

# 自主品牌强势崛起，“新四化”助力高增长

## ——上汽集团(600104)首次覆盖报告

首次覆盖报告

杨华超(分析师)

yanghuachao@xsdzq.cn

证书编号: S0280517090002

石林(联系人)

shilin@xsdzq.cn

证书编号: S0280117110009

杨铎(联系人)

yangduo@xsdzq.cn

证书编号: S0280117110013

### ● 汽车龙头与时俱进，多元业务共同发力：

公司长期保持A股汽车板块市值第一的位置，同时营收和产销规模傲视国内汽车市场。公司近五年实现平均营收同比增速为11.57%，CAGR达11.75%。根据公司2017年业绩预增公告，归母净利润继续保持7%以上的同比增速。公司业务布局多元化，其中合资品牌贡献最大，自主品牌强势追赶，零部件、汽车后市场等高毛利业务权重不断增大，驱动公司业绩高速增长。

### ● 合资品牌基本盘稳固，自主品牌迅速崛起：

目前公司三大合资品牌上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱销量合计占比达到近90%，构成公司的基本盘。合资品牌市场认可度高，同时外资方战略重心日益向中国倾斜，通过不间断的新车周期实现稳健增长。自主品牌方面，公司通过在荣威、名爵等核心自主品牌上配套新能源和智能网联技术，凸显差异化竞争优势，不仅在入门级市场迅速打开局面，也利用自身技术积累进军高端市场，有望在未来对合资品牌实现弯道超车。

### ● “新四化”把握未来趋势，长期受益消费升级：

公司提出了“电动化、网联化、智能化、共享化”的新四化战略，积极寻求汽车产业转型升级的解决方案。在提出新四化之前，公司已在新能源技术和智能网联技术领域进行了多年深耕，技术和积累领跑业内。电动化方面，公司是国内唯一一家掌握“三电”核心制造技术的整车企业；智能网联化方面，携手阿里打造“斑马”系统、与通信巨头和高校合作进行自动驾驶技术开发和项目测试；汽车共享化方面，“环球车享”共享汽车项目已有超过130万注册用户。预计未来新四化对公司全业务条线带来的提升作用和本身的市场潜力将成为公司业绩高速增长的重要驱动力。

### ● 汽车后市场潜力巨大，“车享家”大有可为：

目前我国汽车后市场行业已有万亿人民币规模，上汽集团打造的基于O2O平台的汽车后市场服务品牌“车享家”已经成为行业的中坚力量。车享家大力推广连锁门店的商业理念超前于业内同行，预计到2020年将建成超过10000家线下门店。2017年12月，车享家获得由平安、中国太平和招商财富三大集团近10亿人民币的投资，开始执行“新空间”计划。看好未来车享家成为细分行业龙头的机会，将汽车后市场业务打造为上汽集团的重要业务板块。

### ● 看好公司业绩稳健增长，首次覆盖给予“推荐”评级：

公司业绩稳定增长，零部件和汽车后市场等高毛利业务占比不断提升。我们预计2017年-2019年公司实现归母净利润分别为342.3/386.9/410.2亿元，EPS分别为2.93/3.31/3.51元。首次覆盖给予“推荐”评级。

### ● 风险提示：新车销量不及预期；技术进步不及预期。

## 推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.03.26

收盘价(元):	34.09
一年最低/最高(元):	24.32/37.66
总股本(亿股):	116.83
总市值(亿元):	3,982.89
流通股本(亿股):	115.03
流通市值(亿元):	3,921.52
近3月换手率:	13.85%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.85	11.18	32.81
绝对	0.06	6.9	43.99

### 相关报告

**财务摘要和估值指标**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	661374	746,237	834,588	921,072	1,014,478
增长率(%)	5.5	12.8	11.8	10.4	10.1
净利润(百万元)	29793.8	32,009	34,227	38,685	41,024
增长率(%)	6.5	7.4	6.9	13.0	6.0
毛利率(%)	11.4	12.9	13.2	13.5	13.8
净利率(%)	4.5	4.3	4.1	4.2	4.0
ROE(%)	19.0	18.7	17.8	17.5	16.4
EPS(摊薄/元)	2.55	2.74	2.93	3.31	3.51
P/E(倍)	13.94	13.0	12.1	10.7	10.1
P/B(倍)	2.37	2.2	2.0	1.8	1.6

## 目 录

1、 龙头地位稳固，业务布局既广且深.....	5
1.1、 盈利稳健增长，销量再创新高.....	6
1.2、 业务多元化发展，整车制造仍是核心.....	6
1.3、 合资品牌表现稳定，自主品牌势头强劲.....	7
2、 中国市场地位提升，合资品牌各有所长.....	8
2.1、 上汽大众：中低端市场表现稳定，本土优势明显.....	8
2.2、 上汽通用：大力开拓 SUV 市场，高端车型受益消费升级.....	9
2.3、 上汽通用五菱：宝骏表现强势，五菱转型大有可为.....	10
3、 加速配套新技术，自主品牌强势崛起.....	11
3.1、 上汽乘用车：新能源+智能网联确立品牌价值.....	11
3.2、 上汽大通：商用车仍存空间，C2B 业务另辟蹊径.....	13
4、 把握未来趋势，“新四化”稳固龙头地位.....	14
4.1、 电动化.....	14
4.2、 网联化.....	15
4.3、 智能化.....	16
4.4、 共享化.....	17
5、 汽车后市场方兴未艾，“车享家”异军突起.....	18
6、 盈利预测与估值.....	20
7、 风险提示.....	20
附： 财务预测摘要.....	21

## 图表目录

图 1： 上汽集团主要业务板块.....	5
图 2： 上汽集团三电核心技术概览.....	5
图 3： 公司销量及增速情况.....	6
图 4： 公司营收及增速情况.....	6
图 5： 公司各业务板块营收占比变化.....	6
图 6： 公司各业务板块毛利率水平比较（单位：%）.....	7
图 7： 上汽集团各品牌销量占比.....	7
图 8： 荣威 RX5 搭载的智能网联技术.....	8
图 9： 朗逸销量走势（单位：万辆）.....	9
图 10： 途观 L 销量走势（单位：万辆）.....	9
图 11： 宝骏主要车型价格区间分布.....	10
图 12： 荣威 RX5 销量走势（单位：万辆）.....	12
图 13： 上汽乘用车公司占集团总销量比重变化.....	12
图 14： 上汽大通轻客销量走势.....	13
图 15： 上汽大通目前主要业务板块.....	13
图 16： 上汽发布“芯动战略”进一步增强自主品牌竞争力.....	15
图 17： “斑马智行”2.0 操作系统亮点.....	16
图 18： 公司智能驾驶项目布局.....	17
图 19： 分时租赁 B2C 车辆规模预计（万辆）.....	17
图 20： 汽车后市场细分领域.....	18
图 21： 我国机动车保有量规模（单位：亿辆）.....	18

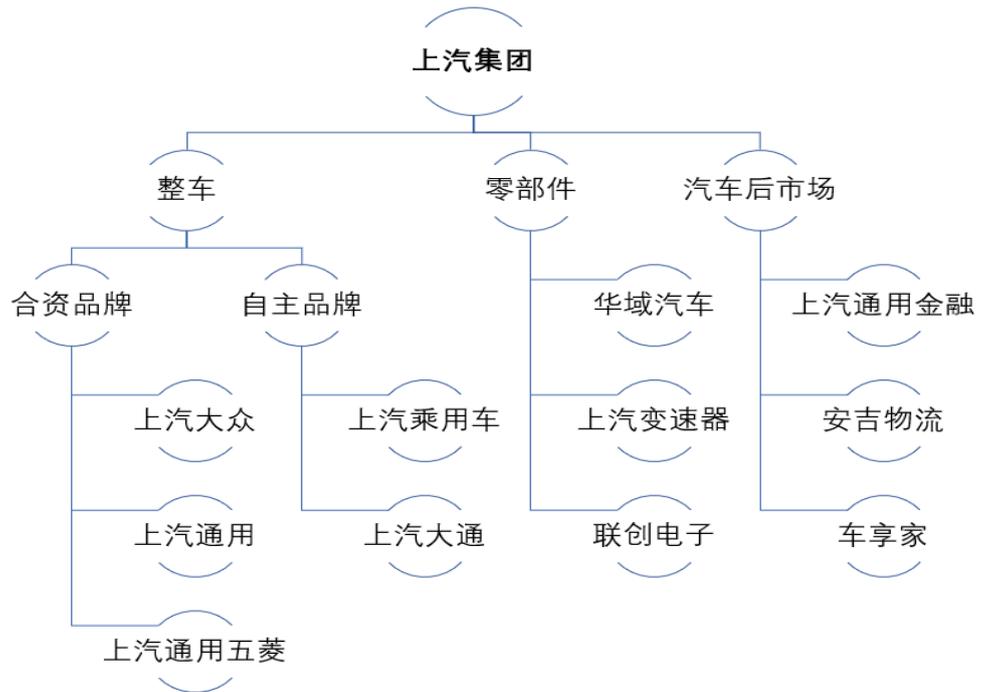
图 22: 车享家发展历程.....	19
表 1: 上汽大众 2018 年预计新上市车型.....	9
表 2: 上汽通用 2018 年预计新上市 SUV.....	10
表 3: 五菱宏光 S3 主要参数.....	11
表 4: 上汽荣威/名爵 2018 年新车概览.....	11
表 5: SAE Internation 自动驾驶五级标准.....	16
表 6: 汽车后市场主要 O2O 商业模式.....	19

