13: 上汽大众上市新销量走势图 单位: 辆	6
图 14: 上汽通用产品谱系图	7
图 15: 上汽通用销量变化图	7
图 16: 上汽通用营收走势图	7
图 17: 上汽通用五菱代表车型图	8
图 18: 上汽通用五菱销量变化图	8
图 19: 上汽通用五菱营收走势图	8
图 20: 荣威 RX5 车型图	9
图 21: 上汽集团乘用车分公司销量走势图	9
图 22: 荣威 RX5 上市以来销量走势图 单位: 辆	9
图 23: 上汽大通 D90 车型图	10
图 24: 上汽大通销量走势图	10
图 25: 大通 D90 上市以来销量走势图 (单位: 辆)	10
图 26: 上汽集团零部件业务营收走势 单位: 亿元, %	11
图 27: 上汽变速器主要产品举例	11
图 28: 2012-2016 年华域汽车营收变化 单位: 亿元, %	11
图 29: 联创电子智能驾驶控制决策系统	12
图 30: 2016-2017 年上汽集团新能源乘用车销量走势图	13
图 31: 荣威 Vision-E 和 iGS 车型图	15
图 32: 公司 2012-2016 年贸易业务、劳务及其他板块营业收入	18
图 33: 2012-2016 年金融业务营收走势	19
图 34: 上汽金融板块业务构成	19
图 35: 主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较	21
图 36: 2011-2016 年 SUV 销量、份额与增速	21
图 37: 2017 年 1-11 月中国自主品牌乘用车销量 (万辆)	22
图 38: 2016-2017 年自主品牌汽车月度销量走势图 (辆, %)	22
图 39: 中国智能驾驶顶层设计政策演变图	24
图 40: 全球汽车产业收入结构图	25
图 41: 汽车市场利润发展周期示意图	25

表 11: 全球权威机构智能驾驶层级示意表.....	24
表 12: 上汽集团主要业务收入预测.....	26
表 13: 上汽集团可比公司列表.....	27

## 投资聚焦

**核心观点/投资逻辑:** 中国汽车市场仍具备较大增长潜力，作为中国汽车市场绝对龙头，公司将充分受益于汽车市场稳定增长的市场红利。上汽大众、上汽通用均是中国汽车市场一线主流合资企业，其稳定增长为公司业绩贡献稳定收益。凭借庞大的市场用户基数，上汽通用五菱成功实现由商转乘战略，亦能贡献稳定收益。荣威、大通等自主板块强势崛起，整车业务盈利空间有望改善。华域汽车等零部件业务向全球零部件巨头挺进，电子化、智能化有望改善零部件业务盈利空间。凭借行业龙头优势，公司前瞻布局汽车后市场、汽车金融、移动出行服务等汽车延伸服务市场，引领中国汽车市场转型升级新潮流，储备未来盈利增长点。

**股价催化剂:** 自主品牌强势崛起；产品销售结构持续优化。

**盈利预测与投资评级:** 我们预计上汽集团 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 8392 亿元、8911 亿元和 9897 亿元，归属母公司净利润分别为 349 亿元，380 亿元和 427 亿元，对应 EPS 分别为 2.98 元、3.26 元和 3.66 元。自主强势崛起改善盈利空间，强势合资保障稳定业绩，汽车服务储备未来增长空间。 公司是中国汽车市场绝对龙头企业，首次覆盖我们给予“增持”评级。

### 风险因素

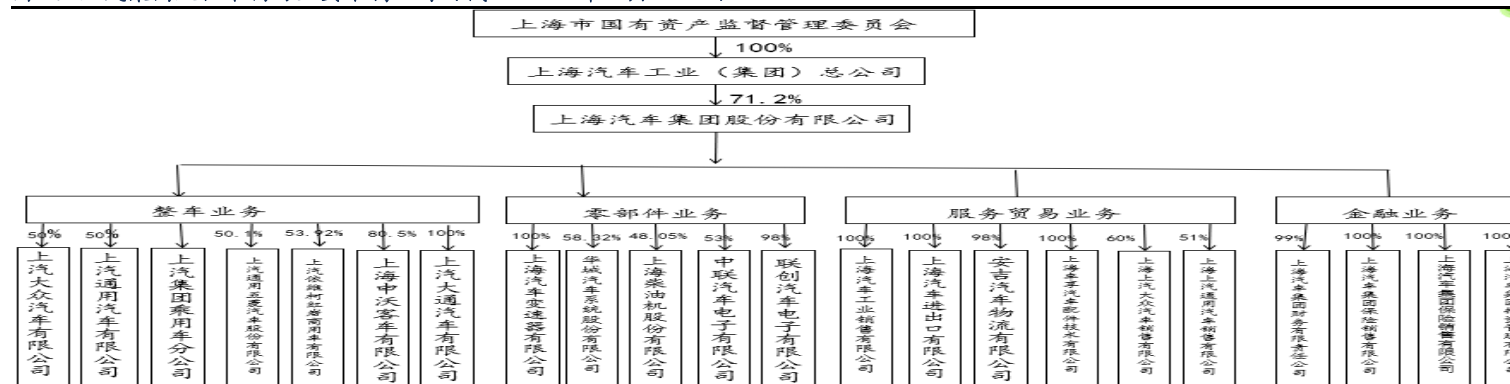
1. 汽车市场增速不及预期风险；
2. 市场竞争加剧风险；
3. 国企改革举措实施效果不及预期风险。

## 行业绝对龙头，经营业绩稳健

### 整体上市激发活力，超前布局全产业链

上汽集团起步于 20 世纪 50 年代，现已成为 A 股最大汽车上市公司。2017 年公司世界 500 强排名第 41 位，较 2016 年上升 5 位。2011 年公司将整车、零部件和服务贸易资产注入上汽集团，实现整体上市。截止 2017 年 9 月 30 日，公司总股本是 11,683,461,365 股，上海市国有资产监督管理委员会为实际控制人。

图 1: 上汽集团股权架构与主要下属公司 (截止 2017 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 股权比例包含直接持股和间接持股

核心业务覆盖全产业链。公司四大业务模块涵盖整车、零部件、汽车服务贸易、汽车金融等全产业链体系。公司整车业务覆盖乘用车和商用车，并积极推进新能源汽车、智能驾驶汽车等前沿技术研究开发。零部件业务包括发动机、变速箱、底盘、电子电气、制动系统、内外饰等零部件产品。汽车金融业务涵盖汽车金融、公司金融、股权投资和保险销售等业务领域。

图 2: 上汽集团主要业务布局



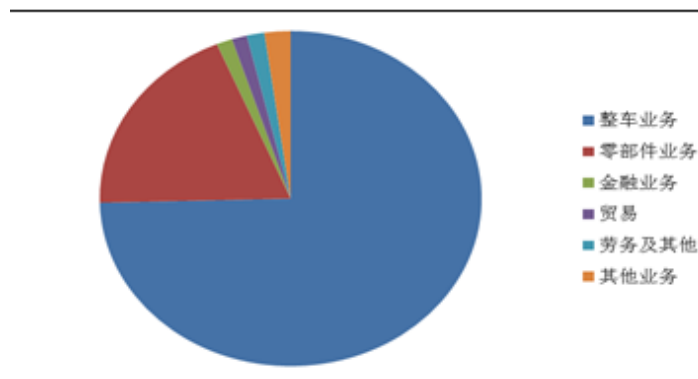
资料来源: 上汽集团公司官网, 信达证券研发中心整理

### 成熟龙头地位稳固，经营业绩稳健增长

2017年前三季度公司实现营业收入6080.5亿元，同比增长14.38%，实现归属于上市公司股东净利润246.39亿元，同比增长6.7%。2012年至2016年公司营收年均增长11.77%，公司经营业绩稳健增长。

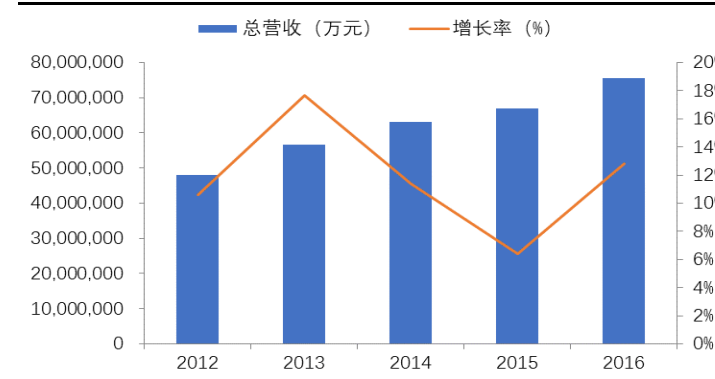
公司最大收入来源是整车板块，2016年整车板块实现营业收入为5643.01亿元，占营业总收入的74.60%，毛利率为10.95%。零部件业务是公司第二大业务，2016年营收占比是19.08%，毛利率是20.4%。金融业务营收占比较低，却是毛利率水平最高的业务，2016年金融业务毛利率是78.53%。整车业务与零部件业务属于成熟业务，毛利率基本保持稳定，汽车金融业务处于快速成长期，毛利率水平平稳提升。

图3：2016年上汽集团营业收入构成图



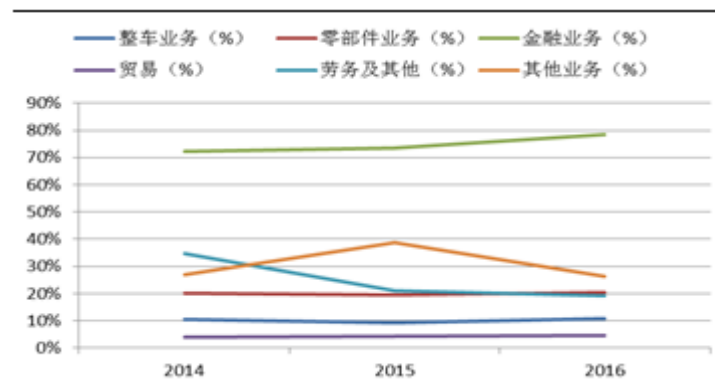
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图4：2012-2016年上汽集团营业收入与增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图5：2014-2016年公司各业务毛利率变化

