

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2018年07月29日

中国智能 SUV 先行者，Marvel X 全面挑战特斯拉

事件

2018年4月23日，在北京第二届汽车创行者大会上，上汽荣威发布了备受瞩目的“全球第一款量产智能汽车”——荣威 Marvel X。6月29日，上汽集团公布了荣威 Marvel X 的预售价，其补贴后售价区间为：两驱 Premium 车型不超过 30 万元，四驱 Premium 车型不超过 36 万元，Pro 版不超过 46 万元。新车将在 9 月上市。截止 6 月 29 日，Marvel X 预售首日便产生订单 2,613 辆。

点评

荣威 Marvel X 对标特斯拉 Model X，性价比与本土化优势明显。作为荣威品牌的集大成者，Marvel X 在硬件配置方面性价比更高，续航里程 500 公里不输特斯拉，快充时间 40 分钟明显超前；在外形内饰、智能网联化方面，其本土化优势则明显，接“地气”的 Marvel X 更符合中国消费者行车需求。

“三个过硬+五个第一”，荣威 Marvel X 创造中国智能 SUV 先行者。三个“过硬”包括：1) 设计过硬，保留了概念车 90% 的设计；2) 性能过硬，比肩百万级超跑；3) 服务过硬，尊崇售后体验。五个“第一”涵盖全球第一台搭载“AR 增强现实技术”、搭载 3.0 版本互联网汽车斑马智行系统、搭载全方位智能迎宾系统、会自己找车位、自己泊车入库的量产车。

行业小年龙头扩张，上汽集团集中受益。预计未来 3-5 年，市场竞争将进一步加剧，综合实力比拼凸显，行业进入优胜劣汰阶段，集中度将进一步提升。激烈的竞争中，以上汽为首的龙头车企在研发支出、供应链体系、人才吸引等多方面都占据优势地位。上汽集团作为乘用车行业龙头，其自主品牌高速增长，合资品牌保持稳健上升。

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，中美进口车贸易（包括美国工厂生产德系品牌）受影响前提下，利好以美系、德系合资为中国本土主营的上汽。自 18 年年初以来，旗下各品牌销售终端数据亮眼，合资品牌固若金汤，自主新能源车连续两月创新高，Marvel 助力自主开启电动智能化新篇章；行业利空的情绪恐慌终将逐步得以修复。公司业绩稳定增长且分红预期不减，预计 18-20 年业绩增速分别为 9%/11%/10%，EPS 3.20/3.53/3.90 元，对应 PE 10/9/8 倍，维持“买入”评级，6 个月目标价 38.40 元。

风险提示：乘用车市场下行风险；车型销量不及预期；项目进程不及预期。

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)	11.38	10.59	9.75	8.82	8.00
市净率(P/B)	1.90	1.62	1.66	1.55	1.43
市销率(P/S)	0.48	0.42	0.38	0.34	0.31
EV/EBITDA	0.90	1.68	1.64	0.77	0.63

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	31.18 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)	382,516.53
流通 A 股市值(百万元)	376,622.39
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:6 月自主销量增速超 6 成，奥迪入驻豪车预期兑现》
2018-07-05
- 2 《上汽集团-公司深度研究:优势壁垒业内无人能及，长期赋予龙头估值溢价》
2018-06-20
- 3 《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

1. 荣威 Marvel X 开启预售，上汽自主翻开电动智能化新篇章

中国汽车市场消费升级，上汽新能源迎来最前沿技术结晶——荣威 Marvel X。随着中国汽车消费市场的不断升级，消费者对于车型的需求在不断变化。作为乘用车行业的龙头和较早进入新能源车领域的厂商之一，在“电动化、网联化、智能化、共享化”的“新四化”战略的推动下，上汽乘用车新能源汽车上半年销量突飞猛进，达到了 4.4 万，超过 2017 年全年销量。销量增长的同时，上汽也一直在试图打造精品新能源车型，而 Marvel X 便是今年荣威冲击高端市场的最新力作，其凝结了上汽在新能源技术、互联网科技、智能驾驶领域的最前沿技术。