## 1、龙头地位稳固，业务布局既广且深

上汽集团于 1997 年上市，目前以超过 4300 亿人民币的市值长期保持着 A 股汽车板块的龙头地位。公司依托技术和资金优势，在业务布局上兼具广度与深度。

在广度上，以整车制造为核心业务，涵盖上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱为主的合资品牌，以及荣威、名爵、大通为主的自主品牌；上游板块中，拥有国内规模最大的零部件公司华域汽车；下游板块中，借助合资品牌优势大力发展汽车金融业务，并拥有汽车服务贸易、汽车共享等多个子版块，汽车后市场布局完整。

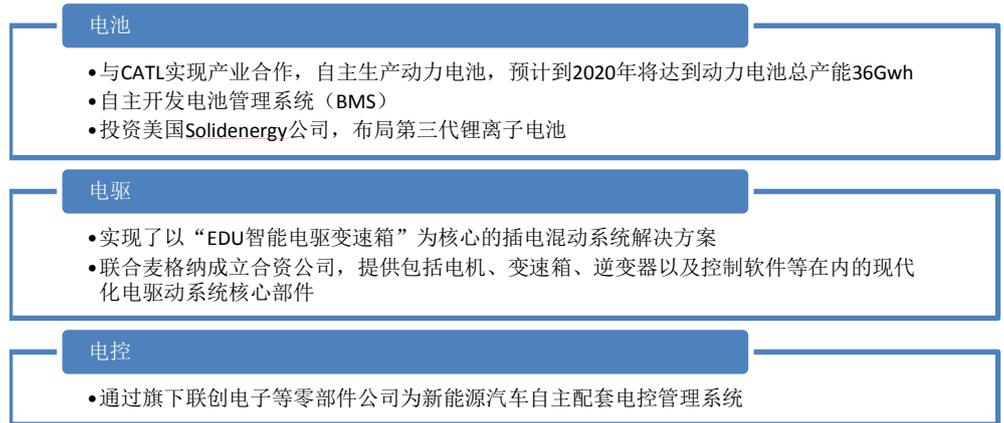
图1：上汽集团主要业务板块



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

在深度上，公司作为汽车行业的领头羊，已在新能源汽车领域进行了超过 10 年的深耕。在新能源大潮来临之时，公司已成为国内唯一一家掌握“三电”核心制造技术，在纯电动、插电混动和燃料电池三个技术路线上都有成熟产品推出的整车制造企业；智能网联化方面，携手阿里打造“斑马”系统、与通信巨头和高校合作进行自动驾驶技术开发和项目测试；汽车共享化方面，“环球车享”共享汽车项目已有超过 130 万注册用户，汽车后市场品牌“车享家”计划未来三年布局门店数量达到 1 万家。在汽车产业的转型趋势下，公司的每一次布局都超前于市场，对于新技术的大力投入也必将在未来厚积薄发，长期受益于产业升级大潮。

图2：上汽集团三电核心技术概览

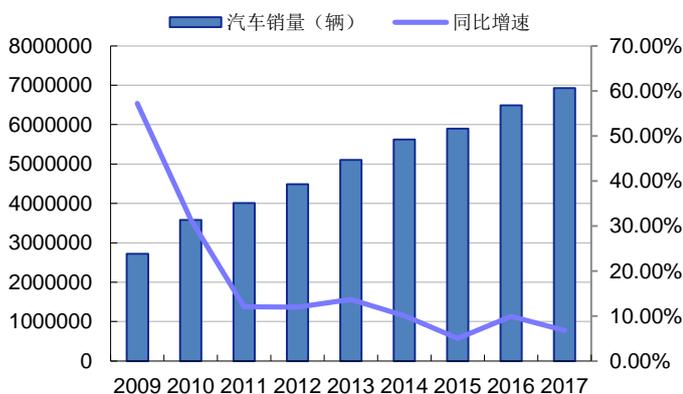


资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

### 1.1、盈利稳健增长，销量再创新高

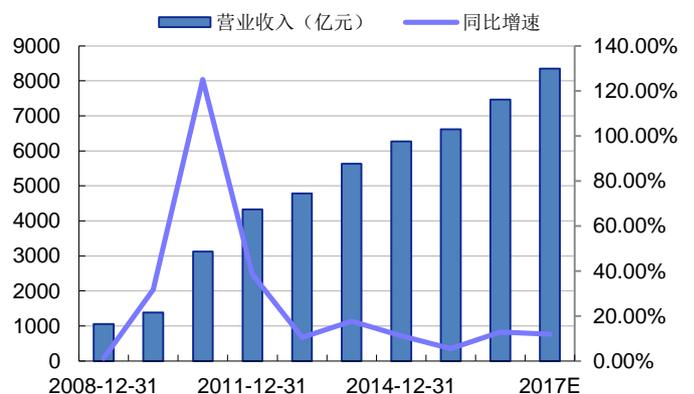
过去十年来，公司营业收入增速稳定，并保持了较高的毛利率水平。由于产品结构完整，梯度覆盖广，公司受历次车市波动影响不大，总销量始终保持稳健增长势头。2016年，公司营业收入7564.2亿元，同比增长12.82%。归母净利润320.1亿元，同比增长7.43%；根据公司已发布的业绩预告，预计2017年归母净利润342亿元，同比增长7%。

图3：公司销量及增速情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4：公司营收及增速情况

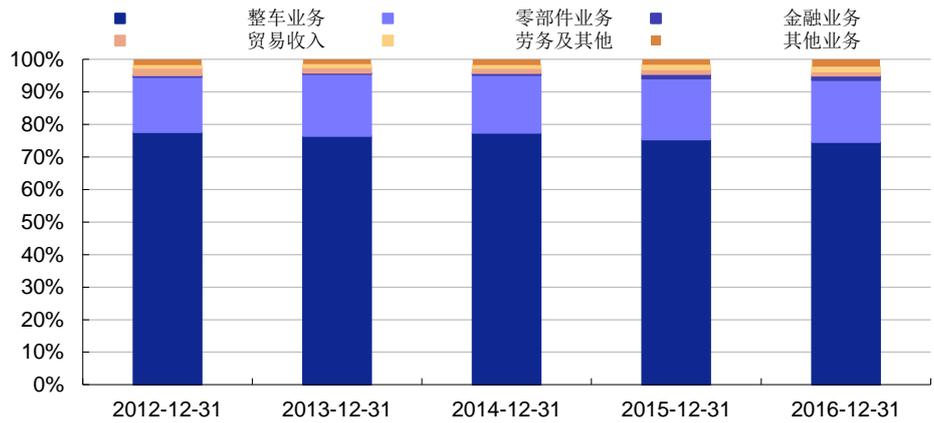


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.2、业务多元化发展，整车制造仍是核心

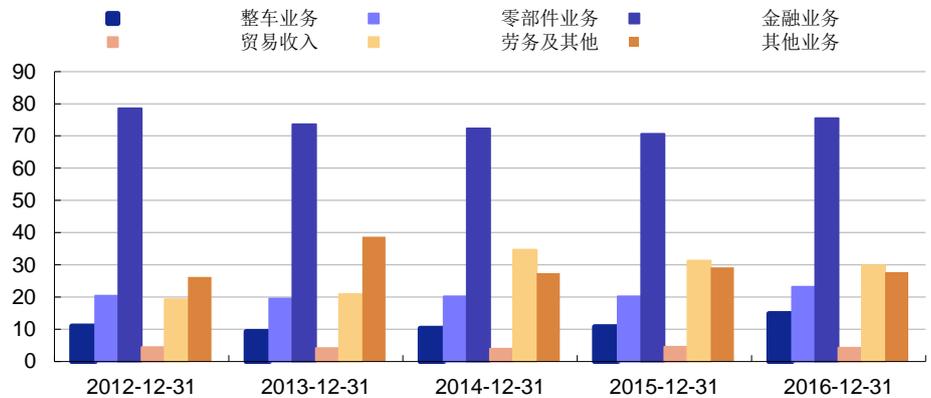
总体来看，公司各业务板块占比较为稳定，整车业务仍是公司的基本盘，占比稳定在七成以上；以零部件业务为首的其他板块营收占比持续微增，反映出公司前期的投入开始兑现回报。值得关注的是公司旗下零部件公司华域汽车，一方面通过拓展市场降低对国内客户包括上汽集团的依赖度，另一方面通过并购扩充自己的产品线，并逐步进入高端品牌配套体系。华域汽车的亮眼表现预计将带领上汽集团零部件业务在短期内实现营收占比达到20%。

图5：公司各业务板块营收占比变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6： 公司各业务板块毛利率水平比较（单位：%）