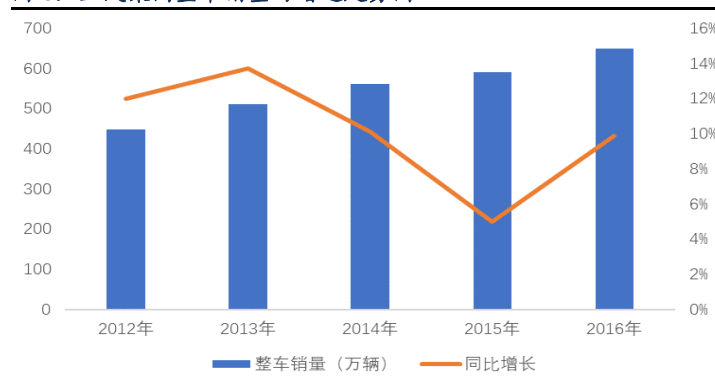


资料来源：万得，信达证券研发中心



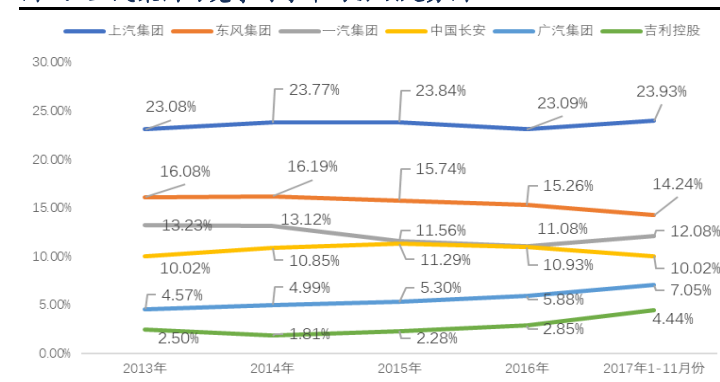
公司最新公告数据显示，2017年12月公司整车销售73.3万辆，同比增长1.4%。2017年，公司累计销售693万辆，同比增长6.8%。从近几年主要汽车集团市场地位趋势看，上汽集团市场份额基本维持在23%，行业龙头地位难以撼动。

**图 6：上汽集团整车销量与增速走势图**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

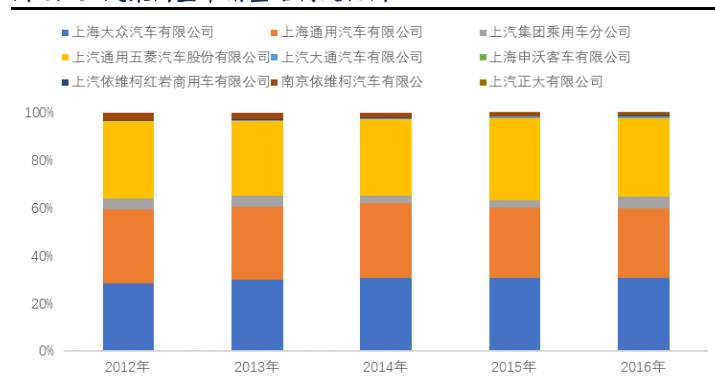
**图 7：上汽集团与竞争对手市场份额走势图**



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心，注：统计口径为集团

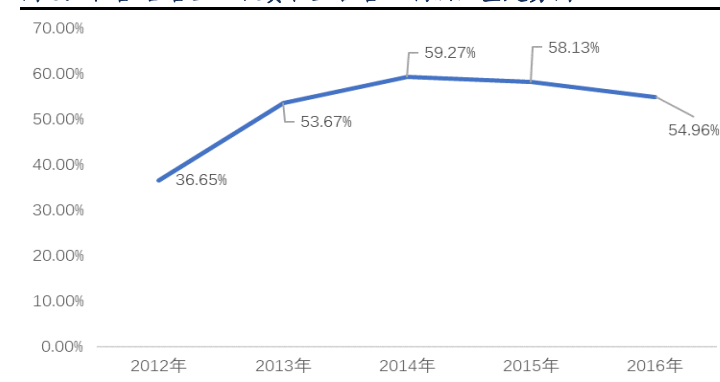
从公司整车销量构成分析，上汽大众、上汽通用和通用五菱等合资业务所占比重最大，是公司销量绝对主力。从公司营业利润构成看，合资企业投资收益比重基本维持在50%以上，是企业利润主要贡献者。

**图 8：上汽集团整车销量结构变化图**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 9：联营/合营企业投资收益占营业利润比重走势图**



资料来源：公司年报，信达证券研发中心



## 合资稳定自主崛起，霸主地位无以撼动

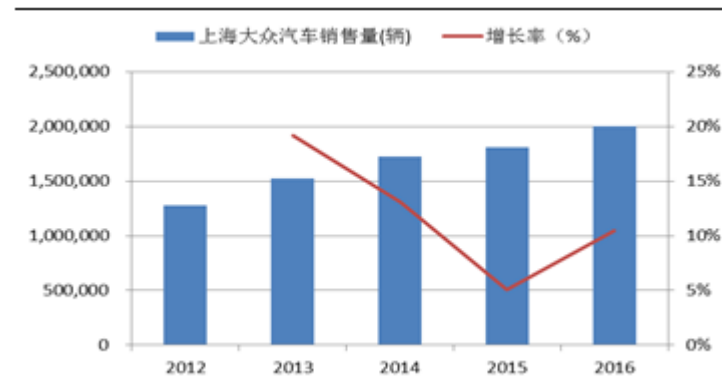
中国汽车工业协会统计数据显示，2017年前11个月，中国汽车市场同比增长3.6%，其中乘用车市场同比增长仅1.9%。上汽集团市场增速是7.5%，远高于市场平均水平，合资板块和自主业务均功不可没。2017年1-11月，上汽乘用车分公司和上汽大通等自主板块实现高速增长，分别实现整车销售46.7万辆和6.2万辆，同比增长70%和46%。合资业务保持平稳增长，增速均高于市场平均水平。上汽大众实现销量187万辆，同比增长3.5%，上汽通用实现销量167万辆，同比增长6.3%。公司合资与自主并肩前进，整车业务平稳增长。

### 合资企业经营稳健，新车发力助业绩增长

#### 合资支点一：上汽大众年销量超200万辆

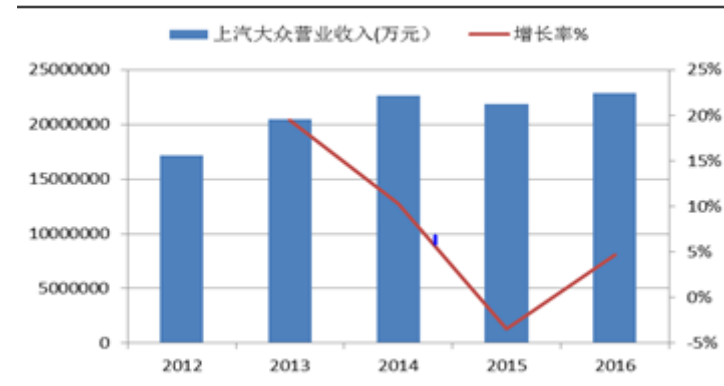
上汽大众拥有大众和斯柯达品牌，产品覆盖轿车、SUV、MPV等细分市场。大众品牌包括Polo、新桑塔纳、朗逸、凌度、帕萨特、辉昂、途观、途观L、途昂和途安等车型，斯柯达品牌包括晶锐、昕锐、昕动、明锐、明锐旅行车、速派、YETI和柯迪亚克等车型。2016年，上汽大众成为中国唯一一年销量突破200万辆的乘用车企业，年营业收入稳定在2000亿元以上。

图 10：上汽大众销量变化图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：上汽大众营收走势图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

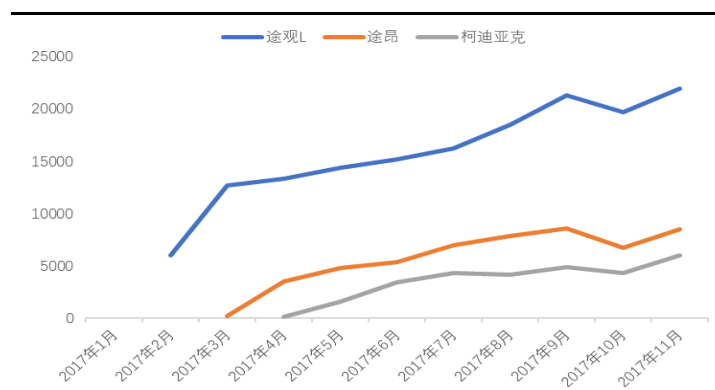
2017年，上汽大众推出多款SUV新车型，完善SUV细分市场产品布局。2017年1月，德系高端中型SUV途观L开始发售，自上市以来每月销量均在1万辆以上。2017年3月大型高端SUV途昂上市，目前月销量稳定在8000辆左右。斯柯达中型SUV柯迪亚克于4月19日上市，市场销量平稳上升。

图 12: 2017 年上汽大众代表性新车图



资料来源: 上汽大众公司官网, 信达证券研发中心

图 13: 上汽大众上市新销量走势图 单位: 辆

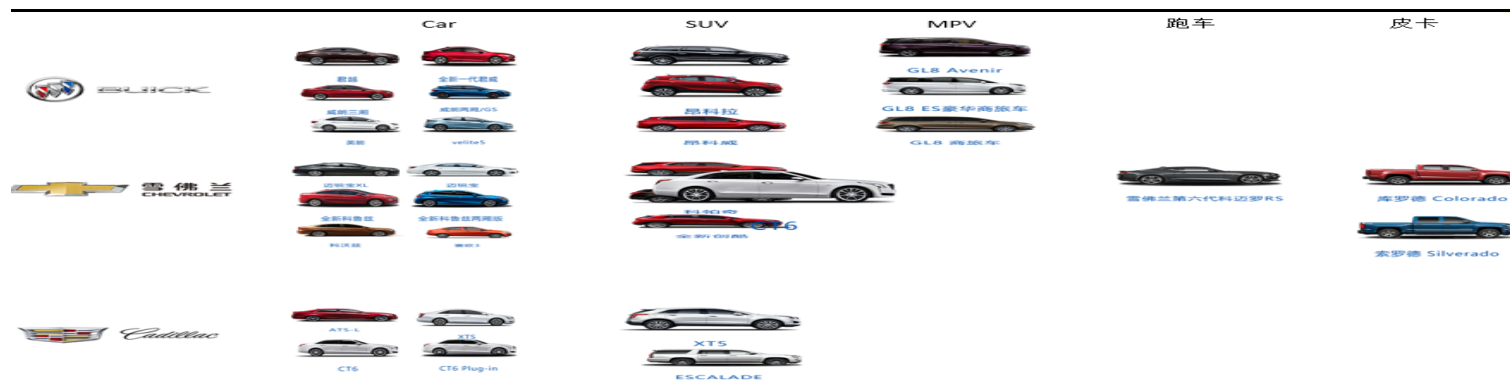


资料来源: 交强险, 信达证券研发中心

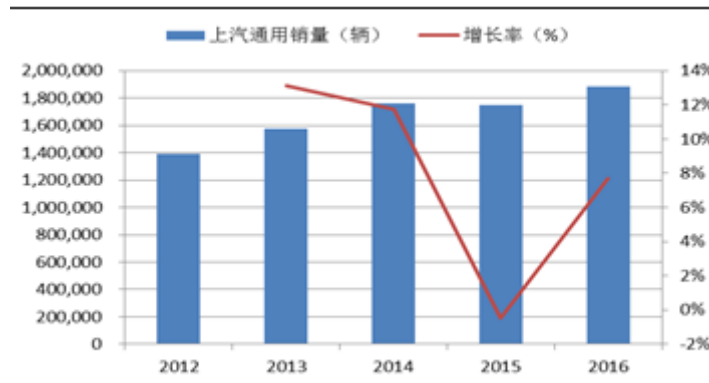
### 合资支点二: 上汽通用百花齐放, 豪华品牌助力发展

上汽通用汽车有限公司成立于 1997 年, 拥有别克、雪佛兰、凯迪拉克等汽车品牌。别克品牌拥有新能源车型、高档轿车、高档 MPV 和高档 SUV 四大产品线。雪佛兰覆盖中高级车、中级车、紧凑型车、小型车、SUV、跑车、皮卡等车型, 逐步形成全系列产品布局。近年来, 上汽通用非常注重豪华车型投放, 凯迪拉克品牌已拥有 ATS-L、XTS、CT6 等豪华车型。

