

风雨中的美丽

——上汽集团（600104）深度报告

2018年09月07日

推荐/维持

上汽集团 | 深度报告

报告摘要：

上汽集团展现出加速超越行业的能力，公司2017-2018H1 整车销量同比增长6.8%、10.9%，分别高于行业增速3.5和5.5个百分点，同期净利润同比增长7.5%、18.5%，分别高于汽车板块净利润增速4和14.9个百分点，市占率由2016年的23.15%提高到2018H1的25%；原因主要有两点：

- ◆ 大量投放新车，完善产品系列，销量增速高于行业平均；同时提高中高档车比例，2017年单车均价同比增长9%；量价共同驱动公司业绩增长；
- ◆ 汽车金融业务显著增厚公司业绩，2018H1 该业务净利润同比增长21%，占公司归母净利润比例由2017年11.39%上升到2018H1的14.85%。

我们认为上汽集团未来2-3年仍能保持远超行业的增长：

- ◆ 合资与自主品牌齐发力，整车红海突围。上汽大众和上汽通用陆续进入强产品周期，2018-2019年合资品牌将投放超过30款新车，预计二者增速将保持10%左右；自主品牌上汽乘用车采用新设计理念的互联网汽车受到市场青睐，贡献了集团销量主要增量，我们预计其2018-2019年销量增速分别为51%、39%；上通五菱处于转型期，SUV、轿车和MPV全面布局，随着新车投放，我们认为其未来两年销量增速也将得到提高。预计上汽集团18-19年整车销量增速分别为11.6%、10.9%。
- ◆ 汽车金融业务蓝海扬帆，产融协同促进业绩增长。上汽凭借自身渠道和资金优势拓展汽车金融业务，2013-2017年该业务营收复合增速51.4%。我们认为未来仍将保持高增长，预计2020年汽车金融业务净利润超过60亿元，贡献公司利润新增量。

盈利预测及投资评级：预计2018-2020年EPS为3.3、3.6、4元，对应PE为8.6、7.7、7倍，当前估值处于历史低位，且业绩增长确定性强，给予公司12倍PE；DCF模型测算的绝对估值为402元，综合相对估值和绝对估值法，给予公司6个月目标价区间39.4-40元，维持“推荐”评级。

风险提示：新车销量不及预期；价格战导致利润下降。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756,416.	870,639.	998,150.	1,117,02	1,238,97
增长率(%)	12.82%	15.10%	14.65%	11.91%	10.92%
净利润(百万元)	43,961.9	47,116.1	52,456.6	57,639.1	63,928.4
增长率(%)	9.70%	7.17%	11.33%	9.88%	10.91%
净资产收益率(%)	16.68%	15.27%	17.54%	18.82%	20.01%
每股收益(元)	2.90	2.96	3.28	3.64	4.01
PE	9.67	9.49	8.57	7.72	7.00
PB	1.61	1.46	1.50	1.45	1.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

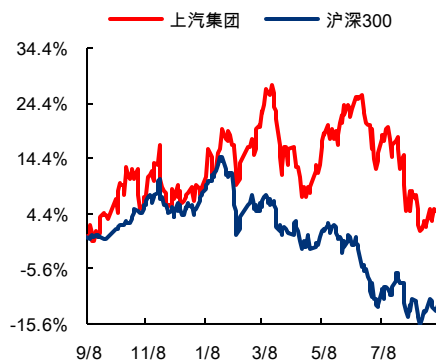
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52周股价区间(元)	28.28-29.24
总市值(亿元)	3304.08
流通市值(亿元)	3253.17
总股本/流通A股(万股)	1168346/1150343
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.18

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《上汽集团（600104）：合资自主两翼齐飞，汽车金融再添助力》2018-09-03
- 2、《上汽集团（600104）12月产销数据点评：销量跨入新台阶，明年仍将稳增长》2012-01-11

目 录

1. 整车发展路线和汽车金融助力业绩增长	5
1.1 上汽乘用车贡献集团销量主要增量	5
1.2 整车发展路线保证业绩高增长	7
1.3 未来发展方向：新四化与汽车金融	8
2. 合资品牌陆续进入新产品周期	10
2.1 上汽大众将受益于新产品周期	10
2.1.1 完善 SUV 谱系等风来	12
2.1.2 主力车型陆续换代	15
2.1.3 上汽大众销量测算	16
2.2 上汽通用三大品牌均衡发展	17
2.2.1 均衡发展 稳步上升	17
2.2.2 别克林产品周期在即	18
2.2.3 凯迪拉克高性价比打造二线豪华品牌	19
2.2.4 雪佛兰触底反弹 将投放多款 SUV	21
2.2.5 上汽通用销量预测	22
3. 自主品牌上汽乘用车驶入快车道	23
3.1 产品竞争力提升 跻身一线自主品牌	23
3.2 优化销售渠道 布局三四线城市	24
3.3 新四化深度融合 自主增长新引擎	26
3.4 上汽乘用车销量预测	26
4. 上通五菱阵痛过后蓄势待发	27
5. 汽车金融：未来利润新增量	29
5.1 未来 3 年市场规模有望达 20000 亿	29
5.2 汽车金融公司将成市场主流力量	30
5.3 上汽产融协同 利润增长新动力	31
6. 盈利预测及投资建议	33
7. 风险提示	35

表格目录

表 1:2018-2019 年上汽集团新车数量(款)	7
表 2:上汽大众在售车型	12
表 3:主力车型换代时间	16
表 4:2018-2019 年上汽大众新车规划	16
表 5:上汽大众销量预测(万辆)	17
表 6:凯迪拉克与同级别车型配置比较	20
表 7:2018-2019 上汽通用上市新车	22
表 8:上汽通用销量预测(万辆)	23

表 9:2018-2019 年上汽乘用车新车规划	27
表 10:上汽乘用车销量预测(万辆).....	27
表 11: 上汽通用五菱销量预测(万辆).....	29
表 12:汽车金融领域法律法规.....	30
表 13:公司 2018-2020 年营业收入预测(亿元).....	33
表 14:选取可比上市公司 PE 对比.....	34
表 15: 公司盈利预测表	36

插图目录

图 1: 上汽集团主要乘用车公司及品牌.....	5
图 2: 上汽集团整车销量及增速(万辆).....	5
图 3: 上汽集团市占率	5
图 4: 2017 年各车企销量比例	6
图 5: 各公司整车销量增速	7
图 6: 各公司整车市占率	7
图 7: 上汽集团营收与销量增速分析	8
图 8:上汽集团单车均价(万元).....	8
图 9: 上汽集团汽车出口及海外销售情况(万辆).....	9
图 10:上汽大众销量及增速(万辆).....	10
图 11:上汽大众新车上市与销量关系(辆).....	11
图 12:SUV 销量及增速(万辆).....	11
图 13: 上汽大众 SUV 销量及占比(万辆).....	13
图 14:上汽大众 Tharu 外观图	14
图 15: 上汽大众 Tharu 外观图	14
图 16:上汽大众主力车型销量占比	15
图 17:上汽通用销量及增速(万辆).....	17
图 18:别克销量及增速(万辆).....	18
图 19:别克各车型销量(辆).....	18
图 20:别克中高端车销量比例	19
图 21:别克单车均价(万元).....	19
图 22:凯迪拉克销量及增速(万辆).....	20
图 23:凯迪拉克各车型销量(辆).....	20
图 24:雪佛兰品牌销量及增速(万辆).....	21
图 25:雪佛兰主要车型销量(辆).....	21
图 26:上汽乘用车销量及增速(万辆).....	23
图 27:上汽乘用车在乘用车市场市占率	23
图 28: 上汽乘用车新车上市对销量影响	24

图 29: 上汽乘用车主力车型销量(台).....	24
图 30: 各地区轿车销量占比.....	24
图 31: 各地区 SUV 销量占比.....	24
图 32: 各车企经销商渠道分布对比.....	25
图 33: 上汽乘用车新能源车型销量(辆).....	26
图 34: 上汽五菱销量及增速(万辆).....	27
图 35: 上汽五菱乘用车销量情况(万辆).....	27
图 36: 上汽五菱主力乘用车销量情况(辆).....	28
图 37: 各国汽车金融渗透率比较.....	30
图 38: 汽车金融市场规模(亿元).....	30
图 39: 上汽财务贷款余额(亿元).....	32
图 40: 上汽通用汽车金融贷款余额(亿元).....	32
图 41: 上汽集团汽车金融业务营收及增速(亿元).....	32
图 42: 汽车金融业务毛利率.....	33
图 43: 上汽财务净利润(亿元).....	33

1. 整车发展路线和汽车金融助力业绩增长

1.1 上汽乘用车贡献集团销量主要增量

上汽集团是国内最大的整车企业，拥有整车、零部件研发制造，汽车服务和汽车金融等完整的产业链。集团所属生产合资品牌汽车的企业包括上汽大众、上汽通用；生产自主品牌汽车的企业主要为上汽乘用车公司(荣威、名爵两大品牌)、上汽通用五菱(合资公司，但生产自主品牌宝骏、五菱)和上汽大通等。近两年三大合资公司销量稳定增长；自主品牌上汽乘用车销量增速较快，贡献了集团销量的主要增量。

图 1: 上汽集团主要乘用车公司及品牌



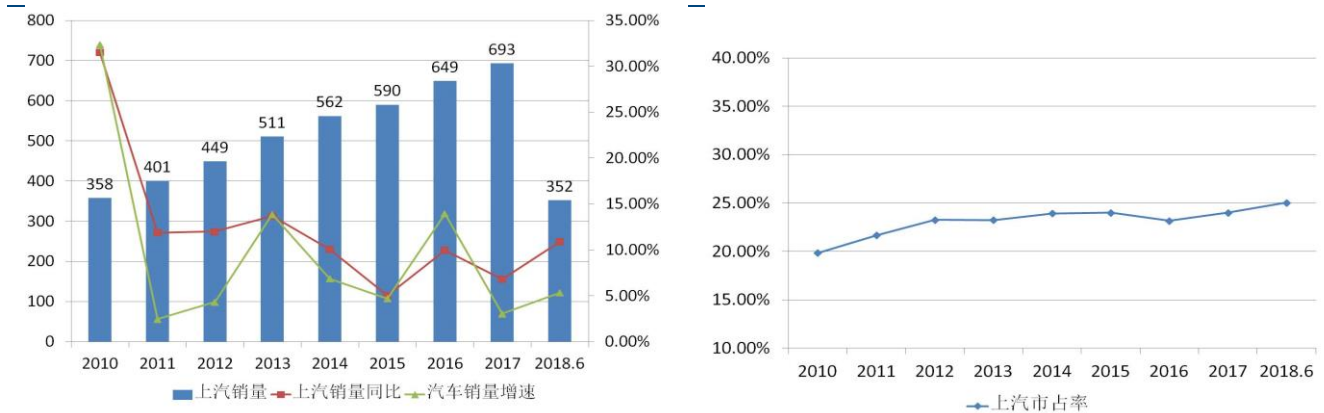
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

上汽集团旗下合资和自主整车厂不断推出爆款新车，在行业增速下移的情况下，**2018 上半年销量同比增长 10.88%**，比行业增速高 5.5 个百分点，市占率由 23.1% 提升至 25%，充分体现了公司的龙头优势和产品竞争力。

上汽大众、上汽通用和上汽通用五菱三大合资整车厂销量占上汽集团的 89.65%；虽然自主子公司上汽乘用车销量仅占 7.53%，但连续三年增速超过 50%，荣威和名爵车型受到市场青睐，未来自主上汽乘用车将和其他合资整车厂共同驱动公司销量和业绩增长。

图 2: 上汽集团整车销量及增速(万辆)

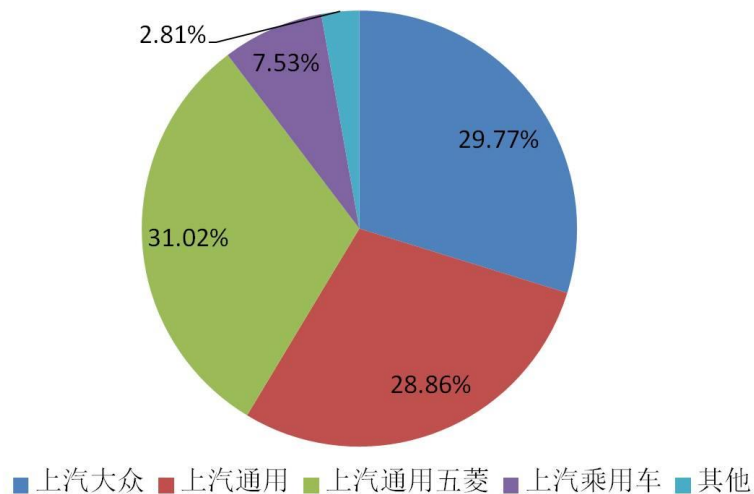
图 3: 上汽集团市占率



资料来源：公司公告，中汽协，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4: 2017 年各车企销量比例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