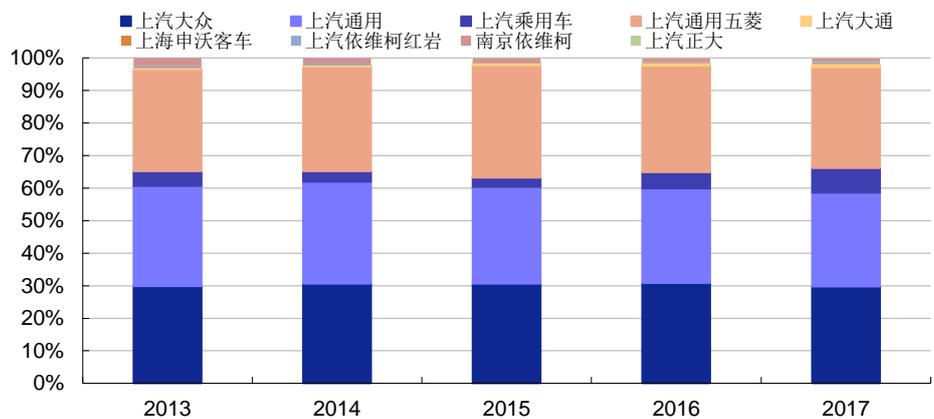


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.3、 合资品牌表现稳定，自主品牌势头强劲

从公司的发展历程上看，依托合资品牌，公司得以在国内市场打开局面并迅速做大。目前公司合资品牌的三大支柱上汽大众、上汽通用和上汽通用五菱仍然贡献了大部分销量，而与此同时，公司近年来对自主品牌的投入也有目共睹。

图7： 上汽集团各品牌销量占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

在国内市场，自主品牌相对于合资品牌具有几个独特优势：其一是部分零部件业务完成技术积累并实现自产后，相对合资品牌具有成本优势；其二是目前国外品牌在汽车行业新趋势上，如新能源化、智能网联化方面对于中国消费者的需求把握并不到位，自主品牌依托本地优势可以更快切入市场；其三是部分新技术在国内的应用需要相关牌照，外资企业难以跨越监管关。上汽集团敏锐地把握住了新时代下自主品牌的先发优势，通过在荣威、名爵等核心自主品牌上配套新能源和智能网联技术，迅速在市场确立了自身的品牌竞争力。随着汽车行业消费升级不断深化，公司在自主品牌上的布局会越来越凸显出其差异化优势，在长期会成为公司业绩增长的重要驱动力。

图8： 荣威 RX5 搭载的智能网联技术



资料来源：盖世汽车，新时代证券研究所

## 2、 中国市场地位提升，合资品牌各有所长

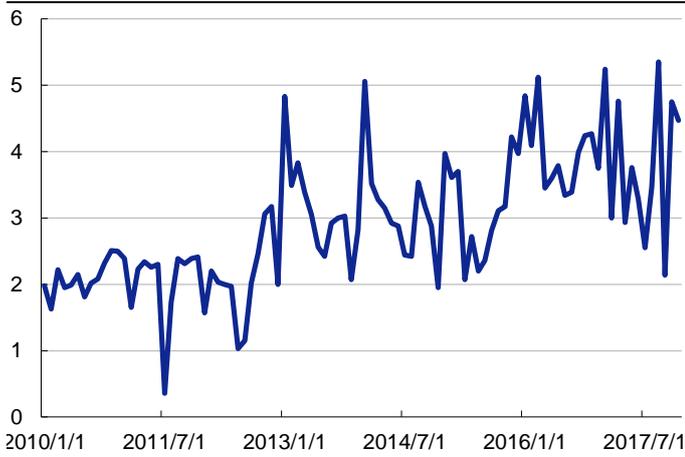
### 2.1、 上汽大众： 中低端市场表现稳定，本土优势明显

上汽大众深耕中国市场，结合本土客户需求，在中低端市场树立了优秀的品牌口碑。轿车方面，“神车”朗逸自问世以来便牢牢保持在销量排行榜前几名的位置，成为 A 级车的标杆产品。从市场定位上，朗逸脱胎于中国本土化设计，注重性价比和年轻化，使其得以迅速占领市场，可以说是外资品牌与中国消费者需求完美结合的例子。SUV 方面，途观也是久享盛名的一款产品，定位中端市场，抓住了紧凑型 SUV 销量爆发的契机，同样占据了市场第一梯队的地位。目前，朗逸和途观（包括途观 L）总计销量占到了上汽大众的近一半。

与此同时，上汽大众也对这两款明星产品十分重视。继 2013 年推出新朗逸进行产品升级后，公司即将在 2018 年 4 月份推出全新朗逸进行二次升级，换装大众 MQB 平台，体现出大众总部对于这个中国市场的爆款车型愈发重视。途观 L 于 2017 年上市，接棒完成历史使命的旧款途观，从价格和配置上向中高端中型 SUV 看齐，同时推出了途昂、柯迪亚克等中高端车型，进一步明确了公司在 SUV 市场的产品

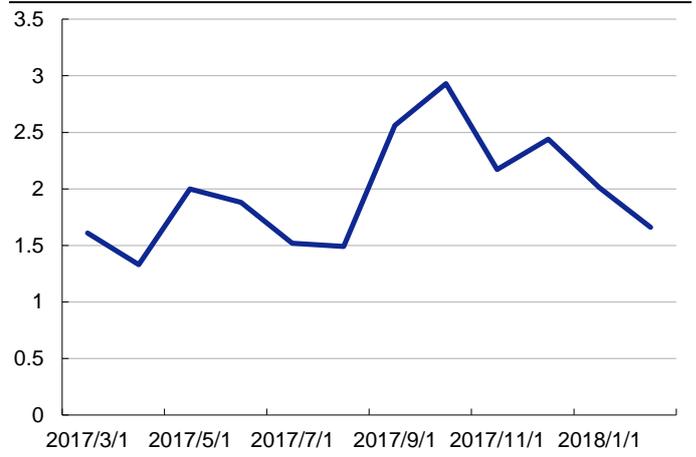
定位，并紧跟 SUV 消费升级的大趋势。未来，我们继续看好朗逸在中低端轿车市场的霸主地位，以及公司 SUV 新车周期的良好表现。

图9: 朗逸销量走势 (单位: 万辆)



资料来源: 搜狐汽车, 新时代证券研究所

图10: 途观L销量走势 (单位: 万辆)



资料来源: 搜狐汽车, 新时代证券研究所

表1: 上汽大众 2018 年预计新上市车型

名称	车型	预计上市时间
全新 POLO	小型轿车	2018 年底
全新朗逸	紧凑型轿车	2018 年 4 月
新款桑塔纳	紧凑型轿车	2018 年底
全新帕萨特	中型轿车	2018 年内
辉昂 GTE	中大型轿车	2018 年 9 月
T-Cross	小型 SUV	2018 年内

资料来源: 网易汽车, 新时代证券研究所

## 2.2、上汽通用: 大力开拓 SUV 市场, 高端车型受益消费升级

上汽通用 2017 年销量 200.6 万辆, 同比增长 6.89%, 表现与上汽大众基本持平。在产品结构上, 公司定位中高端市场, 旗下三大品牌中, 别克和凯迪拉克主力车型均在 20-60 万价格区间, 以 B/C 级车为主。

值得关注的是, 上汽通用近年来加速布局 SUV 和 MPV 市场, 依托自身的品牌溢价优势, 相继推出多款 SUV。此前, 公司 SUV 的销量基本由 2014 年上市的昂科威独力支撑。2017 年, 公司推出雪佛兰探界者, 再加上之前的雪佛兰创酷, 初步完成中低端 SUV 市场布局。在 2018 年, 公司旗下三大品牌将总计推出 6 款 SUV, 车型覆盖紧凑型到中大型, 可谓力度空前。具体来看, 别克借昂科威创造的品牌影响力, 将推出新款昂科雷进一步抢占高端市场, 以及一款紧凑型 SUV 进军低端市场, 力求完善产品梯度; 雪佛兰将推出三款中大型 SUV, 其中一款大 7 座 SUV 将以进口形式引入, 标志着雪佛兰的 SUV 产品结构整体上移, 未来可能在 SUV 与轿车产品线上采取不同的品牌定位; 凯迪拉克作为豪华车品牌, 在 XT5 取得骄人成绩的情况下, 准备趁热打铁, 在 2018 年推出紧凑型 SUV XT4, 布局入门级豪华车市场, 对标奥迪 Q3、宝马 X1。

总体来看, 上汽通用旗下三大品牌对 SUV 市场的重视程度已经不言而喻, 并且从布局策略上看, 都是基于已有的优势, 力求占领更多的细分市场。我们认为未来三年上汽通用的新车周期将会表现强势, 尤其 SUV 市场将会成为公司业绩的重要增长点。

**表2: 上汽通用 2018 年预计新上市 SUV**

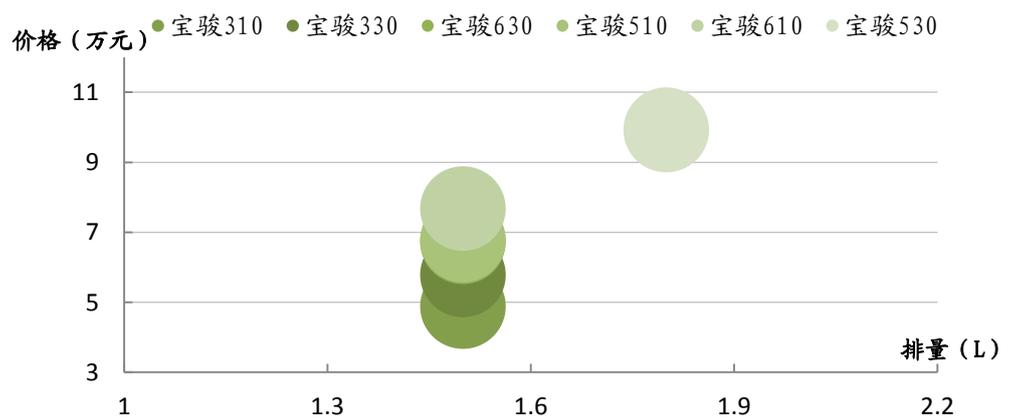
品牌	车型	级别	动力
别克	昂科雷 Avenir	中大型	2.0T/3.6L
	全新 SUV (名称未知)	紧凑型	1.3T
雪佛兰	Traverse	中大型	2.0T/3.6L
	Traverse Redline	中大型	2.0T/3.6L
	探界者 Redline	中型	2.0T
凯迪拉克	XT4	紧凑型	2.0T