荣威 Marvel X 开启预售,上汽自主欲翻开电动智能化新篇章。2018 年 4 月 23 日，在北京第二届汽车创行者大会上，上汽荣威发布了备受瞩目的“全球第一款量产智能汽车”——荣威 MARVEL X。6 月 29 日，上汽集团公布了荣威 Marvel X 的预售价。其补贴后售价区间为：两驱 Premium 车型不超过 30 万元，四驱 Premium 车型不超过 36 万元，Pro 版不超过 46 万元。新车的最终上市时间被定在了今年 9 月。截止 6 月 29 日，MARVEL X 预售首日便产生订单 2,613 辆。

2. Marvel X vs Model X，性价比与本土化优势明显

Marvel X 在各方面超越传统自主品牌车型，对标特斯拉 Model X，在中国市场极具挑战力。AR 增强现实技术、3.0 版本互联网汽车斑马智行系统的量产车、AI Pilot 智能驾驶辅助系统、19.4 英寸超大中控屏、大面积皮革包裹设计……，都是这款代表汽车未来发展趋势的新车所展现“新”的地方。作为荣威品牌的集大成者，MARVEL X 在综合配置性价比、外形、内饰、智能化与网联化方面，本土化优势明显，成为特斯拉在中国市场最有力的挑战者。因此，我们将荣威 Marvel X 与特斯拉 Model X 在各方面做了对比分析。

2.1. 综合配置参数 Marvel X 高性价比突显

Marvel X 综合配置尚有差距，性价比更胜一筹。综合配置上，从纯电汽车最重要的几个参数来看，Marvel X 的最高续航里程、电池容量、综合最大功率分别为：500km、52.5kWh、222kW，基本不输特斯拉 Model X；电池快充时间（0-80%）只需 40 分钟（Model X 4.5 小时）。但在售价上，特斯拉 Model X 售价足为 Marvel X 的 2-3 倍，Marvel X 在性价比上拥有较强优势。

表 1：荣威 Marvel X 与特斯拉 Model X 基础参数对比

	荣威 Marvel X		特斯拉 Model X	
厂商	上汽集团		特斯拉	
上市时间	2016 年 7 月（2016 款）		2018 年 9 月（首款）	
车型	中大型 SUV		中大型 SUV	
版本	两驱 Premium 顶配		75D	
	四驱 Premium 顶配		100D	
	Pro 超能版		P100D	
长度（mm）	4678		5037	
宽度（mm）	1919		2070	
高度（mm）	1618		1684	
轴距（mm）	2800		2965	
色系	克莱因蓝		纯黑色	
	银叶金		冷光银	
	珠光黑		曜石黑	
	宝石红		深海蓝	
	珠光白		金属银	
			纯黑色	
			珍珠白	
			中国红	
补贴后售价（万元）	两驱 Premium 顶配	不高于 30	75D	100.04
	四驱 Premium 顶配	不高于 36	100D	117.99
	Pro 超能版	不高于 46	P100D	157.22

资料来源：荣威官网、特斯拉官网，汽车之家，天风证券研究所

表 2：荣威 Marvel X 与特斯拉 Model X 技术参数对比

	荣威 Marvel X		特斯拉 Model X	
能源类型	纯电动		纯电动	
电池容量（kWh）	52.5		75D	75
			100D	100
			P100D	100
电池类型	三元锂电池		三元锂电池	
电池厂家	宁德时代		Panasonic（松下）	
续航里程	两驱	403	75D	406

(km)	四驱	370	100D	552
	两驱与四驱 60Km 等速工况续航	500	P100D	507
0-100km 加速 (s)	两驱	7.9	75D	5.2
	四驱	4.8	100D	4.9
			P100D	3.1
综合最大功率 (kW)	两驱	137	75D	386
	四驱	222	100D	386
			P100D	568
综合最大扭矩 (N·m)	两驱	410	75D	525
	四驱	665	100D	525
			P100D	967
慢充时间	8h		10.5h	
快充时间	40min(0-80%电量)		4.5h	

