

上汽集团（600104）

证券研究报告

2018 年 06 月 20 日

优势壁垒业内无人能及，长期赋予龙头估值溢价

投资要点

上汽的壁垒如何打造？

1) 先入为主，德美系称霸乘用车市场。国内合资先锋，合资助力上汽核心竞争力全面提升。上世纪 80 年代，上汽与当时国际一流车企大众达成合作，上海大众成为了国内最早一批汽车合资企业。2009-2018 年，德美日系主要合资品牌汽车销量稳定增长，市场占有率稳步上升。顺应消费大潮，上汽大众、上汽通用市场份额稳定。

2) 财务优势：“净现金流”。上汽集团利润逐年攀升，净现金流领先于各车企。2017 年净利润达到 344 亿元，同比增长 7.5%。2016 年，净现金流达到 320 亿。上汽集团的盈利能力稳定在行业前列。同时，公司经营活动净现金流处于稳健状态，持续运营能力强。

3) 技术研发优势。上汽集团研发费用投入逐年增加，遥遥领先各主机厂。上汽自主打造多个先进整车模块化平台：降低生产成本，提高生产效率，助力荣威、名爵量利齐增。同时，研发投入加速“新四化”转型布局，与各大巨头合作，打造未来新车企。

上汽的估值还有多大空间？

1) 行业龙头估值向行业均值收敛甚至反超。2015 至 2018 年，消费、制造行业中，龙头企业估值接近且反超行业平均估值。例如，在家用电器行业、化工行业、食品饮料行业中龙头企业企业估值逐年接近行业平均水平。恒瑞医药、苏宁易购等行业龙头估值甚至反超行业平均估值。

2) 短中长期逻辑基本无瑕疵，上汽估值折价转溢价。短期：终端销量稳步上升，行业小年头部聚拢趋势明显，自主新能源零售普及度进一步提升；中期：消费升级利好龙头企业，传统整车制造业务稳健，龙头扩张单车营收&利润双升；长期：加快“新四化”转型，垂直产业链衍生，布局零部件生产，引领汽车行业迈向多元化格局。上汽集团 PE 估值在 6-11 区间波动，近三年总体趋势向上，优秀头部企业估值提升仍有很大空间；我们认为，未来三年内，公司动态 PE 估值有望向行业平均收敛。

投资建议

“中国消费升级，汽车龙头扩张”的价值首选。18 年面对关税下调、股比放开等影响，上汽彰显优秀车企的经营管理竞争优势；中美贸易战已经打响，汽车作为针对性行业之一，中美进口车贸易（包括美国工厂生产德系品牌）影响较大，反而利好以美系、德系合资为主营的上汽。自 18 年年初以来，旗下各品牌销售终端数据未见疲软，每一轮行业利空下的情绪恐慌都会逐步修复。业绩稳定增长且分红预期不减，预计 18-20 年增速分别为 9%/11%/10%，EPS 3.20/3.53/3.90 元，对应 PE 11/10/9 倍，维持“买入”评级，6 个月目标价 38.40 元。

风险提示：汽车关税下调挤压国产车价格及利润空间；车市下行风险；车型销量不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756,416.17	870,639.43	969,805.26	1,072,039.02	1,166,992.89
增长率(%)	12.82	15.10	11.39	10.54	8.86
EBITDA(百万元)	57,771.03	63,629.58	63,646.94	70,270.89	76,398.60
净利润(百万元)	32,008.61	34,410.34	37,377.11	41,300.81	45,527.32
增长率(%)	7.43	7.50	8.62	10.50	10.23
EPS(元/股)	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90
市盈率(P/E)	13.28	12.36	11.37	10.29	9.34
市净率(P/B)	2.22	1.89	1.94	1.81	1.67
市销率(P/S)	0.56	0.49	0.44	0.40	0.36
EV/EBITDA	0.90	1.68	2.59	1.64	1.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	36.80 元
目标价格	38.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,683.46
流通 A 股股本(百万股)	11,503.43
A 股总市值(百万元)	429,951.38
流通 A 股市值(百万元)	423,326.33
每股净资产(元)	20.06
资产负债率(%)	61.74
一年内最高/最低(元)	37.66/28.43

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《上汽集团-公司点评:5 月新能源车飞跃式突破 加速“新四化”转型布局》
2018-06-04
- 2 《上汽集团-年报点评报告:合资自主两翼齐飞 “新四化”深入推进》
2018-03-30
- 3 《上汽集团-公司点评:英飞凌合资落定 上汽坚持“创新转型 四化融合”》
2018-03-04



内容目录

1. 上汽的壁垒如何打造？	4
1.1. 先入为主，德美系称霸乘用车市场	4
1.2. “净现金流”远超行业 建立持续运营能力	6
1.3. “金山银山”打造技术研发优势	7
1.3.1. 研发费用投入长期领跑主机厂	7
1.3.2. 整车制造平台化 加速“新四化”转型布局	8
1.3.2.1. 搭建模块化整车平台 自主品牌成功升级	8
1.3.2.2. 研发投入加速“新四化”转型布局 打造未来新车企	8
2. 上汽的估值还有多大空间？	15
2.1. 纵向比较 “消费、制造”行业龙头估值趋近甚至超过行业均值	15
2.2. 短中长期逻辑几乎无瑕 上汽配得上估值溢价	16
2.2.1. 上汽短中长期逻辑几乎无瑕	16
2.2.1.1. 短期：行业小年终端销量坚挺 自主品牌新能源销量实现突破	16
2.2.1.2. 中期：消费升级利好龙头发展 传统整车制造业务稳健	17
2.2.1.3. 长期：开启转型之路 引领汽车行业发展多元化	18
2.2.2. 上汽向来估值低于行业平均 传统格局有望打破	21
3. 投资建议	22
4. 风险提示	23

图表目录

图 1：上汽大众发展历程	4
图 2：上汽通用发展历程	4
图 3：德美日系品牌汽车销量市场占有率（%）	5
图 4：各国汽车品牌品牌汽车销量（万辆）	5
图 5：上汽大众年度销量（辆）及同比（%）	5
图 6：上汽通用年度销量（辆）及同比（%）	5
图 7：上汽大众、上汽通用市占率（%）	6
图 8：各大主机厂历年净利润比较（亿元）	6
图 9：各大主机厂经营活动现金净流量比较（亿元）	7
图 10：各大主机厂研发费用投入比较（百万元）	7
图 11：上汽集团自主创新研发中心	9
图 12：上汽集团“三电”技术掌握情况	9
图 13：宁德时代电池历年出货量及市占率情况（GWh，%）	10
图 14：2016 年中国动力电池市场占比情况（%）	10
图 15：上汽集团网联化发展路径	10
图 16：上汽集团智能驾驶全面布局	12
图 17：EVCARD 实物情况展示图	12

图 18: EVCARD 租车流程展示图	12
图 19: 环球车享 2017-2020 全国运营规模规划	13
图 20: 上汽海外营业收入 (亿元)	13
图 21: 上汽整车出口及境外销量 (万辆)	13
图 22: 家用电器行业及美的集团 PE 走势	15
图 23: 纺织服装行业及海澜之家 PE 走势	15
图 24: 医药生物行业及恒瑞医药 PE 走势	15
图 25: 商业贸易行业及苏宁易购 PE 走势	15
图 26: 化工行业及万华化工 PE 走势	15
图 27: 食品饮料行业及贵州茅台 PR 走势	15
图 28: 上汽集团 2018 年销量同比增速 (%)	16
图 29: 上汽大众 2018 年销量同比增速 (%)	16
图 30: 上汽通用 2018 年销量同比增速 (%)	16
图 31: 上汽通用五菱 2018 年销量同比增速 (%)	16
图 32: 上汽自主品牌新能源汽车销量 (辆) 及增速 (%)	17
图 33: 2018 年 1-4 月分车型累计销量占比 (%)	17
图 34: 乘用车平均价格及城镇居民人均可支配收入 (万元)	17
图 35: 上汽集团单车净利润 (元) 及净利润 (亿元)	17
图 36: 车企单车价格比较 (元)	17
图 37: 公司海外业务历年营收及增速情况 (亿元, %)	20
图 38: 公司国内外业务营收占比 (%)	20
图 39: 汽车行业及上汽集团 PE	21
图 40: 汽车整车行业及上汽集团 PE	21
表 1: 跨国车企模块化平台规划	8
表 2: 上汽自主平台对应车型情况	8
表 3: AliOS 功能演进	11
表 4: 中国前十车企市占率 (%)	18
表 5: 上汽“新四化”规划和进展情况	18
表 6: 华域汽车海外业务情况	20

