

上汽集团 (600104)
行业复苏, 公司有望最先受益
评级: 增持(首次)

市场价格: 26.17

分析师: 黄旭良

执业证书编号: S0740515030002

电话: 021-20315198

Email: huangxl@r.qlzq.com.cn

分析师: 戴仕远

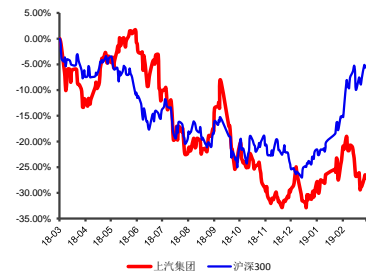
执业证书编号: S0740518070006

电话:

Email: daishiyuan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11683.46
流通股本(百万股)	11503.43
市价(元)	26.17
市值(百万元)	305756.18
流通市值(百万元)	301044.84

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756416	870639	892324	902638	991918
增长率 yoy%	12.82%	15.10%	2.49%	1.16%	9.89%
净利润	32009	34410	36097	36636	40102
增长率 yoy%	7.43%	7.50%	4.90%	1.49%	9.46%
每股收益(元)	2.74	2.95	3.09	3.14	3.43
每股现金流量	5.73	6.20	(1.09)	8.27	0.76
净资产收益率	0.17	0.15	0.16	0.16	0.16
P/E	10.42	9.69	9.24	9.10	8.31
PEG	1.87	1.31	2.03	1.61	0.03
P/B	1.74	1.48	1.52	1.43	1.33

备注:

投资要点

- 整车龙头、合资品牌地位稳固。**公司的合资乘用车品牌包括上汽大众、上汽通用和上通五菱。上汽大众和上汽通用销量常年位列前三、上通五菱主打10万以下SUV和MPV市场,年销量接近200万。公司乘用车市占率稳中有升,合资品牌地位稳固。当前公司合资品牌处于强周期,大众品牌SUV产品谱系补全,上汽奥迪将提升单车利润;通用品牌国产XT3、雪佛兰七座SUV等新品推出有望扭转销量;五菱品牌定位准确、渠道下沉,竞争力将保持。
- 自主品牌新四化布局早,未来有望破百万。**(1)上汽乘用车是智能网联汽车最早入局者。全球首款互联网SUV荣威RX5精准定位年轻市场。借助爆款车型RX5,荣威成功实现转型,顺势推出RX3, RX8补全SUV产品线。(2)新能源方面,凭借自主研发的世界级三电技术,2018年上汽新能源车销量突破9.8万,在主流车企中增速最快。(3)2016年后自主销量快速实现赶超,2017年荣威和名爵的销量达到52万,2018年突破70万。随着郑州二期动工投产,上海、南京、郑州三地产能将达110万,将确保新车及时交付。
- 零部件供应体系强大,电动化、智能化同步推进。**在传统零部件领域,公司零部件业务主要由华域、上汽变和联合电子组成,覆盖面广、供应体系强大。电动化方面,华域合资设立华域麦格纳生产电驱系统总成,与宁德时代合资设立上汽时代和时代上汽分别负责生产电芯和Pack。新能源动力总成三电系统的核心零部件供应体系搭建完成。其他传统汽零子公司同步推进电气化进程,覆盖热管理、底盘、车身各个领域。智能化方面华域汽车走自主研发路线,毫米波雷达已经实现量产。
- 19年行业有望复苏,公司有望最先受益。**我国汽车市场进入普及后期,行业增速中枢下降,同时叠加宏观经济下行的影响,汽车销售短期内仍将承压。在2019年稳定总需求,刺激消费的大背景下,汽车销售对稳经济的重要性提高,下半年受益于信贷回升及销售刺激,汽车销售有望边际改善。公司产品分布均匀、抗风险能力强,随着SUV产品陆续补全,行业复苏公司有望最先受益。
- 盈利预测与估值建议:**我们预计2018/2019/2020公司将实现归母净利润360.97、366.36、401.02亿元,增速分别为4.90%、1.49%和9.46%,对应的EPS为3.09、3.14、3.43元。公司作为整车龙头,合资品牌地位稳固,自主品牌研发投入大、新四化布局早,零部件供应体系强大,行业复苏公司有望最先受益,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**乘用车销量下行的风险、合资车型推进不及预期的风险。

内容目录

整车龙头，合资品牌地位稳固	- 5 -
上汽大众：SUV 谱系补全，上汽奥迪提升单车利润	- 6 -
上汽通用：新品推出销量有望扭转	- 9 -
上汽五菱：定位准确、渠道下沉，竞争力有望保持	- 10 -
自主品牌研发投入大，新四化布局早	- 12 -
零部件供应体系强大，电动化、智能化同步推进	- 18 -
行业复苏，公司有望最先受益	- 21 -
盈利预测与估值建议	- 25 -
风险提示	- 26 -

图表目录

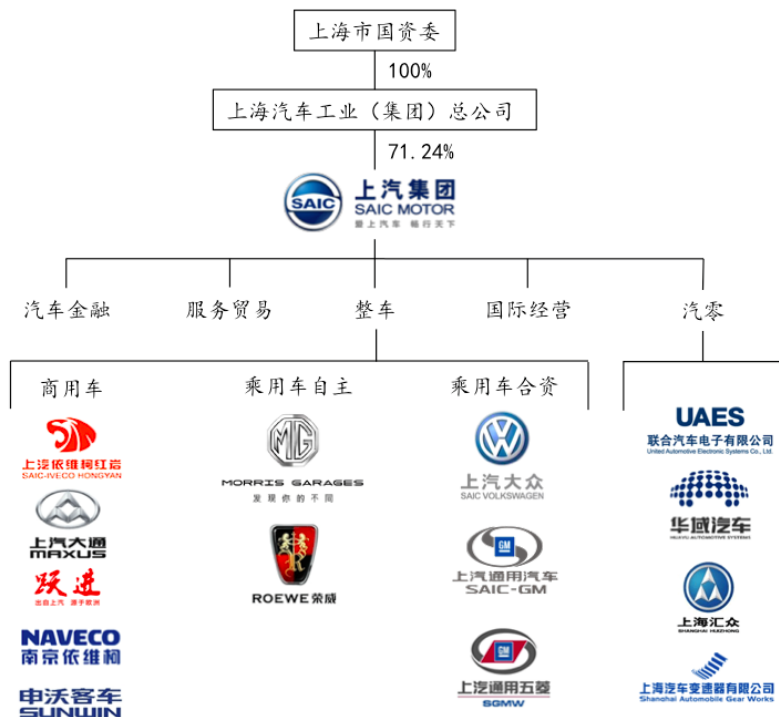
图表 1: 上汽集团实际控制人及业务架构.....	- 5 -
图表 2: 上汽集团历年营收 (亿元) 及增速.....	- 5 -
图表 3: 上汽集团 2017 年营收结构.....	- 5 -
图表 4: 上汽集团历年整车销量.....	- 6 -
图表 5: 2018 年上汽集团乘用车分品牌销量结构.....	- 6 -
图表 6: 2018 年合资车企销量对比 (万).....	- 6 -
图表 7: 上汽集团广义乘用车历年份额.....	- 6 -
图表 8: 大众集团在华 SUV 投放计划 (粉色背景代表已投放).....	- 6 -
图表 9: 上汽大众新 SUV 销量情况 (万).....	- 7 -
图表 10: 上汽大众 SUV 市场份额上升.....	- 7 -
图表 11: 大众集团新能源转型战略规划.....	- 7 -
图表 12: 2020 年前大众集团将部署的 13 款新能源汽车 (含进口 3 款).....	- 8 -
图表 13: 奥迪 2020 年前计划在华投放车型情况.....	- 8 -
图表 14: 别克拖累上汽通用总销量 (万辆).....	- 9 -
图表 15: 别克英朗销量下滑幅度大 (万辆).....	- 9 -
图表 16: 上汽通用传统乘用车 2019 年新车推测.....	- 9 -
图表 17: 上汽通用新能源车投放节奏.....	- 9 -
图表 18: 上通五菱销量结构变化 (万辆).....	- 10 -
图表 19: 上通五菱 MPV 市占率维持在 40% 左右.....	- 10 -
图表 20: 宝骏 510 在 10 万 SUV 市场的竞争力将继续保持.....	- 10 -
图表 21: 五菱印尼市场进展.....	- 11 -
图表 22: 印尼汽车销量情况 (万).....	- 11 -
图表 23: 印尼 2018 年汽车各品牌份额.....	- 11 -
图表 24: 2018 年自主品牌销量结构 (万辆).....	- 12 -
图表 25: 自主乘用车市场份额对比.....	- 12 -
图表 26: 荣威、名爵历年销量情况 (万).....	- 12 -
图表 27: 荣威、名爵 2018 年销量结构.....	- 12 -
图表 28: 荣威 RX5 实现品牌转型.....	- 12 -
图表 29: MG ZS 星辉骑盾家族式前脸.....	- 12 -
图表 30: 荣威传统乘用车更替.....	- 13 -
图表 31: 名爵传统乘用车更替.....	- 13 -
图表 32: 2016-2018 年各车企新能源车销量 (万) 对比.....	- 14 -
图表 33: 荣威和名爵新能源在售车型及规划.....	- 14 -