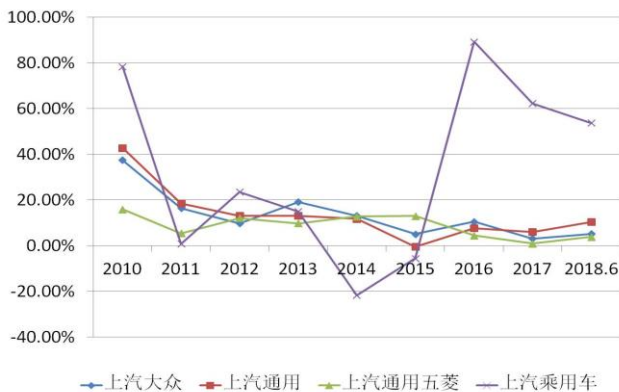
分析合资整车厂销量可以发现上汽大众、上汽通用增速高于行业平均增速，而上通五菱则相反。我们认为有以下原因：

- ◆ 上汽大众、上汽通用平均每年推出 5-7 款新车，新产品对二者销量增长贡献较大；
- ◆ 上通五菱主打低端市场，产品主要集中在 5-10 万元，在消费升级大趋势下，低端车型销量增速放缓；
- ◆ 细分产品来看，上通五菱畅销的宝骏 560 停产，730 车型老化，上市新车销量还未完全释放。

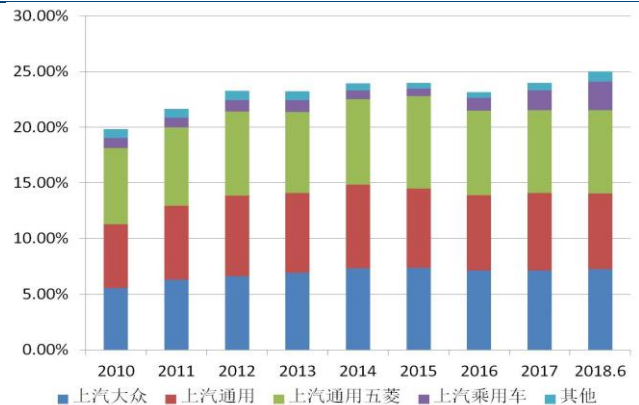
但我们认为随着新上市的宝骏 530 和宝骏 360 放量，2018 年上通五菱销量将进一步改善，预计其销量增速 5%，达到行业平均水平。

上汽乘用车强势崛起，贡献集团主要增量。经过多年的技术积累和市场开拓，自主品牌上汽乘用车表现亮眼，2017-2018H1 销量分别同比增长 62%和 54%，市占率分别提升了 0.66、0.74 个百分点。而同期上汽集团的市占率提高了 0.85 和 1 个百分点，上汽乘用车贡献了 78%、73%的增量，成为集团销量增长的重要驱动力。

我们认为上汽乘用车品牌形象已经得到市场认可、产品性价比高、外观设计符合新一代年轻消费群体审美，叠加公司不断推出的互联网汽车，预计未来 3 年销量将保持 30-40%增速。

图 5: 各公司整车销量增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 各公司整车市占率


资料来源: 公司公告, 中汽协, 东兴证券研究所

1.2 整车发展路线保证业绩高增长

面对行业增速降低的压力，上汽集团通过两条发展路线保证业绩增长：

- ◆ 加大新产品开发，不断推出新车，为消费者提供更多选择，保持较高的销量增速；
- ◆ 产品结构上移，提高中端车比例，高价车型带来的利润使得公司业绩弹性较高。

大量新车即将上市，销量有望高速增长。上汽集团近年来不断投放新车，合资和自主品牌均处于强产品周期。据不完全统计，上汽集团 2018-2019 年分别投放 22、19 款新车上市，我们预计 2018-2020 年，在新车刺激下销量将保持 10%左右的增速。

表 1: 2018-2019 年上汽集团新车数量(款)

	上汽大众	上汽通用	上通五菱	上汽乘用车
2018	10	5	3	4
2019	6	9	1	3

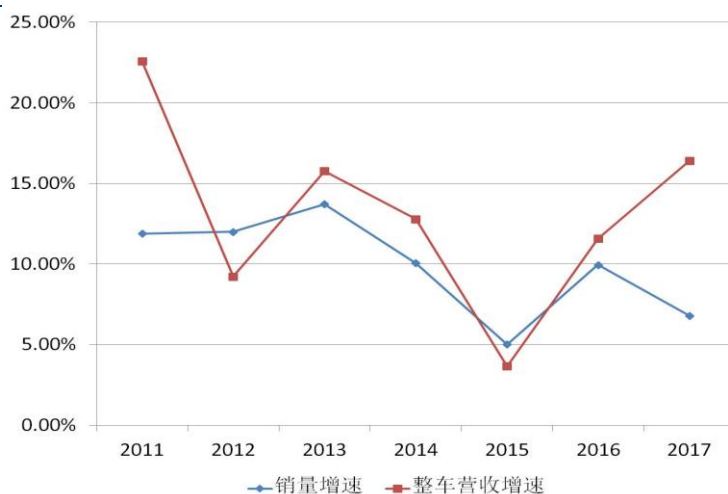
资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

中高档车型比例上升，业绩高弹性。上汽集团整车业务营收与销量增速基本保持一致，但 2017 年整车营收比销量增速高 9.6 个百分点，主要原因是中高档车型带动业绩增

长, 集团 15 万元以上汽车销售比例由 30% 提升到 35%, 单车均价由 2016 年的 8.7 万元提高到 2017 年 9.5 万元。

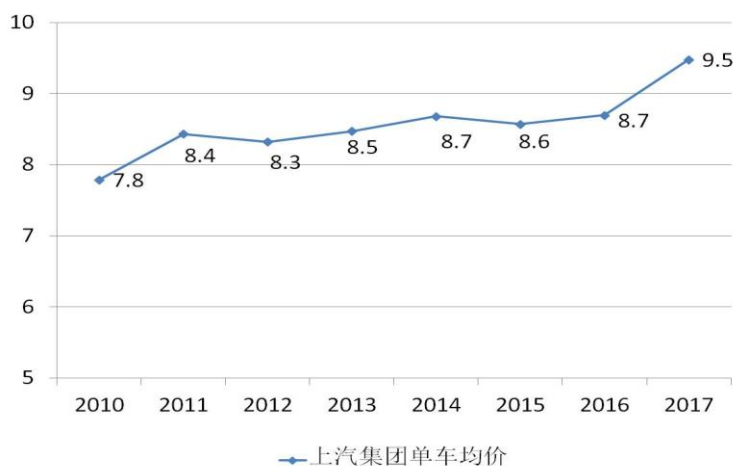
- ◆ 合资品牌途昂、途观 L、GL8 及凯迪拉克等中高档畅销车上市使得上汽大众、上汽通用 2017 年营收增长 12.1%、12.4%，高于其销量增速 9 个和 6.4 个百分点；
- ◆ 自主品牌荣威 i6、RX3、RX5 以及 MG ZS 等车型畅销，上汽乘用车公司 2017 年营收同比增长 120%，远高于其销量 62% 的增速。

图 7: 上汽集团营收与销量增速分析



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 上汽集团单车均价(万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

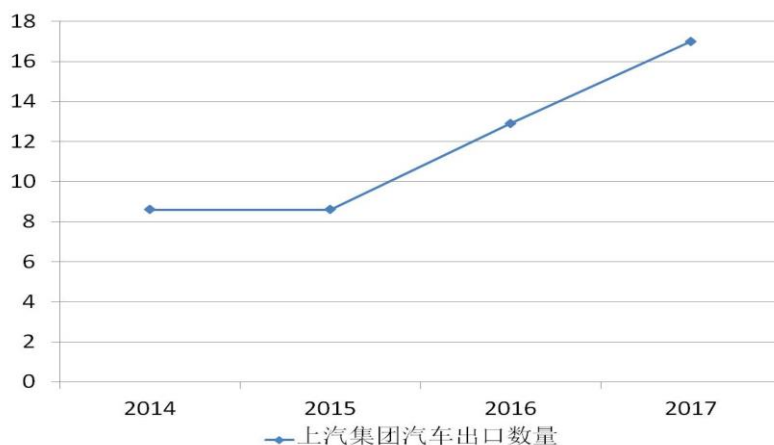
1.3 未来发展方向: 新四化与汽车金融

上汽集团把握汽车产业发展趋势，加快创新转型，推进实施“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的新四化战略，同时大力发展汽车金融等业务，从传统汽车制造商向提供移动出行服务和产品的综合企业发展。

发展新四化，拥抱产业革命。汽车产业正面临变革，上汽集团提出新四化战略，与宁德时代、阿里巴巴、华为和中国移动等在电动化、网联化和智能驾驶等方面展开合作，公司凭借龙头优势，加大研发投入，在上述领域走在行业前沿。

- ◆ 公司通过自主研发或成立合资公司的形式已经初步掌握了新能源汽车动力电池、电机和电控的核心技术，为自主品牌不断推出具有核心竞争力的新能源汽车打下基础。
- ◆ 与阿里巴巴成立斑马公司，共同开发互联网汽车系统，并在2016年推出首款互联网汽车荣威RX5，上市后成为爆款。近两年公司不断推出互联网汽车，并对斑马系统进行升级，为客户提供差异化服务，未来互联网汽车渗透率会进一步提高。
- ◆ 成立人工智能实验室，推进智能驾驶平台开发，将技术推向创新应用，搭载“最后一公里”自主泊车功能的荣威MARVEL X将于下半年正式上市，成为中国首款真正实现“特定场景无人驾驶”功能的智能网联量产车型。
- ◆ 成立了全国规模最大的新能源汽车分时租赁公司-环球车享，利用公司优势资源，将部分新能源汽车投放到共享市场，一方面积极拓展共享汽车市场，一方面也会提高公司自主品牌汽车知名度。
- ◆ **海外工厂投产，国际化步伐加快。**公司瞄准东南亚市场，泰国和印尼工厂均已投产，2017年公司实现整车出口和海外销售17万辆，同比增长31.8%，整车出口销量位居全国第一，我们认为在国内市场增速放缓的情况下，随着海外工厂投产，公司海外销量有望大幅上涨，进一步促进公司销量增长。

图 9: 上汽集团汽车出口及海外销售情况(万辆)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

汽车金融业务成为公司净利润新增量。80、90后已经成为新一代汽车消费主体，更

容易接受信贷消费方式, 2017 年国内汽车贷款渗透率只有 38%左右, 与发达国家 85%-90%相比仍有很大的空间。

上汽集团依托自身强大的销售渠道开展汽车金融业务, 2017 年实现营收 127 亿元, 毛利 98 亿元, 净利润 39.2 亿元。我们认为未来随着汽车消费贷款渗透率提高, 汽车金融业务仍能保持快速发展趋势, 成为公司净利润新增量。同时, 公司汽车金融业务凭借快速放款、一站式购车等便捷的服务, 也会促进销量的增长, 二者形成协同效果。

2. 合资品牌陆续进入新产品周期

2.1 上汽大众将受益于新产品周期

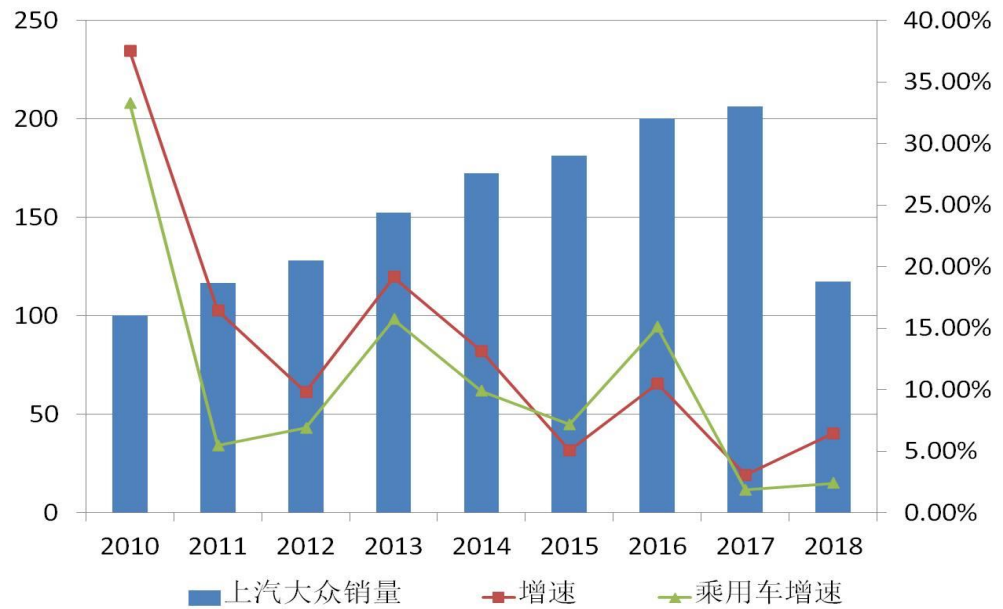
国内乘用车企业龙头, 连续三年蝉联乘用车销量冠军。大众汽车进入中国三十年以来, 凭借先进的技术和生产工艺、低故障率、外观设计简洁大方等特点, 受到消费者的喜爱, 品牌形象得到广泛的认可。自 2015 年以来销量连续三年稳居第一, 市占率 8.5% 左右, 成为乘用车市场龙头企业。