1. 上汽的壁垒如何打造？

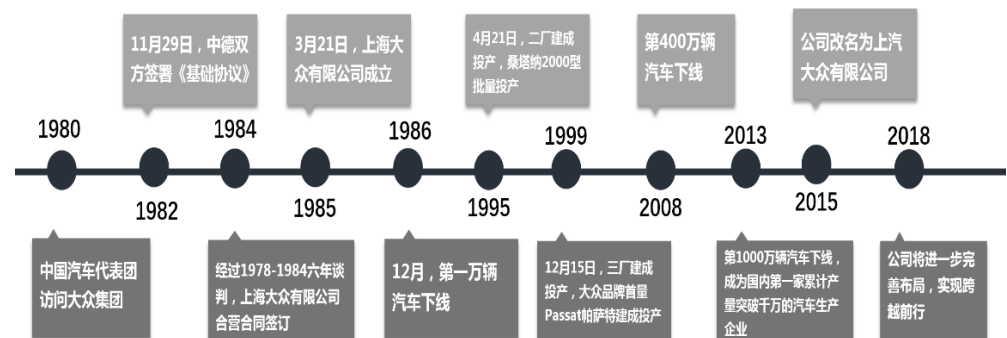
1.1. 先入为主，德美系称霸乘用车市场

国内合资先锋，合资助力上汽核心竞争力全面提升。上汽集团是国内 A 股市值最大的汽车上市公司，上汽集团所属主要整车企业包括上汽大众、上汽通用、乘用车公司、上汽大通、上汽通用五菱等。1978 年，十一届三中全会拉开国家改革发展开放大潮，同年 11 月，中央同意以中外合资企业的形式，在上海实施合资汽车项目。上世纪 80 年代和 90 年代，上汽大众、上汽通用等品牌陆续建立投产。依靠自身研发以及与德美世界一流车企合资模式的助力，上汽积累了国际一流的整车、零部件研发和制造技术以及国际化运营管理经验，上汽集团的自主品牌也因此取得了迅猛发展。

国内车企龙头，上汽成绩令人瞩目。上世纪 80 年代，上汽集团迎合国家发展大潮，在政府的撮合下，上汽与当时国际一流车企大众达成合作，上海大众成为了国内最早一批汽车合资企业。上海大众总部位于上海安亭，并先后在南京、仪征、乌鲁木齐、宁波、长沙等地建立了生产基地，目前生产与销售大众与斯柯达两个品牌车型。

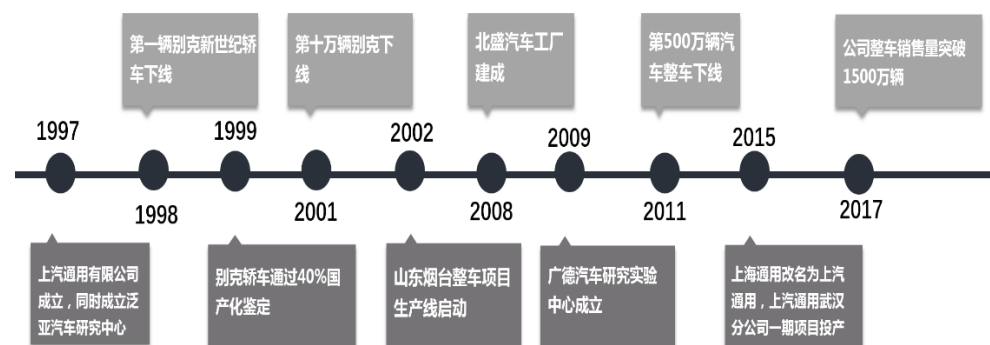
1997 年 6 月 12 日，上汽通用成立，同时成立了泛亚汽车研究中心，目前拥有浦东金桥、烟台东岳、沈阳北盛和武汉四大生产基地，共 9 个整车生产厂，4 个动力总成厂。上汽通用汽车成立 21 周年以来，从 1997 年项目开工，仅用 23 个月就迎来了第一款产品别克新世纪下线，4 年生产及销售 10 万辆，再到用 8 年时间取得第一个百万销量，17 年销量突破 1500 万辆。上汽通用在建设和投产的速度上创下了业内的记录。

图 1：上汽大众发展历程



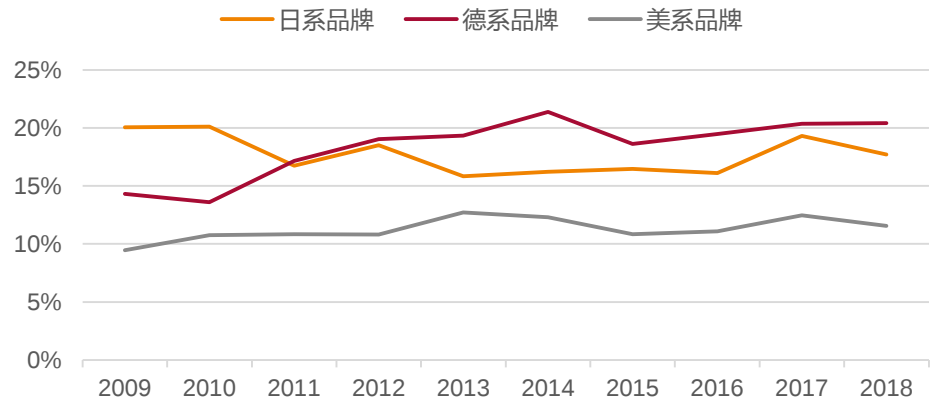
资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 2：上汽通用发展历程



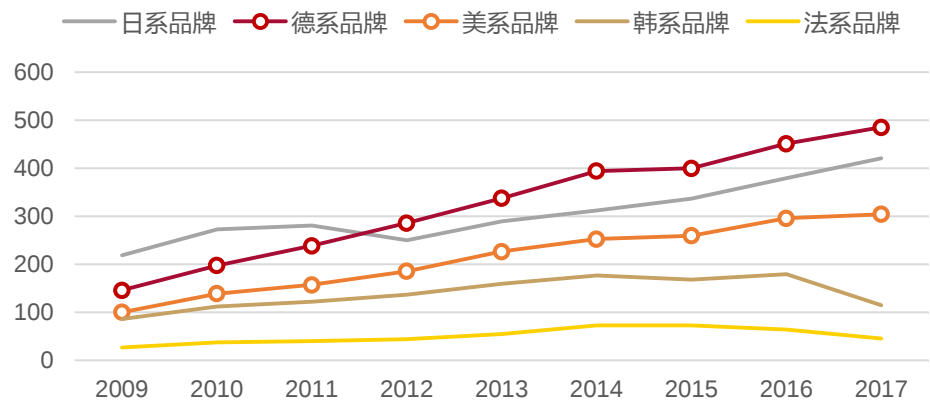
资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 3：德美日系品牌汽车销量市场占有率（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

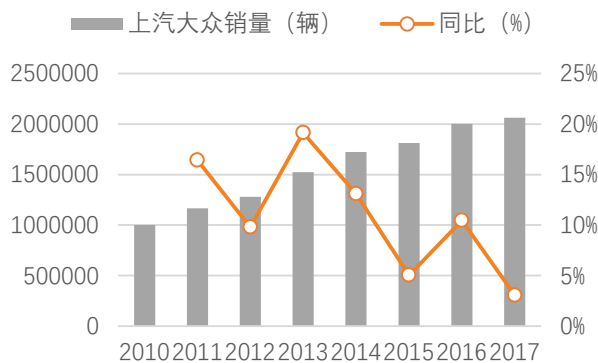
图 4：各国汽车品牌品牌汽车销量（万辆）



资料来源：wind，天风证券研究所

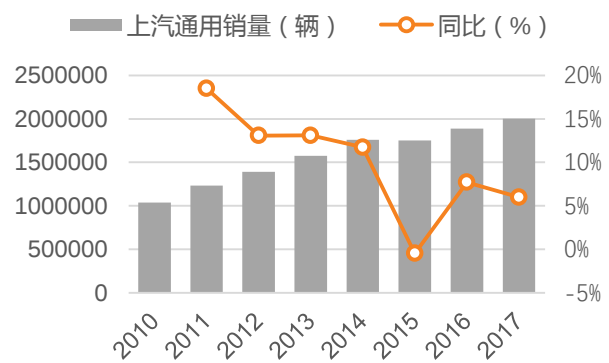
顺应消费大潮，上汽大众、上汽通用市场份额稳定。目前，我国汽车市场处于消费结构升级的关键时期，汽车产业发展较快，汽车消费市场潜力巨大。2009-2018 年，德美日系主要合资品牌汽车销量稳定增长，市场占有率稳步上升。其中，分别以大众和通用为代表的德系和美系品牌近年来销量基本保持增长态势。2017 年，德系品牌乘用车销量达到 485 万辆，美系品牌乘用车销量达到 304 万辆。

图 5：上汽大众年度销量（辆）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

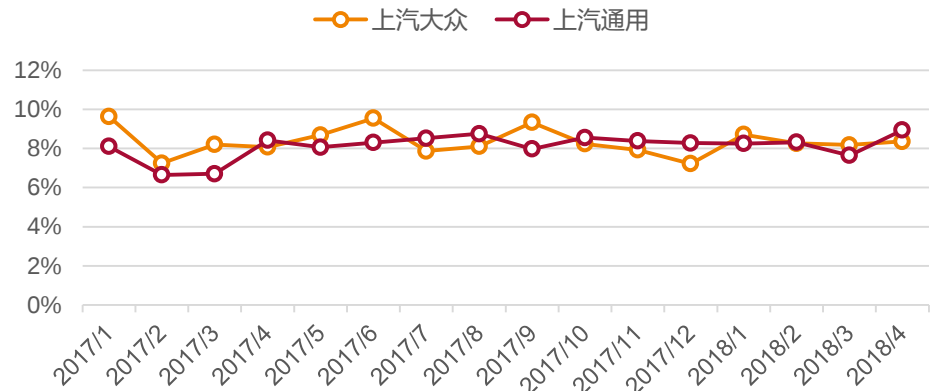
图 6：上汽通用年度销量（辆）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