图表 34: 上汽大众、上汽通用和上汽乘用车 2019 年计划在售新能源车汇总	- 14 -
图表 35: 双积分结转规则	- 15 -
图表 36: 2017 年度各车厂新能源积分前十情况	- 15 -
图表 37: 2017 年度各合资车厂和剩余一线自主新能源积分情况	- 16 -
图表 38: 上汽携手阿里共同打造智能车机系统斑马智行	- 17 -
图表 39: 公司产能部署情况	- 17 -
图表 40: 上汽集团零部件供应体系强大	- 18 -
图表 41: 上海汽车变速器有限公司产品研发进展	- 18 -
图表 42: 华域汽车推进多项业务整合	- 19 -
图表 43: 汽零子公司同步推进电动化进程	- 19 -
图表 44: 华域以毫米雷达波产品为切入点, 建立 ADAS 产品多方位路线	- 20 -
图表 45: 2018 年乘用车市场低迷	- 21 -
图表 46: 汽车与汽车零部件指数 PE-Bands	- 21 -
图表 47: 汽车占限额以上商品零售比重	- 21 -
图表 48: 汽车零售额、限额以上商品零售额增速	- 21 -
图表 49: 汽车销售增速与信贷增速对比	- 22 -
图表 50: 金融机构新增消费贷款 (千亿元)	- 22 -
图表 51: 多省市国六延迟半年执行	- 22 -
图表 52: 我国 2009 年以来促进汽车消费政策梳理	- 22 -
图表 53: 乘用车月度销量增速	- 23 -
图表 54: 2018 年车市低迷, 上汽销量优于行业	- 23 -
图表 55: 多款小型、紧凑型 SUV 预计 2019 年上市	- 24 -
图表 56: 上汽集团 PE-Bands (TTM)	- 25 -
图表 57: 上汽集团 PB-Bands (LF)	- 25 -
图表 58: 财务摘要 (万元)	- 27 -

整车龙头，合资品牌地位稳固

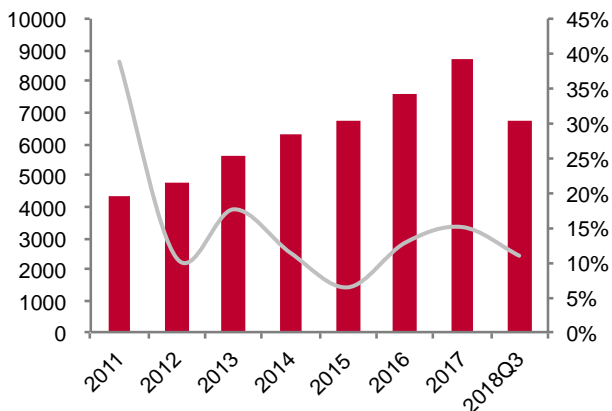
- **集团整体上市，业务结构清晰。**1997年，上海汽车以上海汽车齿轮总厂的资产为主体实现A股上市。2011年上汽集团将剩余整车、服务贸易资产注入上海汽车，零部件资产注入华域汽车，完成集团整体上市。目前公司业务覆盖整车、汽零、服务贸易、国际经营和汽车金融。集团整车板块涉及乘用车和商用车，其乘用车业务包括合资品牌上汽大众、上汽通用和上通五菱，以及自主品牌荣威和名爵。

图表 1：上汽集团实际控制人及业务架构



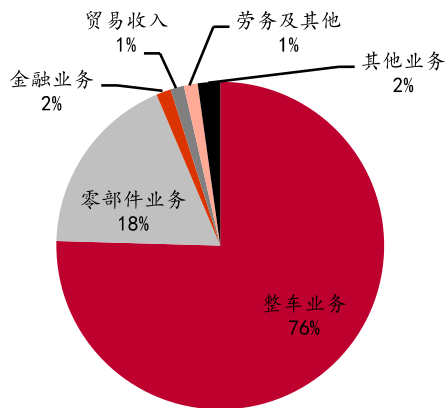
来源：WIND、上汽集团官网、中泰证券研究所

图表 2：上汽集团历年营收（亿元）及增速



来源：WIND、中泰证券研究所

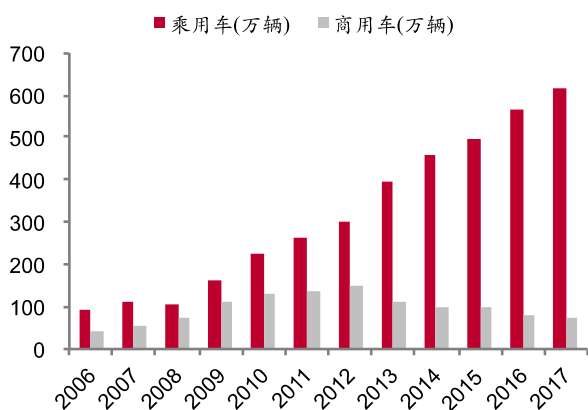
图表 3：上汽集团 2017 年营收结构



来源：WIND、中泰证券研究所

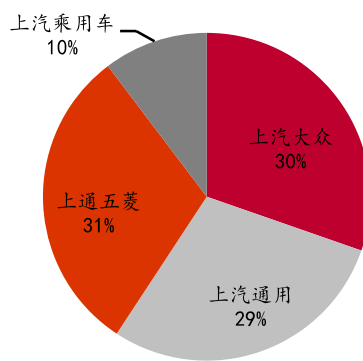
- **合资品牌地位稳固，营收稳健。**上汽的合资乘用车品牌包括上汽大众、上汽通用和上通五菱。大众是最早一批进入中国市场的乘用车品牌。通用虽然进入较晚，但上升迅猛。上汽大众和上汽通用销量常年位列前三，营收稳健。上通五菱主打 10 万以下 SUV 和 MPV 市场，年销量接近 200 万。

图表 4: 上汽集团历年整车销量



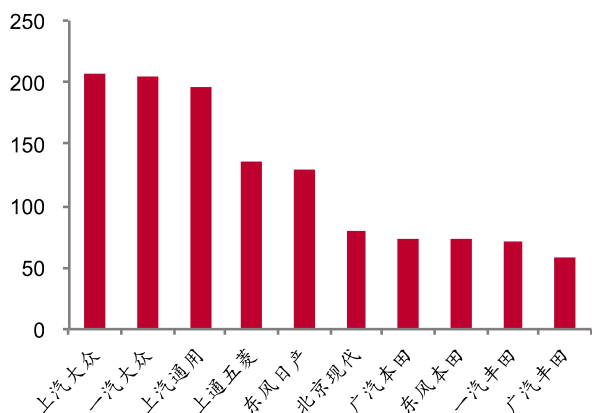
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 5: 2018 年上汽集团乘用车分品牌销量结构