资料来源：荣威官网、特斯拉官网，汽车之家，天风证券研究所

2.2. 外观内饰各有千秋，势均力敌

外观设计各有千秋，Marvel X 更加注重情感化与豪华感，Model X 注重科技感与简洁感。在外观设计上，Marvel X 在设计中注入了更多的情感化元素，在高级感、性能感、电动感上作出平衡。车头部分其保留了辨识度非常高的前脸设计，展翼光弧格栅的加入也为整车注入了更多的未来感。车身与很多电动车大量采用直线锐角不同，Marvel X 的“曲率引擎”腰线实现了动感与东方审美的平衡，配合溜背造型、宽扁车身，给人以更为豪华的视觉感的同时，类似超跑的造型也彰显了十足的运动感。

Model X 在外观上更加注重科技感与精简感。其较小的格栅布置、全景挡风玻璃、低调的尾部都体现着特斯拉的简约化设计，而其车门则采用了通常用在跑车上的鹰翼门设计，科技感与未来感十足。

内饰设计满足不同审美，Marvel X 更符合东方审美。特斯拉 Model X 在内饰方面同样延续了家族式设计风格，主打简洁感风格与科技感风格。目前提供白色、棕色及黑色三种内饰颜色可选。而 17 寸的显示屏也是特斯拉的另一大特色，车内几乎所有的功能都能通过这块大屏幕显示屏来操作完成。Marvel X 在内饰上丝毫不逊于 Model X。其 19.4 英寸的中控屏，两幅式平底造型的方向盘，镶嵌以银色修饰，在方向盘下方还有车型专属标识。内饰上采取符合国人审美的大面积皮革包裹设计，加上缝线的处理，用料做工精致，配合大面积中控屏，满满的豪华感与科技感。

表 3: 荣威 Marvel X 与特斯拉 Model X 外型

荣威 Marvel X	特斯拉 Model X
0.29Cd 风阻系数；	0.24 风阻系数；
豪华后驱比例，前后悬比例 1:1，轮径与车高比例 1:2；	轻质铝制车身，通过高强度硼钢加固，全景挡风玻璃；
双拱特征的“曲率引擎”腰线，超跑流线型曲线；	精简式进气格栅；
超大全景天窗；	鹰翼式车门设计；
智能隐藏式感应门把手；	感应式车门把手；
箭翎全 LED 大灯，流水转向灯；	隔热镀膜安全玻璃后车窗
前脸格栅外轮廓 U 型光弧 LED 灯带设计半包围勾勒	

资料来源：荣威官网、特斯拉官网，天风证券研究所

表 4: 荣威 Marvel X 与特斯拉 Model X 内饰

荣威 Marvel X	特斯拉 Model X
双屏智能集成交互系统：12.3 英寸 AR 全液晶虚拟仪表+19.4 英寸悬浮式中控面板； 一体式运动美学电动加热座椅； 德国 Bader 打孔 Nappa 真皮； 意大利 Alcantara 面料； 64 种不同颜色氛围灯光	17 英寸电容式触摸屏，可控制多媒体、通信、座舱和车辆行驶参数； 手工包覆的超细纤维与人造皮革内饰表面； 深色美国白蜡木饰板； LED 车内氛围灯；高级音响系统配备 17 个钹磁铁扬声器