上汽大众/上汽通用 2017 年全年销量分别 206/200 万辆，同比增长 3%/6%。上汽大众产品周期重新开启，高端 SUV 途观 L/途昂导入加速，上汽通用依靠凯迪拉克上升通道提升产品结构，合资两大巨头市场战略迎合汽车消费升级大逻辑。2017 年以来上汽大众、上汽通用市场份额保持在 8% 以上，稳居市场前五。

图 7：上汽大众、上汽通用市占率（%）

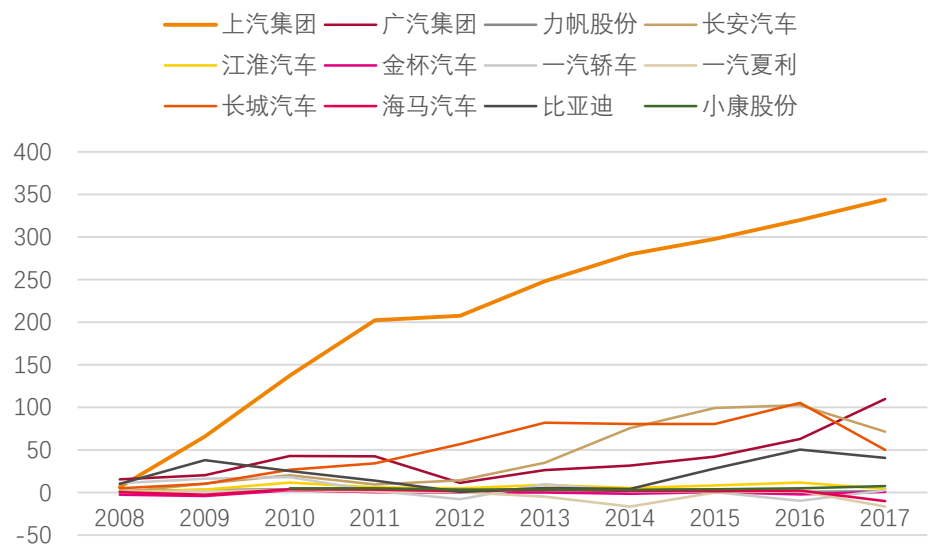


资料来源：中汽协，天风证券研究所

1.2. “净现金流”远超行业 建立持续运营能力

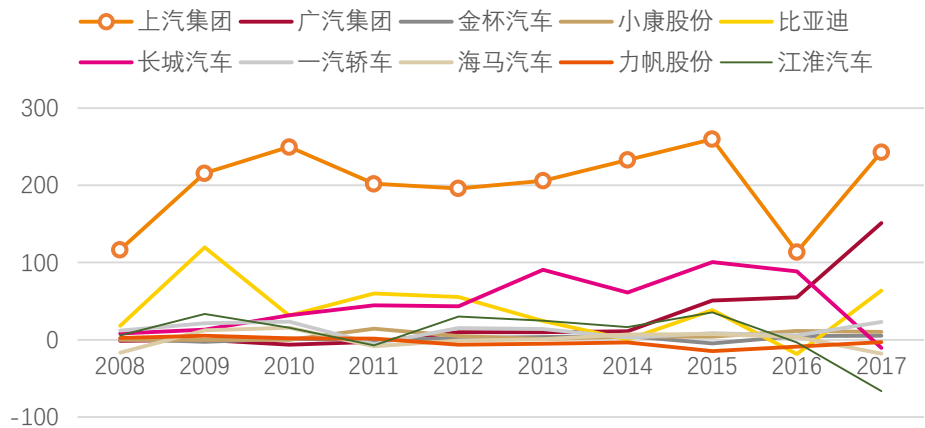
上汽集团利润逐年攀升，净现金流长年遥遥领先。自 2008 年起至 2017 年，上汽集团净利润稳定提高，2017 年达到 344 亿元，同比增长 7.5%。2009 起，上汽净利润开始快速增长，并且遥遥领先于行业内各企业。上汽现金净流量呈波动趋势，但总体仍高于行业平均水平。2016 年，净现金流达到 320 亿。上汽集团的盈利能力稳定在行业前列。

图 8：各大主机厂历年净利润比较（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：各大主机厂经营活动现金净流量比较（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

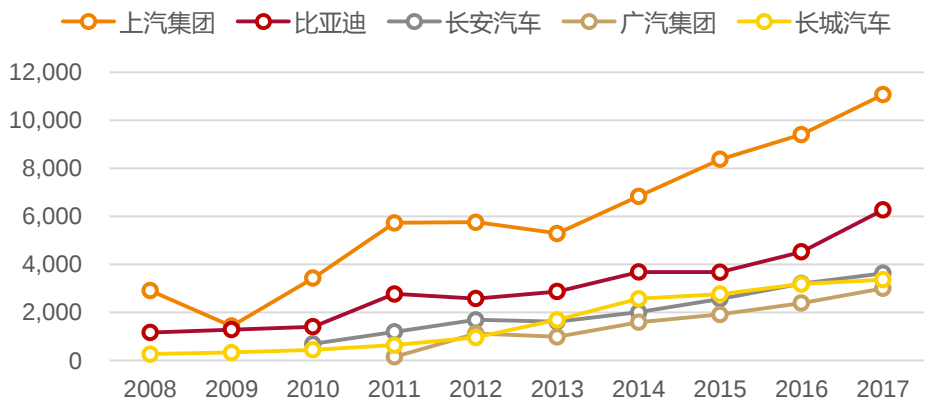
公司经营活动净现金流处于稳健状态，持续运营能力强。公司经营活动净现金流是对公司真实经营状况的客观体现，反映了公司的财务状况、发展情况以及持续运营能力。稳健的经营活动净现金流反映了上汽集团收入稳定，运营良好，对于后续的运营及研发投入有保障。唯独公司 2016 年经营活动产生的现金流为 113.8 亿元，同比大幅下滑，这主要是因为集团子公司上汽财务有限责任公司增加个人汽车消费信贷发放规模；因此，主营制造业务现金流入 375.9 亿元，上汽财务现金流出 262.1 亿元。2017 年，上汽财务本期吸收存款增加，经营活动产生的现金净流量净额比去年同期增加 129.4 亿元，同比增长 113.9%。从整体来看，集团经营活动现金流总体稳健，且在行业内持续领先。

1.3. “金山银山” 打造技术研发优势

1.3.1. 研发费用投入长期领跑主机厂

上汽集团研发费用投入逐年增加，遥遥领先各主机厂。2017 年，上汽集团在研发上投入近 111 亿元，与 2008 年比较增长了 380%，规模是行业研发费用投入量第二的比亚迪近 2 倍，体量远远超过各主机厂，且差距越来越大。研发费用的增加，代表了上汽集团对于技术研发的重视。上汽致力于搭建先进的整车平台来简化研发制造流程，促进销量和利润的同增长。在重视自主品牌发展的同时，研发费用的投入加速了“新四化”转型之路，并在“电动化”、“智能化”、“网联化”、“共享化”中加入了“全球化”。

图 10：各大主机厂研发费用投入比较（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.2. 整车制造平台化 加速“新四化”转型布局

1.3.2.1. 搭建模块化整车平台 自主品牌成功升级

上汽自主打造多个先进整车平台，助力荣威、名爵量利齐增。上汽一直致力于搭建模块化整车平台，2015 年，上汽自主公布了旗下四大整车平台，包括 A 级轿车、B 级轿车、SUV 和越野车平台；2017 年上市的荣威 i6 宣布采用了上汽新研发的 MIP 互联网架构，可见上汽目前已经拥有比较完整的整车平台布局并跟随需求趋势进行不断升级。模块化平台能够使车企研发制造更灵活、快速、低成本，使研发和制造的流程更简洁，使零部件共用性更高；一方面加快推新节奏，另一方面提高零部件采购的规模效益。

整车平台能够进行衍生改造，成本较低，效率较高，比如，基于 SSA 平台（SUV 平台）生产的 RX5 上市后获得巨大成功，上汽计划 18 年上市的七座 SUV RX8 将由 SSA+平台（SSA 衍生平台）打造，七座蓝海市场广阔，基于衍生平台的生产成本大幅降低，有望带来量利齐增。模块化平台的使用和衍生平台的打造，将助力自主品牌产品线的迅速丰富和研发、生产成本的快速下降，为上汽自主的业绩增长提供支持。

表 1：跨国车企模块化平台规划

优势	对车企的效益	举例
简化流程	缩短研发和产品投放周期，迭代加快，快速响应消费者的个性化需求	如广汽启动模块化战略后，2014 年的整车开发流程已缩短到 25-28 个月，低于国际通行的 36-48 个月
	提高生产效率	如大众的 MQB 可减少 30%的装配时间
提高零部件共用性	对零部件减类增量，降低成本	如丰田 TNGA 的目标是从 20%-30%提高到 70%-80%； 如大众的 MQB 可减少 20%的生产成本
	重复性验证品质，提高产品品质	-