资料来源: 易车网, 新时代证券研究所

### 2.3、上汽通用五菱: 宝骏表现强势, 五菱转型大有可为

自上汽通用五菱在 2010 年成立乘用车品牌“宝骏”以来, 已经用销量证明了公司在乘用车市场的竞争力。在刚刚过去的 2018 年 2 月份, 宝骏 510 以同比增长 4.3 倍的销量数字超越 SUV 传统霸主哈弗 H6, 登顶 SUV 销量榜; 宝骏 310 也再次杀入轿车销量前 10, 并成为小型车市场销量冠军; MPV 市场上, 宝骏 730 也一直位于销量前三, 与竞争对手宋 MAX 交替领先。2018 年上半年, 宝骏即将推出新款 MPV 宝骏 360, 继续抢占中低端家用 MPV 市场; 以及紧凑型 SUV 宝骏 530, 延续以往定位, 有望在中低端市场与宝骏 510 一起对哈弗 H6 形成合围之势。

从宝骏的发展历程来看, 其在轿车、SUV 和 MPV 市场均取得骄人成绩的主要原因是我国庞大的三四线城市消费群体。宝骏主力车型全部定位中低端市场, 以性价比取胜, 抓住了过去几年我国汽车市场处于高速发展期的红利。但从长远来看, 汽车消费升级的脚步已经到来, 宝骏目前的新车周期仍处于低价区间, 并且以老车型改装为主, 并不利于培养自己的品牌价值。未来, 10 万元以下的细分市场红利还能持续多久是一个值得思考的问题。我们认为可以关注上汽通用五菱下一步对于宝骏品牌的发展战略, 是选择延续性价比策略, 还是上移产品结构, 亦或是转战海外低端市场, 都将在短期之内见分晓。

**图 11: 宝骏主要车型价格区间分布**

资料来源: 汽车大世界, 新时代证券研究所

公司旗下的另一大品牌五菱则已经开始了转型的脚步。作为曾经专攻 MPV 的品牌, 其产品五菱宏光 S 已经成为 MPV 市场的现象级车型, 长期以来以压倒性优势霸占 MPV 销量排行榜。去年末, 五菱推出五菱宏光 S3, 进军 SUV 市场, 正式打响转型的第一枪。作为一款性价比极高的 7 座 SUV, 五菱宏光 S3 体现了五菱对于 SUV 市场未来趋势的把握, 以及品牌一以贯之的实用主义。虽然目前低价区间的 7 座 SUV 市场还是一片红海, 导致五菱宏光 S3 甫一上市的成绩并不尽如人意,

但我们认为可以继续关注五菱在 SUV 市场的布局。长期来看，五菱宏光 S 在 MPV 市场的地位会继续保持，也使五菱的基本盘较为稳定；而五菱未来几年可能发布的 SUV 车型也十分值得关注，这些产品将构成五菱转型方向的重要参考。延续我们之前的分析，如果五菱之后的路线选择继续蚕食中低端 SUV/MPV 市场，则极有可能与宝骏的布局产生冲突。因此，对五菱来说可能性较大的发展战略或是进军海外市场，或者将产品结构上移。

**表3: 五菱宏光 S3 主要参数**

价格区间	5-8 万
级别	紧凑型 SUV
发动机	1.5L/1.5T 自然吸气/涡轮增压
最大功率/最大扭矩	82kW/147N.m 110Kw/230N.m
变速箱	6 档手动
混合工况油耗	7.5L/100km
最高车速[km/h]	155/175 km/h
排放标准	国五

资料来源：易车网，新时代证券研究所

### 3、加速配套新技术，自主品牌强势崛起

#### 3.1、上汽乘用车：新能源+智能网联确立品牌价值

上汽乘用车公司是上汽自主品牌发展的桥头堡，拥有荣威、名爵两大自主品牌。自 2006、2007 年两大品牌成立开始，公司经过多年的沉淀，通过深入的市场调查和产品试错，最终将目标客户定位为都市年轻群体，并借助自主品牌的本土优势，在新车型上大力推广“新能源+互联网”技术，力求以上汽集团在汽车新技术上的先发优势实现弯道超车。

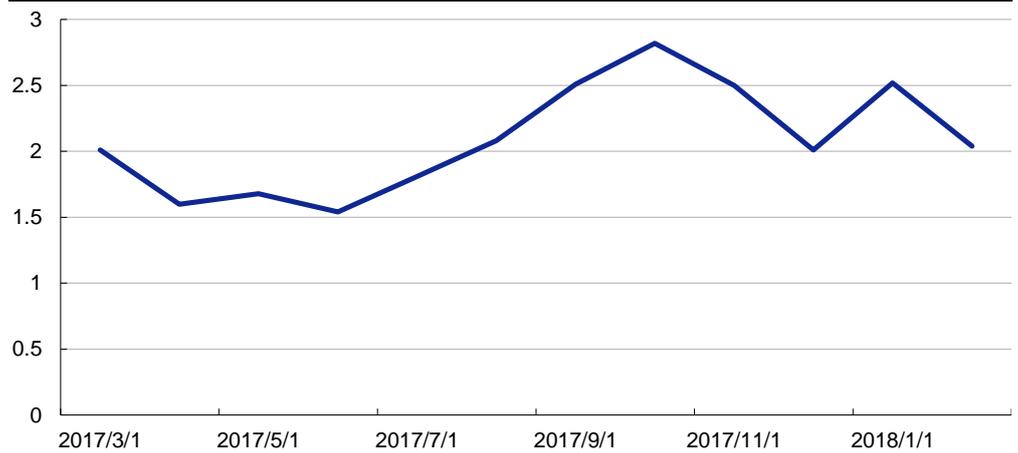
**表4: 上汽荣威/名爵 2018 年新车概览**

品牌	车型	级别	主要参数
荣威	RX8	7 座 SUV	2.0T 涡轮增压 6 速自动挡
	Vision-E	CUV	后置双驱动电机（85kW+52kW） 续航里程 500 公里 百公里加速 4 秒
	Ei5	Wagon（旅行车）	自主永磁同步电机（85kW） 续航里程 400 公里 “斑马” 2.0 系统
名爵	新版名爵 6	紧凑型轿车	搭载 ADAS 高级驾驶辅助系统 自主“绿芯”插电混动系统 1.0T 涡轮增压（92kW）
	全新紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	“斑马” 2.0 系统 1.5T/2.0T 涡轮增压
	纯电版 ZS	小型 SUV	“斑马” 2.0 系统 续航里程 300 公里 第二代自主 EDU

资料来源：网通社，易车网，新时代证券研究所

荣威 RX5 是上汽乘用车确立品牌路线的经典一役。凭借明确的定位，RX5 在 2016 年上市之后就取得了亮眼的成绩。作为市场上第一款主打互联网概念的成熟车型，RX5 很好地结合了互联网技术和过硬的汽车制造技术，并首次搭载了上汽集团与阿里巴巴合作开发的“斑马”系统。RX5 的市场反响证明了上汽乘用车在客户群体定位上的准确性，都市年轻人和新生代中产阶级对于新概念的高认知度是 RX5 得以成功的关键。同时，仅搭载斑马 1.0 系统的 2016 款 RX5 就受到如此欢迎，也说明了互联网汽车拥有巨大的市场空间。随着新技术的成熟，消费者的接受程度会不断提高，上汽乘用车树立起的“年轻+科技”品牌形象会获得巨大的发展红利。

**图12: 荣威 RX5 销量走势 (单位: 万辆)**

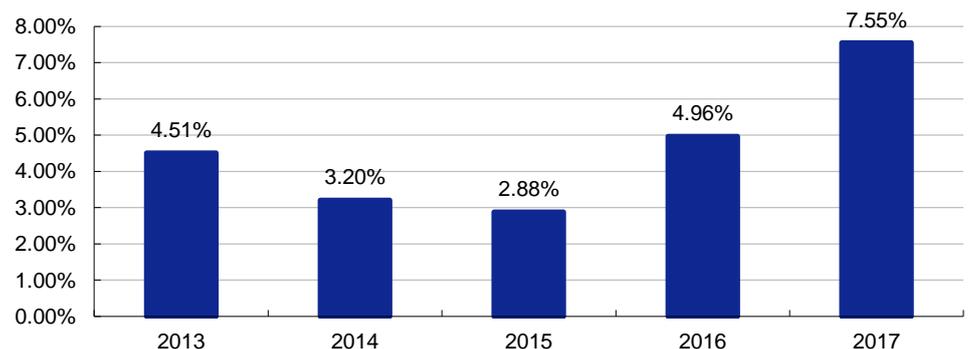


资料来源: 搜狐汽车, 新时代证券研究所

相比荣威, 名爵的品牌风格类似, 而市场定位形成互补。名爵的互联网车型 ZS 于 2017 年上市, 主打 7-10 万的入门级市场, 并通过设计感、互联网技术和极高的性价比精准定位年轻人群体。至此, 上汽乘用车的互联网汽车已覆盖了 7-15 万的主流价格区间, 并在保持自身差异化风格的同时站稳了脚跟。