产品竞争力强, 增速高于行业平均水平。从上汽大众历年销量可以看出增速基本可超过行业平均增速, 仅 2015-2016 年低于行业平均, 分析原因主要有两方面:

- ◆ 从新车上市和销量关系可以看出, 2015-2016 年上汽大众只有部分改款车型上市, 并没有适销的全新车型, 对销量的拉动效果不明显;
- ◆ 2013-2016 年国内 SUV 市场火爆, 但上汽大众只有途观一款, SUV 产品的缺失导致销量无法大幅增长。

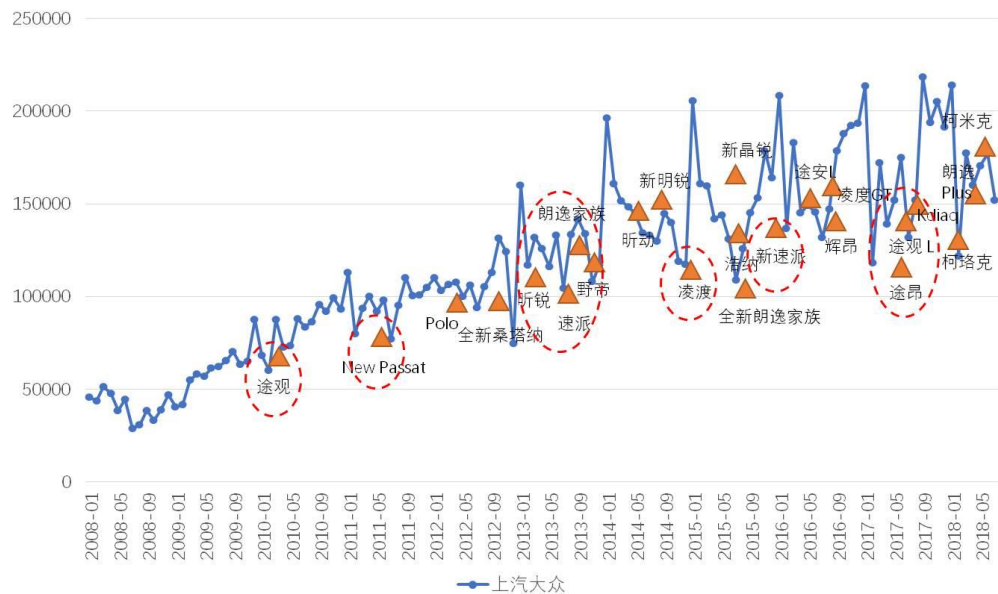
新产品周期后市可期。新车上市与销量增长保持正相关, 17 年上汽大众投放的途观 L、途昂和柯迪亚克经过爬坡后均成为细分领域的爆款车型, 叠加最近上市的朗逸 Plus、柯珞克和柯米克, 今年 1-7 月其销量同比增长 6.4%。2018-2019 上汽大众规划上市的新车超过 16 款, 进入新产品周期, 未来两年销量可期。

图 10:上汽大众销量及增速(万辆)



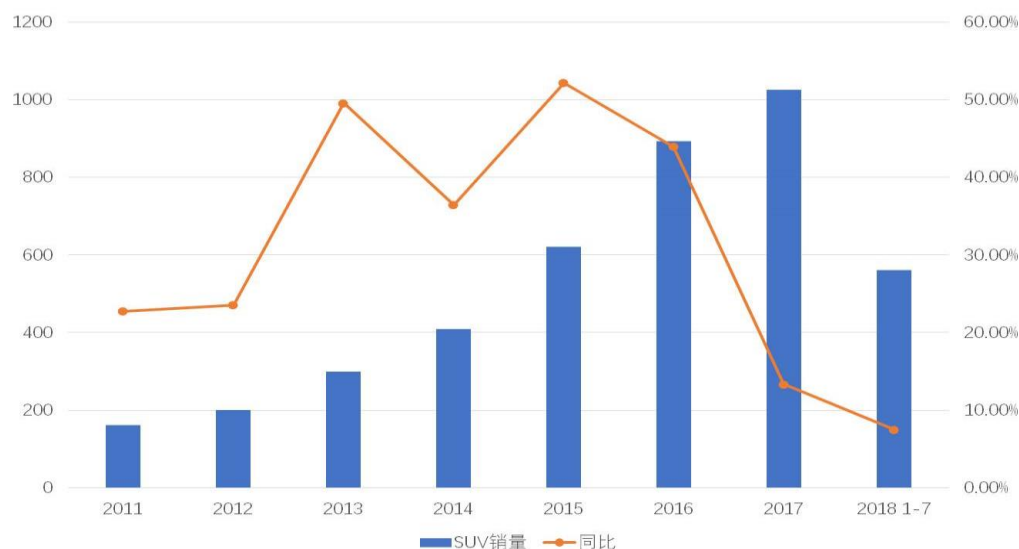
资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所

图 11:上汽大众新车上市与销量关系(辆)



资料来源: Wind, 公司官网, 东兴证券研究所

图 12:SUV 销量及增速(万辆)



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

2.1.1 完善 SUV 谱系等风来

上汽大众旗下两大品牌: 大众和斯柯达, 其中大众品牌在售车型 12 款、斯柯达在售车型 8 款, 但 SUV 比重较小。

表 2: 上汽大众在售车型

车型	类别	价格(万)	月均销量
新帕萨特	轿车	18.99-30.39	14396
Polo	小型车	7.59-14.69	13120
朗逸	轿车	10.99-16.29	38202
新桑塔纳	轿车	8.49-13.89	24490
新途安	MPV	15.58-19.98	2563
途观	SUV	19.98-23.78	6574
途观 L	SUV	22.38-35.98	21611
凌渡	轿车	14.59-21.59	13073
辉昂	轿车	34.9-65.9	2498
Teramont	SUV	30.89-51.89	8581
昕锐	轿车	7.69-10.59	5630
昕动	旅行车	6.99-11.99	1396
新晶锐	小型车	6.99-10.99	719
新明锐	轿车	11.99-17.49	10680
新速派	轿车	16.98-24.98	3843
Kodiaq	SUV	18.98-26.98	5390
Karoq	SUV	13.99-18.59	2300

Kamiq	SUV	10.99-13.09	2200
-------	-----	-------------	------

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

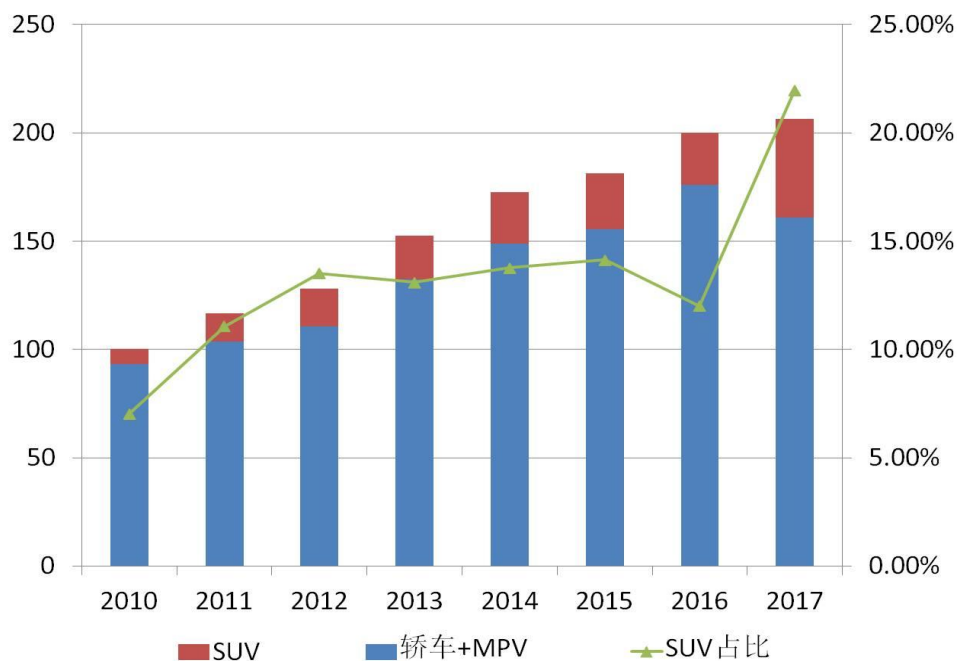
我们注意到上汽大众的车型中:

- ◆ 2017 年之前上市的 SUV 只有途观, 与其他品牌相比 SUV 产品严重缺失;
- ◆ 2017 年开始积极布局 SUV 车型, 最新上市的 6 款新车中 SUV 占 5 款, 包括大众品牌的途昂、途观 L; 斯柯达品牌的: Kodiaq、Karoq 和 Kamiq。

2017 年前上汽大众 SUV 仅占其销量的 12-14%, 17 年 SUV 销量占比上升到 21%, 分析可以发现:

- ◆ **紧凑型途观+中型途观 L 并行销售创佳绩。**途观上市以后迅速被市场认可, 成为合资品牌 SUV 爆款, 2010-2016 年复合增长率 22.7%。2017 年途观 L 上市与老款途观并行销售, 经过爬坡后, 途观 L 月销量稳定在 21000 辆左右, 而老款途观的月销量则下降到 6500 辆左右。
- ◆ **途昂填补国内合资大型 SUV 空白。**作为上汽大众首款全尺寸 B 级 SUV, 途昂填补了国内合资大型 SUV 空白, 根据不同配置, 共推出 9 款车型, 售价 30.89-51.89 万元, 2017 年销量超过 10 万台, 月均 9000 台。途昂的成功, 丰富了上汽大众豪华车型阵容, 使得其品牌价值更进一步, 为后续更多豪华车型上市打下基础。
- ◆ **斯柯达 SUV 全线布局。**斯柯达品牌 2017 年至今上市三款 SUV, 分别为柯迪亚克(中型)、柯珞克(紧凑)和柯米克(紧凑), 三款车型定位清晰, 价格并未重叠, 避免内部竞争。目前柯迪亚克销量稳定在 5000 辆左右、而柯珞克和柯米克刚上市, 月销 2200-2300 辆。柯米克与其他合资紧凑 SUV 相比性价比更高, 顶配车型 13.09 万的价格与 CR-V 自动低配版终端优惠后价格相近, 但柯米克具备倒车影像、定速巡航、发动机启停、电动天窗、GPS 导航、手机互联等实用性功能。我们认为柯米克价格性价比高, 其价格甚至与部分自主品牌重合, 预计销量有望达到 6000 辆以上。

图 13: 上汽大众 SUV 销量及占比(万辆)



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

上汽大众将会继续推出多款 SUV, 进一步完善 SUV 系列。2018H2 上市的 SUV 包括 Tharu、Kodiaq coupe, 2019 年 T-Cross 等。目前 Tharu 市场关注度较高, 其定位为紧凑型 SUV, 将承接老途观的市场。具备爆款潜质, 预计上市后月销量有望超过 10000 辆。

图 14: 上汽大众 Tharu 外观图



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 15: 上汽大众 Tharu 外观图



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

2018 年 SUV 增速放缓，上汽大众 SUV 能否达到预期销量？今年 SUV 销量增速放缓，6-7 月 SUV 销量分别同比下滑-0.52%、-4.3%，1-7 月累计销量同比增长 6.1%，远低于往年两位数的增速。但我们认为上汽大众 SUV 战略不会受到影响，原因如下：