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 2：上汽自主平台对应车型情况

平台	车型
A 级轿车平台	荣威 350、荣威 550、MG5、MG5 三厢、MG6 等
B 级轿车平台	荣威 950
SUV 平台	名爵锐腾、RX5
越野车平台	荣威 W5

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3.2.2. 研发投入加速“新四化”转型布局 打造未来新车企

做大自主品牌规模的同时，上汽重视发展互联网、新能源、智能驾驶、共享化业务，提出“新四化”转型之路，依托自身优势，携手英特尔、阿里巴巴、华为、移动及宁德时代等产业巨头迈向转型道路，新一轮汽车技术升级，上汽集团站在时代的前沿，并扩张领先优势。根据 2017 年年报显示，上汽战略性地将“新四化”的表述演变为“电动化”、“智能网联化”、“共享化”和“全球化”。上汽在原来的基础上加入“全球化”，立足于四化融合深入，结合“一带一路”的战略路线，加快国际经营，建设海外品牌，拓展全球市场，提高品牌的全球认可度和竞争力。

图 11：上汽集团自主创新研发中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

电动化：积极布局掌握核心技术。公司目前已拥有“三电”核心技术，属于国内少有的自主掌握三电核心技术的企业，其中 i) EDU GEN1 由上汽捷能自主研发，上汽拥有完整知识产权，现已申请 147 项专利，并获得美国 PCT 发明专利、中国发明专利总计 6 项，规避了丰田 THS 和通用 Voltec 系统的专利壁垒，核心技术的掌握为公司未来产品推出和技术输出提供了支撑；ii) EDU GEN2 已获得核心技术上的突破；iii) 与宁德时代新能源科技股份有限公司、英飞凌科技股份有限公司分别在**电池电芯、电池系统、IGBT 模块等核心部件**上开展合资合作；iv) 启动了 300 型大功率燃料电池电堆项目产品研发。自 2015 年起，上汽集团的五年规划累计投入 200 亿元，旨在新能源汽车领域形成技术领先、有竞争力的产品矩阵。

图 12：上汽集团“三电”技术掌握情况

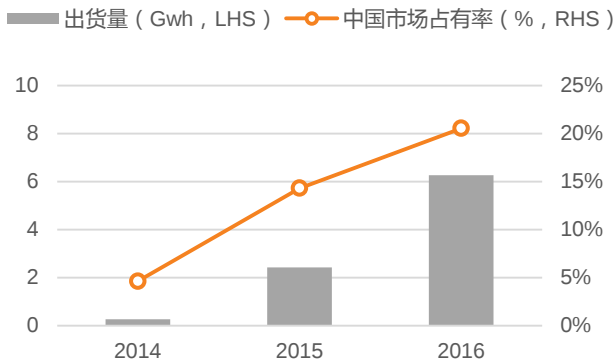


资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

携手锂电池“黑马”宁德时代，打通新能源业务上游。17 年 5 月，公司旗下全资子公司上汽管理和宁德时代新设两家合营企业，时代上汽动力电池有限公司（宁德时代持股 51%）与上汽时代动力电池系统有限公司（上汽管理持股 51%）。其中，时代上汽将主要从事锂离子电池、锂聚合物电池等的开发、生产和销售及售后服务；上汽时代将主要从事动力电池模块和系统的开发、生产及销售。合作前期，两家公司主要服务于上汽乘用车，之后将向上汽集团的产业链全面延伸。宁德时代为国内锂电池行业“黑马”，自 2011 年成立以来，发展迅猛，于 2018 年 6 月 11 日正式在深交所上市，上市首日市值达 786 亿元。

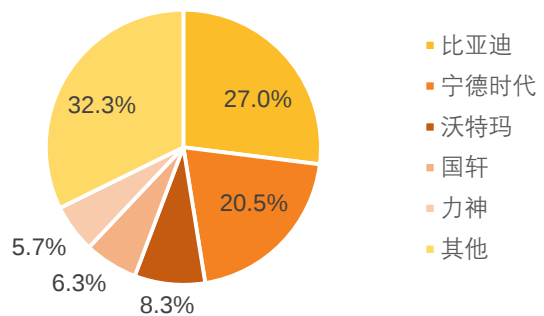
公司目前已具备动力和储能电池领域完整的研发、制造能力，拥有材料、电芯、电池系统、电池回收的全产业链核心技术，并与宝马、一汽、吉利、东风、北汽等众多国内外整车厂建立了深度合作关系，产品曾配套华晨宝马之诺、BMW X1 等众多乘用车型，在客车动力电池领域的市场份额位居第一。据公司招股说明书显示，宁德时代全球出货量自 2017 起超越松下和比亚迪，跃居全球第一。EVtank 数据显示，目前，中国动力电池的市场集中度较高，前五大企业市占率近 70%，2016 年，宁德时代动力电池出货量 6.3GWh（公司口径为 6.8GWh），同比增长 156.4%，市占率 21%，直逼比亚迪（出货量 8.2GWh，同比增长 174.3%，市占率 27%）。预计，上汽和宁德时代达成合作后，双方将实现资源互补，上汽自主电动车型在成本和技术方面将率先受益，同时两家携手有望改变国内动力电池的市场格局。

图 13：宁德时代电池历年出货量及市占率情况（GWh，%）



资料来源：EV tank，宁德时代官网，天风证券研究所

图 14：2016 年中国动力电池市场占比情况（%）



资料来源：EV tank，天风证券研究所

网联化：互联网汽车持续发力，积极打造差异化竞争力。2014 年 7 月公司与阿里巴巴成立斑马公司，共同研发互联网汽车。斑马公司用两年时间完成互联网汽车定义、设计与开发，在 2016 年推出量产产品，引起行业关注。2017 年 6 月 28 日，在世界移动大会上与中国移动、华为签署三方合作框架协议，携手推进智能出行服务和下一代蜂窝车联网（C-V2X）产业的发展，目标在 2019 年，完成“智能出行产品解决方案与应用服务”，实现可规模化预商用；并布局 2020 年智慧城市、智慧交通系统的商业服务。1）产品层面，2016 年 7 月，全球首款量产互联网 SUV 荣威 RX5 正式发布，上市 11 个月销量突破 11 万辆，表现十分抢眼。17 年推出的荣威 i6、名爵 ZS、上汽大通 T60 皮卡与即将上市的 D90，都搭载了这一系统；2）技术层面，2017 年，公司将继续完善互联网汽车平台，通过大数据分析，为用户提供差异化产品和服务：此前，互联网汽车产品所搭载的系统迭代节奏为三个月一个版本，2017 年，计划迭代更新 4 次，年底前计划新增 19 项服务，20 个 cp/sp（服务和内容供应商）接入，覆盖维修保养、保险、违章、加油、充电、代客泊车、洗车、有声读物、新闻、餐饮、自驾游等十多个领域。

图 15：上汽集团网联化发展路径



资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

表 3：AliOS 功能演进

项目	YunOS Auto (AliOS1.0)	(AliOS2.0)
中控屏幕大小	10.4	10.4
安全及服务	紧急救援服务/道路救援	○
	车况检查报告、汽车保养、加油通知	○
	智慧停车、智慧加油、售后服务预约支付	○
	空气净化器控制	○
	行车记录仪（钉钉拍）	○
娱乐功能	账号登录/车内服务	○
	网络预订服务	○
	POI 信息推荐、新闻、天气、航班、股票等资讯	○
	在线音乐/网络电台/在线娱乐	○/虾米音乐、蜻蜓 FM、有声读物
	接入外设（相机/无人机等）	○
导航功能	车友对讲	○
	车载导航及供应商	高德
	实时路况导航/在线导航	○
	手机、车机地图交互/地图自动缩放	○
	旅游景点自驾出游（酒店预订、线路规划、景点讲解）	○
手机端功能	出行保险推荐	○
	手机端 APP	斑马智行 1.0
	蓝牙钥匙	○
	车辆状态查询/车辆定位/保养	○
	远程解锁/上锁/开启后备箱	○
OTA 升级	远程关闭空调/发动机/座椅加热	○
	查看当前车辆状况/道路救援/驾驶习惯	○
	在线升级系统（包括 OS、语音、地图等）	○
语音控制	语音控制供应商	○/Nuance
	语音电话/导航/播放音乐/推荐 POI	○
	语音控制空调/天窗	○
	语音拍照（搭配行车记录仪、小蚁 4K 运动相机、无人机等）	○
	智能语音助手（助手名称，功能）	你好斑马
通讯模块	语音打断	无需唤醒直接使用
	WIFI 热点	○
	通讯模块类型	4G
	通讯模块运营商	中国移动
	资费	上汽每个月提供 2G 基础流量