在互联网汽车取得成功之后, 公司迅速配套新能源技术, 分别于 2016 年、2017 年推出电动版 RX5 和 i6, 进一步发挥自身在新能源汽车方面的技术优势。2018 年, 公司除了将推出名爵 ZS 的电动版外, 还将推出重磅车型——电动互联网 CUV 荣威光之翼。这款车型对标特斯拉, 不仅是上汽乘用车配套的新能源技术和互联网技术的集大成之作, 其他配置参数上也以优秀轿跑为标杆, 体现出上汽集团在自主品牌上的野心。以此为契机, 上汽乘用车未来几年预计会开启强势的新车周期, 并且随着新能源汽车和网联化技术的市场接受度进一步提高, 上汽乘用车销量在集团所占份额会不断提升, 对合资品牌形成有力挑战。

**图13: 上汽乘用车公司占集团总销量比重变化**

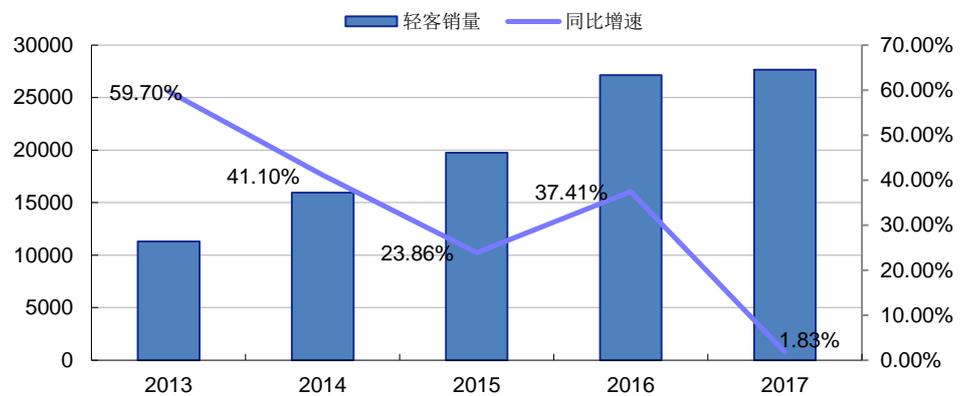


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3.2、上汽大通：商用车仍存空间，C2B 业务另辟蹊径

与乘用车业务相比，商用车板块一直是上汽集团的短板。在集团的“十三五”规划中，提振商用车板块的整体业绩成为重点内容。作为上汽商用车业务的领头羊，上汽大通成为集团战略布局的重点。在过去的几年时间，上汽大通已经在轻客市场占据第一梯队的位置，但由于市场规模较小，开拓新的细分市场成为必然。2017 年伊始，上汽集团将轻卡品牌跃进从南京依维柯剥离，并注入上汽大通，实现了轻卡业务在自主品牌上的整合。此举将使跃进不再受合资方制约，上汽可以完全自主对跃进进行投资和资源倾斜，力求将上汽大通在 5 年内做到轻客市场前三的“大通速度”在轻卡业务上复制。

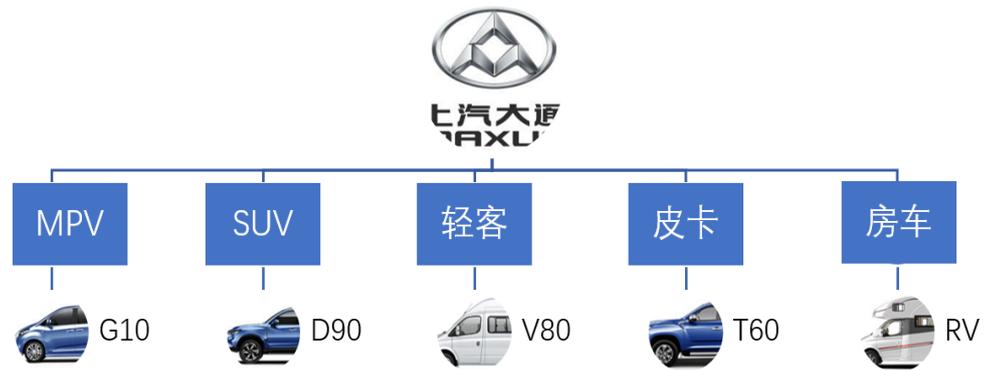
图 14：上汽大通轻客销量走势



资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

与此同时，上汽大通成立了 SUV 事业部和皮卡事业部，从现有的矩阵式管理结构向网状管理结构进行转变，从下放决策权和完善产品结构两个方面，整体提振公司销量。2016 年，上汽大通完成销量 4.7 万辆，同比增长 32.94%，较好地完成了预期目标；而在 2017 年，公司销量为 7.2 万辆，虽实现了 51.64% 的同比增速，仍与 9 万辆的销售目标有一定差距。我们认为这一方面是由于轻客市场容量有限，公司的传统业务已现瓶颈；另一方面也反映出经过业务整合和新设立事业部之后，新车周期还未开始发力。根据集团“十三五”规划，上汽大通 2020 年的销量目标是 20-30 万辆，这要求公司至少保持住目前 50% 的销量同比增速，是一个不小的挑战。我们认为在上汽集团不断对商用车进行自主化整合的背景下，获得更多资源倾斜的上汽大通将会在未来三年开始发力，并且公司新推出的 SUV 和 MPV 产品也会对品牌认知度产生一定的拉动作用，反哺商用车业绩。到 2020 年，上汽大通将完成第一轮产品布局，形成 SUV、MPV、宽体轻客、皮卡、纯电架构 6 大平台、9 个产品系列以及 6 款房车车型平台。另外，上汽大通将实施“全平台、全系列、全路线”的新能源策略，即旗下的所有车型平台，包括宽体轻客、MPV、皮卡、SUV 等在内都发展新能源汽车，并且在纯电动、混动、燃料电池车三种动力上全面布局，齐头并进。

图 15：上汽大通目前主要业务板块



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

另外，上汽大通去年开展的 C2B 大规模定制业务也是值得关注的。作为集团数字化 C2B 跨界定制的试水企业，上汽大通承担了集团创新转型的战略目标。这个项目是基于集团互联网平台的车辆定制业务，客户通过在网上对车辆的各种细节提出自己的需求，由上汽大通接受订单并制造独家定制的车辆。目前来看这个项目与特种车改装业务比较契合，其既有定制化需求，又有批量生产的特性。因此特种车改装可能会成为 C2B 业务切入点。如果成果显著，未来该定制业务可能会推广到其他商用车乃至乘用车的 2C 端。根据项目规划，上汽大通已在原无锡基地的基础上新增了溧阳基地，以满足未来可能扩充的商用车定制需求。

C2B 定制业务的主要意义在于将公司的整车制造与集团的互联网平台融合起来，体现出集团在自主品牌上持续推行互联网技术，最终打造业务创新一体化的决心。该定制项目本身会创造多少利润尚不明朗，但上汽大通作为试水企业，已经足以说明公司在集团业务板块中的重要性，以及优秀的制造水平和客户渠道资源。同时，无锡基地和溧阳基地的主要任务仍是规模化车辆制造，其中无锡基地作为主力制造厂，在生产大通 V80 和大通 G10 的基础上还将承担未来皮卡和 SUV 的制造任务；溧阳基地的定位较为明确，将大规模生产定制化智能房车，最大规划产能超过 2.5 万辆。目前公司从生产端已经基本完成布局，在“十三五”剩下的三年中，只静待销售端在市场消化产能，为上汽集团的商用车业绩创下新高。

## 4、把握未来趋势，“新四化”稳固龙头地位

“十三五”伊始，上汽集团提出了“电动化、网联化、智能化、共享化”的新四化方案，在努力开拓市场的同时，坚持把创新作为探索实践供给侧结构性改革的主要抓手，积极寻求汽车产业转型升级的解决方案。一年多以来，从公司的各方面布局来看，已经很明显地体现出了这一趋势。而新四化也不仅仅是喊口号，公司作为相关领域的先行者和实践者，“四化”技术积累已经走在了国内同行的前面。随着未来汽车工业全面进入新能源和智能网联化时代，上汽集团依靠自身对大趋势的前瞻性把握和成功实践，将继续保持自身的龙头地位。