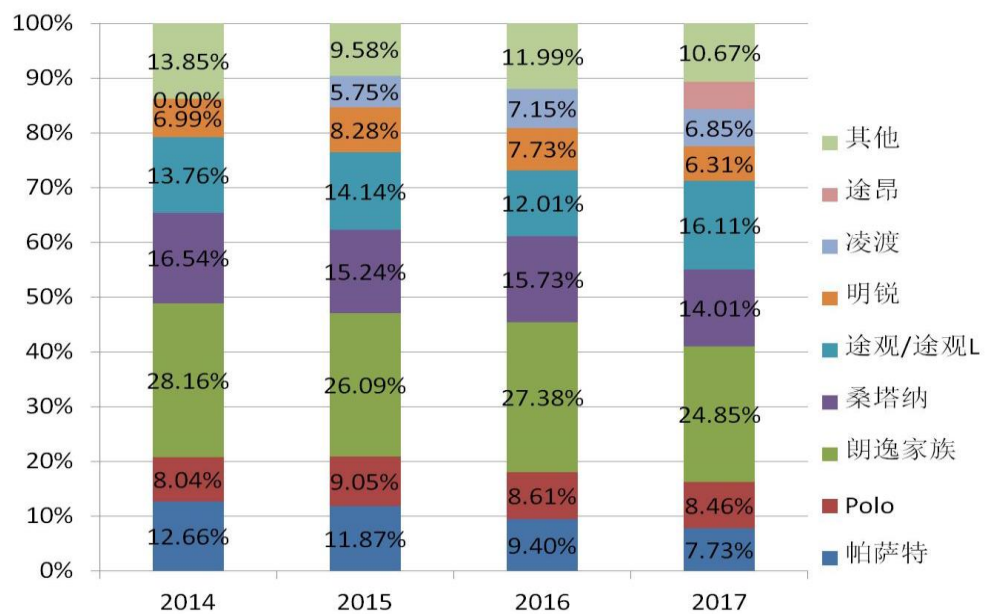
- ◆ 以往中国汽车增速最快的是价格位于 10-12 万元间的车型，而合资 SUV 价格较高，所以无法进入主市场，导致此前 SUV 市场主要为自主品牌的低价车型；
- ◆ 2018 年 1-7 月紧凑型、中型和大型 SUV 增速分别为 6.4%、10.8%和 16.3%，7 月紧凑型、中型和大型 SUV 增速分别为-3.6%、4.4%、17.6%；价格 15 万以下的 SUV 增速仅为 1.8%，而 15 万以上的增速为 8.8%，这说明了消费升级大环境下消费者越来越多的选择中高端车型。而上汽大众主要 SUV 为中型和大型，价格一般位于 15 万元以上，处于当前 SUV 市场最受欢迎的区间；
- ◆ 以往上汽大众 SUV 产品缺失，凭借轿车为主的产品组合即可夺得销量冠军，充分体现了上汽大众品牌在国内的认可度。SUV 产品上市后，会成为忠实用户的首选。

综上，上汽大众现有 SUV 包括紧凑型、中型和大型，价格也由 10 万到 50 万不等，2018-2019 年将会投放更多 SUV，进一步完善 SUV 产品系列，我们认为未来两年上汽大众的 SUV 车型将会畅销，带动销量大幅上涨。

2.1.2 主力车型陆续换代

上汽大众主力车型包括朗逸、桑塔纳、帕萨特、途观/途观 L、Polo、明锐和途昂等，合计占销量的 85%以上，部分车型已经处于产品周期后期，销量逐渐下滑，如帕萨特、Polo 和明锐等。

图 16:上汽大众主力车型销量占比



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

根据新车规划, 大多数主力车型将于 2018-2019 年更新换代, 全新改款的车型上市后, 将在一定程度上提升其销量。以途观为例, 2016 年老途观销量 24 万辆, 途观 L 上市后, 2017 年二者并行销售, 销量达到 33 万辆。

我们认为, 随着主力车型陆续更新换代, 上汽大众可保证在售产品销量稳定增长, 叠加不断推出的新品 SUV 等, 未来两年销量将保持高增长。

表 3: 主力车型换代时间

车型	SOP 时间	上市/预计上市时间
Tiguan L	2016.11	2017.1
Lavida NF	2018.3	2018.5
Gran Lavida	2018.6	2018.9
Passat NF	2018.8	2018.11
全新凌渡	2018	2018
Polo NF	2019.3	2019.5
Superb PA	2019.3	2019.6
Octavia	2020	2020

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

2.1.3 上汽大众销量测算

2018-2019 为上汽大众产品大年, 规划新车型将超过 16 款。新车上市后, 一般需要经过 6 个月左右爬坡才能达到稳定的月销量。因此, 在计算新车销量时采用分段法, 前 6 个月选取线性增长方式进行计算, 6 个月以后采用稳定月销量进行计算。

2018 年上半年上市新车会为公司销量和业绩增长带来较大贡献, 下半年新车型会对 19 年销量和业绩带来较大的提升。

表 4: 2018-2019 年上汽大众新车规划

新车型	类别	级别	上市时间	预计价格(万)	预计月销量
Lavida NF	轿车	A	2018.5	11.59-16.29	15000
Gran Lavida	旅行车	A	2018.9	11-16	5000
Lavida BEV	纯电动	A	2018	15-20	1000
Karoq	SUV	紧凑型	2018	13.99-18.59	3000
全新凌渡	轿车	A	2018	14.59-20.19	12000
Tharu	SUV	紧凑型	2018.11	13-18	10000
Kamiiq	SUV	紧凑型	2018.4	10.99-13.09	3000
途观 L PHEV	插电混动	中型	2018.10	32-37	1000
全新帕萨特	轿车	B	2018.11	19-30	20000

Kodiaq coupe	SUV	紧凑型	2018.12	18-26	4000
Polo NF	小型车	A0	2019.5	7.5-9	15000
Superb PA	轿车	B	2019.6	16-25	4000
T-Cross	SUV	小型	2019.4	14-17	10000
途昂 coupe	SUV	大型	2019.6	30-50	7000
Kamiq coupe	SUV	紧凑型	2019.12	12-14	3000
B MPV	MPV	B	2019	25-45	4000

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

根据 2018-2019 新车规划, 对上汽大众未来三年销量进行了预测。测算方法: 我们将现售车型近 1.5 年的月销量取平均值, 计算各款车型 18-20 年销量(未考虑 2020 年新车影响); 同时, 将未来上市新车按照上述分段方法计算 18-20 年销量。预计上汽大众 2018-2020 年销量分别为 223 万、243 万和 256 万, 同比增长 8.3%、9%和 5.3%。

表 5:上汽大众销量预测(万辆)

年份	2017	2018E	2018YOY	2019E	2019YOY	2020	2020YOY
销量	206	223	8.3%	243	9%	256	5.3%

资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

2.2 上汽通用三大品牌均衡发展

2.2.1 均衡发展 稳步上升

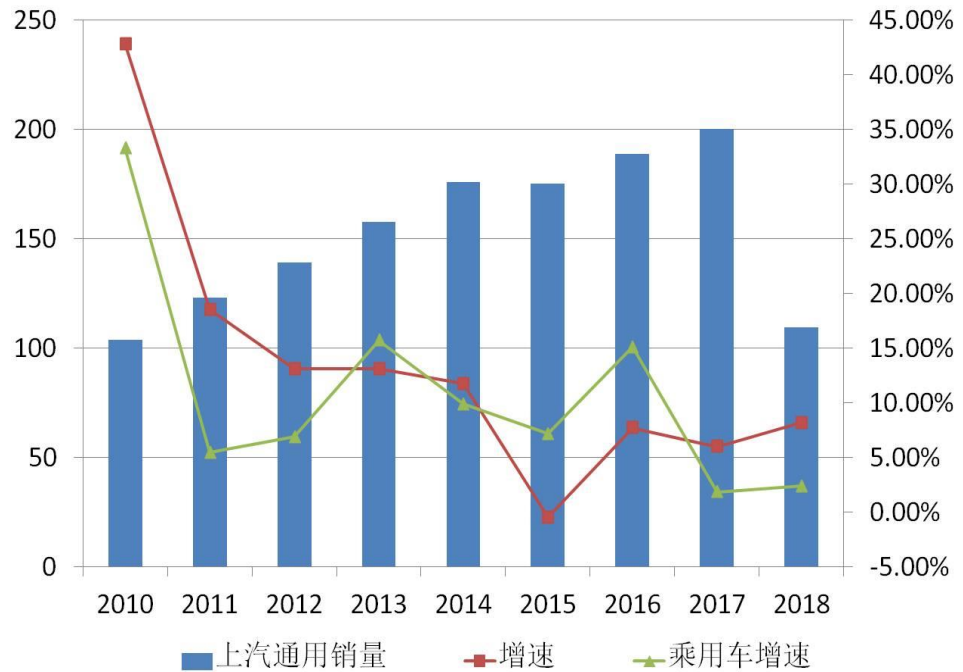
上汽通用旗下三大品牌: 别克、雪佛兰和凯迪拉克, 在售车型超过 20 款, 销量增速呈现出稳步上升的趋势。2018 年上半年销量 95.7 万辆, 同比增长 10.4%, 比乘用车行业增速高 7.2 个百分点, 其中别克、雪佛兰和凯迪拉克三大品牌上半年分别增长 -6.36%, 40.45%、38.5%。

2018 年销量保持高增长的原因主要是由于 2017 年多款上市新车的带动:

- ◆ 别克品牌上市新车有全新君威、全新 GL8、GL6、阅朗和 VELITE 5, 其中 GL8 月均销量 13000 辆;
- ◆ 雪佛兰新车包括迈锐宝 XL、科沃兹、科鲁兹和探界者, 月销量位于 6000-23000 辆, 均为走量车型, 对上汽通用销量增长贡献较大;
- ◆ 凯迪拉克推出的新款 XTS 和 ATS-L 月销量 5000 辆以上, XT5 月销量近 7000 辆。

我们认为虽然别克品牌处于产品空档期, 销量有所下滑, 但上汽通用在雪佛兰和凯迪拉克的拉动下仍能保持稳定的增速。随着下半年全新凯越、XT4 等新车上市, 全年销量有望保持在 8-10%。2019 年上汽通用将推出 9 款以上新车, 进入产品大年, 未来销量增长无忧。

图 17:上汽通用销量及增速(万辆)



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

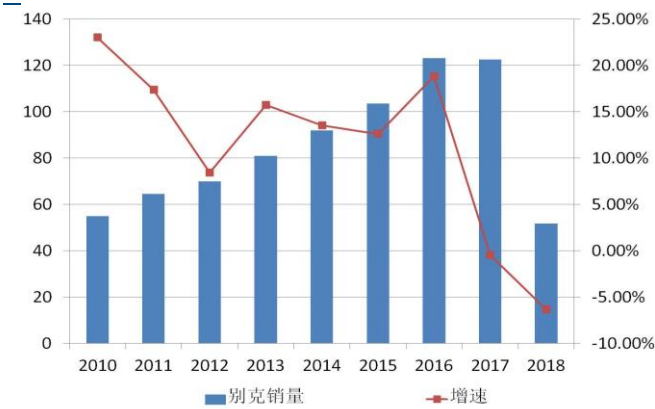
2.2.2 别克强产品周期在即

连年高增长, 经典车型或停产或老化导致销量下滑。别克销量自 2010 年来保持 8% 以上的增速, 在上汽通用的销量份额由 53% 提高到 16 年的 61%, 畅销车型包括君威、英朗、凯越、威朗和昂科威等。2017-2018H1 别克品牌销量出现不同程度的下滑, 分析可以发现:

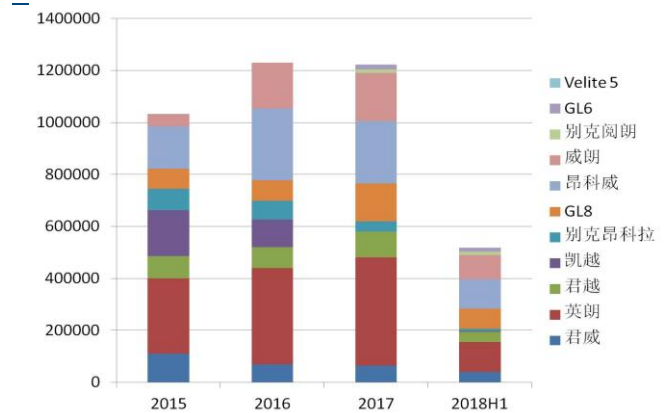
- ◆ 2016H2 凯越停产、昂科拉平台和设计较为老化, 导致 2017 年品牌销量同比下滑 0.5%。
- ◆ 2018H1 别克销量下滑 6.35%, 主要原因是英朗和昂科拉销量下滑。英朗作为别克旗下最走量的车型月销 4 万辆左右, 但 2018 年取消了 1.5L 款, 新英朗采用 1.0T 和 1.3T 的三缸机导致 2018H1 同比下降 42%。

图 18: 别克销量及增速(万辆)

图 19: 别克各车型销量(辆)



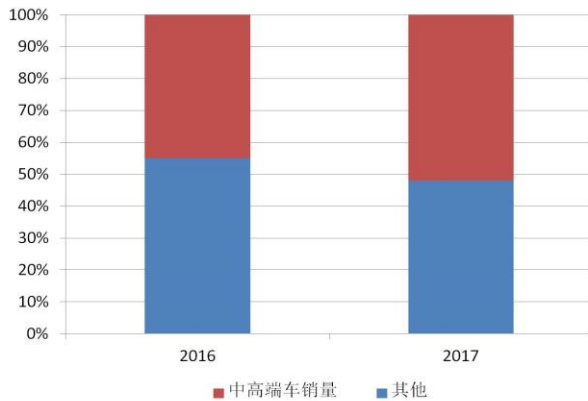
资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