资料来源：佐思《2017 上汽乘用车公司 ADAS 及车联网发展研究报告》，天风证券研究所

智能化：单车智能和交通智能同步发展。2015 年，上汽乘用车下设前瞻技术研究部，经验和能力在行业内首屈一指，在其带领下，上汽已完成两代智能驾驶整车平台的开发，已实现单车智能 4 级技术，上汽智能化研发前景向好。上汽智能化的目标是最终彻底打通互联网与汽车，形成一个智慧出行生态圈。上汽通过与阿里合资的斑马逐步推进互联网汽车、互联网汽车与智能汽车融合、智能汽车这三个阶段，加快推动车联网技术的开发：1）互联网汽车服务于车辆及出行需求的 O2O 体系，并为智能汽车提供基于互联的感知信息，提高其环境感知能力；2）通过互联网云平台、大数据与人工智能的融合，彻底打通产品、平台与服务，使基于个体的智能演进成基于网络的智能；3）智能驾驶汽车将解决汽车智能、安全、高效、舒适等用户痛点，带给用户更好的互联服务体验。当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，路测里程达到 2 万公里。据集团 2017 年年报显示，公司计划至 2020 年，实现结构化和非结构化道路的自动驾驶功能，2025 年实现全环境下的自动驾驶。

上汽的自动驾驶布局和进展。上汽在自动驾驶领域有一支核心团队，包括上汽前瞻部门、设立在硅谷的风险投资及创新中心。同时，上汽聚焦“最后一公里”自主泊车项目，与 Mobileye 等高科技企业合作研究基于视觉的自动驾驶解决方案，加快推进智能驾驶控制中央决策系统 iECU 软硬件集成开发，并启动开发线控转向系统、电控制动系统等底盘执行机构。

图 16：上汽集团智能驾驶全面布局

智能驾驶全面布局，围绕重点用户场景加快项目落地



资料来源：公司官网，天风证券研究所

共享化：布局新能源分时租赁市场，剑指最大共享服务提供商。2016 年 5 月，公司完成 EVCARD 和 e 享天开分时租赁业务整合，成立环球车享（上汽持股 51%），成为国内规模最大的新能源汽车分时租赁运营企业。截至 2016 年底，环球车享业务覆盖全国 23 个城市，建成网点 2,800 个，运营车辆超 8,400 辆，服务的分时租赁会员超 45 万名，车辆平均每天使用时长 2.8 小时以上，月均订单 28 万笔。环球车享计划 2017 年运营规模覆盖超过 50 个城市，运营车辆达 2.1 万辆；2020 年覆盖全国超 100 个城市，形成长三角、珠三角、京津冀、成渝、中原等城市群交通圈，运营车辆达到 30 万辆，力争到 2020 年成为全球领先的新能源汽车分时租赁运营服务平台。我们认为，结合单车使用效率和成本来看，如果一辆车一天的使用时间达到 5-6 小时，就能达到盈亏平衡，预计环球车享业务 2018 年大城市达盈亏平衡点，2020 年整体达盈亏平衡点。

图 17：EVCARD 实物情况展示图

图 18：EVCARD 租车流程展示图



资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 19：环球车享 2017-2020 全国运营规模规划



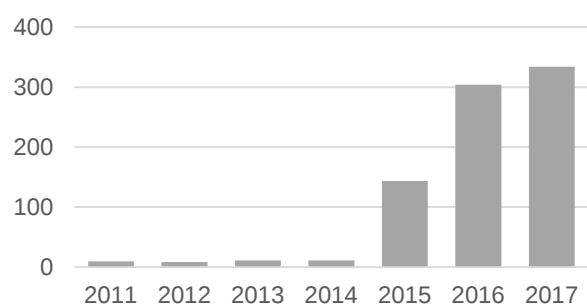
资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

全球化：加快国际经营，拓展国际市场。上汽的“全球化”转型之路结合“一带一路”战略，由近到远、先易后难，首先布局东南亚、聚焦新兴市场，然后再推广到中东、南美，最终在美国、欧洲市场占据一定份额。2013 年，上汽集团与泰国正大集团合作，在泰国当地建立生产基地，并正式发布了 MG 品牌，先期导入 MG3 等小型车。利用价格优势以及优良服务，MG 品牌在泰国已经逐渐获得认可。根据 2017 年年报显示，上汽正大泰国新工厂竣工投产，海外首款车联网产品 MG ZS 成功上市，终端销售较好；并在泰国发布了 i-Smart 车联网系统，实现了国内网联技术优势向海外溢出。同时，全球各地的经营加快：上汽印尼基地竣工投产，首款产品 Confero S 上市销售；MG 印度公司完成 Halol 工厂交接，工厂改造和地产业化等工作加快推进。2017 年公司实现整车出口和海外销售 17 万辆，同比增长 31.8%，整车出口销量继续蝉联全国第一。

图 20：上汽海外营业收入（亿元）

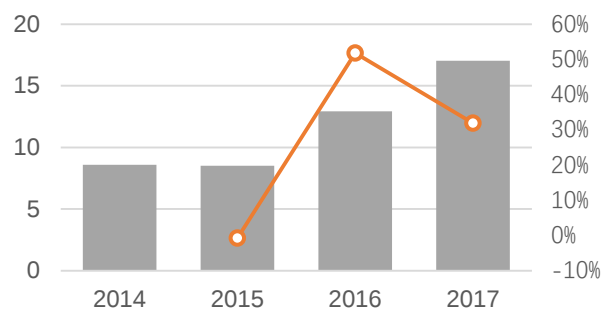
图 21：上汽整车出口及境外销量（万辆）

海外营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

■ 境外销量(万辆) —○— 增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 上汽的估值还有多大空间？

2.1. 纵向比较 “消费、制造” 行业龙头估值趋近甚至超过行业均值

消费制造行业中，龙头企业估值接近且反超行业平均估值。例如，在家用电器行业中，行业平均估值和美的集团估值从 2015 年的 63 和 13，变化至 2018 年的 41 和 22；化工行业平均估值从 76 下降至 56，龙头企业万华化工估值从 19 到 12，差距缩小；食品饮料行业平均估值经波动后稳定在 64，贵州茅台估值由 13 上升至 30；恒瑞医药、苏宁易购等行业龙头估值甚至反超行业平均估值。医药行业平均估值波动后稳定在 60，恒瑞医药估值提高到 65。商业贸易行业平均估值下降至 56，苏宁易购估值一度超过 200，后稳定在 70 左右。

图 22：家用电器行业及美的集团 PE 走势



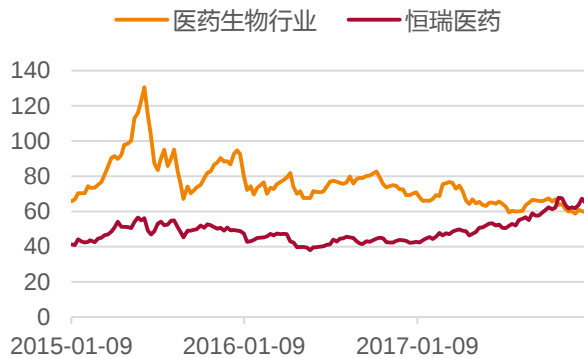
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：纺织服装行业及海澜之家 PE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：医药生物行业及恒瑞医药 PE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：商业贸易行业及苏宁易购 PE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：化工行业及万华化工 PE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：食品饮料行业及贵州茅台 PR 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

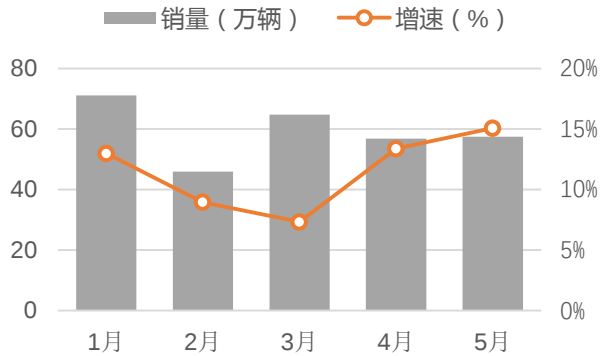
2.2. 短中长期逻辑几乎无瑕 上汽配得上估值溢价

2.2.1. 上汽短中长期逻辑几乎无瑕

2.2.1.1. 短期：行业小年终端销量坚挺 自主品牌新能源销量实现突破

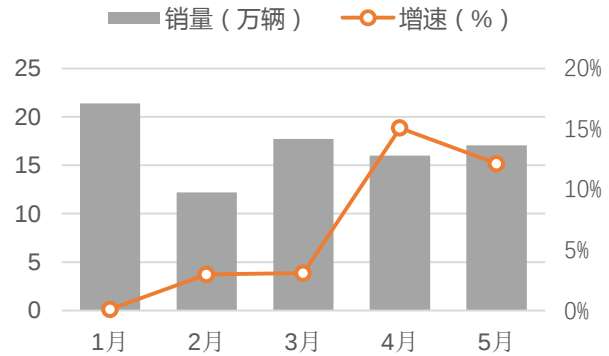
5月销量依然爆表：单月销售汽车 57 万辆，同比+15%；其中，上汽乘用车销售 6.0 万辆，同比+46%；上汽大众销售 17 万辆，同比+12%；上汽通用销售 16 万辆，同比+10%；上汽通用五菱销售 17 万辆，同比+11%。18 年 1-5 月汽车累计销售 297 万辆，同比+12%。

图 28：上汽集团 2018 年销量同比增速 (%)