资料来源：荣威官网、特斯拉官网，天风证券研究所

图 1: 荣威 Marvel X 全景



资料来源：荣威官网，互联网，天风证券研究所

图 3: 荣威 Marvel X 车头



资料来源：荣威官网，天风证券研究所

图 5: 荣威 Marvel X 前车灯



资料来源：荣威官网，天风证券研究所

图 2: 特斯拉 Model X 全景



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 4: 特斯拉 Model X 车头



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 6: 特斯拉 Model X 前车灯



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 7：荣威 Marvel X 侧面



资料来源：荣威官网，天风证券研究所

图 9：荣威 Marvel X 尾部



资料来源：荣威官网，天风证券研究所

图 11：荣威 Marvel X 后备箱



资料来源：荣威官网，天风证券研究所

图 13：荣威 Marvel X 中控



资料来源：荣威官网，天风证券研究所

图 8：特斯拉 Model X 侧面



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 10：特斯拉 Model X 尾部



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 12：特斯拉 Model X 后备箱



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 14：特斯拉 Model X 中控



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 15：荣威 Marvel X 内饰



资料来源：荣威官网，天风证券研究所

图 16：特斯拉 Model X 内饰



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

2.3. 智能网联化 Marvel X 更接“地气”

两车型均可实现自动巡航、泊车等多项功能，Marvel X 更加符合中国消费者市场需求。Marvel X 与 Model X 在智能辅助系统方面均搭载多个摄像头与雷达。Model X 可自动识别道路标线，沿着自己的车道自动前进。与前车的间距也保持在我设定距离上，前车减速接近，本车会跟着刹车；前车加速驶离，本车也会自动恢复到设定的速度值。Tesla 车联网系统此前一直内置 Google 的地图，在中国使用十分不方便。之后，Tesla 与四维图新合作，推出中文导航系统，但是在便捷性方面，仍与国内主流地图软件有一定差距。

斑马智行系统则更加符合中国消费者的需求。第一，它可以实现多平台数据互通，凭借一个身份 ID 走遍多个网站、平台，实行网上数据的打通。第二，可以实现自我优化；如可实现全球自动升级；可实现了语音身份操纵，并且主驾驶与副驾和后排用户具有不同的优先级，从而避免副驾和后排用户干扰行车安全。第三，可以实现生态扩容；可以与手机、行车记录仪、空调等进行交互。其内置高德地图，能够符合中国消费者的使用习惯。可远程收发快递，包括自动完成支付、自动进出库，类似于自动加油的场景已经在开发中。

表 5：荣威 Marvel X 与特斯拉 Model X 智能网联化对比

	荣威 Marvel X	特斯拉 Model X
车联网系统	3.0 版本互联网汽车斑马智行系统 斑马智行系统，享受智慧出行多项服务，能够与车载空调、氛围灯等实现互联，可智能规划线路。搭载 AR-Driving 实景驾驶辅助系统功能，内置高德导航地图，通过车载 AR 增强现实导航技术，实现导航路径与现实环境的完美结合，并可实现语音控制。	Tesla 车联网系统 可享受 OTA 空中升级远程诊断、免费超级充电服务、卓越的驾驶体验，以及创新的直营模式，让 Model X 的车主享受到特斯拉特有的“颠覆性极致汽车拥有体验”。
智能辅助系统	AI-Pilot 智能辅助系统 AI-Pilot 由 AI Cruise 全速段智能巡航、AI Parking 全功能智能泊车辅助以及 All-time Safety 全时主动安全智能辅助三大功能组成。	Enhanced Autopilot 搭载全自动驾驶硬件，8 个摄像头、1 个毫米波雷达、12 个超声波雷达以及 NVIDIA Drive PX2 计算平台，可实现自动泊车、跟进前车、自动转向等多项功能。

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

3. 荣威 Marvel X 多项黑科技，创造中国智能 SUV 先行者

“三个过硬+五个第一”，集黑科技于一身，创造中国智能 SUV 先行者。设计过硬，保留了概念车 90%的设计；性能过硬，比肩百万级超跑；服务过硬，尊崇售后体验。Marvel X 的“三个过硬”使其成为智能 SUV 行业的先行者。