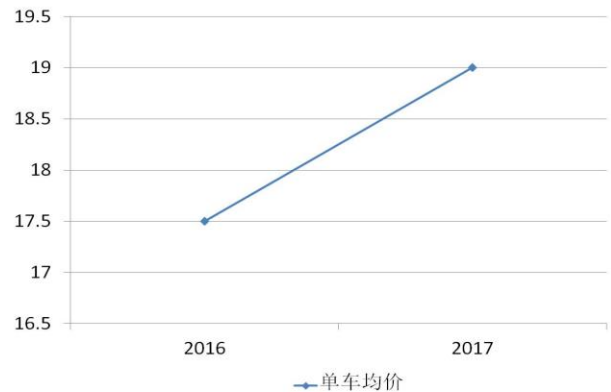
中高端车比例提高, 单车均价提升 8.6%。 别克目前处于战略转型期, 一方面改变以往的商务形象, 一方面提高产品均价和品牌溢价。虽然 17 年别克品牌销量微降 0.5%, 但其中高端车型销量占比由 2016 年 45% 提高到 52%, 单车均价由 17.5 万元提升到 19 万元, 幅度高达 8.6%, 显示出产品结构上移和品牌高端化变革的成效。

图 20: 别克中高端车销量比例



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 21: 别克单车均价(万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

别克即将进入强产品周期, 销量有望恢复。 2019 年将会是别克的产品大年, 其在轿车、SUV 和新能源汽车领域均有新车推出。

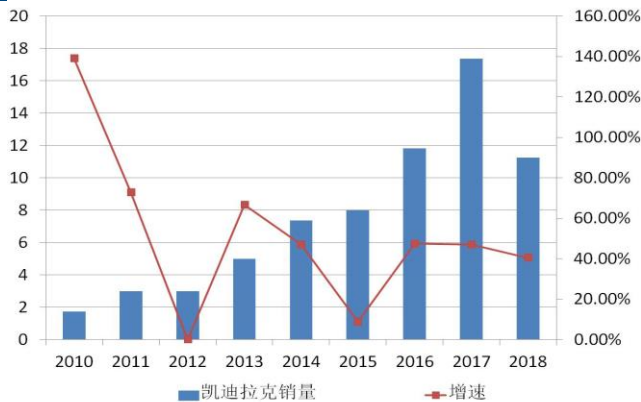
- ◆ 2018 年上市新车: 全新凯越、velite6 等;
- ◆ 2019 年上市新车: 一款 SUV、全新昂科拉、一款纯电动轿车。

我们认为, 别克年销量超过 120 万, 一时销量的震荡下跌是品牌发展过程的正常现象, 随着未来新车上市, 其销量有望恢复。

2.2.3 凯迪拉克高性价比打造二线豪华品牌

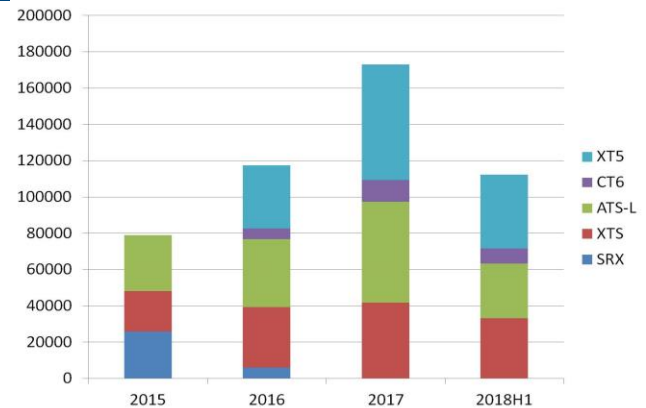
凯迪拉克近年保持高增长，目前位于二线豪华品牌榜首。近三年增速均保持在 40% 以上，占上汽通用销量的比例由 2015 年的 4.5% 提高到 2018H1 的 11.7%，对上汽通用销量增长贡献较大，我们认为凭借高性价比和不断引进新款车型，凯迪拉克未来 3-5 年仍将保持较高的增速。

图 22:凯迪拉克销量及增速(万辆)



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图 23:凯迪拉克各车型销量(辆)



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

我们分析凯迪拉克销量保持高增长的主要原因有三：

- ◆ 新车外形设计设计风格前卫，车灯、车身流线独具特色，更加吸引年轻消费者；
- ◆ 与相同价位车型相比，凯迪拉克配置要高半级，做工精细，具备较高的性价比；
- ◆ 终端促销折扣力度较大。

表 6:凯迪拉克与同级别车型配置比较

	凯迪拉克 ATS-L 28T	宝马 3 系 330Li M 运	凯迪拉克 XT5 25T	奥迪 Q5L TFSI 荣享进
	领先型	动曜夜版	豪华版	取型
厂商指导价	43.88 万	42.98 万	38.99 万	39.28 万
厂商	上汽通用凯迪拉克	华晨宝马	上汽通用凯迪拉克	一汽-大众奥迪
级别	中型车	中型车	中型 SUV	中型 SUV
上市时间	2016.12	2017.09	2017.08	2018.07
最大功率 (kw)	205	185	184	140
最大扭矩 (N.m)	400	350	400	320
发动机	2.0T 279 马力 L4	2.0T 252 马力 L4	2.0T 250 马力 L4	2.0T 290 马力 L4
变速箱	8 挡手自一体	8 挡手自一体	8 挡手自一体	7 挡双离合
长*宽*高 (mm)	4730*1824*1429	4760*1811*1455	4812*1903*1680	4753*1893*1659

最大马力 (Ps)	279	252	250	190
最大功率 (kw)	205	185	184	140
驻车制动类型	电子驻车	手刹	电子驻车	电子驻车
扬声器品牌	BOSE	harman/kardon	BOSE	harman/kardon
后排侧气囊	✓			
膝部气囊	✓			
并线辅助	✓			
车偏离预警系统	✓			
自适应巡航	✓			
无钥匙进入系统	✓		✓	
远程启动	✓		✓	
方向盘加热	✓			
主动降噪	✓		✓	
手机无线充电	✓			
GPS 导航系统	✓	✓	✓	
道路救援呼叫	✓	✓	✓	

资料来源: 汽车之家, 东兴证券研究所

2018-2019 年不断引进新车, 强化产品阵容。目前凯迪拉克在售车型主要有 4 款: XTS, ATS-L, CT6 和 XT5, 分别覆盖了 B 级、C 级、D 级豪华轿车以及 B 级 SUV, 但是在 A 级紧凑型豪华 SUV 和大型 SUV 等车型上还存在空白。

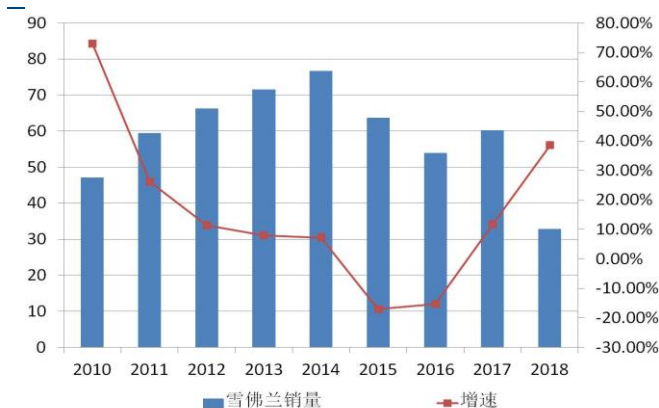
- ◆ **18 年将推出全新紧凑级 SUV XT4, 将成为凯迪拉克 2018-2019 年增长点;**
- ◆ **19 年上市新车包括大型全尺寸 SUV XT7、全新 ATS-L 以及 B 级轿车 CTS, 2019 年三款新车上市后将进一步丰富公司产品线, 我们认为 2019-2020 年将迎来销量爆发期。**

2.2.4 雪佛兰触底反弹 将投放多款 SUV

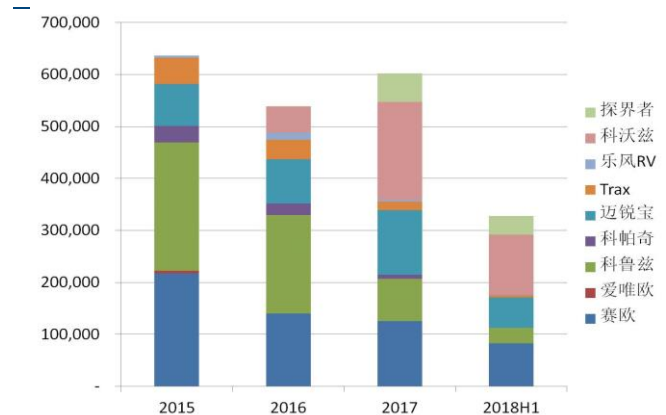
雪佛兰品牌经过 15-16 年销量下滑后, 17 年随着科沃兹、探界者等车型上市放量, 全年销量同比增长 11.76%。18H1 销量大幅上涨 38.5%, 主要增量来自于赛欧、迈锐宝、科沃兹和探界者, 四款车销量分别同比增长 51%、44%、55%和 110%, 由此也可以看出畅销新车对公司或品牌销量提升的巨大作用。

图 24:雪佛兰品牌销量及增速(万辆)

图 25:雪佛兰主要车型销量(辆)



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

雪佛兰 SUV 销量占比较低, 19 年有望提高。雪佛兰目前在售 SUV 仅有探界者和创酷两款, 18H1 销量占比为 12.38%。其中, 创酷已经到了产品周期后期, 上半年月均销量 705 辆, 与此前月均 4000 相差甚远; 探界者 17 年上市, 月均销量 6000 以上。未来两年, 雪佛兰品牌将推出多款新车, 其中 SUV 较多。

- ◆ 18 年将推出沃兰多, 以及一款 MPV 上市;
- ◆ 19 年将推出 2 款 SUV, 集中在 Q2-Q3 上市, 以及 1 款 A 级轿车;
- ◆ 2020 年推出 1 款全尺寸 SUV。

我们认为 18 年将由爆款车型迈锐宝、科沃兹和探界者贡献主要增量, 而 19 年公司推出 3 款新车后, 将会极大的带动雪佛兰品牌销量增长, SUV 销量占比也有望得到提高。

2.2.5 上汽通用销量预测

上汽通用三大品牌 18-19 年上市新车数量分别为 5、9 款, 19 年将进入产品大年。我们梳理了即将上市的车型并对销量进行预测。

表 7:2018-2019 上汽通用上市新车

新车型	类别	级别	上市时间	预计价格(万)	预计月销量
全新凯越	轿车	A	2018.6	7.5-14.5	10000
XT4	SUV	紧凑型	2018Q3	25-30	5000
velite6	轿车	纯电动	2018.9	25-30	1500
沃兰多	轿车	跨界	2018.9	12-15	5000
雪佛兰 MPV	MPV	插电混	2018.11	17-20	2000
全新 ATS-L	轿车	B	2019	30-42	5000
CTS	轿车	B	2019	30-40	5000
XT7	SUV	大型	2019	40-60	5000

别克 SUV	SUV	紧凑型	2019	20-30	10000
全新昂科拉	SUV	紧凑型	2019	14-19	8000
纯电动轿车	轿车	纯电动	2019	25-30	1000
雪佛兰 SUV	SUV	小型	2019	10-15	4000
SUV2	SUV	紧凑型	2019	15-25	5000
雪佛兰轿车	轿车	A	2019	8-12	2000

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

预计上汽通用 2018-2020 年整车销量分别为 218 万、232 万和 250 万, 同比增长 9%、6.4% 和 7.8%。

表 8: 上汽通用销量预测(万辆)

年份	2017	2018E	2018YOY	2019E	2019YOY	2020	2020YOY
销量	200	218	9%	232	6.4%	250	7.8%

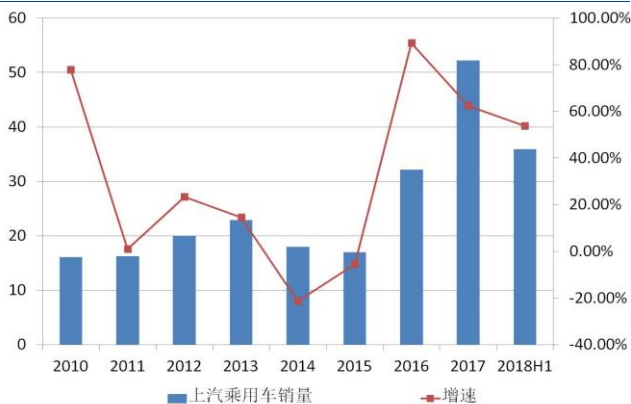
资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