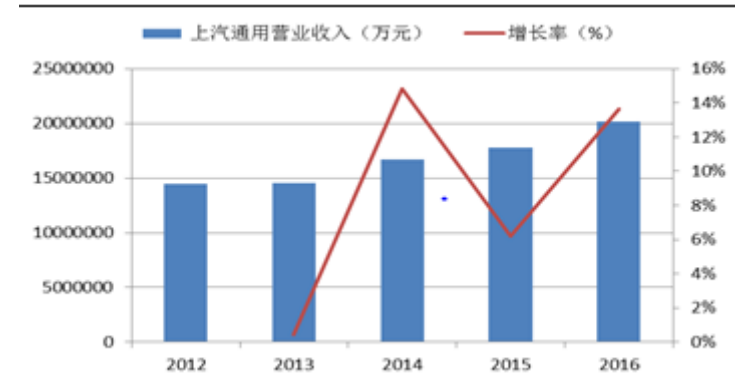
2017 年 1-11 月上汽通用实现销量 178 万辆, 同比增加 6.3%。2017 年, 上汽通用发布雪佛兰 FNR-X 概念车、凯迪拉克 ESCALA 概念车、别克全新君威、GL6 等全新车型或者概念车型。

**图 14: 上汽通用产品谱系图**


资料来源: 上汽通用公司官网, 信达证券研发中心

**图 15: 上汽通用销量变化图**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 16: 上汽通用营收走势图**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 合资支点三: 通用五菱销量持续领先, 规模庞大是制胜法宝

上汽通用五菱于 2002 年 11 月成立, 由上海汽车集团股份有限公司、通用汽车(中国)公司、柳州五菱汽车有限责任公司三方合资组建, 旗下拥有五菱和宝骏两大品牌。五菱品牌拥有五菱之光、五菱荣光、五菱宏光等热门产品。宝骏品牌产品涉及轿车、MPV、SUV、新能源车等市场领域, 拥有宝骏 730、宝骏 560、宝骏 510 等热门产品。

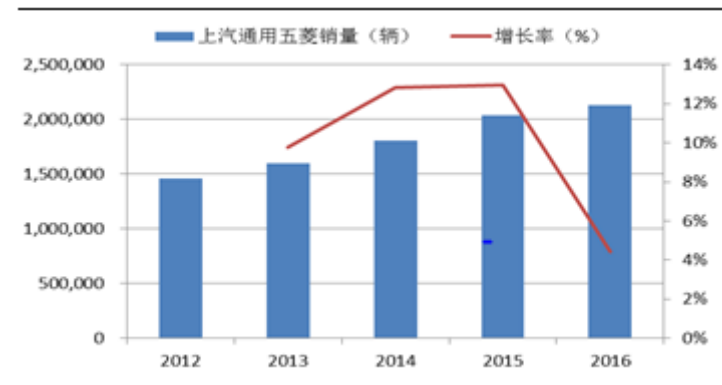
图 17: 上汽通用五菱代表车型图



资料来源: 上汽通用五菱公司官网, 信达证券研发中心

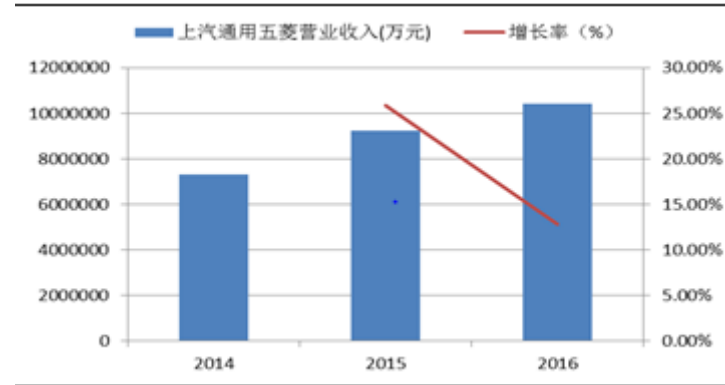
2017 年 1-11 月, 上汽通用五菱累计销量为 190 万辆, 同比微增 1.6%。2016 年实现营业收入 1040.6 亿元, 同比增长 12.8%。上汽通用五菱得益于庞大的市场存量规模, 成为上汽集团整车业务模块重要组成部分。

图 18: 上汽通用五菱销量变化图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 上汽通用五菱营收走势图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

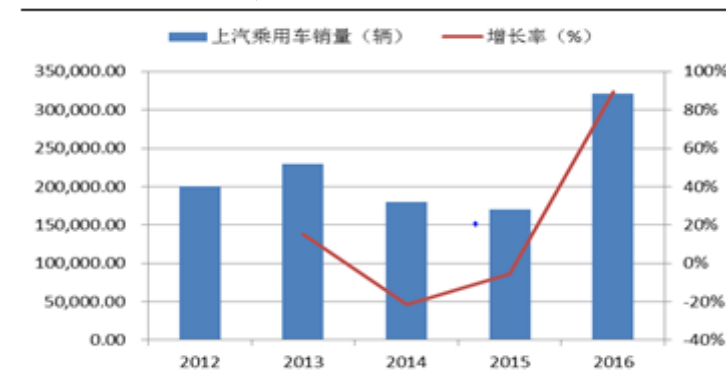
### 自主业务变革创新, 销量增速持续攀升

#### 荣威大通持续发力, 创造增量新空间

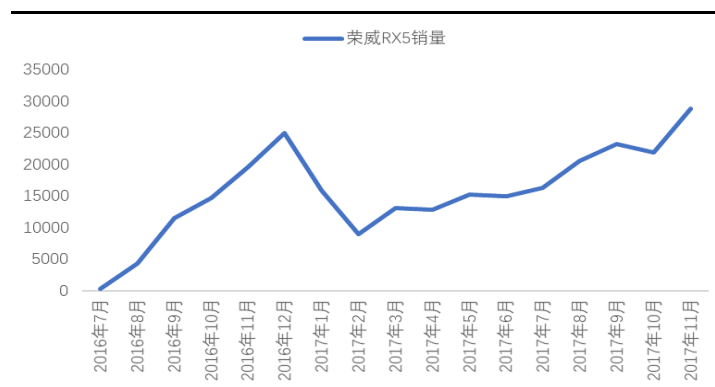
2016 年上汽乘用车分公司销量增速超 80%, 荣威 RX5 是乘用车分公司销量迅速攀升的重要支撑。荣威 RX5 由上汽和阿里巴巴合作研发, 是国内市场首款智能互联网 SUV。2016 年 7 月, 荣威 RX5 车型上市, 售价区间是 9.48-18.18 万。

**图 20: 荣威 RX5 车型图**


资料来源: 上汽集团乘用车分公司官网, 信达证券研发中心

**图 21: 上汽集团乘用车分公司销量走势图**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 22: 荣威 RX5 上市以来销量走势图 单位: 辆**


资料来源: 交强险, 信达证券研发中心整理

上汽大通是公司自主板块重要组成部分, 致力于业务模式和商业模式变革, 开创 C2B 业务模式。2017 年 8 月, 上汽大通通过新上市智能互联网 SUV——D90, 首次尝试 C2B 购车模式, 消费者可以实现线上定制。

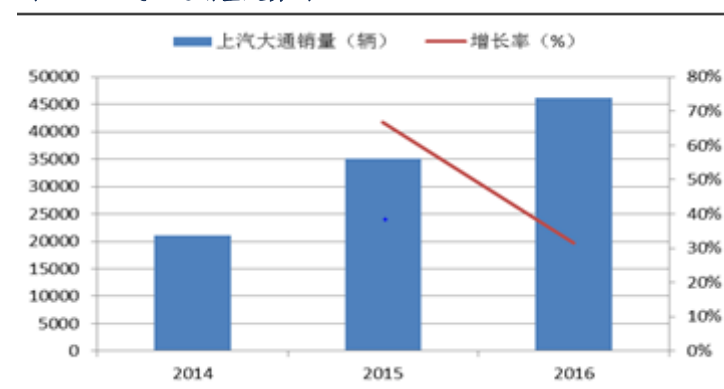


图 23: 上汽大通 D90 车型图



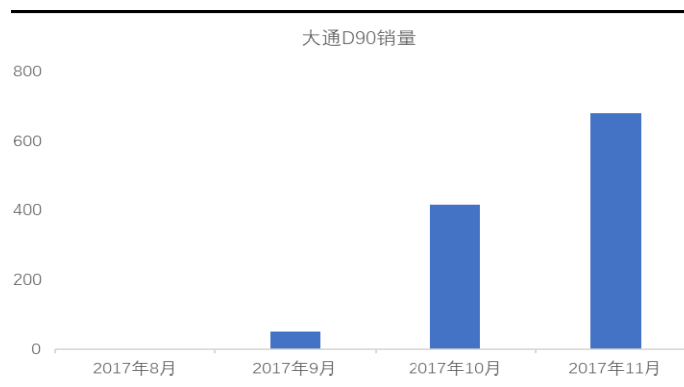
资料来源: 上汽大通公司官网, 信达证券研发中心

图 24: 上汽大通销量走势图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 大通 D90 上市以来销量走势图 (单位: 辆)