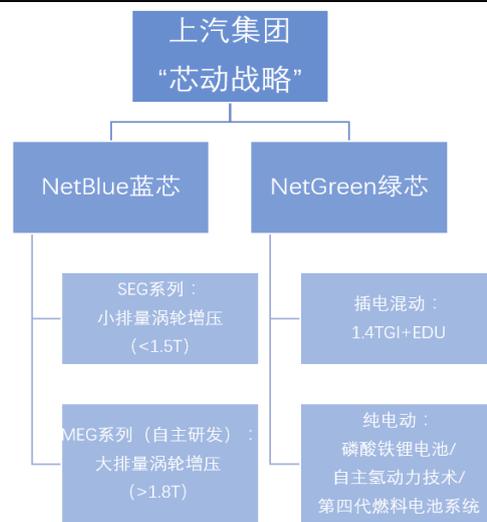
### 4.1、电动化

依托新能源汽车技术的深厚积淀，公司已成为国内唯一一家掌握“三电”核心制造技术，在纯电动、插电混动和燃料电池三个技术路线上都有成熟产品推出的整车制造企业。布局十年以来，已在新能源汽车上累计投入资金超过 100 亿元，形成了近千人的新能源研发团队。目前公司在新能源汽车的配套上对自主品牌重点倾斜，荣威、名爵的主力车型均推出了电动版，同时自主品牌乘用车、商用车的新车周期

均以电动车为主，在产品结构上覆盖了 A-B 级轿车、SUV、MPV，在价格区间上包括了低、中、高三个档次。今后几年，公司将实现新能源汽车超过 40 款，到 2020 年新能源汽车年销量突破 60 万辆。配套设施建设上，公司计划以旗下的上汽安悦充电科技有限公司为平台，到 2020 年在全国范围内建设 5 万个充电桩。当前，公司已建成投放 5325 个公共充电桩，其中上海市建成投放 4435 个公共充电桩，占全国总量的 83%。

“三电”技术上，第一代电驱变速箱 EDU 已形成批量生产能力，第二代 EDU 关键技术取得突破，自主开发的电池管理系统实现量产；燃料电池汽车完成了 200B 电堆在荣威 750、950 上的国家创新示范工程项目，并启动了 300 型大功率高密度电堆开发。同时，公司也与 CATL 宁德时代、英飞凌分别在电池电芯和 IGBT 电驱动核心部件上开展了合资合作，致力于从配套零部件方面全面掌握新能源汽车的核心技术。

**图16： 上汽发布“芯动战略”进一步增强自主品牌竞争力**



资料来源：爱卡汽车，新时代证券研究所

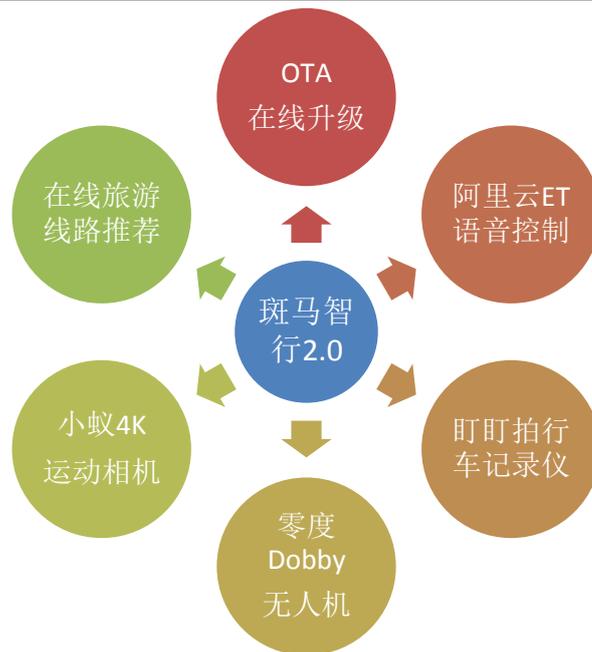
## 4.2、网联化

上汽集团的网联化脚步始于荣威 RX5。2016 年，荣威 RX5 上市后月销量过 2 万，使得上汽集团在自主品牌大军中脱颖而出，摘得“全球首款互联网汽车”的帽子，迈出了智能互联坚实的第一步。RX5 搭载的互联网平台“斑马”系统是 2014 年公司与阿里巴巴合作成立的斑马公司的核心产品。通过与阿里巴巴的跨界合作，公司将服务平台和汽车产品相捆绑，通过云计算等技术手段，对用户的驾车行为模式、生活消费模式和交通出行轨迹等，覆盖金融、保险、停车、维修保养、交通安全、导航、音乐、充电、车辆共享等领域，打造出差异化竞争优势。随着 2017 年“斑马”系统升级 2.0 版本，上汽集团已在网联化的硬件布局上甩开竞争对手，正式将互联网汽车平台从初步搭建到逐渐完善，构筑起了以“数据能力”、“地图能力”、“生态能力”为核心的技术壁垒。与此同时，公司积极进行跨界战略合作，进一步加深车联网布局。2017 年下半年，公司正式加入了 5GAA 联盟，与中移动、华为开展三方合作，研究基于 5G 的智能出行和下一代车联网技术。

从细分方向来看，汽车的网联化已成为大趋势，根据埃森哲和汽车行业咨询公司 SBD 预测，到 2020 年，全球配备联网技术的新车销量将累计达到 2.12 亿台，普及率将接近 60%，而不具备车联网功能的传统汽车将在 2050 年之前彻底退出市场。数据上的预测可能会有异同，但可以确定的是，上汽集团在网联化上的巨大前

期投入无疑会在未来获得充分的回报。

**图17: “斑马智行” 2.0 操作系统亮点**



资料来源：爱卡汽车，新时代证券研究所

### 4.3、智能化

在上汽集团的规划乃至整个产业发展的趋势上，智能化与网联化可谓你中有我，我中有你。举例来说，基于 5G 的通讯技术在汽车上的应用可以实现车与车、车与交通基础设施的通讯，其中荣威 RX5 上就已实现 V2X(车与外界无线通讯)功能。这一方面是构建汽车网联化的基础技术，同时也是汽车智能化，直至实现自动驾驶的关键一环。

目前上汽集团已拥有第二代智能驾驶平台核心技术的完全自主知识产权，并实现了单车智能等级的第四级技术水平，目标到 2020 年，实现结构化和部分非结构化道路的自动驾驶功能，到 2025 年实现全环境下的自动驾驶功能。除乘用车外，公司在公共交通出行领域也进行布局，作为上海公交客车的主要供应商，上汽已经在投放的新能源客车中配备了 GPS 和网联设备，可以从后台掌握其行驶路径和主要参数。未来，上汽集团将继续致力于城市公交智能出行，钻研交通基础设施之间的通讯技术。

**表5: SAE International 自动驾驶五级标准**

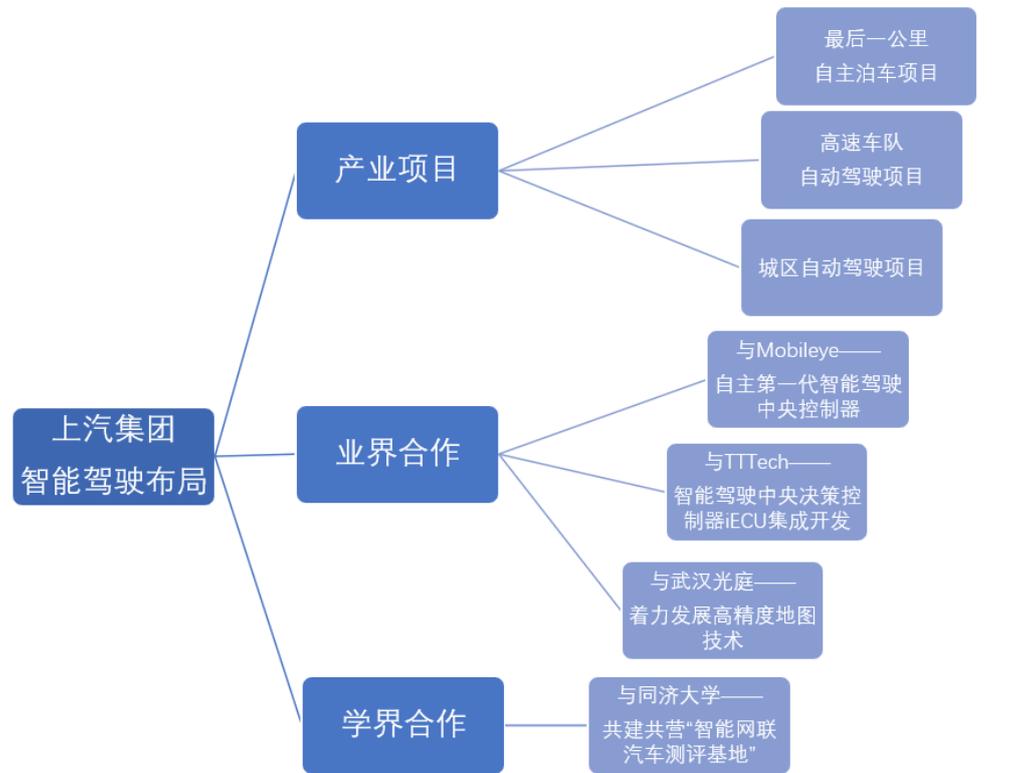
等级	名称	车辆控制	环境观察	激烈驾驶应对	应对工况
L0	人工驾驶	驾驶员	驾驶员	驾驶员	-
L1	辅助驾驶	驾驶员+系统	驾驶员	驾驶员	部分
L2	半自动驾驶	系统	驾驶员	驾驶员	部分
L3	高度自动驾驶	系统	系统	驾驶员	部分
L4	超高度自动驾驶	系统	系统	系统	部分
L5	全自动驾驶	系统	系统	系统	全部