3. 自主品牌上汽乘用车驶入快车道

3.1 产品竞争力提升 跻身一线自主品牌

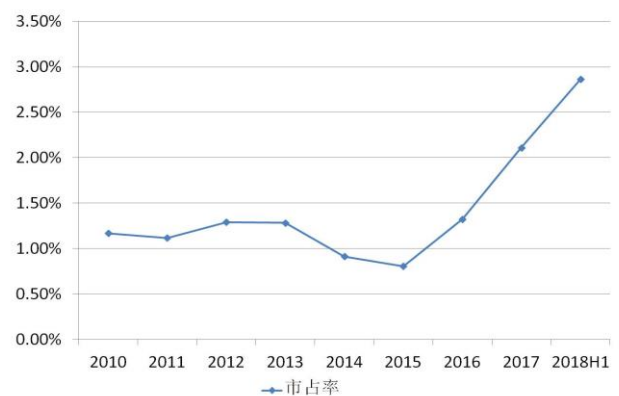
自主品牌上汽乘用车的发展与集团内合资品牌相比一直差距较大, 但这种情况在 16 年得到了扭转。上汽乘用车爆款车型迭出, 进入快速发展期, 2016-2018H1 销量分别同比增长 89%、62% 和 54%, 市占率由 0.81% 提升至 2.86%, 跻身一线自主品牌。

图 26: 上汽乘用车销量及增速(万辆)



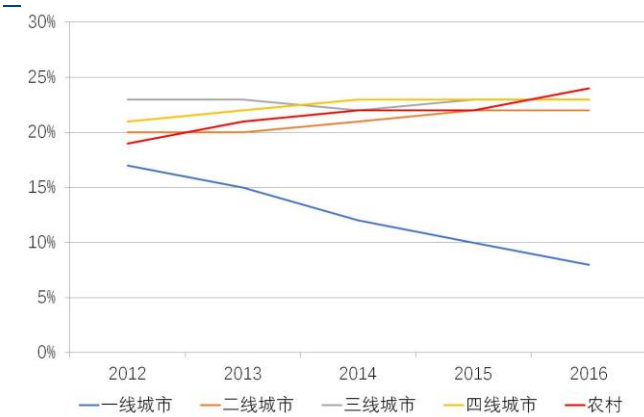
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 27: 上汽乘用车在乘用车市场市占率

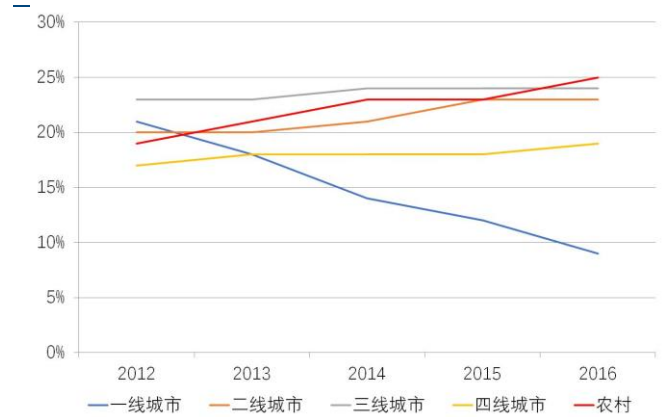


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析上汽乘用车新车和销量关系, 可以看出 2016 年 RX5 上市迅速成为爆款车型, 2017 年全年销量达 23.4 万辆, 占其销量 45%; 2017 年陆续推出荣威 i6、MG ZS 月均销量分别超过 7000 辆和 8000 辆。



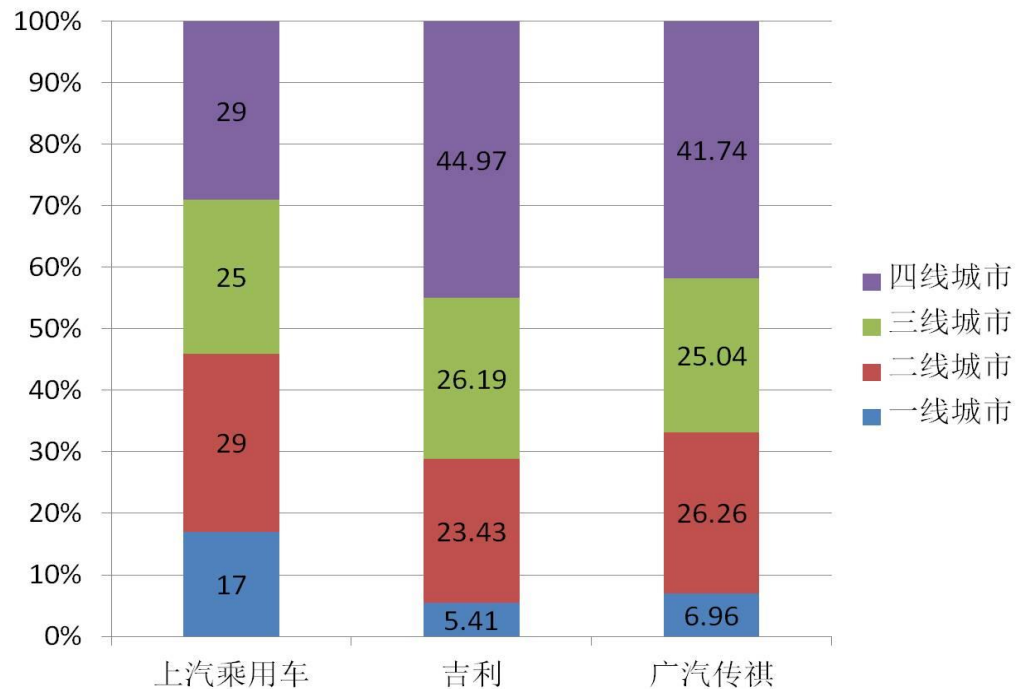
资料来源: 中国汽车市场年鉴, 东兴证券研究所



资料来源: 中国汽车市场年鉴, 东兴证券研究所

优化销售渠道, 布局三四线。上汽乘用车荣威和名爵定位中高端品牌, 因此在一线和二线城市建立的销售渠道较多。一二线城市经销商比例高达 46%, 与其他自主品牌相比, 在三四线城市经销商数量相对较少。为了满足三四线城市和农村汽车消费者的需求, 上汽乘用车正在优化销售渠道, 经销商新增的销售网点全部下沉到三四线城市。我们认为上汽乘用车主动应对市场需求变化, 及时调整销售渠道分布, 将促进其在三四线城市的知名度和销量。

图 32: 各车企经销商渠道分布对比



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

3.3 新四化深度融合 自主增长新引擎

面对新能源汽车发展趋势，上汽集团通过自主研发或与三电领域企业优势互补，**基本掌握了新能源汽车电池、电驱和电控等核心技术。**

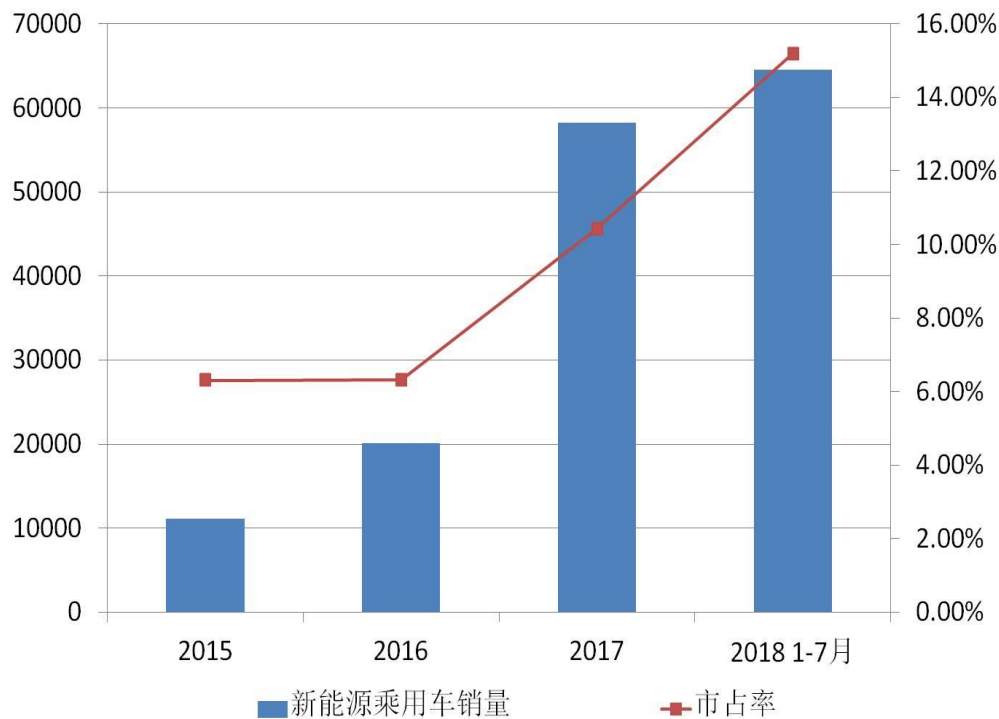
- ◆ 上汽与宁德时代成立合资公司：上汽时代和时代上汽，主要从事动力电池和系统的开发、生产及销售，预计 2019 年初投产；
- ◆ 在电驱和电控领域，主要由集团旗下联合电子、华域电动和华域麦格纳负责研发。

在此基础上，自主品牌上汽乘用车加大了新能源汽车的开发，2017 年陆续推出了搭载了斑马系统的互联网新能源车型：荣威 ERX5、eRX5、ei6 等。**互联网与新能源结合，使得其新能源乘用车当年销量达到 5.8 万辆，同比增长 189.6%。**

2018 上半年 Ei5 和 MG6 上市，1-7 月新能源车型销量达 6.45 万辆，同比增长 269.7%，市占率由 2016 年 6.3% 提高到 2018 年 15.2%。首款搭载智能驾驶系统的 Marvel X 将于下半年上市。

我们认为经过多年自主研发和技术积累，上汽乘用车推出的**新能源+智能网联汽车**已经得到市场认可，未来将成为其销量增长的新引擎。

图 33: 上汽乘用车新能源车型销量(辆)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.4 上汽乘用车销量预测

上汽乘用车 2018-2019 将推出多款新车, 我们认为 MG HS、RX8 有望成为爆款, 而 Marvel X 由于价格问题, 预计销量不会太高。

表 9:2018-2019 年上汽乘用车新车规划

新车型	类别	级别	上市时间	预计价格(万)	预计月销量
RX8	SUV	大型	2018.4	16.88-21.58	5000
Marvel X	SUV	纯电动	2018H2	25-45	3000
MG HS	SUV	紧凑型	2018	12-18	10000
荣威 Ei5	旅行车	A	2018	13.38-14.38	2000
荣威 360 改款	轿车	A	2019	8-12	4000
RX5 换代	轿车	紧凑	2019	10-19	20000
新能源 SUV	SUV	紧凑	2019	15-25	2000

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

根据新车规划对销量做预测, 我们预计上汽乘用车公司 2018-2020 年销量分别为 79 万、110 万、145 万, 同比增长 51.3%、39.2%、31.8%。

表 10:上汽乘用车销量预测(万辆)

年份	2017	2018E	2018YOY	2019E	2019YOY	2020	2020YOY
销量	52.2	79	51.3%	110	39.2%	145	31.8%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

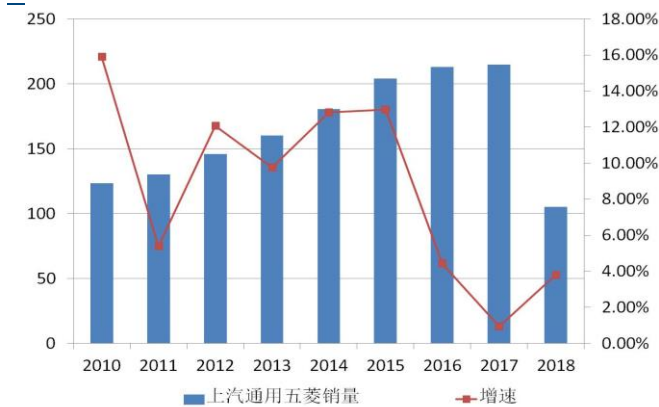
4. 上汽五菱阵痛过后蓄势待发

商转乘战略基本完成。上汽通用五菱主打中低端车型, 旗下包括宝骏和五菱两大品牌, 其中宝骏品牌生产乘用车, 而五菱品牌以微车和 MPV 为主。上汽五菱以商用车起家, 目前已经基本完成了商转乘战略, 狭义乘用车占其销量比例由 2010 年的 6.85% 提高到 2018H1 的 82.9%。