资料来源: 交强险, 信达证券研发中心

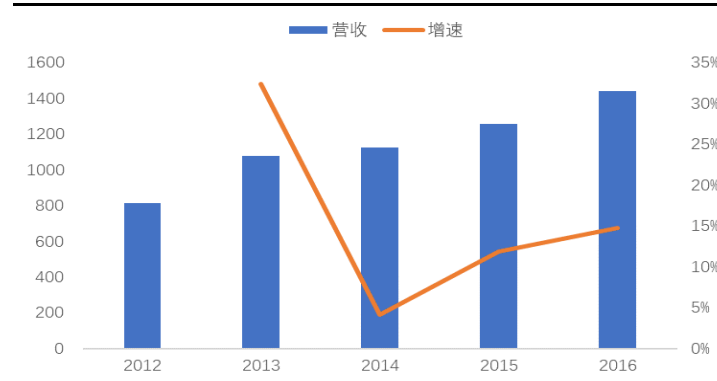
## 国内汽车零部件市场龙头, 新能源智能化拓展新空间

### 国内汽车零部件市场龙头, 向全球零部件巨头挺进

公司零部件业务板块主要包括上海汽车变速器有限公司、联合汽车电子有限公司、华域汽车系统股份有限公司等企业。2016年, 公司零部件业务板块实现营业收入 1443 亿元, 同比增长 14.76%。

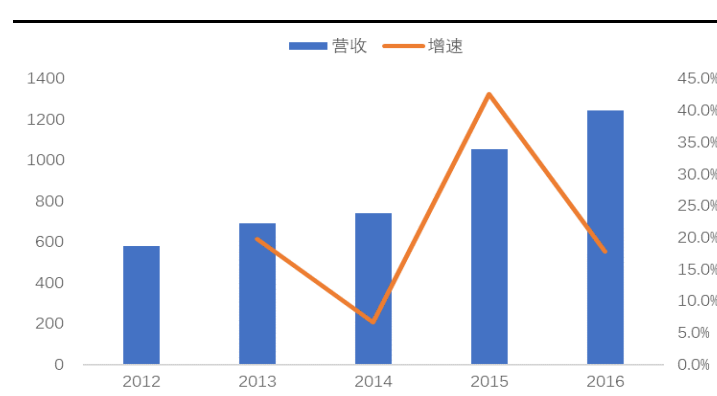
华域汽车是公司零部件业务最重要的业务模块，是上汽集团控股子公司，于2009年上市。华域汽车集汽车零部件研发、生产及销售于一体，是国内汽车零部件领域的龙头企业。2017年前三季度实现营业收入1037亿元，同比增长11.7%，华域汽车板块基本保持稳定增长态势。上汽变速器是上汽集团全资子公司，是国内最具影响力的汽车变速器专业研发、制造企业之一。上汽变速器是国内首家可以批量生产DCT360湿式双离合器变速器和DCT250干式双离合器变速器的生产企业，具有丰富的新能源混合动力变速器研发、生产经验，是上汽集团混合动力变速器的生产制造基地。2015年华域汽车完成延锋公司和江森自控全球汽车内饰业务重组工作，成立由华域汽车控股70%的、全球最大汽车内饰系统供应商——延锋汽车内饰系统有限公司，上汽集团零部件业务板块向全球汽车零部件巨头挺进。

**图 26: 上汽集团零部件业务营收走势 单位: 亿元, %**



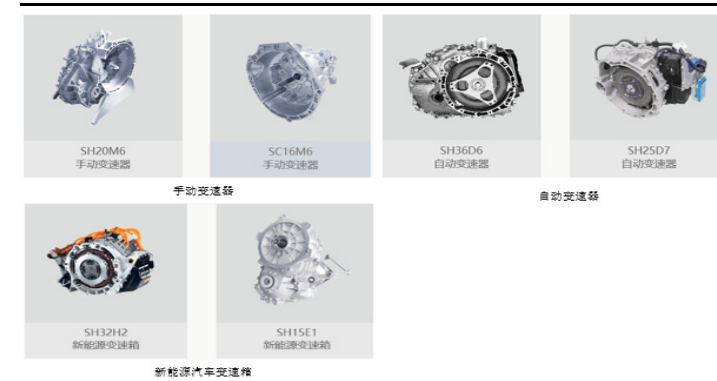
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 28: 2012-2016 年华域汽车营收变化 单位: 亿元, %**



资料来源: 华域汽车公司年报, 信达证券研发中心

**图 27: 上汽变速器主要产品举例**



资料来源: 上汽变速器公司官网, 信达证券研发中心

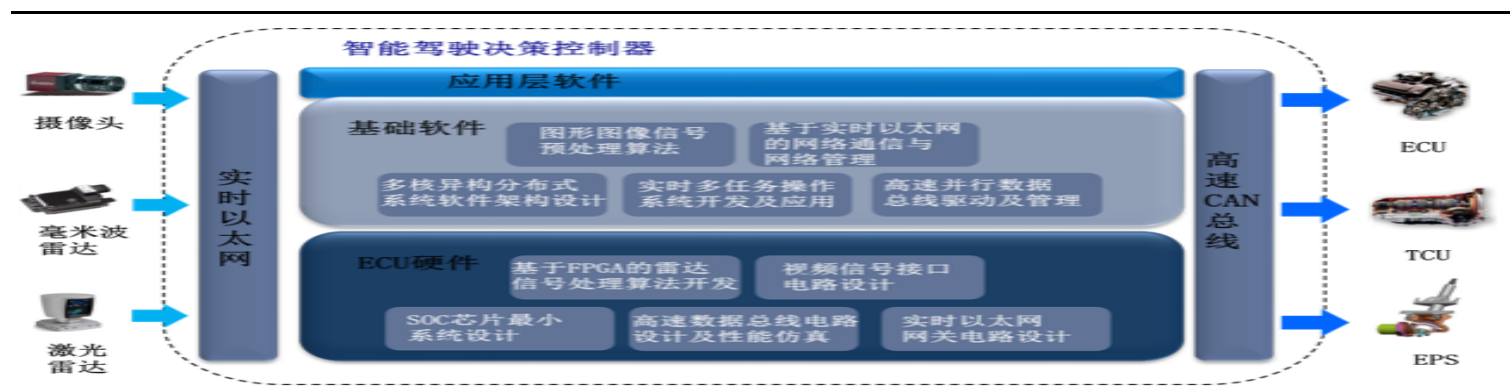


## 新能源部件全面布局，智能化储备新空间

公司通过自主研发和合资合作，积极介入新能源汽车核心部件研发生产。一方面，公司积极推动电机、电控等零部件自主研发。华域汽车驱动电机实现量产配套供货，公司收购关联公司捷能公司 90% 股权，全面布局新能源“三电”核心技术领域。捷能公司是上汽孵化新能源动力系统的技术开发公司，已在插电强混、纯电动和燃料电池领域形成多项产品和大量技术积累，在核心技术“三电”领域形成了基本完备且可持续发展的技术能力，公司收购捷能将进一步提升公司新能源汽车领域核心竞争力。另一方面，公司不断完善动力电池产业布局。2017 年 6 月，公司与宁德时代签订合作项目，分别成立时代上汽动力电池有限公司和上汽时代动力电池系统有限公司，以超百亿规模投资进军新能源汽车电池领域。

公司积极布局智能驾驶汽车领域等前沿技术零部件。公司控股子公司华域汽车以毫米波雷达为基础，积极研发智能驾驶主动感应系统（ADAS），部分 24Hz 后向毫米波雷达产品已经可以实现量产。作为公司间接控股子公司，联创电子积极研发智能驾驶决策控制器，该控制器系统可收集视觉、雷达、惯导等多个传感器信息，并加以融合，从而做出决策，最终对汽车进行驾驶控制，实现无人驾驶应用。

图 29：联创电子智能驾驶控制决策系统



资料来源：联创电子公司官网，信达证券研发中心

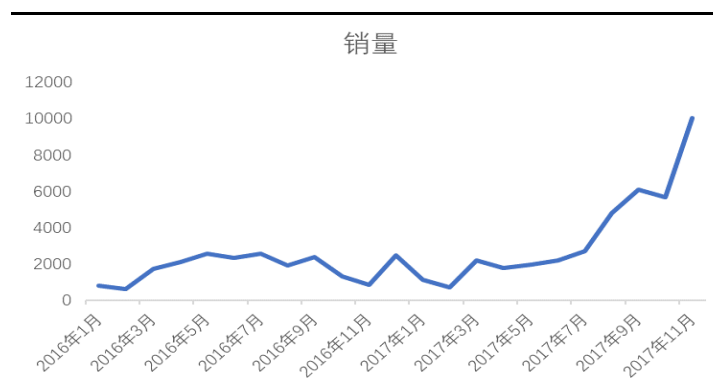
## 新能源与智能化并进，引领行业发展新潮流

公司提出“电动化、网联化、智能化、共享化”等汽车行业发展趋势，积极推进新能源汽车、互联网汽车等前沿技术产业化。

在“电动化”领域，公司一直致力于新能源汽车研发和制造，不断推进插电混合、纯电动汽车的规模产业化，推动燃料电池汽车前沿技术研发工作。公司是中国唯一拥有插电强混、纯电动、燃料电池技术等全方位新能源汽车技术储备的汽车集团。公司已推出荣威 eRX5、荣威 e950、荣威 e550、大通 EV80、大通 EG10 等新能源整车产品，已经具备批量生产第一代电驱

变速箱 EDU 能力， 燃料电池 300 型大功率高密度电堆开发项目也已启动。

图 30：2016-2017 年上汽集团新能源乘用车销量走势图



资料来源：交强险，信达证券研发中心

注：动力类型包括氢燃料电池、增程式混动、插电混动、纯电动、混动

2016 年公司通过非公开发行募集资金 150 亿，其中 40 亿资金用于自主品牌乘用车节能与新能源汽车新产品项目，公司预计到 2020 年，投入产业化的自主品牌节能与新能源乘用车市场年销量是 30 万辆，年销售收入约 400 亿元。公司自主品牌商用车新能源汽车新产品项目使用募集资金 18 亿元，公司预计至 2020 年，投入产业化的自主品牌新能源商用车年销量超过 2.2 万辆，年销售收入超过 68 亿元。

表 1：2016 年非公开募集资金用于新能源汽车项目表

项目名称	项目总投资金额 (人民币亿元)	拟使用募集资 额(人民币亿元)	项目概况
上汽集团自主品牌乘用车节能与新能源汽车新产品项目	41.11	40	纯电动、插电式混合动力、非插电深度混合动力三种技术路线相关新车型研发。
上汽集团自主品牌商用车新能源汽车新产品项目	19.56	18	用于新能源汽车新产品研发，在 G10、V80、S 架构、SV63 四个平台进行纯电动、插电混合动力、燃料电池等相关车型新能源整车研发。
上汽变速器混合动力 EDU 变速器扩能和产品升级项目	14.51	14	由 EDU 三期新增 7JPH 扩能项目（总产能 10JPH）和混合动力 EDU Gen2 项目。形成 6 万台混合动力 EDU Gen1 变速器生产能力
上汽集团燃料电池汽车前瞻技术研发项目	7.19	5	300 型燃料电池系统开发；基于量产的乘用车整车