Marvel X 集 AI-Pilot 智能辅助系统、iBooster 智能电控制动系统、Slim Air 隐藏式智能热泵空调技术、AR 增强现实技术等众多黑科技于一身，更是创造了五个全球第一。“五个第一”不仅标志着荣威智能网联化战略进入“3.0 阶段”，更是定义了国内智能汽车新品类。

表 6：上汽荣威 Marvel X 黑科技一览表

	Marvel X 黑科技	详述
五项全球第一	全球第一台搭载“AR 增强现实技术”的量产车	AR-Driving 实景驾驶辅助系统。AR 增强实景导航+AR 增强安全辅助，使得导航路径与现实环境完美结合，并且实现车道级导航，使前行、变道、转弯路线更加精准。
	全球第一台搭载 3.0 版本互联网汽车斑马智行系统的量产车	互联网汽车智能系统 (3.0) - 基于 Alios 的斑马智行解决方案以全新 Fast-Dock 专属 UI 界面设计，满足同时执行多个任务的需求。功能全面进化的智能语音车控系统，通过语音指令便能完成调导航、空调、灯光、多媒体娱乐等功能。
	全球第一套全方位智能迎宾系统	当走进 Marvel X，其流光展翼 LED 灯组率先被唤醒，随后自感应隐藏式门把手自动感应弹出，进入迎宾模式。打开车门，座椅自动调整至理想入座状态，更有智能全彩 64 色韵律氛围灯和斑马语音系统致以温馨的问候。
	全球第一台搭载无线智能给电系统的纯电动车	除了支持 220V 家用充电外，Marvel X 还能够实现无线充电功能，为全球首款，让电动汽车进入“无线时代”。
	全球第一台会自己找车位、自己泊车入库的量产车	AI Parking 全功能智能泊车辅助系统，利用人工智能技术与大数据，使科幻大片中的场景进入现实生活。
其它	AI-Pilot 智能辅助系统 (AI Cruise 全速段智能巡航+AI Parking 全功能智能泊车辅助+All-time Safety 全时主动安全智能辅助)	AI Cruise 系统能实现无需任何操作，能够主动跟随前车直行，转弯甚至自动加速和减速；All-time Safety 全时主动安全辅助系统，搭载十大前瞻安全科技，保护驾驶员和乘客防患于未然。
	360 度感知系统	5 个高清摄像头，3 个毫米波雷达和高达 12 个超声波雷达，实现 Marvel X 的 360 度全视角感知。
	iBooster 智能电控制动系统	博世 iBooster 智能电控制系统，一改传统真空助力器对真空的依赖，以点击驱动液压制动，响应快速，且节省能量。
	Slim Air 隐藏式智能热泵空调	隐藏式出风口+智能电动扫风+热泵设计，人性化设计实现吹风角度的自动调整，且大幅节省能耗。

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

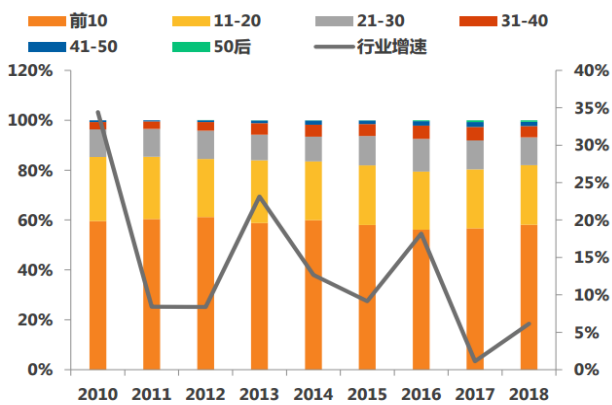
4. 行业小年龙头扩张,上汽集团集中受益

行业竞争逐步加剧,大洗牌阶段到来。随着行业增速放缓,各车企市占率更替不断进行,市场竞争激烈。预计未来3-5年,市场竞争将进一步加剧,综合实力比拼凸显,行业进入优胜劣汰阶段,集中度将进一步提高。前20名车企市占率排名将继续发生变化,其中不乏处于下坡路的车企,将让出份额。