资料来源：爱卡汽车，新时代证券研究所

公司正在进行的智能化产业项目有最后一公里自主泊车项目、高速车队自动驾驶项目、城区自动驾驶项目等；战略合作方面与 Mobileye、TTTech、武汉光庭等

合作研究基于视觉的自动驾驶整体方案、高精度地图等技术；与同济大学共建共营智能网联汽车测评基地等。目前样车的实车测试总里程近5万公里。预计未来在这些项目中会出现新一批智能化核心技术，为上汽集团的智能网联化战略添砖加瓦。

**图18： 公司智能驾驶项目布局**

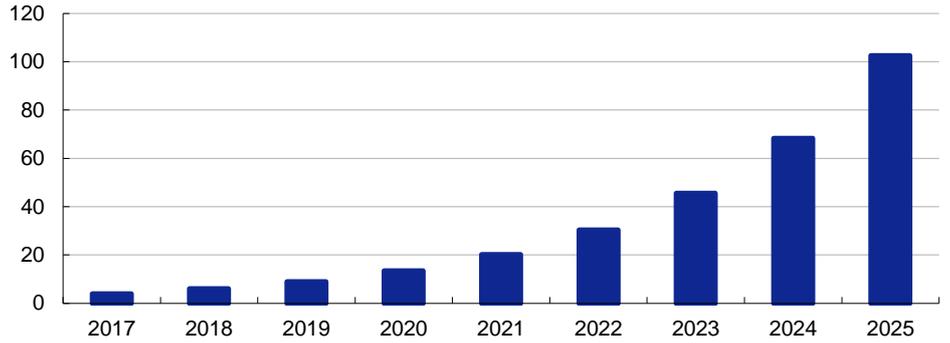


资料来源：网易汽车，新时代证券研究所

#### 4.4、共享化

公司目前在共享化方面的布局主要集中在“环球车享”品牌，该品牌整合了集团过去的“e享天开”和EVCARD两大业务。其中，e享天开主要在上海地区运营，做汽车分时租赁项目，单个网点大多有3~5辆车，并且在相邻的3~4个网点会配备一名「管家」，承担清洁、充电、调配等线下服务；最终目标是网点遍及全国主要城市，并且用户能够在500米之内找到网点，用户和车辆数的平均比率在100:1。而EVCARD是上海国际汽车城旗下的电动车租赁公司，主要布局在上海郊区，与市区布局的e享天开形成互补。两家整合之后，“环球车享”目前已在全国30多个城市有汽车租赁网点，在部分旅游景点已实现盈利。网点总数超过6500个，注册用户超过130万，已超越之前的2020年目标，即在全国一线和重点城市总计达到1.2万辆车，4000个网点，100万左右会员。预计2020年之前“环球车享”仅分时租赁业务将达到10亿左右收入。

**图19： 分时租赁 B2C 车辆规模预计（万辆）**

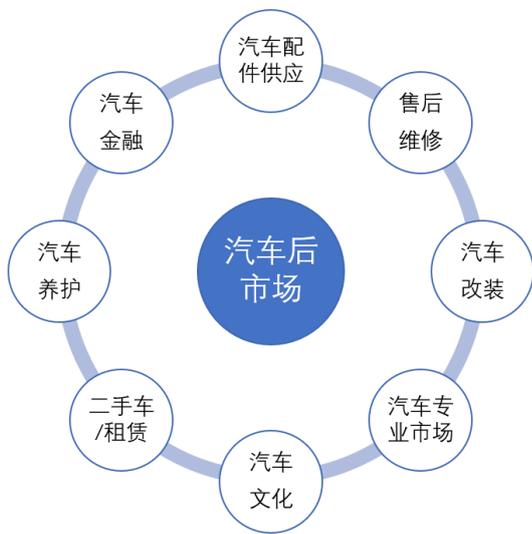


资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

### 5、汽车后市场方兴未艾，“车享家”异军突起

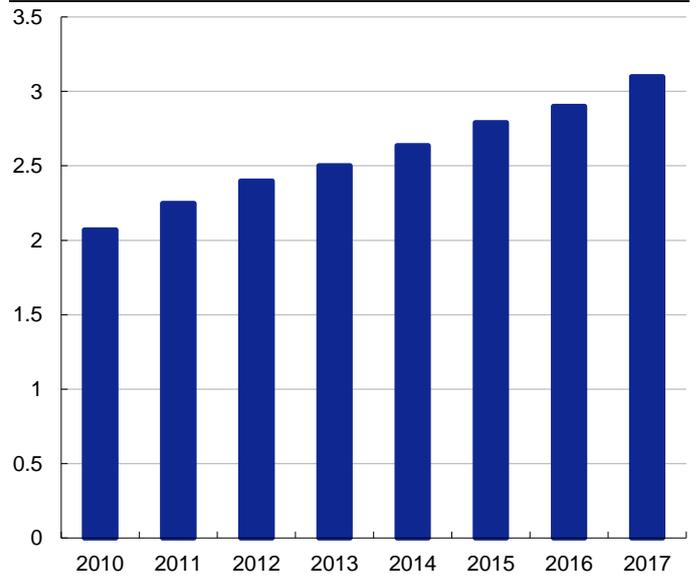
汽车后市场是汽车从售出到报废的过程中，围绕汽车售后使用环节中各种后继需要和服务而产生的一系列交易活动的总称，主要可分为汽车配件供应、汽车金融、汽车养护、二手车及汽车租赁、汽车文化及汽车运动、以物流、咨询、回收处理为主的汽车专业市场、汽车改装和售后维修八大行业。汽车后市场是当汽车保有量上升到一定阶段时将会崛起的细分市场，目前粗略估计中国的汽车后市场规模已经超过万亿元。

图20：汽车后市场细分领域



资料来源：前瞻网，新时代证券研究所

图21：我国机动车保有量规模（单位：亿辆）



资料来源：wind，新时代证券研究所

“车享家”源自上汽集团打造的中国汽车市场首个全生命周期的 O2O 电子商务平台“车享网”，从专营线上购车开始，于 2015 年正式进军汽车后市场。依托上汽集团在汽车售后服务领域的丰富资源和成熟经验，基于可靠的供应链体系、完备的门店管理体系和专业的人才体系，车享家迅速在汽车后市场打造出自己的模式。具体来说，车享家以目前国内汽车后市场主流的 O2O 模式为基础，从统一各地区、各门店的服务标准入手，打造出了自身的差异化竞争优势。目前在业界，有大量提供上门洗车、上门保养等汽车后市场服务的 O2O 品牌，但均未较好解决的一个问题是服务质量参差不齐。许多品牌的线下门店覆盖范围小，并且在各地区不能形成统一的服务标准；更多的品牌甚至没有线下门店，只有各自为政的服务团队。这些

重在争夺市场、轻视服务质量的做法，使国内的汽车后市场行业仍面临着起步阶段时的服务效率低、服务标准杂、产品质量参差不齐、价格不透明等痛点。

**表6: 汽车后市场主要 O2O 商业模式**

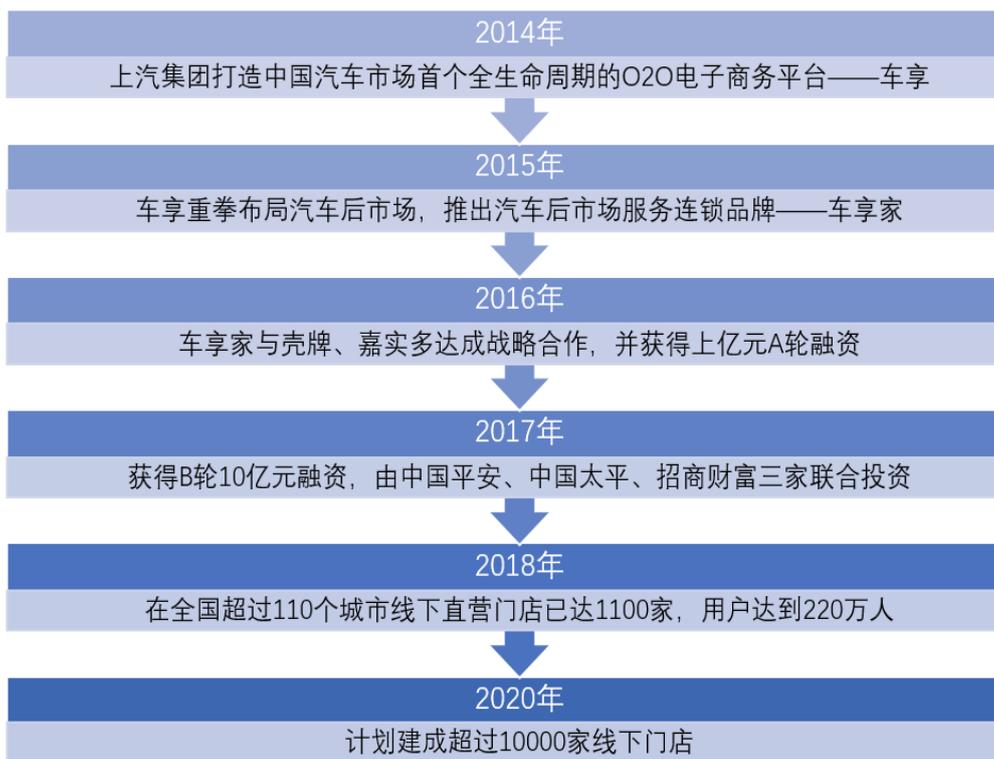
类型	主要品牌	服务模式	特点
加盟型	靓车会、我爱我车	网上商城+特约店服务	目前最主流的模式 可以迅速扩充线下服务商规模 线下服务商质量参差不齐
虚拟型	homecar、爱洗车	网上预约服务+上门服务	主要用于洗车领域 无需门店经营，成本较低 模式易复制且用户忠诚度低
平台型	百车宝、养车网	线上+线下资源整合平台	避免了线下需要标准化收费和服务的问题 线下服务商质量参差不齐，服务质量难以保证
自营型	<b>车享家</b>	网上自营商城+自营店服务	对线下服务商的完全可控性，服务体验最佳