平台的燃料电池整车开发。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

在“网联化”领域，上汽集团与阿里巴巴 YunOS 系统合作，推出荣威 RX5。凭借 RX5 火爆销售形势，上汽集团顺势推出“年轻人的首款互联网 SUV”名爵 ZS、“全球首款量产互联网家轿”荣威 i6 和互联网皮卡大通 T60。互联网汽车覆盖轿车、SUV、皮卡等众多细分市场，公司在网联汽车领域竞争优势不断提升。

**表 2：荣威 RX5 部分配置表**

配置	配置详情
智能蓝牙钥匙	-
7 英寸交互式虚拟表	与主机交互显示导航、车辆状态、音乐等信息
四旋翼无人机介入系统	-
互联网汽车智能系统	10.4 英寸高清触控电容屏；智慧个性导航； 精微语音交互；远程车辆控制；一键拍摄分享； 4G 通信、车载 wifi；OTA 无限迭代升级
Inkalink 娱乐行车系统	8 英寸高清触控电容屏；精准导航系统； 手机随心互联；蓝牙手机免提系统；多媒体影音娱乐

资料来源：荣威官网，信达证券研发中心

在“智能化”领域，上汽集团已经开发出两代智能驾驶整车平台和集成 5G 技术的车联网平台，完成高速公路、城区及车队等模拟测试。2017 年 6 月，上汽与中国移动、华为签署三方合作协议，推进以 C-V2X 技术为核心的智能出行服务，智能出行产品解决方案 2019 年实现可规模化商用，2020 年布局智慧城市智慧交通系统商业服务。上汽集团已经实现基于 LTE-V 的 V2X 功能在荣威 RX5 车型上集成开发。上汽集团于 2015 年推出首款智能驾驶汽车 iGS，2017 年推出荣威“光之翼”Vision-E 概念车，该车拥有自动驾驶、自主泊车、无线充电功能等智能科技功能。

**图 31: 荣威 Vision-E 和 iGS 车型图**


资料来源: 汽车之家, 信达证券研发中心

2016 年公司非公开发行募集资金 150 亿, 其中 34 亿资金用于智能化和互联网汽车研发应用项目, 以推进互联网汽车和智能驾驶的产业化进程。

**表 3: 2016 年非公开发行募集资金用于智能化和车联网的项目表**

项目名称	项目总投资 (亿元)	拟使用募集资金(亿元)	主要内容
商用车智能化大规模定制业务模式开发及应用项目	30	20	开发适用于商用车智能化大规模定制业务模式的发展策略和技术实施方案; 建立客户全过程参与的定制化业务平台和数据系统。
上汽集团智能驾驶汽车前瞻技术研发项目	7.5	7	高速公路及城区道路自动驾驶、自主泊车及相关技术亮点应用的智能驾驶系统集成、控制策略及软件开发、关键零部件的技术研发, 以及自动驾驶汽车整车集成关键技术研发。
上汽集团自主品牌互联网汽车应用开发项目	8.43	7	用于远程信息处理器 (T-BOX)、大屏幕娱乐机、虚拟仪表等车载硬件设施及车载互联网系统的应用开发, 使车载互联技术的功能在自主品牌荣威/名爵车型平台上得以实现。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 新品投放产能释放, 奠定发展牢固基础

### 新品持续投放, 优化产品结构

为适应新能源汽车快速发展和 SUV 持续热销市场趋势, 公司不断推出新车型, 持续优化产品销售结构。2017 年, 公司推出

多款新能源及互联网汽车，持续完善 SUV、MPV 等细分市场产品布局。

**表 4: 2017 年上汽集团主要上市新车型示例**

所属品牌或公司	车型	上市时间	备注
荣威	i6	2017.02	全新紧凑型车
	ei6	2017.04	新能源车型
	ERX5	2017.06	新能源车型、SUV
	RX3	2017.11	紧凑型 SUV
	名爵	ZS	2017.03
	全新 MG3	2017.08	
上汽大众	途昂	2017.03	SUV
	柯迪亚克	2017.04	SUV
上汽通用	别克全新一代君威	2017.07	
	2018 款探界者	2017.09	SUV
	凯迪拉克 XT5 混动车型	2017.08	新能源车型
	别克 GL6	2017.11	MPV
上汽通用五菱	宝骏 310W	2017.7	旅行车
	宝骏 510	2017.2	小型 SUV

资料来源：汽车之家，信达证券研发中心

## 生产基地全国布局，增量产能持续释放

公司生产基地遍布全国，多数生产基地产能利用率超过 100%。为满足持续增长的汽车市场需求，上汽集团各公司均大力建设新生产工厂，或者扩建现有基地生产规模。公司不仅致力于产能扩充，更倡导“绿色产能”，2017 年 4 月上汽大通建造 C2B 大规模智能定制工厂，有效提高建筑面积利用率，减少工厂能耗损失。

**表 5: 上汽集团主要整车产能及产能利用率（2016 年底）**

主要工厂名称	生产基地分布	设计产能（万辆）	产能（万辆）	产能利用率（%）
上汽大众汽车有限公司	上海、南京、宁波、仪征、长沙、乌鲁木齐	154.8	196.9	127
上汽通用汽车有限公司	上海、烟台、武汉、沈阳	166.8	187.6	112
上汽集团乘用车分公司	上海、南京、郑州	28	32	114

上汽通用五菱汽车股份有限公司	柳州、青岛、重庆	176	214.4	122
上汽大通汽车有限公司	无锡、南京	5.2	4.7	91
上海申沃客车有限公司	上海	0.2	0.2	100
上汽依维柯红岩商用车有限公司	重庆	2.8	1.6	57
南京依维柯汽车有限公司	南京	14	7.4	53

资料来源：2016 年度公司年报，信达证券研发中心

**表 6：上汽集团主要在建产能（2016 年底）**

在建产能工厂名称	计划投资/万元	报告期内投资/万元	累积投资/万元	预计投产日期	预计产能（辆）
上汽集团乘用车浦口基地扩建	145,160	128,580	145,160	2017 年	120,000
上汽大众宁波分公司扩建	637,314	89,961	399,992	2018 年	240,000
上汽通用武汉北厂扩建	354,000	173,658	241,658	2017 年	240,000
上汽大通无锡制造基地扩建	217,679	38,770	184,906	2017 年	124,000
上汽-正大泰国新工厂	145,600	2,857	33,257	2018 年	40,000
上汽通用五菱印尼工厂	255,260	104,300	144,200	2017 年	60,000

资料来源：2016 年度公司年报，信达证券研发中心

## 全产业链百花齐放，挖掘转型升级新机遇

### 全方位布局后市场，加速转型汽车综合服务商

公司汽车后市场服务业务涵盖汽车销售与服务、汽车物流、相关延伸服务等板块，下属企业包括上海汽车工业销售有限公司、上海汽车进出口有限公司、上海车享科技产业有限公司、安吉汽车物流有限公司、环球车享汽车租赁有限公司等。2016 年贸易业务实现营业收入 97.1 亿元，同比减少 1.93%；劳务及其他业务实现营业收入 112.6 亿元，同比增长 25%。

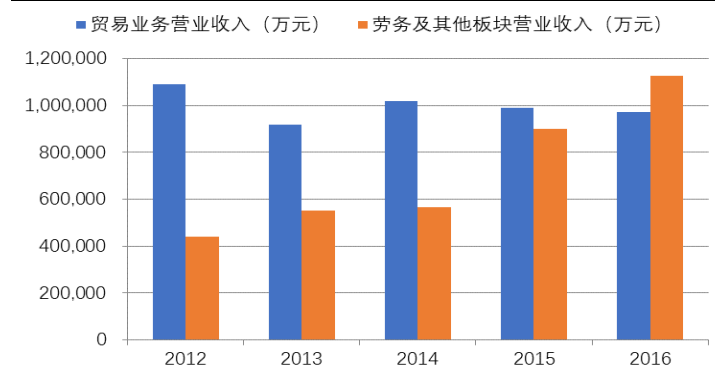
全生命周期产业布局，转型移动出行服务商。车享公司是公司转型全生命周期服务商的重要载体，是中国汽车市场首个全生命周期 O2O 电子商务平台。车享平台于 2014 年上线，主要提供一站式“看、选、买、用、卖”O2O 服务。旗下拥有车享网、车享家、车享家 App 等业务承接平台，涵盖车享新车、车享二手车、车享汇、车享付、车享配等业务类型。环球车享旗下“EVCARD”和“e 享天开”主要提供电动车分时租赁和长租服务，是企业转型出行服务商的重要载体。2016 年，上汽集团合并 e 享天开和 EVCARD 分时租赁业务，2016 年 5 月成立环球车享汽车租赁有限公司。EVCARD 核心业务是电动汽车分时租赁，融合了车联网技术和共享服务模式。

安吉物流是国内最大的第三方汽车物流供应商，主要提供整车物流、零部件物流、口岸物流、航运物流、国际物流、大件物



流等服务。2017年7月，上汽集团和中国铁路总公司签署战略合作协议，为消费者提供专业化、一体化供应链服务。上汽可利用铁路运输能力强和铁路网覆盖率高的优势，结合自身先进互联网系统，打造覆盖全国的多式联运服务开放平台。

**图 32: 公司 2012-2016 年贸易业务、劳务及其他板块营业收入**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

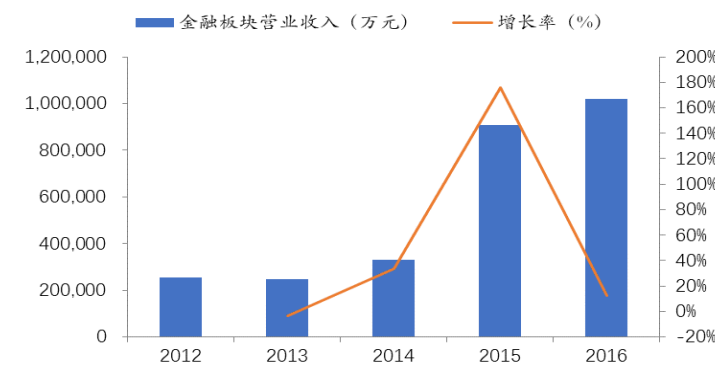
中国汽车保有量稳定增长，汽车美容、保养、汽车用品等消费需求快速增长。为抓住产业发展历史机遇，在 2016 年非公开募集资金使用计划中，公司拟使用 4 亿元募集资金，扩大对车享网项目投资。根据公司计划，车享网到 2020 年在运营方面具备线上线下无缝客户体验与管理闭环 O2O 的能力，具备通过协同营销打造成为目标客户线上主入口的品牌营销能力，在会员管理方面具有培养与经营会员及高客户黏度的能力。