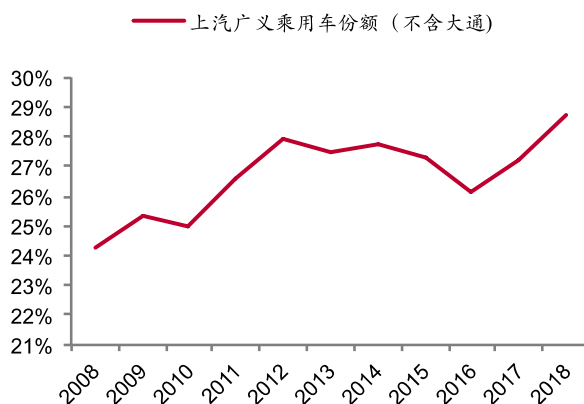
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 6: 2018 年合资车企销量对比 (万)



来源: 乘联会、中泰证券研究所

图表 7: 上汽集团广义乘用车历年份额



来源: 中汽协、中泰证券研究所

上汽大众: SUV 谱系补全, 上汽奥迪提升单车利润

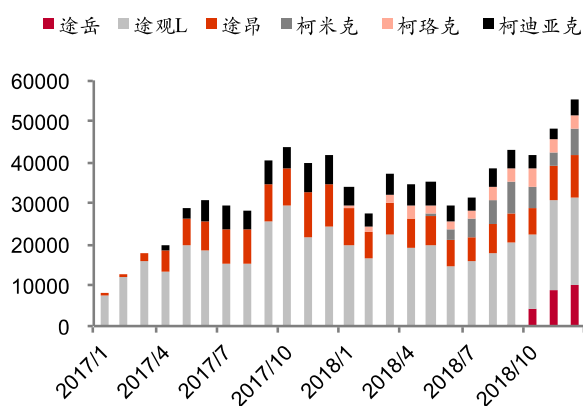
- **SUV 谱系补全, 市场份额强势上升。**上汽 SUV 先于一汽投放, 2016 年底途观 L 上市, 随后推出同平台中大型 SUV 途昂。2019 年, 小型 SUV T-cross 将结束上汽大众本轮 SUV 投放。上汽大众旗下的斯柯达 18 年推出的小型 SUV 柯米克和紧凑型 SUV 柯珞克也为大众贡献增量。

图表 8: 大众集团在华 SUV 投放计划 (粉色背景代表已投放)

平台	车型	一汽大众	上汽大众	上汽斯柯达	进口
MQB	A0	T-cross	T-cross	-	-
PQ34	A	-	-	柯米克	-
PQ35	A	-	途观丝绸之路	-	-
MQB	A	探歌	途岳	柯珞克	Tiguan
MQB	B	探岳	途观L	柯迪亚克	-
MQB	B	未知车型	-	柯迪亚克Coupe	-
MQB	C	未知车型	途昂	-	-
MLBevo	C	-	-	-	新途锐

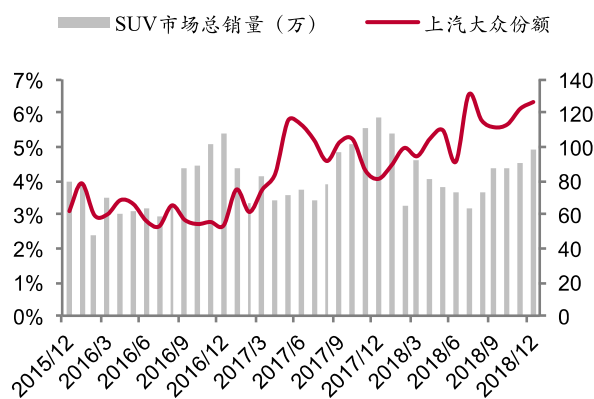
来源：汽车之家、中泰证券研究所

图表 9：上汽大众新 SUV 销量情况（万）



来源：搜狐汽车、中泰证券研究所

图表 10：上汽大众 SUV 市场份额上升



来源：中汽协、中泰证券研究所

- 多款新能源车上市。**大众计划 2020 年前部署 10 款新能源国产车，按目前公布的计划，上汽、一汽各新推 3 款对应车型。上汽在 2018 年年底率先推出中型 SUV 途观 L 新能源和中型轿车帕萨特 PHEV，市场定位更低的紧凑型轿车纯电朗逸已申报工信部，预计 2019 年初上市。

图表 11：大众集团新能源转型战略规划

发布日	战略	阶段	战略目标
2016.11	大众 2025 战略 Transform 2025+	2020	大众业务重组和转变其核心业务，包括削减 3 万个工作岗位，大幅度削减集团开支
		2025	重点研发电动汽车，成为电动汽车领域的领军品牌
		2030	成为电动汽车该领域的第一
2017.9	新能源汽车战略 RoadmapE	2025	大众将提供 80 款新能源车，其中 50 款为纯电动，形成 300 万辆新能源产销规模
		2030	大众将投入 300 亿欧元发展新能源汽车
2018.9	新能源汽车战略 ELECTRICFORA L	2019	在德国投放第一款 MEB 平台车型 随后迎来第一轮投放高峰，覆盖 4 个品牌共 27 款车型
		2020	销售约 15 万辆电动汽车，计划在全球生产约 10 万台 MEB 车型
		2025	奥迪品牌将在全球投放 12 款纯电动车型，纯电动以及插电混动将占约 1/3 销量 在全球生产 100 万辆 MEB 车型，其中三分之二将在中国市场销售
		2025	将有 1000 万辆基于 MEB 平台打造的电动汽车

			在中国推出约 10 款基于 MQB 平台的新能源车型
2020 前			MEB 平台车型将在一汽大众和上汽大众投产，江淮大众不在计划内 计划至 2020 年国产新能源汽车达 30 万辆
2018	在华战略汇总	2020 后	开启第三阶段 带来基于 MEB 纯电动平台的纯电动车型
		2025	在中国销售 150 万辆新能源汽车 覆盖包括大众、斯柯达、奥迪以及江淮大众旗下的汽车品牌

来源：搜狐汽车、公开资料整理、中泰证券研究所

图表 12：2020 年前大众集团将部署的 13 款新能源汽车（含进口 3 款）

车型	车企	车级	类型	车名	补贴后价格(w)	形式	(预计)上市时间
轿车	上汽大众	C	PHEV	辉昂 PHEV	-	国产	2017
轿车	上汽大众	B	PHEV	帕萨特 PHEV	24.99-25.99	国产	2018.10
SUV	上汽大众	B	PHEV	途观 L 新能源	28.98-29.98	国产	2018.11
轿车	上汽大众	A	BEV	朗逸纯电	-	国产	2019
轿车	一汽大众	A	BEV	宝来纯电	-	国产	2019
轿车	一汽大众	B	PHEV	迈腾 GTE	-	国产	2019
SUV	一汽大众	B	PHEV	探岳 GTE	-	国产	2019
轿车	未知	A	BEV	-	-	国产	2019
SUV	未知	-	BEV	-	-	国产	2019
SUV	未知	-	BEV	-	-	国产	2020
轿车	一汽大众	A	BEV	高尔夫纯电	24.68-28.88	进口	2017
轿车	一汽大众	B	PHEV	蔚揽 GTE	30.98	进口	2018.11
SUV	一汽大众	C	PHEV	途锐 PHEV	-	进口	2019