资料来源：搜狐财经，新时代证券研究所

在这种背景下，“出身名门”的车享家甫一进入市场，就秉持着高标准的经营理念。为了解决 O2O 服务品牌各地区和门店服务标准不统一给车主带来的养车之苦，公司开始着手填补中国汽车后市场缺乏连锁巨头的空白，至今成立了 1000 多家门店，覆盖了超过 100 个城市，目标是到 2020 年建成超过 10000 家线下门店。通过连锁门店的方式，车享家不仅迅速在线下门店匮乏的汽车后市场领域提升了知名度，还对服务质量的一致性实现了良好把控。更重要的是，车享家通过门店与客户保持了良好联系，并进一步通过大数据技术对客户在整个用车周期中的服务需求实现了精准预估。从目前的情况来看，车享家重线下的经营模式为其他汽车后市场 O2O 品牌开辟了一个新思路，已经成为了当前企业提升汽车后市场占有率的最佳商业模式。

2017 年，车享家取得的成绩迅速引起了资本的关注。当年 12 月，车享家获得由平安、中国太平和招商财富三大集团近 10 亿人民币的投资，开始执行“新空间”计划，概括来讲即是“在多元化需求和消费升级两大方向上，实现线上即线下、场景即服务、情感即连接三大服务方式”。通过资本的加持继续拓展细分领域业务，车享家正向着自己的 2020 年规划大步迈进。在具体实施上，车享家与 ETCP 集团签订协议，在停车场内为用户提供养车服务，对接线上产品数据，丰富“社区场景”；联合全球零部件巨头米其林（中国），提升供给效率，提高商品品质；牵手阿克苏诺贝尔，共建钣喷中心等。

**图22: 车享家发展历程**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

在国家鼓励科技创新，大力寻找“独角兽”的时代，车享家作为汽车后市场的独角兽企业，有望获得资本市场更多的垂青。经过几年的发展，预计汽车后市场行业会与大多数行业一样，在厮杀过后只剩下寥寥几位玩家分享这块巨大的蛋糕，而车享家必将是其中一位。我们持续看好车享家在汽车后市场的表现，并且随着业务规模的不断扩大，将能够为上汽集团带来可观的业绩提升。

## 6、盈利预测与估值

目前公司业绩稳定增长，零部件和汽车后市场等高毛利业务占比不断提升，将拉高公司整体毛利率水平。我们预计2017年-2019年公司实现归母净利润分别为342.3/386.9/410.2亿元，EPS分别为2.93/3.31/3.51元，对应最新收盘价PE分别为11.63x/10.30x/9.71x。首次覆盖给予“推荐”评级。

## 7、风险提示

新车销量不及预期；技术进步不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	269931	330946	341812	366153	393924	<b>营业收入</b>	<b>661374</b>	<b>746237</b>	<b>834588</b>	<b>921072</b>	<b>1014478</b>
现金	72673	105933	91838	112883	113536	营业成本	585833	650218	724423	797004	874480
应收账款	29332	30662	36435	37615	43945	营业税金及附加	5598	7521	8346	7953	9429
其他应收款	5081	6961	6507	8356	8014	营业费用	35538	47503	45902	50659	57671
预付账款	13389	20530	17404	24461	21650	管理费用	24275	28258	28782	32207	36528
存货	<b>37243</b>	<b>37040</b>	<b>45721</b>	<b>45332</b>	<b>54572</b>	财务费用	-231	-332	-388	-339	-859
其他流动资产	112213	129821	143907	137506	152208	资产减值损失	2848	3209	3338	4520	4442
<b>非流动资产</b>	241700	259683	288255	317250	346160	公允价值变动收益	-286	-10	-130	-102	-132
长期投资	59020	62677	91469	121331	151419	投资净收益	29663	30572	28027	29024	29322
固定资产	38691	47054	48691	49100	48872	<b>营业利润</b>	43588	48433	52082	57991	61977
无形资产	8365	10796	10166	10045	10106	营业外收入	<b>3667</b>	<b>3314</b>	<b>3193</b>	<b>3376</b>	<b>3387</b>
其他非流动资产	<b>135625</b>	<b>139155</b>	<b>137929</b>	<b>136775</b>	<b>135764</b>	营业外支出	1445	1254	1305	1245	1312
<b>资产总计</b>	<b>511631</b>	<b>590628</b>	<b>630068</b>	<b>683403</b>	<b>740084</b>	<b>利润总额</b>	45810	50492	53970	60122	64052
<b>流动负债</b>	257668	297481	310955	331320	352396	所得税	<b>5736</b>	<b>6530</b>	<b>6759</b>	<b>7271</b>	<b>8018</b>
短期借款	4908	8728	8728	8728	8728	<b>净利润</b>	40074	43962	47211	52851	56034
应付账款	99035	104731	122289	127476	146568	少数股东损益	<b>10280</b>	<b>11953</b>	<b>12984</b>	<b>14166</b>	<b>15010</b>
其他流动负债	<b>153725</b>	<b>184023</b>	<b>179938</b>	<b>195116</b>	<b>197100</b>	<b>归属母公司净利润</b>	29794	32009	34227	38685	41024
<b>非流动负债</b>	43046	58050	54340	50553	46736	EBITDA	<b>50675</b>	<b>56828</b>	<b>59767</b>	<b>66774</b>	<b>71374</b>
长期借款	9607	18446	14735	10949	7132	EPS (元)	2.55	2.74	2.93	3.31	3.51
其他非流动负债	<b>33439</b>	<b>39604</b>	<b>39604</b>	<b>39604</b>	<b>39604</b>						
<b>负债合计</b>	<b>300713</b>	<b>355532</b>	<b>365294</b>	<b>381873</b>	<b>399132</b>						
少数股东权益	35789	43175	56159	70325	85335	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	11026	11026	11683	11683	11683	<b>成长能力</b>					
资本公积	38940	39807	39807	39807	39807	营业收入(%)	5.5	12.8	11.8	10.4	10.1
留存收益	113126	129048	151267	176194	202400	营业利润(%)	8.1	11.1	7.5	11.3	6.9
归属母公司股东权益	175129	191921	208614	231205	255617	归属于母公司净利润(%)	6.5	7.4	6.9	13.0	6.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>511631</b>	<b>590628</b>	<b>630068</b>	<b>683403</b>	<b>740084</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	11.4	12.9	13.2	13.5	13.8
						净利率(%)	4.5	4.3	4.1	4.2	4.0
						ROE(%)	19.0	18.7	17.8	17.5	16.4
						ROIC(%)	18.2	16.9	17.5	18.3	18.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.8	60.2	58.0	55.9	53.9
						净负债比率(%)	-25.2	(29.8)	(24.4)	(29.7)	-27.6
						流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
						速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
						应收账款周转率	26.4	24.9	24.9	24.9	24.9
						应付账款周转率	7.1	6.4	6.4	6.4	6.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	2.55	2.74	2.93	3.31	3.51
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.32	1.82	1.72	4.23	2.55
						每股净资产(最新摊薄)	14.99	16.43	17.86	19.79	21.88
						<b>估值比率</b>					
						P/E	13.94	12.98	12.13	10.74	10.12
						P/B	2.37	2.16	1.99	1.80	1.62
						EV/EBITDA	8.22	7.2	7.2	6.3	6.0

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	25993	11377	20109	49431	29834
净利润	40074	43962	47211	52851	56034
折旧摊销	6114	7767	7687	8770	9891
财务费用	-231	-332	-388	-339	-859
投资损失	-29663	-30572	-28027	-29024	-29322
营运资金变动	6331	-9376	-6504	17071	-6043
其他经营现金流	3368	-71	130	102	132
<b>投资活动现金流</b>	-13737	26437	-8362	-8843	-9611
资本支出	<b>15427</b>	<b>17267</b>	<b>-219</b>	<b>-867</b>	<b>-1178</b>
长期投资	-28892	12393	-28792	-30038	-30088
其他投资现金流	-27201	56096	-37373	-39748	-40877
<b>筹资活动现金流</b>	-22357	-6142	-25841	-19542	-19570
短期借款	<b>-597</b>	<b>3820</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	4857	8839	-3711	-3787	(3817)
普通股增加	0	0	658	0	0
资本公积增加	953	867	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-27570</b>	<b>-19668</b>	<b>-22789</b>	<b>-15755</b>	<b>-15754</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-9964</b>	<b>31978</b>	<b>-14095</b>	<b>21046</b>	<b>653</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**杨华超**，上海交通大学供应链管理博士研究生、工商管理硕士和工学学士。曾在多家世界五百强公司工作，如德尔福、英格索兰和上汽。对企业运营和企业改善有着多年的管理经验，在汽车行业有着多年的从业经验。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>