### 大力发展汽车金融，储备盈利增长新亮点

公司汽车金融业务提供汽车金融、公司金融、股权投资、保险销售等服务。金融板块包括上海汽车集团财务有限责任公司、上汽通用汽车金融有限责任公司、上海汽车集团股权投资有限公司、上海汽车创业投资有限公司、上海汽车集团保险销售有限公司等公司。2016 年，汽车金融业务实现营业收入 101.79 亿元，同比增长 12.18%。

在 2016 年非公开募集资金使用计划中，公司拟投资 30 亿元全部用于上汽财务公司汽车金融服务业务拓展。该项目将进一步扩大上汽财务公司汽车金融业务的规模 and 市场份额，结合公司云计算和数据平台建设，打造汽车金融社会化服务平台和线上线下汽车金融生活圈。项目资金主要运用方向包括汽车批发融资业务、零售融资业务及互联网金融拓展。



**图 33：2012-2016 年金融业务营收走势**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 34：上汽金融板块业务构成**


资料来源：上汽集团公司官网，信达证券研发中心

## 国企改革先锋，高现金分红诱人

### 国企改革先锋，创新机制激活

公司积极完善多元化激励制度，营造高绩效、高激励的良好氛围。为提高公司经营业绩，实现可持续发展，公司持续完善相关管理规章和激励制度。

**建设职业经理人方案，完善激励制度。**为了吸引和稳定中高级管理人员和关键骨干等核心人才队伍，2012 年公司制定《激励基金计划》，规定公司根据激励对象年薪总额及绩效评价结果，在之后三年内分三次发放年度激励基金。为使员工与公司利益共享，公司对全体员工实施净利润增量激励分配制度。为调动关键人员的积极性和创造性，公司实施了技术、管理创新奖励资金项目。2017 年 5 月份，公司同意实施公司职业经理人方案，通过《上海汽车集团股份有限公司职业经理人考核薪酬办法》。为支持公司创新转型，实现可持续发展，公司制订新一轮《上海汽车集团股份有限公司激励基金计划》，实施周期为 2017 年-2020 年。公司制定系列激励制度，利于激发经营者创新活力，有效促进创新转型和持续发展。

**建立完善容错机制，激发创新活力。**公司在《上汽集团公司章程(2015 修订)》中增加相关内容：“在符合法律法规和内控制度的前提下，创新项目未能实现预期目标，且未牟取私利、勤勉尽责的，不对相关人员做负面评价。”容错机制涉及业务范围包括前瞻性技术领域、开创性研发、业务模式创新、种子基金项目以及风投基金项目等方面。容错机制利于进一步激发员工创新活力，推动公司创新转型进程。

### 高比例现金分红诱人，切实回报公司股东

坚持高比例现金分红，脚踏实地回报公司普通股东。2016 年，公司以总股本 117 亿股为基数，每 10 股派送现金红利 16.5 元

(含税), 共计分红 192.8 亿元。2014 年-2016 年, 公司以现金分红方式累计分红金额合计 486 亿元, 现金分红总额占当年归属股东净利润的比重持续超过 50%。

表 7: 公司近三年普通股股利分配方案

分红年度	每 10 股送红股数 (股)	每 10 股派息数 (含税)/元	每 10 股转增数 (股)	现金分红的数额 (含税) /元	分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润/元	占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率 (%)
2016 年	-	16.5	-	19,277,711,252.25	32,008,610,688.65	60.23
2015 年	-	13.6	-	14,994,770,615.44	29,793,790,723.65	50.33
2014 年	-	13	-	14,333,236,617.70	27,973,441,274.41	51.24

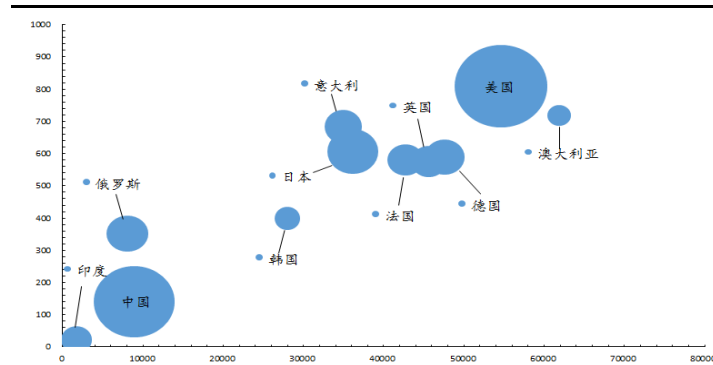
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

## 行业增长稳健，创新变革集聚

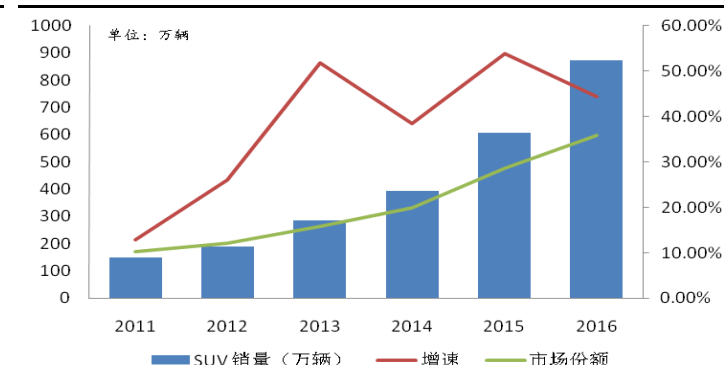
### 行业增长潜力巨大，SUV 是短期增长主力

中国经济继续保持平稳增长, 人们收入水平不断提高, 中国潜在汽车消费需求仍然巨大, 汽车消费仍属于“首次刚需消费”阶段。从人均 GDP 和汽车保有量国际横向比较看, 中国中长期汽车市场仍拥有较大增长潜力。从短期市场走势看, 考虑宏观经济增速继续回落、汽车产业转型升级等因素, 2018 年中国车市保持低速增长态势。2018 年购置税政策退出也会影响短期终端需求, 我们预计乘用车市场销量有望实现 3% 左右的增长。

SUV 热持续多年, 至今仍是国人最为喜欢的车型, 2017 年前十个月运动型多用途乘用车 (SUV) 销售 798.19 万辆, 市场份额达 40.9%。汽车消费升级已成大势, SUV 热潮仍将持续, 仍是乘用车市场增长的重要动力。

**图 35: 主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

**图 36: 2011-2016 年 SUV 销量、份额与增速**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 行业洗牌浪潮开启, 自主崛起大势所趋

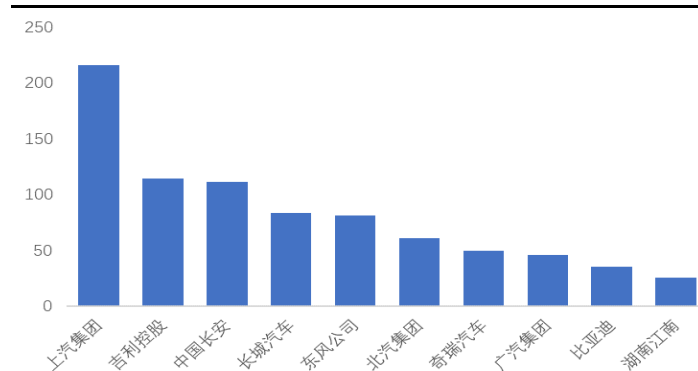
面临汽车消费需求增速放缓压力, 汽车产业新一轮行业重构悄然开始, 汽车行业巨头排序出现明显调整。凭借迎合时代潮流的优秀产品和脚踏实地的企业战略, 自主强者杀出重围, 尽享汽车产业发展造就的市场红利, 如吉利汽车排名迅速攀升, 2013 年尚不能进入行业前十名, 2017 年销量已跻身行业前五。

**表 8: 2013 年-2017 年乘用车行业销量前十名变化情况**

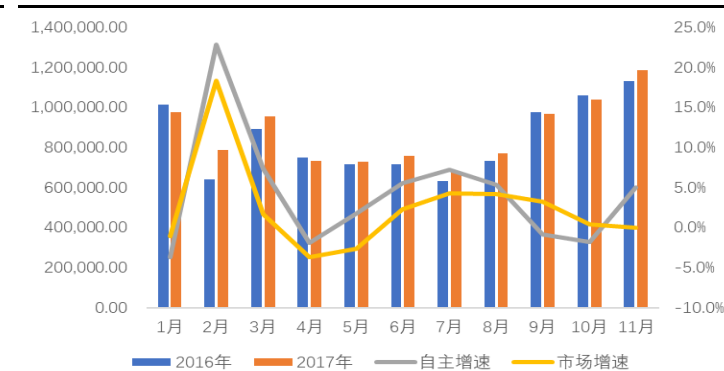
	2013 年	销量 (万)	2014 年	销量 (万)	2015 年	销量 (万)	2016 年	销量 (万)	2017 年 1-10 月	销量 (万)
第一名	上海通用	157.52	一汽大众	178.00	上海大众	180.56	上汽大众	200.02	上汽通用	156.28
第二名	上海大众	152.50	上海大众	172.5	上海通用	172.50	上汽通用	188.00	一汽大众	162.66
第三名	一汽大众	151.22	上汽通用	172.39	一汽大众	165.02	一汽大众	187.24	上汽大众	166.54
第四名	北京现代	103.08	北京现代	112.00	上汽通用	118.18	上汽通用五菱	142.79	上汽通用五菱	116.51
第五名	东风日产	92.82	东风日产	95.17	北京现代	106.28	长安汽车	114.98	吉利汽车	94.49
第六名	长安福特	68.27	上汽通用五菱	93.26	东风日产	100.07	北京现代	114.20	东风日产	94.77
第七名	上汽通用五菱	63.55	长安福特	80.60	长安汽车	93.80	东风日产	111.79	长安汽车	86.06
第八名	长城汽车	62.74	长安汽车	71.03	长安福特	86.87	长城汽车	96.89	长城汽车	71.66
第九名	一汽丰田	55.47	神龙汽车	70.40	长城汽车	75.32	长安福特	94.40	长安福特	65.83
第十名	神龙汽车	55.00	东风悦达起亚	64.60	神龙汽车	70.48	吉利汽车	81.32	北京现代	57.52

资料来源: 中国汽车工业协会, 信达证券研发中心

2017 年 1-11 月, 自主品牌乘用车共销售 957.90 万辆, 同比增长 3.54%, 占乘用车销售总量 43.36%, 市占率比上年同期提升 0.69 个百分点。中国品牌中排名前十的企业总销量达 827.25 万辆, 占中国品牌企业合计的 86.36%。