行业小年龙头扩张,上汽集团集中受益。龙头企业在研发投入、供应链体系、技术实力、人才吸引等多方面都具有优势,将强者愈强。过去五年,行业增速仍总体保持相对高位,市场份额前10、11-20、21-30名车企的销量增速总体处于高位,而市场份额排名40名后的车企销量增速则远低于行业增速。2018年上半年,乘用车行业则出现了较大的分化态势,优质的合资与自主品牌仍然保持较高增速,自主品牌中的上汽乘用车与吉利累计销量同比增长54%与39%,为行业贡献大部分增量;合资中东风本田、上汽通用和一汽大众等也表现良好;韩系车受益于去年同期基数较低,增速均超过了25%;而长安系则销量较为低迷。

激烈的竞争中,龙头车企在研发支出、供应链体系、人才吸引等多方面都占据优势地位。上汽集团作为乘用车行业龙头,其自主品牌正高速增长,合资品牌保持稳健上升。

图 17: 中国 2010-2018 年 (前五) 月 车企份额与销量增速



资料来源: 中汽协, 乘联会, 天风证券研究所

图 18: 中国 2010-2018 年 (前五) 月 车企份额与销量增速

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
前10	59.6%	60.4%	61.2%	58.8%	60.0%	58.0%	56.1%	56.7%	58.1%
11-20	25.6%	25.0%	23.3%	25.2%	23.6%	23.9%	23.3%	23.7%	23.9%
21-30	11.1%	11.1%	11.3%	10.3%	9.9%	11.7%	13.1%	11.6%	11.2%
31-40	2.9%	3.0%	3.5%	4.6%	4.8%	4.8%	5.3%	5.4%	4.5%
41-50	0.7%	0.5%	0.7%	1.1%	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%	1.7%
50后	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	0.6%
行业增速	34.4%	8.4%	8.4%	23.2%	12.7%	9.1%	18.2%	1.1%	6.1%