来源：新浪汽车、中泰证券研究所

- 上汽奥迪出现实质性进展。**2018 年 6 月，上汽集团董事长陈虹表示奥迪已持股上汽大众 1%，上汽大众获得奥迪品牌授权。2018 年 10 月，上汽大众新能源汽车工厂正式开工建设，计划于 2020 年建成投产，届时将投产奥迪、大众、斯柯达品牌的电动车产品，同平台生产将有效控制成本。2025 年前奥迪将推 20 款新能源车，实现全球年销售约 80 万辆。按照《5.19 协议》，上汽奥迪产品在 2022 年 1 月后可以在中国进行销售。豪华车品牌溢价高，未来上汽奥迪单车利润可观。

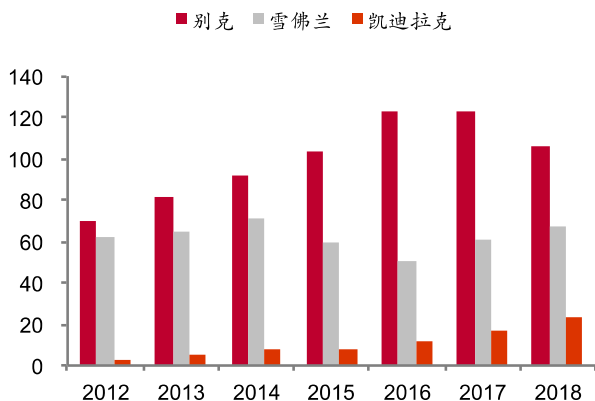
图表 13：奥迪 2020 年前计划在华投放车型情况

车型	类型	预计上市时间
A8L e-tron	PHEV	2018
Q5 e-tron	PHEV	2019
C-BEV	BEV	2020 前
Q2- BEV	BEV	2020 前
e-tron Sportback	BEV	2020 前
Q4 e-tron	BEV	2020 前
全新小型 SUV	BEV	2020 前

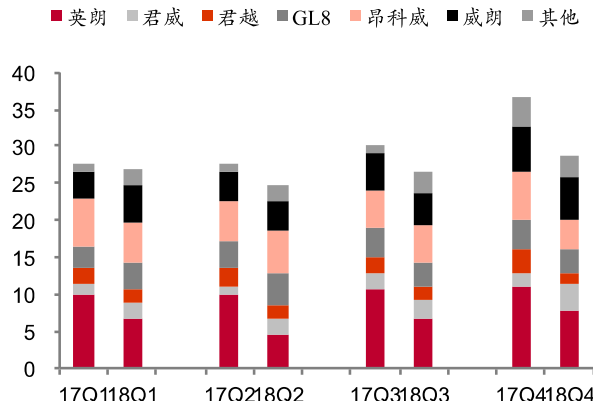
来源：搜狐汽车、中泰证券研究所

上汽通用：新品推出销量有望扭转

- 新品推出，销量有望扭转。**（1）别克 2018 年内仅推出新款凯越，同时英朗、GL6 以及新凯越采用三缸发动机为国六和双积分政策做准备。消费者对三缸发动机认可程度低的导致别克销量大幅下滑，拖累上汽通用。2019 年，别克预计推出两款全新 SUV，改变当前仅有小型 SUV 昂科拉和中型 SUV 昂科威的局面。（2）凯迪拉克采用以价换量战略，销量保持高增长。同时 2018、2019 年新车推出速度加快，SUV XT3、XT6、XT7 均有可能在 2019 年国产，进一步巩固 SUV 产品线。（3）雪佛兰 2019 年预计推出中型七座 SUV Blazer 开拓者。

图表 14：别克拖累上汽通用总销量（万辆）


来源：搜狐汽车、中泰证券研究所

图表 15：别克英朗销量下滑幅度大（万辆）


来源：搜狐汽车、中泰证券研究所

图表 16：上汽通用传统乘用车 2019 年新车推测

车型	品牌	车级	车名	预计上市时间	定位
SUV	别克	A	-	2019 秋	定位于昂科威和昂科拉之间
7 座 SUV	别克	-	-	2019	定位于昂科威和昂科雷之间
轿车	雪佛兰	A0	Onix	2019	定位于赛欧和科沃兹之间，与别克凯越相似
7 座 SUV	雪佛兰	-	Blazer 开拓者	2019 年秋	竞争对手将是福特锐界、本田冠道等中型 SUV
SUV	凯迪拉克	A	XT3	2019	年轻化的小型市场
7 座 SUV	凯迪拉克	C	T6	2019 年中旬	定位于中大型市场的三排七座 SUV
SUV	凯迪拉克	-	XT7	2019	定位在 XT5 和凯雷德之间
轿车	凯迪拉克	B	CT5	2019 下旬	一款按照凯迪拉克最新的家族式设计理念开发的中型轿车

来源：搜狐汽车、公开资料整理、中泰证券研究所

- 2019 年计划推出 3 款新能源车。**通用计划 2016-2020 年在中国推出至少 10 款新能源车型，2021-2023 年推出 10 款新能源车型。目前上汽通用中国市场投放的 2 款新能源有补贴产品为凯迪拉克 CT6 插电混动和别克 VELITE 5 增程式混动。

图表 17：上汽通用新能源车投放节奏

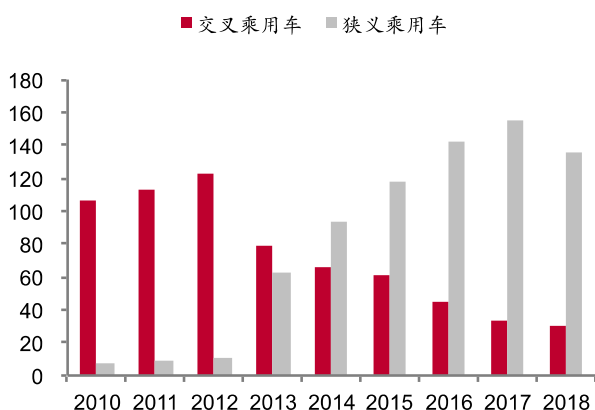
车型	品牌	车级	车名/代号	类型	厂商指导价及补贴	(预计)上市时间
----	----	----	-------	----	----------	----------

轿车	别克	B	君越 30H	HEV(无补贴)	27.58-30.58	2016
SUV	凯迪拉克	B	XT5 28E	HEV(无补贴)	37.99-53.99	2017
轿车	别克	B	君威 30H	HEV(无补贴)	22.98-23.98	2017
轿车	雪佛兰	B	迈锐宝 XL 30H	HEV(无补贴)	23.99-26.99	2017
轿车	凯迪拉克		CT6 Plug-in	PHEV	55.88-65.88 (2.38)	2017
轿车	别克	A	VELITE 5	REEV	26.58-29.58 (3.6)	2017
轿车	别克	A	VELITE 6	PHEV/BEV	-	2019
轿车	别克	-	K228(VELITE 8)	BEV	-	2019
轿车	雪佛兰	-	K227	-	-	2019
-	别克	-	BEV2	BEV	-	2020
SUV	别克	-	SUV-C	-	-	2020 后
SUV	别克	-	CUV-C	-	-	2020 后
-	凯迪拉克	-	Lux-3	-	-	2020 后