**图 37: 2017 年 1-11 月中国自主品牌乘用车销量 (万辆)**


资料来源: 中国汽车工业协会, 信达证券研发中心  
 注: 企业数据按照集团口径统计, 吉利控股销量包含康迪、知豆等品牌车型

**图 38: 2016-2017 年自主品牌汽车月度销量走势图 (辆, %)**


资料来源: 中国汽车工业协会, 信达证券研发中心

### 新能源热潮持续, 智能化渐入产业化窗口

2017 年 1-11 月, 新能源汽车 (插电与纯电动) 产销规模是 63.9 万和 60.9 万辆, 同比增长 49.7% 和 51.4%。考虑到四季度是汽车企业出货旺季, 我们预计全年销量将超 70 万辆。新能源汽车处于产业导入期, 市场仍属于财政补贴和政策利好推动的畸形市场。2018 年, 新能源汽车财政补贴继续退坡是大趋势, 但 2019 年双积分政策将正式实施, 这一政策将推动主机厂商提前布局, 加大新能源产品投放力度。多元化储备是新能源汽车发展的重要特点, 鼓励燃料电池汽车就是最明显体现。在未来几年纯电动汽车补贴逐步退坡之时, 财政政策给予燃料电池较大倾斜力度, 到 2020 年之前不会实施退坡政策, 体现政府对燃料电池汽车的坚定支持态度。

**表 9: 新兴造车势力新能源车型投放计划**

车企名称	上市时间	量产进展
蔚来汽车	2017 年 12 月	首款量产车智能电动 SUV ES8 将于 2017 年 12 月 16 日正式上市, 计划 2018 年第一季度批量交付。2016 年 11 月生产首款电动车 EP9, 分配给 6 名投资人。
小鹏汽车	2017 年 10 月	首批由海马代工制造的 15 台小鹏电动 SUV 正式下线, 2018 年面向普通消费者推出 2.0 版。小鹏汽车 IDENTITY X 入选第 302 批新车公告。
云度	2017 年 10 月	首款车型云度 π1 正式上市, 可满足消费者在城际间的交通需求。
车和家	2017 年 8 月	SEV 试生产下线, 首批用于分时租赁项目, 同步向 C 端市场销售。
奇点汽车	未上市	奇点 IS6 正式亮相并启动预定。该车定位于大中型 SUV 市场, 2017 年底进行小批量生产, 2018 年实现量产
前途汽车	未上市	2017 年 12 月开始试生产 K50 车型, 预计 2018 年 6 月正式批量生产。

威马汽车	未上市	首款 SUV 车型，2018 年量产下线。
游侠汽车	未上市	首款量产车 YOUXIA X1 将于 2018 年正式发布。
FMC	未上市	首款车型为中型高端纯电动 SUV，2019 年第四季度，第一款车上市发布。
零跑汽车	未上市	首款量产车型是轿跑，2018 年底上市；第二款是城市代步车，2019 年上半年开始量产上市

资料来源：盖世汽车网，新浪网，信达证券研发中心

**表 10：燃料电池支持政策梳理**

政策	时间	内容要点
《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	2016 年 12 月	进一步发展壮大与氢能源相关的新能源汽车、新能源、节能环保等战略性新兴产业。
《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020 年)》	2006 年 2 月	加大在关键基础器件、燃料电池系统、基础设施与示范方面的研发和投入力度。
《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》	2012 年 6 月	计划 2030 年达到百万辆规模，燃料电池商用车先于乘用车发展。对燃料电池车的补贴力度高于搭载锂电池的新能源车。
《节能与新能源汽车技术路线图》	2016 年 10 月	2020 年、2025 年、2030 年燃料电池汽车规模分别达 5000 辆、5 万辆和百万辆。
《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	2016 年 12 月	除燃料电池汽车外,各类车型 2019-2020 年国补和地补在现行标准基础上退坡 20%。
《上海市燃料电池汽车发展规划》	2017 年 9 月	明确开展燃料电池汽车分时租赁运营和公交、物流车的区域示范运营，联动优化燃料电池氢能基础设施布局，加速燃料电池汽车全产业链完善，推进燃料电池汽车的规模化和商业化。规划全产业链产值 3000 亿长远目标。

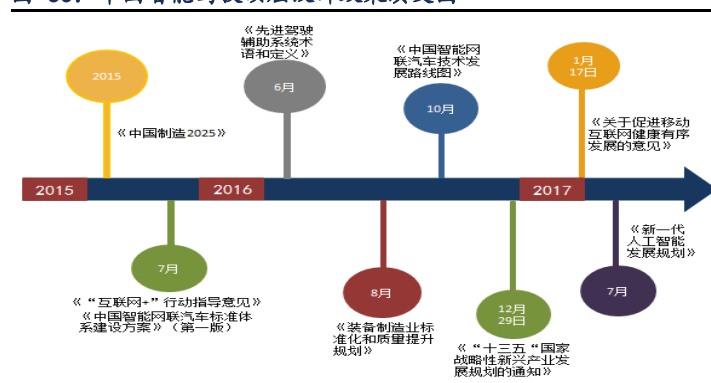
资料来源：国务院网站，车云网，财政部，上海市科委，信达证券研发中心

目前智能驾驶主要有两种典型路径：一是以跨界科技企业、初创企业为代表的一步到位型，跨过中间级别，直指 L4 和 L5 级无人驾驶阶段，暂不考虑成本因素，等技术方案成熟后成本下降再扩大商业化。还有一类是以传统车企、Tier1 为代表的循序渐进型，它们在可以接受的成本内推动智能驾驶功能的商业化，然后随着 ADAS 功能的完善和升级，逐步过渡到无人驾驶阶段。我国政府加强对智能驾驶领域的政策扶持力度，智能驾驶汽车产业化进程有望提速，但科技公司主导的跨越式发展路径短期内仍无法实现规模化生产。2018 年渐进式智能化路径有望进入产业化窗口期，车联网、高级辅助驾驶（ADAS）等汽车智能辅助功能有望率先突破，同时，考虑长途驾驶需求，商用车对汽车智能化的诉求更强烈，且商用车长途运输定点定线的应用场景更利于汽车智能化应用，我们预计商用车领域的智能化进程有望率先进入实际应用。

**表 11: 全球权威机构智能驾驶层级示意表**

自动驾驶分级		称呼 (SAE)	SAE 定义	主体			
NHTSA	SAE			驾驶操作	周边监控	支援	系统作用域
0	0	无自动化	由人类驾驶者全权操作汽车, 在行驶过程中可以得到警告和保护系统辅助	人类驾驶者		人类驾驶者	无
1	1	驾驶支援	通过驾驶环境对方向盘和加减速中的一项操作提供驾驶支援, 其他的驾驶动作都由人类驾驶员进行操作	人类驾驶者系		人类驾驶者	部分
2	2	部分自动化	通过驾驶环境对方向盘和加减速中的多项操作提供驾驶支援, 其他的驾驶动作都由人类驾驶员进行操作	系统			部分
3	3	有条件自动化	由无人驾驶系统完成所有的驾驶操作, 根据系统请求, 人类驾驶者提供适当的应答。		系统		
4	4	高度自动化	由无人驾驶系统完成所有的驾驶操作, 根据系统请求, 人类驾驶者不一定对所有的系统请求作出应答, 限定道路和环境条件等。			系统	
	5	完全自动化	由无人驾驶系统完成所有的驾驶操作, 人类驾驶者在可能的情况下接管。在所有的道路和环境条件下驾驶。				全域

资料来源: NHTSA, SAE, 信达证券研发中心

**图 39: 中国智能驾驶顶层设计政策演变图**


资料来源: 国务院网站, 工信部网站, 盖世汽车网, 信达证券研发中心



## 市场转型升级加速，服务与金融展示诱人前景

中国汽车市场逐渐趋于成熟，市场加速向中低速增长常态转型。市场竞争加速白热化，单一新车销售盈利空间逐步缩小。随着我国保有量规模持续增长，汽车后市场相关服务市场发展前景广阔。庞大保有量基数催生汽车美容保养、汽车维修、二手车、共享出行等巨大汽车延伸需求。从发达国家看，汽车后市场利润水平远高于新车销售，部分拥有丰富整车资源、销售渠道和售后服务经验的企业将充分受益。

图 40：全球汽车产业收入结构图

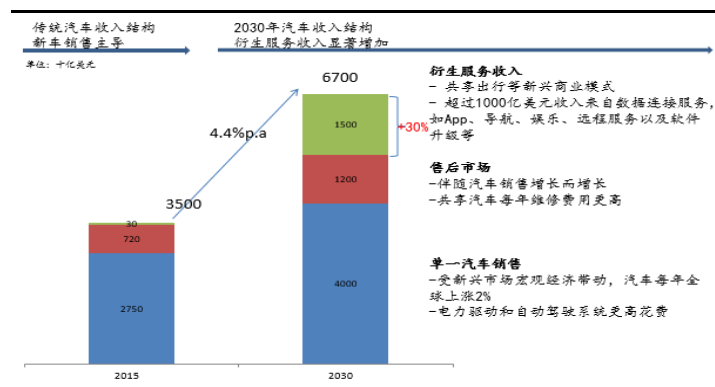
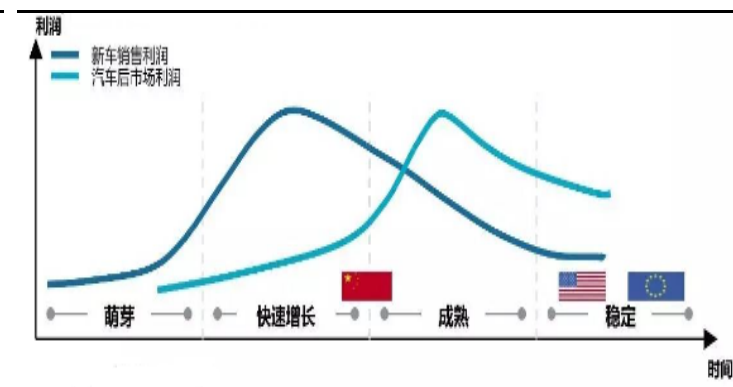


图 41：汽车市场利润发展周期示意图



资料来源：麦肯锡《2030年汽车革命的八大趋势》，信达证券研发中心

资料来源：罗兰贝格《中国汽车市场供应链白皮书》，信达证券研发中心

全球知名咨询公司罗兰贝格《2017 中国汽车金融报告》数据显示，2016 年我国汽车金融渗透率约为 38.6%，我国汽车市场金融渗透率总体水平仍然较低，与成熟汽车市场仍存在较大差距，未来仍有较大增量空间。汽车市场与金融融合不断深化，政府监管法规、个人信用制度等配套法规不断完善，消费者汽车消费理念日趋成熟，我们预计汽车金融市场将迎来快速发展期。根据罗兰贝格《2017 中国汽车金融报告》预计，十三五期间我国汽车金融仍将保持 26% 以上的增速，到 2020 年总体市场体量将达到 2 万亿。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 关键假设与盈利预测