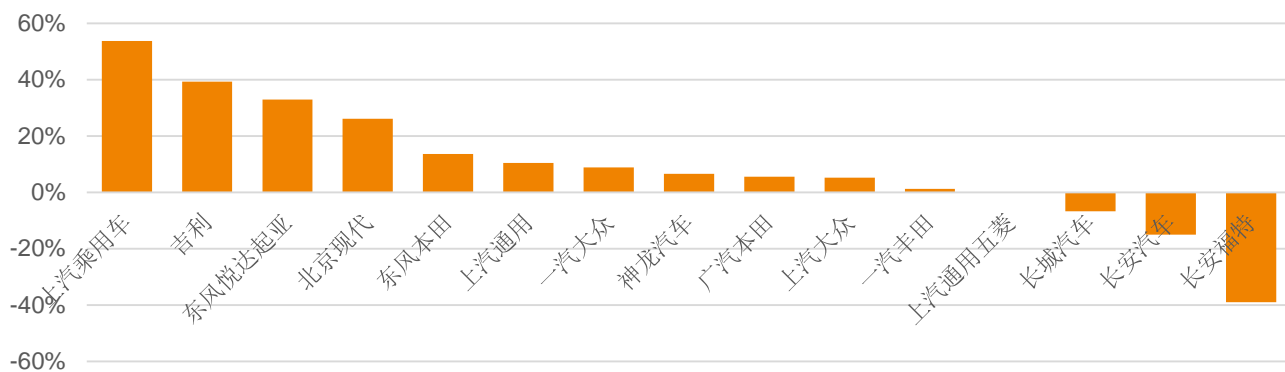
资料来源: 中汽协, 乘联会, 天风证券研究所

图 19: 中国 2010-2018 年 (前五) 月 前 20 名 车企所占市场份额 (单位: %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1 上汽通用	8.98%	上汽通用 9.71%	上汽通用 10.30%	上汽通用 9.46%	一汽大众 9.70%	上汽大众 9.01%	上汽大众 8.44%	上汽大众 8.60%	上汽大众 8.69%
2 上汽大众	8.89%	上汽大众 9.54%	一汽大众 10.04%	上汽大众 9.35%	上汽大众 9.39%	上汽通用 8.60%	上汽通用 7.93%	上汽通用 8.27%	一汽大众 8.56%
3 一汽大众	7.72%	一汽大众 8.47%	上汽大众 9.67%	一汽大众 9.28%	上汽通用 9.39%	一汽大众 8.23%	一汽大众 7.90%	一汽大众 8.17%	上汽通用 8.42%
4 北京现代	6.24%	东风日产 6.62%	北京现代 6.49%	北京现代 6.32%	北京现代 6.10%	上汽五菱 5.90%	上汽五菱 6.03%	上汽五菱 6.10%	吉利汽车 6.57%
5 东风日产	5.87%	北京现代 6.06%	东风日产 5.84%	东风日产 5.68%	东风日产 5.19%	北京现代 5.30%	长安汽车 4.85%	东风日产 5.22%	上汽五菱 6.42%
6 奇瑞汽车	5.48%	奇瑞汽车 4.92%	奇瑞汽车 4.01%	长安福特 4.19%	上汽五菱 5.08%	东风日产 5.12%	北京现代 4.82%	吉利汽车 5.21%	东风日产 5.16%
7 比亚迪	4.61%	一汽丰田 4.33%	一汽丰田 3.74%	上汽五菱 3.87%	长安福特 4.39%	长安汽车 4.68%	东风日产 4.72%	长安汽车 4.40%	长安汽车 4.35%
8 一汽丰田	4.49%	比亚迪 3.67%	长安福特 3.73%	长城汽车 3.85%	长安汽车 3.87%	长安福特 4.33%	长城汽车 4.09%	长城汽车 3.97%	长城汽车 3.64%
9 吉利汽车	3.69%	吉利汽车 3.54%	吉利汽车 3.71%	一汽丰田 3.40%	悦达起亚 3.52%	长城汽车 3.76%	长安福特 3.98%	长安福特 3.46%	上汽自主 3.25%
10 长安福特	3.65%	悦达起亚 3.54%	长城汽车 3.68%	吉利汽车 3.37%	长城汽车 3.33%	悦达起亚 3.07%	吉利汽车 3.37%	北京现代 3.28%	一汽丰田 3.08%
11 广汽本田	3.43%	长安福特 3.43%	悦达起亚 3.63%	悦达起亚 3.35%	神龙汽车 3.21%	一汽丰田 3.03%	悦达起亚 2.74%	东风本田 2.95%	北京现代 3.02%
12 神龙汽车	3.31%	神龙汽车 3.31%	比亚迪 3.44%	长安汽车 3.16%	一汽丰田 3.17%	广汽本田 2.89%	一汽丰田 2.71%	广汽本田 2.93%	广汽自主 2.84%
13 悦达起亚	2.96%	长城汽车 2.99%	神龙汽车 3.32%	比亚迪 3.10%	广汽本田 2.61%	吉利汽车 2.80%	奇瑞汽车 2.71%	一汽丰田 2.88%	广汽本田 2.81%
14 一汽轿车	2.85%	广汽本田 2.97%	广汽本田 2.39%	神龙汽车 3.05%	奇瑞汽车 2.43%	神龙汽车 2.63%	广汽本田 2.70%	广汽自主 2.63%	东风本田 2.74%
15 长城汽车	2.61%	一汽轿车 2.31%	东风本田 2.13%	广汽本田 2.67%	比亚迪 2.38%	奇瑞汽车 2.39%	东风本田 2.41%	奇瑞汽车 2.56%	奇瑞汽车 2.31%
16 广汽丰田	2.39%	广汽丰田 2.25%	广汽丰田 1.89%	奇瑞汽车 2.64%	吉利汽车 2.32%	比亚迪 2.22%	东风汽车 2.32%	上汽自主 2.30%	北京奔驰 2.17%
17 东风本田	2.31%	东风本田 2.09%	长安汽车 1.74%	东风本田 1.97%	东风汽车 2.06%	东风汽车 2.21%	东风汽车 2.10%	东风汽车 2.17%	广汽本田 2.10%
18 一汽夏利	2.22%	一汽夏利 2.07%	一汽轿车 1.70%	广汽本田 1.86%	广汽丰田 2.04%	东风本田 2.03%	广汽自主 1.94%	广汽丰田 1.85%	长安福特 2.05%
19 江淮汽车	1.78%	长安铃木 1.80%	江淮汽车 1.53%	一汽轿车 1.77%	一汽轿车 1.68%	广汽丰田 2.01%	神龙汽车 1.86%	北京奔驰 1.76%	东风汽车 1.95%
20 长安铃木	1.78%	江淮汽车 1.78%	上汽自主 1.51%	东风汽车 1.64%	东风本田 1.68%	江淮汽车 1.73%	广汽丰田 1.78%	比亚迪 1.64%	比亚迪 1.90%