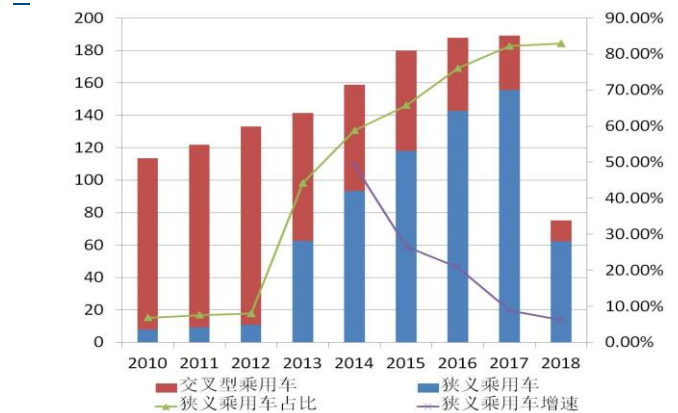
狭义乘用车销量增速较快。上汽五菱近两年销量增速较慢, 但狭义乘用车却保持较高的增长, 2018H1 同比增长 6.22%; 而交叉型乘用车销量同比下滑 27.36%, 这与交叉型乘用车逐渐退出市场的趋势一致。上汽五菱未来发展重心将是宝骏品牌的乘用车。

图 34: 上汽五菱销量及增速(万辆)

图 35: 上汽五菱乘用车销量情况(万辆)



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

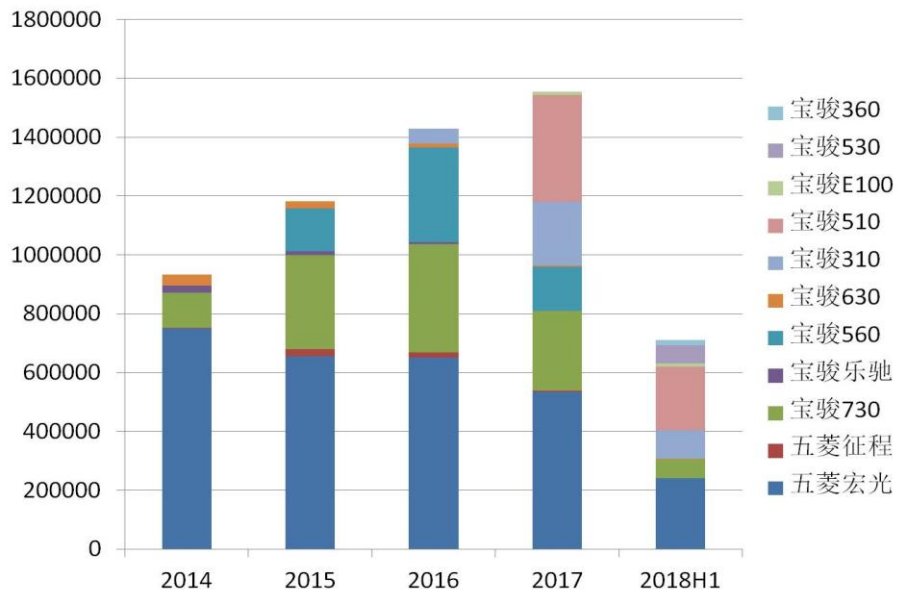


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

宝骏品牌成销量支柱。上通五菱狭义乘用车主力车型已经由五菱品牌转移到宝骏品牌, 2014-2015 年宝骏推出畅销车型宝骏 730 和 560, 销量大幅上涨; 但目前宝骏 560 已经停产, 730 月销量也仅为 8000 辆左右。宝骏 310、510 上市后接力 560 和 730 成为宝骏品牌销量担当, 其中宝骏 310 进入轿车销量 Top15, 宝骏 510 在 SUV 中仅次于哈弗 H6; 18 年推出的 530 和 360 上市两个月销量即破万辆, 有望成为爆款, 上述四款新一代车型销量占比超过 90%。我们认为上通五菱近年来产品主打年轻化, 通过宝骏 530 打开 10 万元左右主流家用 SUV 消费群体, 目前 530 保持月均 15000 辆左右的销量。

产品转型, 蓄势待发。上通五菱产品处于转型期, 爆款 560 停产和 730 产品老化导致销量增速略有放缓。但从产品组合及迭代策略来看, 上通五菱产品布局调整较早且行动较快, 逐步发展并丰富宝骏品牌的产品谱系, 快速推进商转乘的战略, 并且不断推出轿车、MPV, 与 SUV 共同丰富产品线。我们认为随着新车上市放量, 其 18 年销量增速将有望提高。

图 36: 上通五菱主力乘用车销量情况(辆)



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

2018 年上市新车主要有宝骏 530 和 360, 2019 年即将上市宝骏 760。我们对上通五菱销量进行预测, 预计其 2018-2020 年销量分别为 224 万、235 万、244 万, 同比增长 4.2%、4.9%和 3.8%。

表 11: 上汽通用五菱销量预测(万辆)

年份	2017	2018E	2018YOY	2019E	2019YOY	2020	2020YOY
销量	215	224	4.2%	235	4.9%	244	3.8%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5. 汽车金融: 未来利润新增量

上汽集团近年来大力发展汽车金融业务, 包括个人汽车金融、公司金融、股权投资和保险销售等业务, 其中以上汽财务和上汽通用金融经营的汽车贷款业务为主。我们认为 3-5 年上汽集团汽车金融业务将保持 20-30% 的速度增长, 成为集团净利润重要贡献力量。

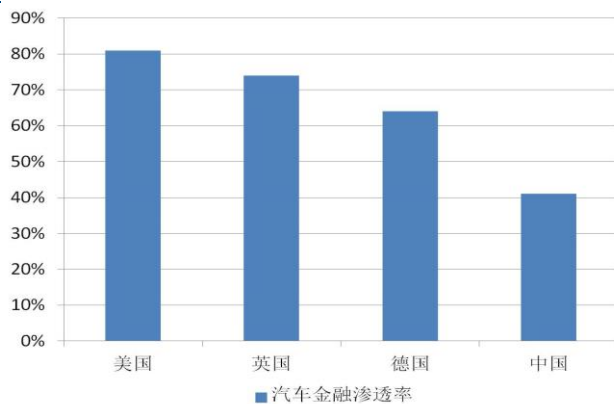
5.1 未来 3 年市场规模有望达 20000 亿

汽车市场体量仍有空间。我国汽车销量从 2009 年起位居世界第一, 2018H1 销量达到 1406.6 万辆, 同比增长 5.6%, 预计全年销量超过 3000 万辆。同时, 2017 年底我国汽车千人保有量为 156 辆, 与发达国家相比仍处于较低的水平, 我国汽车市场仍有较大的空间。

汽车信贷渗透率提升空间大, 2020 年市场规模有望达到 2 万亿。2016 年国内汽车信贷渗透率为 38.9%, 根据我们统计的 2017 年汽车金融公司、银行和融资租赁公司放

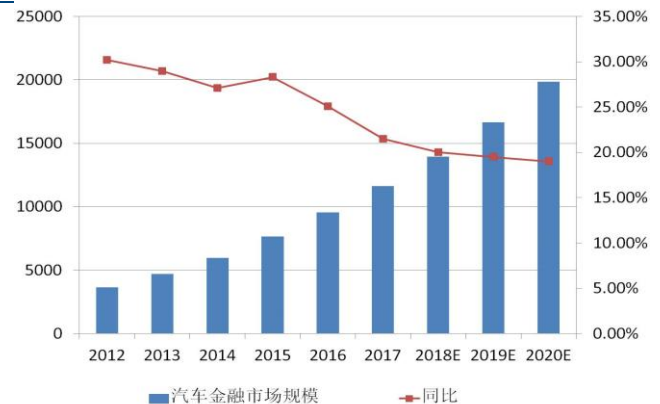
贷车辆数计算出 2017 年国内汽车信贷渗透率大约为 41%。与美国等发达国家相比还有很大的提升空间。随着 80 后、90 后成为汽车消费主力军,汽车金融业务有望加速,我们预计 2020 年渗透率有望达到 50%,市场规模达 20000 亿元。

图 37: 各国汽车金融渗透率比较



资料来源: 罗兰贝格, 中国汽车工业年鉴, 东兴证券研究所

图 38: 汽车金融市场规模(亿元)



资料来源: 中国银行业协会, 公开资料, 东兴证券研究所

5.2 汽车金融公司将成市场主流力量

国内汽车金融保持高速发展,其原因主要是由于中国汽车消费市场的快速增长、人们消费观念的逐渐改变和国家对汽车金融行业的政策性扶持等。目前国内从事汽车信贷业务的主要有商业银行、汽车金融公司、融资租赁公司和互联网公司,其中银行占 41% 市场份额,汽车金融公司占 28%,我们认为未来汽车金融公司将成为主流力量。

理由如下:

政策逐渐宽松,融资难度降低。从国家对于汽车金融发展政策来看,逐渐放宽金融债券发行条件、简化资产证券化发行程序、鼓励汽车金融公司进入银行间同业拆借市场、放开金融机构在全国范围内的全口径跨境融资等。这使得汽车金融公司发展最大的障碍得到消除,与银行在资金方面差距缩小。

表 12: 汽车金融领域法律法规

时间	部门	政策名称	主要影响
2004	国务院	《汽车贷款管理办法》修订	扩大可经营汽车金融业务的非银行金融机构,车贷不再由银行垄断
2008	银监会	《汽车金融公司管理办法》	对汽车金融公司的经营范围进行规定,拓宽了融资渠道
2009	人民银行 银监会	《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会公告》 [2009]14 号	允许满足条件的金融租赁公司和汽车金融公司发行金融债券,拓宽了融资渠道
2014	人民银行	《中国人民银行、中国银行业	对于汽车金融公司发行金融

	银监会	监督管理委员会公告》 [2014]8号	债券的条件明显放宽
2014	银监会	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》及《关于汽车金融公司、消费金融公司、金融租赁公司资产证券化业务资格审批和产品备案登记有关工作规程的通知》	资产证券化正式由“审批制”变更为“备案制”
2015	人民银行	《中国人民银行公告》[2015]第7号	资产证券化发行实行“注册制”
2016	人民银行 银监会	《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》	鼓励汽车金融公司通过同业拆借市场补充流动性
2017	人民银行	《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》	全国范围内放开企业和金融机构的全口径跨境融资;在融资限额内,监管机构对金融机构实行事后备案

资料来源:公开资料,东兴证券研究所

汽车金融公司具有天然的优势。与银行、融资租赁公司和互联网金融公司相比,汽车金融公司具备以下优点:

- ◆ 产品灵活,服务专业,在首付比例、还款期限上有明显优势,部分自有品牌车型可零首付;
- ◆ 渠道优势明显,拓展业务成本低。目前国内 25 家汽车金融公司中 24 家具有整车厂背景,可以充分利用销售渠道优势来拓展业务。无需专门寻找合作渠道;
- ◆ 手续简便,流程时间短。银行和融资租赁公司贷款流程时间长,汽车金融公司一般 24 小时之内可以完成放款;
- ◆ 经销商一站式服务,购车与贷款方便便捷。

正是由于以上优点,我们认为未来汽车金融公司将会是汽车信贷领域的主流力量,尤其是大体量整车厂的汽车金融公司将会受益。

5.3 上汽产融协同 利润增长新动力

上汽集团汽车金融以上汽财务公司和上汽通用金融公司为主,其中上汽财务覆盖多个品牌,而上汽通用金融主要为通用和上通五菱车型提供服务。

贷款余额规模超过 2000 亿,处于市场领先地位。截止到 2017 年底上汽财务汽车金融业务已经覆盖了全国 406 个城市 2609 家经销商,全年发放整车零售贷款 93 万单,同比增长 23%,贷款余额 1017 亿元,同比增长 55%。上汽通用汽车金融新增合同

超过 100 万单, 同比增长 22.7%; 贷款余额 1075 亿元, 同比增长 44%。二者贷款余额合计超过 2000 亿, 在汽车金融市场处于领先地位。

图 39: 上汽财务贷款余额(亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

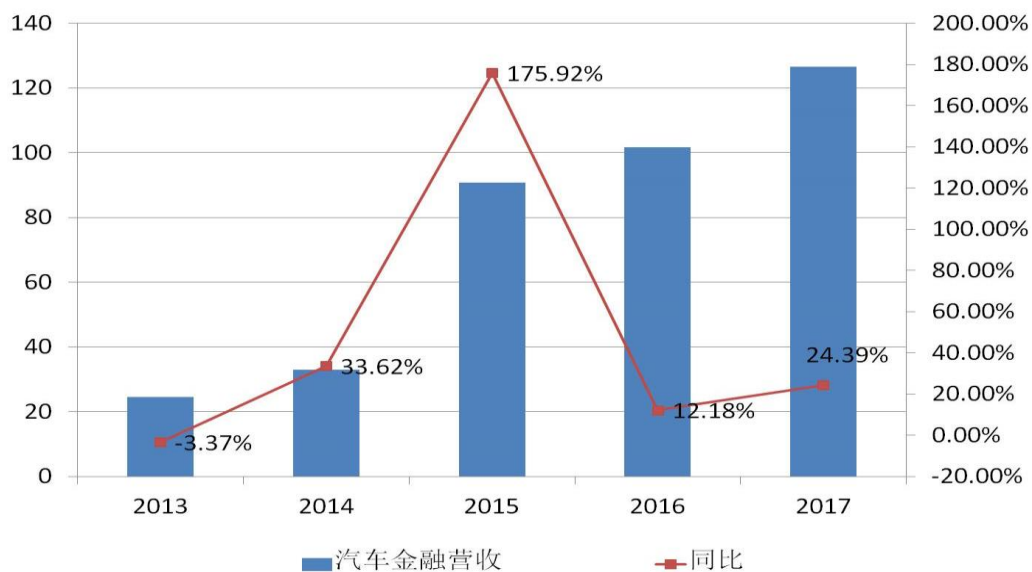
图 40: 上汽通用汽车金融贷款余额(亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