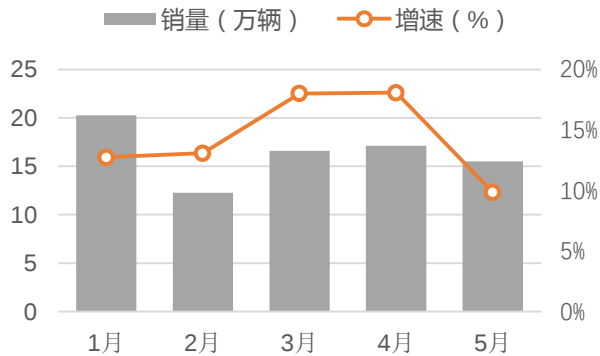
资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

图 29：上汽大众 2018 年销量同比增速 (%)



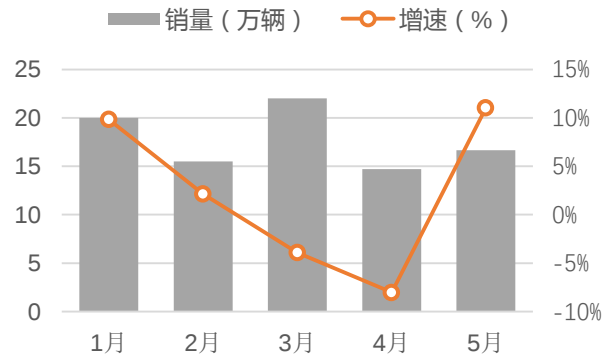
资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

图 30：上汽通用 2018 年销量同比增速 (%)



资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

图 31：上汽通用五菱 2018 年销量同比增速 (%)



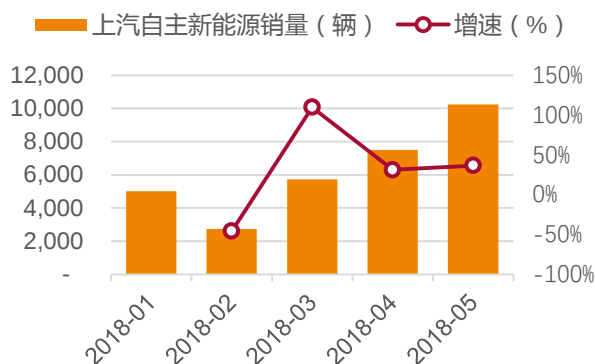
资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

上汽自主品牌新能源汽车销量猛增，再创新高。自主品牌新能源 5 月销量高达 10246 辆，同比增长 380%，环比增长 37%。截止 5 月自主品牌新能源汽车销量累计 31,212 辆，达到 2017 年全年销量的 71%。

全系列车型大获丰收，车型覆盖纯电动、插电混动各类车型。其中，PHEV 车型本月销量为 6,941 辆，占比 67.7%，插电混动 SUV 车型——荣威 eRX5 本月销量达到 3,030 台，18 年销量突破 1 万台。EV 车型本月销量为 3,305 辆，占比 32.3%。纯电动车以荣威 Ei5 为代表，实现本月销量 2,996 台。

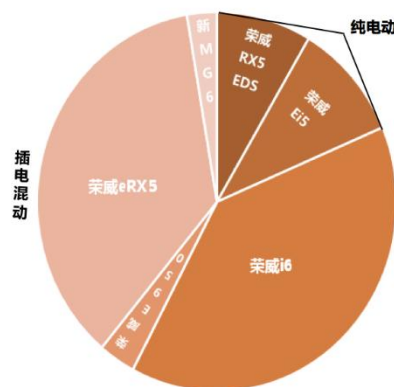
电动车普及度进一步改善。我们认为，以上汽为首的新能源车企车型集中于 A、B 级轿车/SUV，与传统 A00、A0 级新能源车为主的车企相比，除补贴、地方牌照优势外，更需要需求端消费者对新能源车本身的认可，上汽的突破证明了需求端对新能源车普及度进一步提升。

图 32：上汽自主品牌新能源汽车销量（辆）及增速（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 33：2018 年 1-4 月分车型累计销量占比（%）

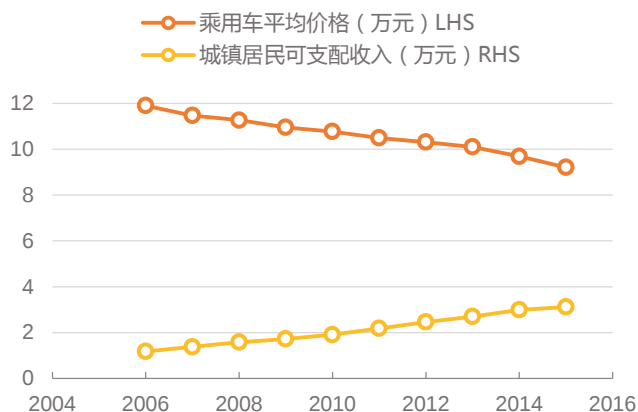


资料来源：乘联会，天风证券研究所

2.2.1.2. 中期：消费升级利好龙头发展 传统整车制造业务稳健

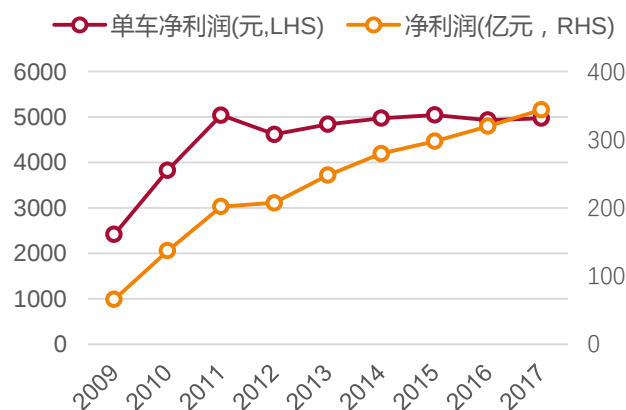
居民可支配收入的增长提升居民消费能力，为汽车消费市场的发展奠定基础。城镇居民的人均可支配收入从 2006 年的 1.2 万元逐年增长至 2016 年达到 3.4 万元，2006 至 2016 年 CAGR 为 12.5%。随着居民收入和生活水平的提升，居民消费需求与消费结构升级，新车市场需求空间依然较大。在乘用车均价和居民可支配收入呈现收敛趋势的同时，龙头车企推动产品结构优化，上汽、广汽单车均价逆市向上，高端化已被认证。

图 34：乘用车平均价格及城镇居民人均可支配收入（万元）



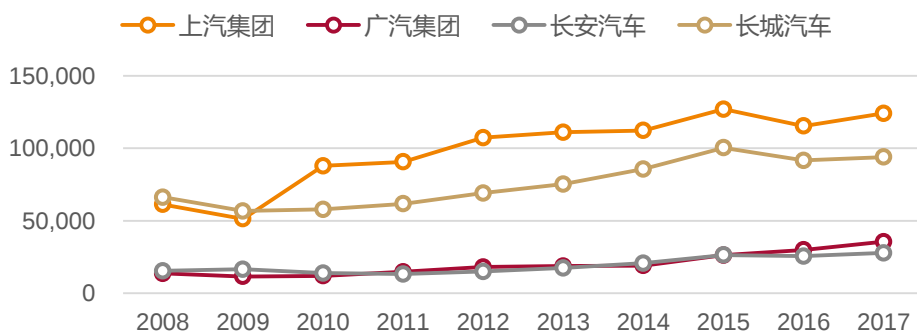
资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：上汽集团单车净利润（元）及净利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：车企单车价格比较（元）



资料来源：wind，中汽协，天风证券研究所

消费结构升级，龙头企业单车净利润提高。目前，我国汽车市场处于消费结构升级的关键时期，汽车产业发展较快，汽车消费市场潜力巨大。2013-2016 年，德美日系主要合资品牌汽车销量稳定增长，2016 年销量超 1,300 万辆，同比增速达 13.2%。2013-2016 年，在首购需求的推动下，自主品牌销量也得到了长足增长，2016 年销量达到 943 万辆，并连续三年维持超 25.0%的同比增速。上汽集团的单车价格不断上升，且与各车企拉开差距。随着消费结构的进一步升级，换车需求和汽车收购需求的共同作用下，龙头车企的单车净利润实现增长，推动集团净利润的稳步提升。

传统整车制造业务稳健，整车销售稳居榜首。2017 年上汽集团总汽车销量 693 万辆(+6.8%)，市占率高达 23.2%，稳居国内第一位，同比提升 1.7 个百分点。集团传统整车制造业务稳健，“合资+自主”携手共进。2018 年 1-5 月累计销量 297 万辆，累计同比+12%，“龙头扩张”成为行业明确特征。且上汽大众、通用、五菱和自主均稳占市场前十。