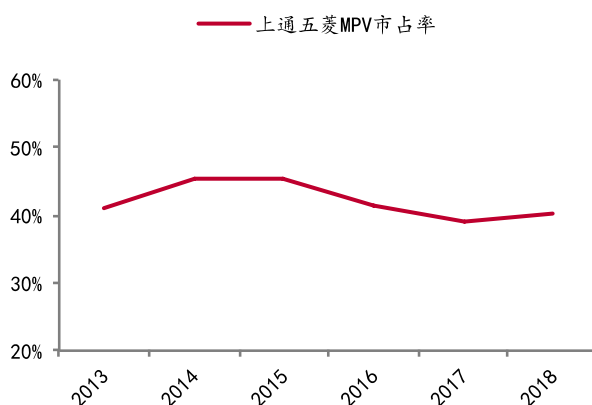
来源：搜狐汽车、公开资料整理、中泰证券研究所

上汽五菱：定位准确、渠道下沉，竞争力有望保持

- 定位准确、渠道下沉，当前价格下竞争力将继续保持。(1) 定位准确。**上汽通用五菱旗下有宝骏和五菱两个品牌。上汽通用五菱2010年创立宝骏，在2015年推出宝骏560后找准赛道，主打10万以下的SUV市场，价格优势明显。随合资车价格下探，宝骏寻找新的突破口，首款定位在10-15万的RS-5 2019年上市。五菱推出宏光系列走商转乘道路，踩准消费升级节奏，通过微面到MPV的转化吸收原本的工具性用车客户。微面市场日益衰退，未来五菱品牌将浓缩到宏光上。**(2) 共用渠道，保养和售后维修便捷。**基于发展背景，五菱全国网点数量已经达到2800个以上，地级行政区销售网点覆盖接近100%，县级行政区销售网点覆盖接近80%。目前，宝骏与五菱并网销售，渠道上具有其他品牌难以超越的优势。

图表 18: 上汽五菱销量结构变化 (万辆)


来源：中汽协、中泰证券研究所

图表 19: 上汽五菱 MPV 市占率维持在 40% 左右


来源：中汽协、中泰证券研究所

图表 20: 宝骏 510 在 10 万 SUV 市场的竞争力将继续保持

排名	车型	2018 销量	2018 年 10 万 SUV 市场份额	指导价格
----	----	---------	----------------------	------

1	宝骏 510	361403	9.6%	5.48-7.68
2	长安 CS55	165361	4.4%	8.39-13.29
3	吉利帝豪 GS	157638	4.2%	7.78-11.68
4	长安 CS75	140293	3.7%	7.98-18.48
5	长安 CS35	131833	3.5%	6.89-9.29
6	吉利远景 X3	116944	3.1%	5.09-6.59
7	宝骏 530	116324	3.1%	7.58-11.58
8	吉利远景 SUV	113309	3.0%	7.49-10.59
9	名爵 ZS	112159	3.0%	7.38-11.58
10	东风风光 580	111003	3.0%	7.89-12.30

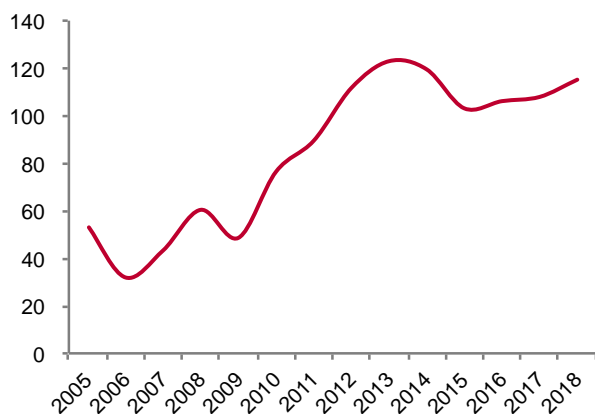
来源: SUV 排行榜网、中泰证券研究所

- 海外工厂竣工投产, 2018 年海外市场取得突破。**五菱试图在印尼复制国内成功之路, 打破日系车的垄断。印尼汽车保有量仅为每千人约 80 辆, 远低于邻国泰国和马来西亚。2015 年, 五菱的印尼工厂开工建设, 2017 年首款产品 Confero S (五菱宏光 S1) 上市, 2018 年市场份额从零上升至 2%。

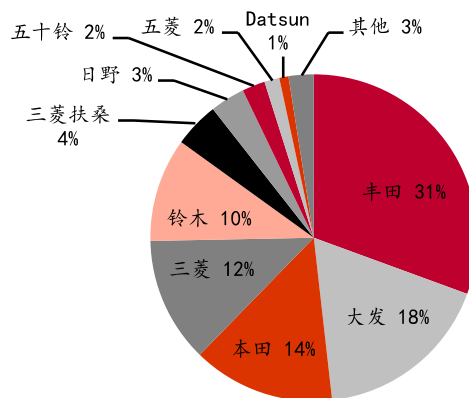
图表 21: 五菱印尼市场进展

日期	进展
2015	2015 年 8 月 21 日, 上汽通用五菱汽车股份有限公司位于印尼的汽车工厂项目开工建设
2016	印尼整车及零部件园区建设按期推进, 公司完成了收购通用印度工厂的谈判, 并正式签署协议
2017	上汽印尼基地竣工投产, 首款产品 Confero S (国内五菱宏光 S1) 上市销售
2018H1	上半年销售整车 8000 台, 新产品 CN210M 投产 上市后取得良好反响

来源: 公司公告、公开资料整理、中泰证券研究所

图表 22: 印尼汽车销量情况 (万)


来源: OICA、中汽协、中泰证券研究所

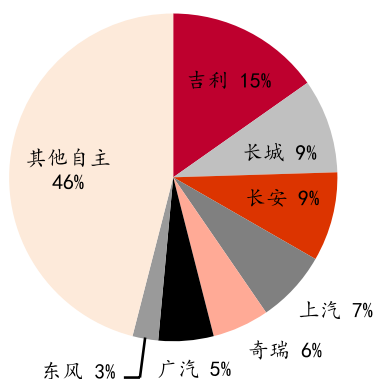
图表 23: 印尼 2018 年汽车各品牌份额


来源: 中汽协、中泰证券研究所

自主品牌研发投入大，新四化布局早

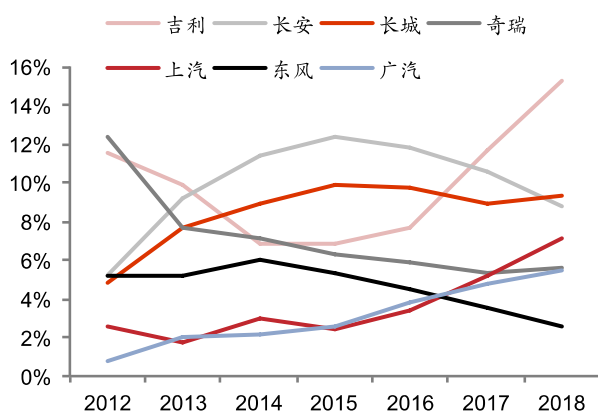
- **荣威、名爵两大品牌迅速赶超。**上汽乘用车旗下荣威和名爵展开错位竞争。荣威定位于家轿市场，名爵定位于年轻化群体和海外市场，弥补荣威在小型车上的产品缺失。2016年荣威借助互联网概念，迎来爆款战略车型荣威RX5，随后顺势推出RX3, RX8 补全SUV产品线。2017年，名爵家族式设计受到市场认可，名爵发力贡献销量，对比一线自主，上汽乘用车快速赶超。

图表 24: 2018 年自主品牌销量结构 (万辆)



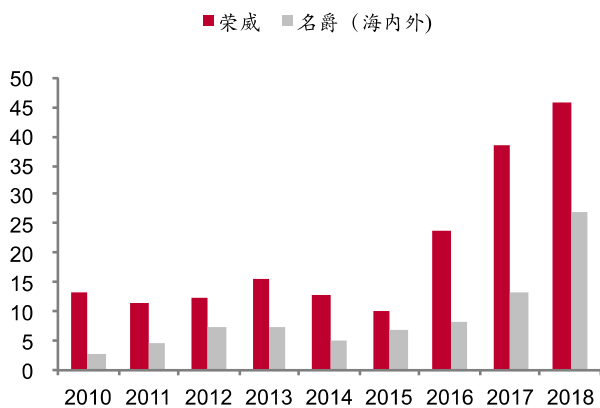
来源: 中汽协、中泰证券研究所

图表 25: 自主乘用车市场份额对比



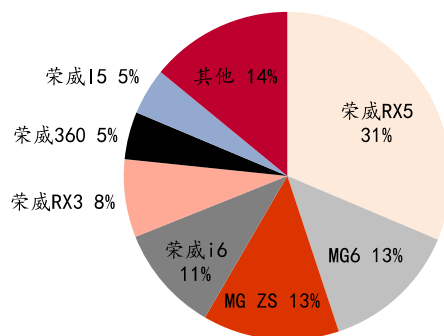
来源: 中汽协、中泰证券研究所

图表 26: 荣威、名爵历年销量情况 (万)