汽车金融营收保持高增长。上汽集团凭借自身渠道优势、资金优势大力拓展汽车金融业务, 随着公司销量增长和汽车金融渗透率提高, 该业务营业收入从 2013 年 24 亿增长到 17 年的 126 亿, 复合增速 51.4%。我们认为未来 3-5 年仍将保持较高的增速, 预计 2020 年营收可达到 215 亿元。

图 41: 上汽集团汽车金融业务营收及增速(亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

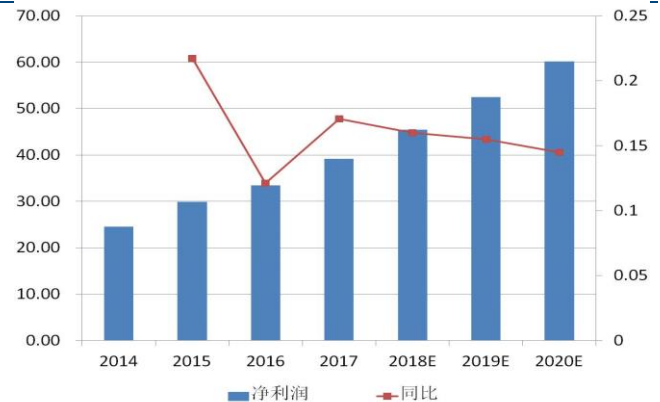
毛利率稳中有升, 2020 年净利润有望突破 60 亿。汽车金融业务近年来毛利率保持稳中有升, 从 2013 年 70.62% 提高到 2017 年 77.65%。2017 年上汽财务净利润 39.2 亿元, 我们认为 2020 年汽车金融业务净利润有望超过 60 亿元。

图 42: 汽车金融业务毛利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 43: 上汽财务净利润(亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

我们认为公司凭借新产品周期, 整车、零部件及汽车金融业务增速将远超行业平均增速。

- ◆ 整车业务: 2017 年公司整车销量 693 万辆, 由于上汽大众、上汽通用进入强产品周期, 自主品牌上汽乘用车未来 3-5 年将保持 30% 以上的增速, 我们根据公司新车规划对销量进行预测, 结合单车均价计算出 2018-2020 年整车业务营收为 7579.32、8473.88、9420.27 亿元, 增速分别为 15.4%、11.8%、11.2%;
- ◆ 零部件业务: 上汽集团零部件业务以华域汽车为主, 其营收 55% 左右来自上汽集团各整车厂配套业务, 与上汽整车销量关联性较大。我们认为随着上汽集团未来两年销量的增长, 将极大的带动旗下零部件公司业绩, 预计 2018-2020 年零部件业务营收可达 1782.63、2001.96、2209.91 亿元, 分别同比增长 12.45%、12.3%、10.39%;
- ◆ 汽车金融业务: 17 年该板块实现营收 126.6 亿元, 随着消费者年轻化, 汽车金融渗透率不断提高, 未来 3 年该业务有望保持高增长, 我们预计 2018-2020 年实现营收 151.94、180.81、215.16 亿元, 增速分别为 20%、19%、19%;
- ◆ 其他业务: 公司其他业务主要包括贸易收入、劳务及其他, 占公司整体营收的比例较低, 我们预计 2018-2020 年实现营收 467.61、513.62、544.37 亿元, 增速为 9.7%、9.8%、6%。

表 13: 公司 2018-2020 年营业收入预测(亿元)

业务板块	2017A	2018E	2019E	2020E
整车业务	6568.23	7579.32	8473.88	9420.27
零部件业务	1585.23	1782.63	2001.96	2209.91
汽车金融业务	126.62	151.94	180.81	215.16
其他业务	426.31	467.61	513.62	544.37
合计	8706.39	9981.5	11170.27	12389.71
同比	15.10%	14.65%	11.91%	10.92%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

相对估值: 公司在行业内估值处于相对偏低的水平。我们选取了乘用车板块 5 家 A 股上市公司作为对比。可以发现这 5 家公司平均 PE(TTM)为 16.65 倍, 平均 PE(2018 预测)为 13.68 倍。上汽集团估值水平低于样本平均, 公司具有龙头优势, 业绩增长确定性高, 我们给予其 2018 年 12 倍 PE, 对应的相对估值为 39.36 元/股。

绝对估值: 假设汽车行业未来 3-5 年将保持 5%左右增速, 之后随着市场饱和, 将处于较低的增速, 假设公司 2023-2030 年增长率为 3%, 长期增长率 1%, 无风险利率采用 10 年期国债收益率 3.5%, 应付债券利率 3.4%, Beta 值为 0.97, 则公司 WACC 为 9.4%, 则公司 DCF 模型测算的绝对估值为 40.2 元/股。

我们认为, 公司未来两年盈利能力将显著提高, 主要原因有以下两方面:

- ◆ 随着未来两年大量投放新车, 销量将保持较高的增速, 同时, 高端车型比例提高, 单车价格向上趋势明显, 公司整车业务将保持远超行业平均水平的增速;
- ◆ 汽车金融业务净利率较高, 为集团净利润增长贡献较大, 我们预计到 2020 年该业务净利润将超过 60 亿元, 将显著增厚公司业绩。

综合考虑, 我们预计 2018-2020 年营业收入分别为 9991.5、11170.27、12389.71 亿元, 增速为 14.65%、11.91%和 10.92%; 归母净利润分别为 382.79、425.15、469.01 亿元, 同比增长 11.24%、11.07%、10.32%; EPS 分别为 3.28、3.64、4.01 元, 对应 PE 为 8.57、7.72、7 倍。综合相对估值和绝对估值法, 给予公司六个月目标价区间 39.4-40 元, 维持公司“推荐”评级。

表 14: 选取可比上市公司 PE 对比

证券代码	证券简称	PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E
002594.SZ	比亚迪	30.21	27.29	20.66	16.75
601238.SH	广汽集团	7.06	8.11	6.97	6.12
601633.SH	长城汽车	13	9.05	7.61	6.56
600418.SH	江淮汽车	22.43	14.74	10.75	8.46
000980.SZ	众泰汽车	10.55	9.23	8.56	7.78
	平均	16.65	13.68	10.91	9.13
600104	上汽集团	9.85	8.66	7.83	7.21

资料来源：Wind，东兴证券研究所(除上汽集团外，其他采用 Wind 一致性预测)

7. 风险提示

新车销量不及预期；汽车行业景气度不及预期，价格战导致利润下降；政策对汽车行业销量造成不利影响。

表 15: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	330946	389949	446158	501874	558749	营业收入	756416	870639	998150	1117027	1238971	营业收入	756416	870639	998150	1117027	1238971
货币资金	105933	121611	139741	156384	173456	营业成本	650218	742382	856478	956737	1058559	营业税金及附	7521	7882	9083	10139	11260
应收账款	30662	34668	39745	44479	49334	营业费用	47503	61122	64880	72607	80533	管理费用	28258	31301	35933	40213	44603
其他应收款	6961	9214	10564	11822	13112	财务费用	-332	143	137	149	154	资产减值损失	3209.47	3739.59	3265.75	3404.94	3470.09
预付款项	20530	29835	39906	51527	64180	公允价值变动	-10.02	-4.34	-5.00	-5.00	-5.00	投资净收益	30572.26	30811.61	31811.61	32411.61	33011.61
存货	37040	50042	57733	64491	71354	营业利润	48433	54110	60180	66185	73398	营业外收入	3313.77	868.57	870.00	870.00	870.00
其他流动资产	42453	52013	62685	72635	82841	营业外支出	1254.31	717.54	720.00	720.00	720.00	利润总额	50492	54261	60330	66335	73548
非流动资产	259683	333585	345706	358618	371410	所得税	6530	7145	7873	8696	9620	净利润	43962	47116	52457	57639	63928
长期股权投资	62677	67500	68370	70450	72160	少数股东损益	11953	12706	14177	15124	17028	归属母公司净	32009	34410	38279	42515	46901
固定资产	47053.91	58226.66	67526.06	76210.04	84181.69	EBITDA	65628	73925	69352	76707	85192	EPS (元)	2.90	2.96	3.28	3.64	4.01
无形资产	10794	11745	12571	13514	14662	主要财务比率							2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动资产	1617	2309	2778	3248	3718	成长能力											
资产总计	590628	723533	791864	860492	930159	营业收入增长	12.82%	15.10%	14.65%	11.91%	10.92%	营业利润增长	11.12%	11.72%	11.22%	9.98%	10.90%
流动负债合	297481	390973	434901	476852	516898	归属于母公司	11.24%	11.07%	11.24%	11.07%	10.32%	获利能力					
短期借款	8728	15717	35528	53171	67883	毛利率(%)	14.04%	14.73%	14.19%	14.35%	14.56%	净利率(%)	5.81%	5.41%	5.26%	5.16%	5.16%
应付账款	104731	121119	137820	153953	170338	总资产净利润	5.42%	4.76%	4.83%	4.94%	5.04%	ROE(%)	16.68%	15.27%	17.54%	18.82%	20.01%
预收款项	22676	27177	32634	38575	45256	偿债能力											
一年内到期	8674	16937	16937	16937	16937	资产负债率	60%	62%	63%	63%	63%	流动比率	1.11	1.00	1.03	1.05	1.08
非流动负债	58050	60455	63470	67370	71520	速动比率	0.99	0.87	0.89	0.92	0.94	营运能力					
长期借款	4286	6894	9544	12244	14994	总资产周转率	1.37	1.33	1.32	1.35	1.38	应收账款周转	25	27	27	27	26
应付债券	14160	7072	7072	7072	7072	应收账款周转	7.42	7.71	7.71	7.66	7.64	应付账款周转	7.42	7.71	7.71	7.66	7.64
负债合计	355532	451427	498371	544222	588419	每股指标(元)											
少数股东权益	43175	46771	60948	76072	93100	每股收益(最	2.90	2.96	3.28	3.64	4.01	每股净现金流	2.87	1.10	1.55	1.42	1.46
实收资本(或	11026	11683	11683	11683	11683	每股净资产	17.41	19.29	18.68	19.34	20.06	估值比率					
资本公积	39807	54868	54868	54868	54868	P/E	9.67	9.49	8.57	7.72	7.00	P/B	1.61	1.46	1.50	1.45	1.40
未分配利润	96793	104695	103929	103079	102141	EV/EBITDA	3.65	3.42	3.71	3.40	3.07						
归属母公司	191921	225335	218283	225936	234378												
负债和所有	590628	723533	791864	860492	930159												
现金流量	单位: 百万元																
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E												
经营活动现	11377	24301	18612	25315	31848	偿债能力											
净利润	43962	47116	52457	57639	63928	资产负债率	60%	62%	63%	63%	63%	流动比率	1.11	1.00	1.03	1.05	1.08
折旧摊销	17527.24	19672.03	1358.05	9116.02	10288.36	速动比率	0.99	0.87	0.89	0.92	0.94	营运能力					
财务费用	-332	143	137	149	154	总资产周转率	1.37	1.33	1.32	1.35	1.38	应收账款周转	25	27	27	27	26
应付账款的	0	0	-5077	-4734	-4856	应收账款周转	7.42	7.71	7.71	7.66	7.64	应付账款周转	7.42	7.71	7.71	7.66	7.64
预收账款的	0	0	5456	5941	6681	每股指标(元)											
投资活动现	26437	-10912	8323	4796	5074	每股收益(最	2.90	2.96	3.28	3.64	4.01	每股净现金流	2.87	1.10	1.55	1.42	1.46
公允价值变	-10	-4	-5	-5	-5	每股净资产	17.41	19.29	18.68	19.34	20.06	估值比率					
长期股权投资	0	0	361	-2696	-1402	P/E	9.67	9.49	8.57	7.72	7.00	P/B	1.61	1.46	1.50	1.45	1.40
投资收益	30572	30812	31812	32412	33012	EV/EBITDA	3.65	3.42	3.71	3.40	3.07						
筹资活动现	-6142	-491	-8805	-13468	-19850												
应付债券增	0	0	0	0	0												
长期借款增	0	0	2650	2700	2750												
普通股增加	0	658	0	0	0												
资本公积增	867	15061	0	0	0												
现金净增加	31672	12898	18130	16643	17072												

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。