表 4：中国前十车企市占率（%）

2018-01			2018-02		2018-03		2018-04	
排名	车企	市占率	车企	市占率	车企	市占率	车企	市占率
1	一汽-大众	9.7%	上汽通用五菱	9.2%	上汽大众	8.2%	上汽通用	8.9%
2	上汽大众	8.7%	上汽通用	8.3%	一汽大众	8.1%	上汽大众	8.4%
3	上汽通用	8.3%	上汽大众	8.3%	上汽通用	7.6%	一汽大众	7.9%
4	上汽通用五菱	7.1%	一汽-大众	7.7%	上汽通用五菱	6.9%	吉利	6.7%
5	吉利	6.3%	吉利	7.5%	吉利	5.6%	东风日产	5.5%
6	长安汽车	4.7%	长安汽车	4.8%	东风日产	5.3%	通用五菱	5.4%
7	东风日产	4.6%	东风日产	4.4%	长安汽车	5.1%	北京现代	3.7%
8	长城汽车	4.0%	长城汽车	3.5%	长城汽车	3.4%	长安汽车	3.6%
9	一汽丰田	3.4%	上汽乘用车	3.2%	北京现代	3.1%	长城汽车	3.6%
10	上汽乘用车	3.0%	一汽丰田	2.7%	一汽丰田	2.9%	上汽乘用车	3.3%

资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

2.2.1.3. 长期：开启转型之路 引领汽车行业发展多元化

（1）厚积薄发 开启“新四化”转型之路

上汽集团深耕“新四化”技术研发（电动化、智能网联化、共享化及全球化），依托自身优势，携手英特尔、阿里巴巴、华为、移动及宁德时代等产业巨头迈向转型道路，新一轮汽车技术升级，上汽集团站在时代的前沿，并扩张领先优势。

2018 年，上汽“新四化”的表述演变为“电动化”、“智能网联化”、“共享化”和“全球化”。上汽在原来的基础上加入“全球化”，立足于四化融合深入，结合“一带一路”的战略路线，加快国际经营，建设海外品牌，拓展全球市场，提高品牌的全球认可度和竞争力。

表 5：上汽“新四化”规划和进展情况

四化项目	释义	进程	目标
电动化	发展新能源技术	① 拥有纯电动、插电混动和燃料电池三条技术路线；	十三五期间，新能源研发总投入 200 亿；
		② 掌握“三电”核心技术，第二代电驱关键技术取得突破，自主电池管理系统 BMS 实现量产；	2020 年自主和合资新能源车年销量超过 60 万辆，占全国新能源车市场份额超 20%，其中自主新能源车超 20

		③ 启动了 300 型大功率燃料电池电堆项目产品研发； ④ 与宁德时代新能源科技股份有限公司、英飞凌科技股份有限公司分别在电池电芯、电池系统、IGBT 模块等核心部件上开展合资合作。	万辆
智能网联化	将结合互联网思维，让不同阶段自动驾驶的“黑科技”，加快在后续产品上的阶段性应用； 城市公交智能出行	① 完成互联网汽车平台的初步搭建； ② 正式发布斑马智行 2.0 系统，启动了全球最大规模互联网汽车用户 OTA 空中升级 ③ 聚焦“最后一公里”自主泊车项目，与 Mobileye 等高科技企业合作研究基于视觉的自动驾驶解决方案，加快推进智能驾驶控制中央决策系统 iECU 软硬件集成开发，并启动开发线控转向系统、电控动力系统底盘执行机构 ④ 与英特尔合作研发自动驾驶汽车。 ⑤ 上汽大众 MEB、上汽通用 BEV3 等电动智能网联专属平台项目开发也在加快推进。 ⑥ 与全球著名的智能驾驶控制策略提供商 TTTech Computertechnik AG 签署合资协议	携手阿里打造“自我进化”的互联网汽车，形成汽车产品和服务融合生态圈； 至 2020 年，实现结构化和非结构化道路的自动驾驶功能，2025 年实现全环境下的自动驾驶； 实现单车智能 L4 级技术； 携手华为、中移动开发 V2X 技术，打造智慧交通体系
共享化	瞄准新能源分时共享领域，打造全球最大的共享运营服务提供商	① 成立环球车享（上汽持股 51%），成为国内规模最大的新能源汽车分时租赁运营企业。 ② 截至 2016 年底，环球车享业务覆盖全国 23 个城市，运营车辆超 8,400 辆，服务的分时租赁会员超 33 万，车辆平均每天使用时长 2.8 小时以上。 ③ 基于全新 A00 架构打造分时共享新能源专属车型。	至 2020 年，覆盖全国超过 100 个城市，运营车辆 30 万辆，打造全球最大的新能源车分时租赁运营服务平台
全球化	加快国际经营，建设海外品牌，拓展全球市场	① 2017 年，上汽正大泰国新工厂竣工投产；海外首款车联网产品 MG ZS 成功上市； ② 在泰国发布了 i-Smart 车联网系统； ③ 上汽印尼基地竣工投产，首款产品 Confero S 上市销售； ④ MG 印度公司完成 Halol 工厂交接，工厂改造和地产业化等工作加快推进。	结合“一带一路”战略，由近到远、先易后难，首先布局东南亚、聚焦新兴市场，然后再推广到中东、南美，最终在美国、欧洲市场占据一定份额。

⑤ 2017 年公司实现整车出口和海外销售 17 万辆，同比增长 31.8%，
整车出口销量继续蝉联全国第一

资料来源：公司公告，搜狐汽车，天风证券研究所

(2) 产业链垂直衍生：华域汽车拓展海外业务

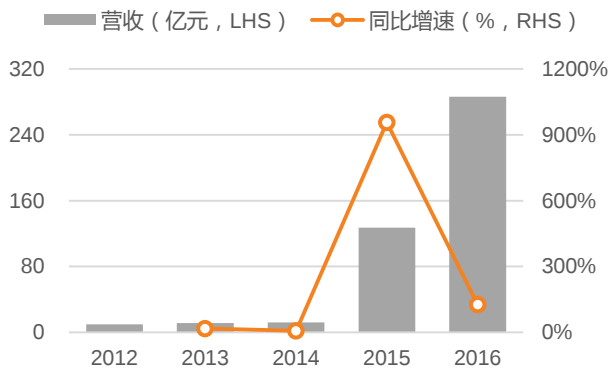
携手江森自控，助力海外业务发展。2015 年下半年，公司旗下延锋公司完成对美国江森自控的全球内饰业务重组，成立由公司控股 70%的、全球最大的汽车内饰公司——延锋内饰公司，业务覆盖全球主要的整车企业，2016 年该公司在全球汽车内饰市场占有率保持第一。延锋内饰自 2015 年年末开始并表后，公司海外业务营收和占比均大幅提升，2017 年国外营收 307 亿元，占比上升至 23%。此外，公司轻量化铸铝、油箱系统及汽车电子等部分优势业务和产品也已进入欧、美、韩、澳及东南亚等地区市场。预计，随着延锋内饰业务的进一步扩展和管理的进一步成熟，以及铝合金轻量化等业务的发展，未来海外业务的业绩贡献将进一步提升。

表 6：华域汽车海外业务情况

公司	业务	客户
延锋内饰公司	内饰业务	奔驰、宝马、福特、大众、通用等
华域科尔本施密特铝技术有限公司	轻量化铸铝业务	奥迪、奔驰、保时捷、沃尔沃、宝马等
上海实业交通电器有限公司	摇窗机业务	美国通用等
上海赛科利汽车模具技术应用有限公司	模具业务、轻量化和新材料研究	-

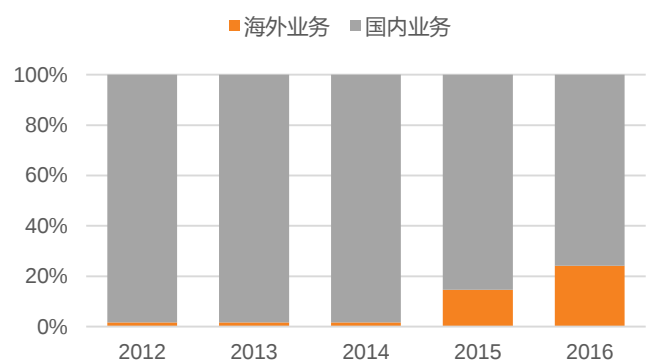
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：公司海外业务历年营收及增速情况（亿元，%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 38：公司国内外业务营收占比（%）



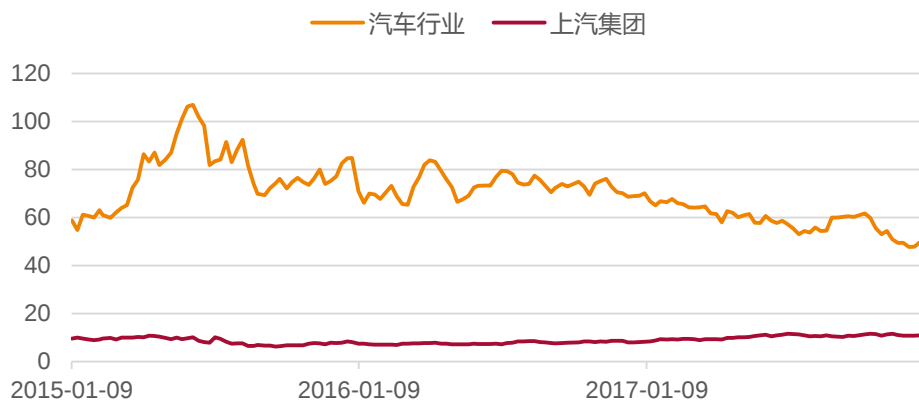
资料来源：WIND，天风证券研究所

公司积极布局智能驾驶、新能源业务。1) 智能驾驶方面，公司是国内首批自主开发车载毫米波雷达的汽车零部件企业，并持续加大在智能驾驶主动感应系统（ADAS）的投入。公司以华域汽车电子分公司为平台，研发、制造 24GHz、77GHz 毫米波雷达产品，计划为整车客户提供配套供货；2) 新能源方面，公司以华域汽车电动系统有限公司为平台，完成驱动电机、电机控制器等系列产品研发，覆盖从 A00 级乘用车到 12 米巴士的应用，已成功配套上汽乘用车 E50 纯电动汽车、众泰纯电动汽车等。随着智能化和新能源产品的技术成熟和逐步量化，新领域布局有望为公司提供新的业绩增量。