来源: 中期协、中泰证券研究所

图表 27: 荣威、名爵 2018 年销量结构



来源: 中汽协、中泰证券研究所

图表 28: 荣威 RX5 实现品牌转型

图表 29: MG ZS 星辉骑盾家族式前脸



来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

图表 30: 荣威传统乘用车更替

类	级	车名	指导价 (w)	排量	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
轿 车	A	荣威 550	11.68-18.28	1.8L 1.8T		○	★	★	○	○	○	○	○	○	i6 接替		
	A	荣威 i6	8.98-14.38	1T 1.5T												★	★
	A	荣威 350	7.87-14.07	1.5T 1.5L				★	★	★	★	★	★	○	○		i5 接替
	A	荣威 360	7.79-12.99	1.4T 1.5L										○	★	○	i5 接替
	A	荣威 i5	6.89-11.59	1.5T 1.5L													○
	B	荣威 750	16.28-26.88	1.8T 2.5L	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○			
	B	荣威 950	16.88-22.68	1.8T 2T							○	○	○	○	○	○	○
SUV	A	荣威 RX5	9.98-18.88	1.5T 2T											★	★★	★★
	A	荣威 RX3	8.98-13.58	1.3T 1.6L												★	★
	B	荣威 W5	14.28-22.18	1.8T 3.2L					○	○	○	○	○	○			
	C	荣威 RX8	16.88-25.18	2T													○

备注：○代表在售，★代表销量较高，粉色背景代表 2018 年在售

来源：搜狐汽车、中泰证券研究所

图表 31: 名爵传统乘用车更替

型	级	车名	指导价 (w)	排量	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
轿 车	A0	MG3	5.98-9.38	1.3L 1.5L			○	★	★	○	○	○	○	○	
	A	MG6	9.68-14.68	1.5T 1.8L		○	○	○	○	○	○	○		★	
	A	MG5	8.97-14.07	1.5T 1.5L				○	○	○	○		○	○	
	A	MG GT	7.79-12.99	1.5T 1.5L						○	○	○	○	○	
	B	MG7	15.68-30.28	1.8T 2.5L	○	○	○	○	○	○					
S U V	A0	MG3SW	8.77-8.77	1.5L	○	○	○								
	A0	MG ZS	7.38-11.58	1.0T 1.5L										★	★
	A	MG GS	9.88-17.58	1.5T 2.0T							★	★	○	○	
	B	MG HS	11.98-18.98	2T 3T											○

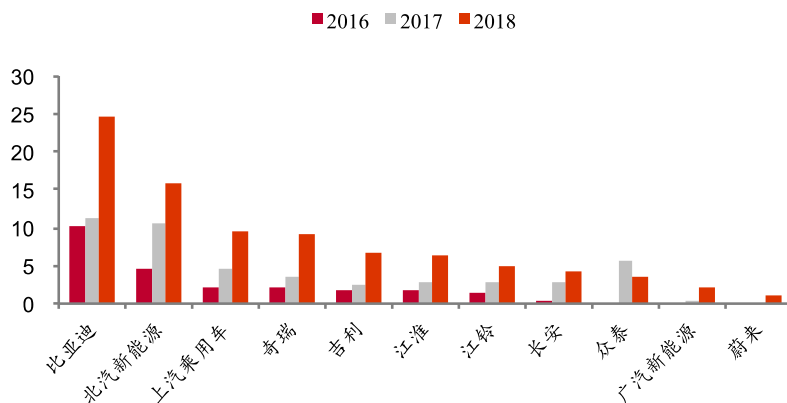
备注：○代表在售，★代表销量较高，粉色背景代表 2018 年在售

来源：搜狐汽车、公开资料整理、中泰证券研究所

■ 新能源卡位精准。上汽新能源技术研发早，投入大，最早可追溯至 2011

年的荣威 e50。上汽乘用车掌握世界级三电技术，三电系统自主研发实现成本下降，动力总成性能竞争力强大。上汽乘用车技术实力受市场认可，2018 新能源车销量比 2016 增长 3.5 倍，在主流车企中增速最快，未来推出的车型将以纯电动为主。

图表 32: 2016-2018 年各车企新能源车销量(万)对比



来源: 财新数据、盖世汽车、中泰证券研究所

图表 33: 荣威和名爵新能源在售车型及规划

首款上市时间	车名	车型	车级	类型	补贴后售价(W)
2016.4	荣威 ei6	轿车	A	PHEV	23.98-23.98
2017.4	荣威 e950	轿车	B	PHEV	16.58-18.68
2017.6	荣威 Ei5	轿车	A	BEV	19.59-22.38
2018.3	荣威 ERX5	SUV	A	BEV	13.38-14.38
2018.4	MG6 PHEV	轿车	A	PHEV	16.98-18.68
2018.9	荣威 Marvel X	SUV	B	BEV	26.88-30.88
2019 上半年	名爵 ZS	SUV	A0	BEV	-
2019	名爵-	SUV	B	BEV	-
2020	名爵-	超跑	-	BEV	-
-	荣威 marvel 家族	-	-	BEV	-

来源: 搜狐汽车、公开资料整理、中泰证券研究所

- 新能源车自主销量快速增长，合资陆续进入市场，抢占市场增量。2017 年上汽乘用车开始加速投放纯电动车型。荣威最新注册了九个 Marvel 全新商标，未来将形成纯电型产品序列。2019 年，合资新能源车开始进入市场。按规划，2019 年上汽集团在售新能源车型将在 20 款左右，其中纯电动车占比接近一半。

图表 34: 上汽大众、上汽通用和上汽乘用车 2019 年计划在售新能源车汇总

类型	品牌	车级	类型	车名	补贴后价格(w)	(预计)上市时间
轿车	荣威	A	PHEV	荣威 ei6	23.98-23.98	2016.4
轿车	荣威	B	PHEV	荣威 e950	16.58-18.68	2017.4
轿车	荣威	A	BEV	荣威 Ei5	19.59-22.38	2017.6
SUV	荣威	A	BEV	荣威 ERX5	13.38-14.38	2018.3
SUV	荣威	B	BEV	荣威 Marvel X	26.88-30.88	2018.9

-	荣威	-	BEV	荣威 marvel 家族	-	-
轿车	名爵	A	PHEV	MG6 PHEV	16.98-18.68	2018.4
SUV	名爵	A0	BEV	名爵 ZS	-	2019 上半年
SUV	名爵	B	BEV	名爵-	-	2019
轿车	大众	C	PHEV	辉昂 PHEV	-	2017
轿车	大众	B	PHEV	帕萨特 PHEV	24.99-25.99	2018.10
SUV	大众	B	PHEV	途观 L 新能源	28.98-29.98	2018.11
轿车	大众	A	BEV	朗逸纯电	-	2019
轿车	雪佛兰	B	HEV(无补贴)	迈锐宝 XL 30H	23.99-26.99	2017
轿车	雪佛兰	-	BEV	K227	-	2019
轿车	别克	B	HEV(无补贴)	君越 30H	27.58-30.58	2016
轿车	别克	B	HEV(无补贴)	君威 30H	22.98-23.98	2017
轿车	别克	A	EREV	VELITE 5	22.98-25.98	2017
轿车	别克	A	PHEV/BEV	VELITE 6	-	2019
轿车	别克	-	BEV	K228 (VELITE 8)	-	2019
SUV	凯迪拉克	B	HEV(无补贴)	XT528E	37.99-53.99	2017
轿车	凯迪拉克	C	PHEV	CT6 Plug-in	53.5-63.5	2017