汽车整车业务：2017 年，全年整车销售 693 万辆，同比增长 6.8%。公司持续优化产销结构，自主业务板块强势崛起，盈利能力持续改善，合资业务基本保持平稳增长，我们预计 2017 年整车业务营收增长 10%，2018 年和 2019 年整车业务分别增长 5% 和 10%。自主品牌盈利能力改善，公司产品结构优化，我们预计整车业务毛利率水平小幅提升。



零部件业务：汽车零部件业务属于成熟业务，汽车消费持续升级，零部件电子化、智能化趋势明显加强，我们预计零部件业务将平稳增长，毛利率水平小幅提升。我们预计 2017 年、2018 年和 2019 年公司零部件营业收入增长速度分别为 15%、10% 和 15%。

汽车金融业务：汽车消费持续升级，消费理念趋于成熟，汽车金融业务将迎来快速增长期。公司加大汽车金融业务投入力度。我们预计汽车金融业务迎来快速增长期，2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入增速分别为 20%、15% 和 20%，汽车金融毛利率水平基本保持稳定。

我们对上汽集团主要业务收入预测如下表所示：

**表 12：上汽集团主要业务收入预测**

	2015 (A)	2016 (A)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
<b>汽车整车业务</b>					
营业收入 (亿元)	5058	5643	6207	6518	7169
收入增速	3.7%	11.6%	10%	5%	10%
销售毛利率	9.2%	11%	11.8%	11.8%	11.9%
<b>汽车零部件业务</b>					
营业收入 (亿元)	1257	1443	1659	1825	2099
收入增速	11.9%	14.8%	15%	10%	15%
销售毛利率	19.5%	20.4%	21.1%	21.8%	22.5%
<b>金融业务</b>					
营业收入(亿元)	90.7	101.8	122.2	140.5	168.6
收入增速	175.2%	12.18%	20%	15%	20%
销售毛利率	73.6%	78.5%	78.5%	78.5%	78.5%

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

## 估值与投资评级

我们预计上汽集团 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 8392 亿元、8911 亿元和 9897 亿元，归属母公司净利润分别为 349 亿元，380 亿元和 427 亿元，对应 EPS 分别为 2.98 元、3.26 元和 3.66 元。上汽集团可比公司如下表所示：

**表 13: 上汽集团可比公司列表**

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
000625.sz	长安汽车	13.35	587.0	1.8	2.0	2.3	8	7	6
601238.sh	广汽集团	24.36	1553.0	1.5	1.9	2.3	16	13	11
002594.sz	比亚迪	66.60	1778.0	1.7	2.4	2.8	38	28	23
601633.sh	长城汽车	12.18	975.0	0.8	1.1	1.3	16	12	10
600066.sh	宇通客车	23.36	517.0	1.7	2.1	2.2	14	11	11
600006.sh	东风汽车	5.74	115.0	0.2	0.4	0.4	27	15	13
000800.sz	一汽轿车	12.04	196.0	0.3	0.5	0.5	42	28	24
601127.sh	小康股份	19.48	177.0	0.9	1.1	1.3	22	18	15
601777.sh	力帆股份	7.21	94.2	0.2	0.2	0.3	36	30	23
600166.sh	福田汽车	2.81	187.0	0.1	0.1	0.1	38	38	52
	平均值						25	19	18
600104.sh	上汽集团	33.75	3943.0	3.0	3.3	3.7	11	10	9

资料来源: 万得, 注: 除上汽集团为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自万得一致预期, 股价取自 2018 年 1 月 22 日收盘价。

可比公司 2017 年 PE 估值平均值为 25 倍。按照 2018 年 1 月 22 日收盘价 33.75 元/股计算, 我们预计上汽集团 2017 年 PE 为 11 倍, 低于行业平均水平。自主业务强势崛起, 合资业务平稳增长, 汽车服务与汽车金融等创新业务储备业绩增长新空间。作为汽车行业绝对霸主, 上汽集团龙头地位将继续保持, 公司是典型的成熟白马龙头, 首次覆盖我们给予上汽集团“增持”评级。

## 风险因素

1. 汽车市场增速大幅回落风险;

2018 年经济增速下台阶风险仍存, 购置税优惠政策彻底退出透支消费需求, 2018 年汽车市场增速存在大幅下滑风险。

2. 汽车市场竞争加剧风险;

汽车市场增速放缓, 细分市场可能更加白热化, 部分竞争对手强势发展, 公司存在市场份额回落风险。

3. 国企改革举措实施效果不及预期风险。

公司各项改革举措落地实施效果仍需时间检验，存在国企改革举措实施效果不及预期风险。

**资产负债表** 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	269,930.70	330,945.56	385,637.77	438,861.03	507,434.31
货币资金	72,672.67	105,932.54	148,601.97	194,090.86	247,730.98
应收票据	36,273.97	30,038.46	32,842.53	34,828.03	38,632.92
应收账款	29,332.37	30,662.08	33,524.36	35,551.08	39,434.96
预付账款	13,388.65	20,529.66	22,796.41	24,123.74	26,707.15
存货	37,243.44	37,039.78	41,129.47	43,524.26	48,185.26
其他	81,019.60	106,743.04	106,743.04	106,743.04	106,743.04
<b>非流动资产</b>	241,699.99	259,682.58	273,345.58	282,381.67	291,899.14
长期投资	59,019.67	62,677.19	63,297.00	63,297.00	63,297.00
固定资产	38,690.59	47,053.91	53,074.59	65,376.57	71,447.65
无形资产	8,360.92	10,794.05	13,510.69	16,078.21	18,526.35
其他	135,628.82	139,157.43	143,463.29	137,629.90	138,628.14
<b>资产总计</b>	511,630.69	590,628.14	658,983.35	721,242.70	799,333.45
<b>流动负债</b>	257,667.82	297,481.37	327,685.11	337,701.53	357,100.99
短期借款	4,908.35	8,728.15	13,228.15	13,228.15	13,228.15
应付账款	99,034.58	104,730.64	116,294.30	123,065.62	136,244.67
其他	153,724.90	184,022.59	198,162.66	201,407.76	207,628.16
<b>非流动负债</b>	43,045.58	58,050.39	52,740.77	52,740.77	52,740.77
长期借款	1,398.81	4,285.99	5,285.99	5,285.99	5,285.99
其他	41,646.77	53,764.40	47,454.78	47,454.78	47,454.78
<b>负债合计</b>	300,713.41	355,531.76	380,425.88	390,442.30	409,841.75
少数股东权益	35,788.55	43,175.40	56,195.24	70,400.20	86,358.49
归属母公司股东权益	175,128.74	191,920.98	222,362.23	260,400.19	303,133.20
<b>负债和股东权益</b>	511,630.69	590,628.14	658,983.35	721,242.70	799,333.45

**重要财务指标** 单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	670,448.22	756,416.17	839,242.25	891,072.67	989,695.33
同比(%)	6.42%	12.82%	10.95%	6.18%	11.07%
归属母公司净利润	29,793.79	32,008.61	34,864.47	38,037.96	42,733.01
同比(%)	6.51%	7.43%	8.92%	9.10%	12.34%
毛利率(%)	12.62%	14.04%	13.97%	14.25%	14.53%
ROE(%)	17.91%	17.44%	16.83%	15.76%	15.17%
EPS(摊薄)(元)	2.55	2.74	2.98	3.26	3.66
P/E	13	12	11	10	9
P/B	2.12	1.94	1.77	1.51	1.30
EV/EBITDA	7.41	6.90	6.64	6.01	5.33

**利润表** 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	670,448.22	756,416.17	839,242.25	891,072.67	989,695.33
营业成本	585,832.88	650,218.11	722,010.90	764,050.51	845,872.38
营业税金及附加	5,598.40	7,520.72	8,222.77	8,719.88	9,672.51
营业费用	35,537.52	47,503.42	51,937.82	55,077.73	61,094.86
管理费用	24,275.28	28,258.36	30,896.26	32,764.10	36,343.51
财务费用	-231.19	-332.32	186.26	-115.89	-711.77
资产减值损失	2,848.17	3,209.47	2,514.02	2,663.99	2,952.95
公允价值变动收益	-285.52	-10.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29,663.13	30,572.26	31,934.30	32,895.71	34,346.76
<b>营业利润</b>	43,588.03	48,433.00	52,785.43	57,791.50	65,197.78
营业外收入	3,666.66	3,313.77	3,436.50	3,436.50	3,436.50
营业外支出	1,445.02	1,254.31	1,224.46	1,224.46	1,224.46
<b>利润总额</b>	45,809.68	50,492.46	54,997.47	60,003.54	67,409.82
所得税	5,735.71	6,530.50	7,113.16	7,760.62	8,718.52
<b>净利润</b>	40,073.97	43,961.96	47,884.31	52,242.92	58,691.30
少数股东损益	10,280.18	11,953.35	13,019.85	14,204.96	15,958.29
<b>归属母公司净利润</b>	29,793.79	32,008.61	34,864.47	38,037.96	42,733.01
EBITDA	52,817.61	59,131.55	65,632.67	72,526.10	81,668.66
EPS	2.70	2.90	2.98	3.26	3.66

**现金流量表** 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	25,992.57	11,376.93	29,157.65	33,733.29	42,613.77
净利润	40,073.97	43,961.96	47,884.31	52,242.92	58,691.30
折旧摊销	6,243.71	7,899.33	9,135.16	10,760.84	12,497.13
财务费用	764.22	739.76	1,500.04	1,761.72	1,761.72
投资损失	-29663.13	-30576.26	-31934.30	-32895.71	-34346.76
营运资金变动	6,331.11	-9,376.26	2,312.53	-381.92	1,513.33
其它	2,242.70	-1,275.60	259.91	2,245.45	2,497.05
<b>投资活动现金流</b>	-13,736.86	26,436.50	13,935.03	13,517.32	12,788.07
资本支出	-14,855.83	-15,955.28	-17,999.27	-19,378.39	-21,558.69
长期投资	48,795.06	333,474.47	31,934.30	32,895.71	34,346.76
其他	-47,676.09	-291,082.70	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-22,356.87	-6,141.75	-423.25	-1,761.72	-1,761.72
吸收投资	1,006.66	5,514.89	14,854.50	0.00	0.00
借款	-5,832.19	272.00	5,500.00	0.00	0.00
支付利息或股息	23,210.89	24,753.28	20,777.75	1,761.72	1,761.72
现金净增加额	-9964.02	31977.67	42669.43	45488.90	53640.12

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**付盛刚**，汽车行业研究助理，先后服务于上汽集团、吉利汽车等知名汽车制造商，7 年战略研究、市场研究、产品规划工作经历，2017 年 6 月加入信达证券，从事汽车行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。