2.2.2. 上汽向来估值低于行业平均 传统格局有望打破

2015 至 2018 年，消费制造大类行业中，龙头企业估值逐步接近行业平均 PE 估值水平甚至形成反超趋势。上汽集团估值在 6-11 中小幅度上下波动，呈现向上趋势，而汽车行业平均估值一度超过 100，目前稳定在 50 倍左右。随着上汽集团的短中长期规划的稳步推进，及短期目标的实现，上汽的长期估值仍有很大空间去向行业平均收敛。

图 39：汽车行业及上汽集团 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：汽车整车行业及上汽集团 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议

“中国消费升级，汽车龙头扩张”的价值首选。18 年面对关税下调、股比放开等影响，上汽彰显优秀车企的经营管理竞争优势；中美汽车贸易战已经打响，作为针对性行业，中美进口车贸易（包括美国工厂生产德系品牌）影响较大，反而利好以美系、德系合资为主营的上汽。自 18 年年初以来，旗下各品牌销售终端数据未见疲软，每一轮行业利空下的情绪恐慌都会逐步修复。业绩稳定增长且分红预期不减，预计 18-20 年增速分别为 9%/11%/10%，EPS 3.20/3.53/3.90 元，对应 PE 11/10/9 倍；给予公司 18 年 12 倍 PE，维持“买入”评级，6 个月目标价 38.40 元。

4. 风险提示

汽车关税下调挤压国产车价格及利润空间；车市下行风险；车型销量不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	105,932.54	121,611.12	145,470.79	157,982.61	166,125.31
应收账款	37,622.81	43,882.01	45,054.93	55,200.11	53,267.59
预付账款	20,529.66	29,835.19	19,420.06	35,324.15	26,642.09
存货	37,039.78	50,041.76	49,253.80	57,945.02	60,842.96
其他	129,820.78	144,578.44	164,067.80	149,449.44	177,008.22
流动资产合计	330,945.56	389,948.53	423,267.38	455,901.33	483,886.16
长期股权投资	62,677.19	67,500.22	68,870.42	72,154.00	75,312.94
固定资产	47,053.91	58,226.66	68,870.28	79,495.17	91,597.14
在建工程	13,266.06	16,476.97	14,721.34	13,522.51	12,769.32
无形资产	10,796.44	11,747.04	12,701.70	13,513.26	13,997.91
其他	79,668.93	101,056.61	96,683.07	92,915.49	93,744.98
非流动资产合计	213,462.52	255,007.50	261,846.81	271,600.44	287,422.29
资产总计	590,628.14	723,533.13	771,549.00	822,580.06	875,894.57
短期借款	8,728.15	15,717.40	49,290.77	6,000.00	6,000.00
应付账款	150,098.35	180,161.16	190,868.29	230,446.70	237,752.20
其他	138,654.88	195,093.95	192,741.61	214,556.53	219,602.57
流动负债合计	297,481.37	390,972.51	432,900.67	451,003.23	463,354.77
长期借款	4,285.99	6,894.02	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	14,160.13	7,071.85	7,779.04	8,556.94	9,412.64
其他	39,604.27	46,488.93	48,813.38	51,254.05	53,816.75
非流动负债合计	58,050.39	60,454.81	58,592.42	61,810.99	65,229.39
负债合计	355,531.76	451,427.31	491,493.09	512,814.23	528,584.16
少数股东权益	43,175.40	46,770.51	60,364.23	75,346.85	92,067.76
股本	11,025.57	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	39,807.25	54,868.43	50,616.25	48,823.24	51,435.97
留存收益	168,854.79	197,309.56	208,008.22	222,735.53	243,559.19
其他	(27,766.63)	(38,526.15)	(50,616.25)	(48,823.24)	(51,435.97)
股东权益合计	235,096.37	272,105.82	280,055.91	309,765.84	347,310.41
负债和股东权益总计	590,628.14	723,533.13	771,549.00	822,580.06	875,894.57

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43,961.96	47,116.10	37,377.11	41,300.81	45,527.32
折旧摊销	7,899.33	9,084.51	3,835.66	4,655.99	5,577.72
财务费用	739.76	1,394.19	1,424.12	621.31	(1,228.81)
投资损失	(30,572.26)	(30,811.61)	(32,352.19)	(32,999.23)	(33,659.22)
营运资金变动	2,906.03	25,806.45	7,638.43	44,074.03	(3,796.09)
其它	(13,557.89)	(28,288.56)	11,120.25	15,417.36	17,187.70
经营活动现金流	11,376.93	24,301.07	29,043.38	73,070.26	29,608.61
资本支出	17,385.87	21,921.41	11,353.86	12,452.94	14,848.44
长期投资	3,657.52	4,823.03	1,370.20	3,283.58	3,158.94
其他	5,393.11	(37,656.22)	4,110.73	(8,331.67)	(18,011.29)
投资活动现金流	26,436.50	(10,911.78)	16,834.78	7,404.85	(3.91)
债权融资	35,847.89	46,620.04	69,264.69	28,492.03	30,434.88
股权融资	1,458.18	20,556.84	(21,557.55)	(1,949.11)	4,376.75
其他	(43,447.82)	(67,667.95)	(69,725.63)	(94,506.22)	(56,273.64)
筹资活动现金流	(6,141.75)	(491.08)	(22,018.49)	(67,963.30)	(21,462.01)
汇率变动影响	18.27	15.70	16.58	16.85	16.37
现金净增加额	31,689.96	12,913.91	23,876.24	12,528.67	8,159.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	756,416.17	870,639.43	969,805.26	1,072,039.02	1,166,992.89
营业成本	650,218.11	742,382.41	824,509.89	913,695.17	991,480.02
营业税金及附加	7,520.72	7,881.68	8,728.25	9,648.35	10,502.94
营业费用	47,503.42	61,121.68	68,856.17	73,970.69	82,273.00
管理费用	28,258.36	31,301.21	33,943.18	38,593.40	42,011.74
财务费用	(332.32)	143.23	1,424.12	621.31	(1,228.81)
资产减值损失	3,209.47	3,739.59	3,851.78	3,967.34	4,046.68
公允价值变动收益	(10.02)	(4.34)	(2,473.47)	434.75	466.78
投资净收益	30,590.53	30,827.31	32,368.76	33,016.08	33,675.59
其他	(58,975.10)	(60,863.34)	(61,957.29)	(63,482.46)	(65,102.40)
营业利润	48,433.00	54,109.99	58,387.16	64,993.59	72,049.70
营业外收入	3,313.77	868.57	800.00	500.00	500.00
营业外支出	1,254.31	717.54	600.00	800.00	1,000.00
利润总额	50,492.46	54,261.01	58,587.16	64,693.59	71,549.70
所得税	6,530.50	7,144.92	7,616.33	8,410.17	9,301.46
净利润	43,961.96	47,116.10	50,970.83	56,283.42	62,248.23
少数股东损益	11,953.35	12,705.76	13,593.72	14,982.61	16,720.91
归属于母公司净利润	32,008.61	34,410.34	37,377.11	41,300.81	45,527.32
每股收益 (元)	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	12.82%	15.10%	11.39%	10.54%	8.86%
营业利润	11.12%	11.72%	7.90%	11.31%	10.86%
归属于母公司净利润	7.43%	7.50%	8.62%	10.50%	10.23%
获利能力					
毛利率	14.04%	14.73%	14.98%	14.77%	15.04%
净利率	4.23%	3.95%	3.85%	3.85%	3.90%
ROE	16.68%	15.27%	17.01%	17.62%	17.84%
ROIC	1048.37%	-322.53%	-124.22%	-140.93%	-81.52%
偿债能力					
资产负债率	60.20%	62.39%	63.70%	62.34%	60.35%
净负债率	88.71%	78.55%	101.12%	89.34%	93.96%
流动比率	1.11	1.00	0.98	1.01	1.04
速动比率	0.99	0.87	0.86	0.88	0.91
营运能力					
应收账款周转率	21.00	21.36	21.81	21.39	21.52
存货周转率	20.37	20.00	19.53	20.00	19.65
总资产周转率	1.37	1.33	1.30	1.34	1.37
每股指标 (元)					
每股收益	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90
每股经营现金流	0.97	2.08	2.49	6.25	2.53
每股净资产	16.43	19.29	18.80	20.06	21.85
估值比率					
市盈率	13.28	12.36	11.37	10.29	9.34
市净率	2.22	1.89	1.94	1.81	1.67
EV/EBITDA	0.90	1.68	2.59	1.64	1.42
EV/EBIT	1.03	1.95	2.76	1.76	1.53

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com