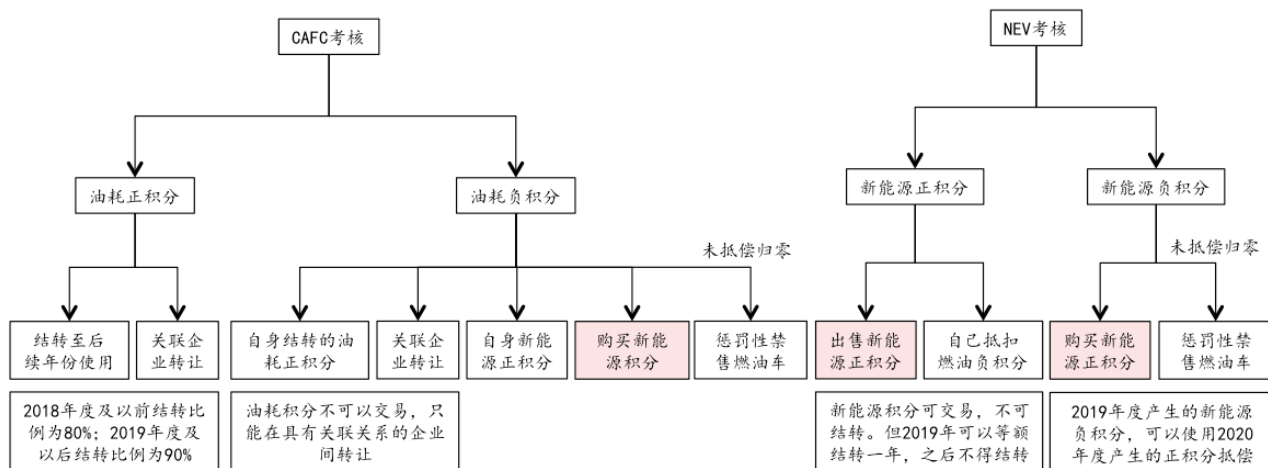
来源：搜狐汽车、公开资料整理、中泰证券研究所

- 双积分时代到来，出清过剩产能。**2017年9月正式发布的双积分政策，规定2019、2020年新能源积分比例要求为10%、12%，油耗积分年度比例为110%、100%。整体来看公司达标情况良好，随着双积分要求严格、落后产能出清，公司将受益。

图表 35：双积分结转规则

新能源积分 (NEV积分) = 企业新能源汽车积分实际值 - 年度比例 * 企业燃油车数量，2019、2020年年度比例分别为10%、12%

油耗积分 (CAFC积分) = (年度比例*平均燃料消耗量目标值-平均燃料消耗量实际值) * 企业燃油车数量，2019、2020年年度比例为110%、100%



来源：第一电动网整理、中泰证券研究所

图表 36：2017 年度各车厂新能源积分前十情况

企业名称	乘用车产量 (辆)	平均燃料消耗量积分	新能源汽车积分 (实际值)
比亚迪汽车有限公司	242,356	1,125,998	223,399

北京新能源汽车股份有限公司	79,244	456,445	218,464
浙江吉利汽车有限公司	421,892	799,666	144,084
上海汽车集团股份有限公司	534,495	1,079,680	125,368
浙江豪情汽车制造有限公司	969,202	695,538	108,219
湖南江南汽车制造有限公司	251,642	608,974	96,222
重庆长安汽车股份有限公司	920,794	528,660	96,092
江铃控股有限公司	71,579	335,706	81,576
北京汽车股份有限公司	168,601	441,735	80,171
安徽江淮汽车集团股份有限公司	173,367	502,764	79,907

来源：工信部、中泰证券研究所

图表 37：2017 年度各合资车厂和剩余一线自主新能源积分情况

企业名称	乘用车产量 (辆)	平均燃料消耗量积分	新能源汽车积分 (实际值)
奇瑞汽车股份有限公司	320,543	652316	79170
比亚迪汽车工业有限公司	77,872	394870	73998
东风汽车公司	101,612	262159	62732
上汽通用五菱汽车股份有限公司	1,865,237	335743	41406
广州汽车集团乘用车有限公司	508,605	10172	15482
上汽通用汽车有限公司	1,232,217	320376	10398
长城汽车股份有限公司	888,052	-159849	9488
华晨宝马汽车有限公司	396,587	364860	4078
北京现代汽车有限公司	799,671	31987	3662
合肥长安汽车有限公司	101,740	-2035	2021
北汽新能源汽车常州有限公司	502	2761	1305
一汽-大众汽车有限公司	1984152	615087	328
天津一汽丰田汽车有限公司	516641	387481	0
上汽大众汽车有限公司	2051973	225717	0
广汽丰田汽车有限公司	439042	223911	0
东风本田汽车有限公司	713889	185611	0
广汽本田汽车有限公司	709916	49694	0
广州汽车集团乘用车 (杭州) 有限公司	270	-127	0
奇瑞捷豹路虎汽车有限公司	83744	-13399	0
上汽通用东岳汽车有限公司	324902	-16245	0
上汽通用 (沈阳) 北盛汽车有限公司	341633	-23914	0
北京汽车集团有限公司	22890	-38913	0
河北长安汽车有限公司	74045	-62938	0
四川一汽丰田汽车有限公司	185722	-143006	0
东风汽车有限公司	1287197	-154464	0

来源：工信部、中泰证券研究所

- 互联网汽车最先入局。**2014 年上汽携手阿里共同打造智能车机系统斑马智行，2016 年荣威 RX5 以全球首款互联网汽车身份上市，结合年轻化设计语言，精准把握年轻消费群体。随后两年比亚迪、吉利和东风纷纷推出自己的系统抢占潜在市场，但上汽的先发优势和阿里的超级生态不容忽视。

图表 38: 上汽携手阿里共同打造智能车机系统斑马智行

日期	事件
2014 年 7 月	上汽集团与阿里巴巴集团签订战略合作协议, 开展“互联网汽车”项目合作
2015 年 3 月	上汽集团与阿里巴巴集团共同宣布设立 10 亿元“互联网汽车基金”
2016 年 7 月	全球首款互联网汽车荣威 RX5 上市
2016 年 12 月	第 5 万辆互联网汽车激活
2017 年 3 月	名爵第一台互联网汽车名爵 ZS 上市
2017 年 5 月	第 10 万辆互联网汽车激活
2017 年 8 月	第一台上汽大通互联网汽车上市—D90
2017 年 10 月	发布斑马智行 2.0, 携手神龙汽车签署智能化汽车战略合作, 迎来首个合资汽车品牌
2018 年 4 月	北京国际汽车展览会, 首台合资互联网汽车东风雪铁龙 SUV 云逸首发

来源: 斑马智行官网、中泰证券研究所

- 高研发投入迎来回报, 产能扩张匹配百万目标。**2017 年荣威和名爵的销量达到 52 万, 2018 年突破 70 万。产能方面, 17 年底郑州工厂一期改造完成, 已经投产。郑州二期开始 2018 年初动工。南京、上海和郑州工厂预计总产能为年产 110 万辆, 以确保新车及时交付。