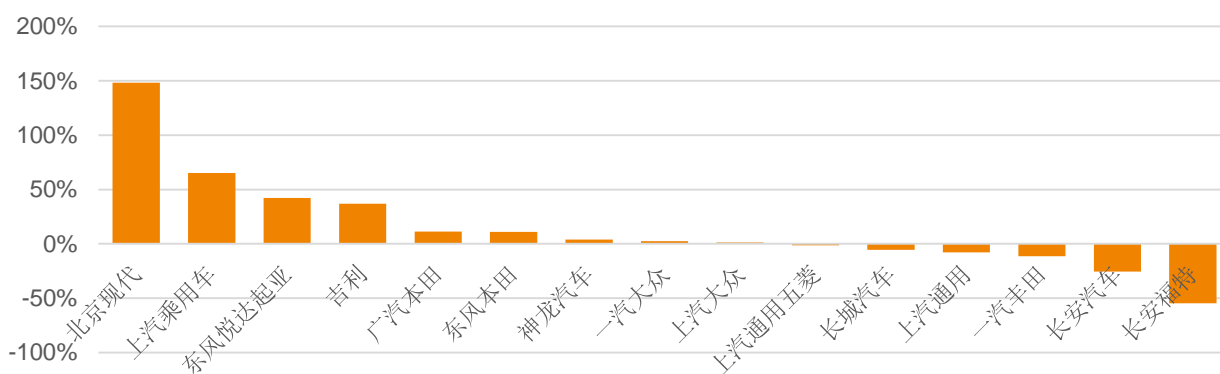
资料来源: 中汽协, 乘联会, 天风证券研究所

图 20：2018 年上半年各车企乘用车累计销量同比增速（单位：%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 21：2018 年 6 月份各车企乘用车销量同比增速（单位：%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

5. 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，中美进口车贸易（包括美国工厂生产德系品牌）受影响前提下，利好以美系、德系合资为中国本土主营的上汽。自 18 年年初以来，旗下各品牌销售终端数据亮眼，合资品牌固若金汤，自主新能源车连续两月创新高，Marvel 助力自主开启电动智能化新篇章；行业利空的情绪恐慌终将逐步得以修复。公司业绩稳定增长且分红预期不减，预计 18-20 年业绩增速分别为 9%/11%/10%，EPS 3.20/3.53/3.90 元，对应 PE 10/9/8 倍，维持“买入”评级，6 个月目标价 38.40 元。

6. 风险提示

乘用车市场下行风险；车型销量不及预期；项目进程不及预期。

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	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	1,072,039.0	1,166,992.8
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	11.38	10.59	9.75	8.82	8.00
市净率	1.90	1.62	1.66	1.55	1.43
EV/EBITDA	0.90	1.68	1.64	0.77	0.63
EV/EBIT	1.03	1.95	1.74	0.83	0.67

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