图表 39: 公司产能部署情况

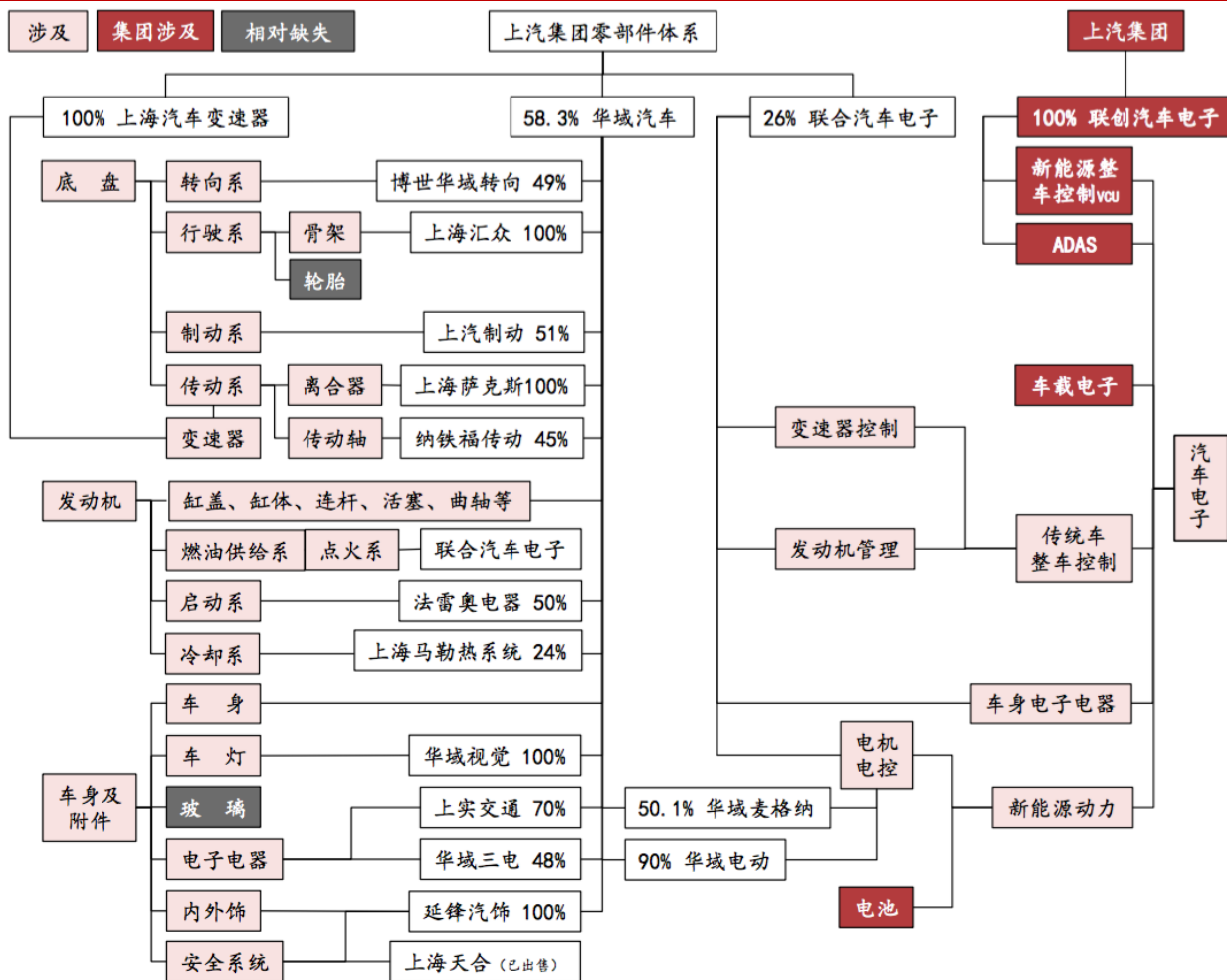
工厂名称	预计产能(万辆/年)	投产时间
上海临港基地	20	已投产
南京浦口基地	30	已投产
郑州一期	30	已投产
郑州二期	30	2018 年初启动

来源: 盖世汽车、中泰证券研究所

零部件供应体系强大，电动化、智能化同步推进

- **零部件供应体系强大。**2009 年上汽集团将大部分零部件业务重组后注入巴士股份，成立华域汽车。2015 年将上海汇众转移至华域汽车进一步整理零部件供应体系。目前上汽集团零部件业务主要由上海汽车变速器有限公司、联合汽车电子有限公司和华域汽车完成，零部件业务覆盖面广，供应体系强大。

图表 40：上汽集团零部件供应体系强大



来源：WIND、百度企业信用、中泰证券研究所

- **核心零部件寻求自主发展。**公司把重心放在新能源技术自主研发的同时，华域汽车先后收购内外饰、车灯、转向系统、传动系统、安全系统合资公司股权，谋求自主发展。

图表 41：上海汽车变速器有限公司产品研发进展

日期	事件
2004 年 6 月	合资设立上海采埃孚变速器有限公司，持股 49%
2009 年 1 月	合资设立上海上汽马瑞利动力总成有限公司
2013 年 1 月	国内首款自主品牌、自主知识产权 DCT360 双离合自动变速器下线
2014 年左右	与通用联合研发出 DCT250 7 速双离合变速器
2016 年 8 月	新能源 EDU G2 项目首台样机完成装配

2016 年 8 月

NMT 变速器 SOP 顺利下线

2017 年 4 月

清洁能源创新产品首次亮相上海车展，重点展示 eDCT 混合动力变速器

来源：公司官网、公开资料整理、中泰证券研究所

图表 42：华域汽车推进多项业务整合

日期	事件	对手方	目的
2010	吸收上海圣德曼铸造有限公司 100% 股权及资产		
2010	吸收上海萨克斯动力总成系统有限公司 50% 股权	上汽集团	08 年由于亏损等原因未重组， 2010 年业绩改善，进行业务整合
2010	吸收上海幸福摩托有限公司 100% 股权		
2014	收购延锋伟世通 50% 股权后持股 100%	美国伟世通	内饰业务整合
2014	出售申雅密封件有限公司 47.5% 股权	库博汽车	密封件业务退出
2014	乾通汽附、皮尔博格有色、幸福摩托车三方整合	/	热加工业务整合
2015	合资设立延锋内饰公司，持股 70%	美国江森自控	内饰业务国际化
2015	吸收上海汇众汽车制造有限公司 100% 的股权	上汽集团	上汽集团零部件业务整合
2017	收购 50% 股权后持股 100%	日本小糸、丰田通商	自主发展照明业务
2017	子公司博世华域收购博世汽车转向(南京)后持股 100%	德国博世公司	自主发展转向系统业务
2017	稳妥退出发动机和变速箱再制造、液压油管等业务	/	发动机、变速箱、液压油管业务退出
2017	合资设立华域麦格纳电驱动系统有限公司，持股 50.1%	麦格纳科技公司	发展新能源汽车电驱动业务
2018.3	完成收购上海小糸车灯有限公司 50% 股权工作	日本小糸、丰田通商	自主发展照明业务
2018.12	出售上海天合汽车安全系统有限公司全部的 50% 股权	天合中国 (被采埃孚收购)	计划自主发展安全业务
2018.12	收购上海萨克斯动力总成部件系统有限公司 50% 股权, 持 100%	采埃孚中国	推动自主发展传动系统

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 零部件供应体系电动化同步跟进。**2017 年华域合资设立华域麦格纳，生产电驱系统总成，早前成立的华域电动则负责电驱系统附件。电池方面，2009 年，上汽集团与美国 A123 (2013 年被万向集团收购) 联合成立了捷新公司提供动力电池系统。2017 年，上汽集团与宁德时代合资设立上汽时代和时代上汽，时代上汽负责电芯生产，上汽持股 49%；上汽时代负责 Pack 生产，上汽持股 51%。其他传统汽零子公司同步推进电气化进程，覆盖热管理、底盘、车身等领域。

图表 43：汽零子公司同步推进电动化进程

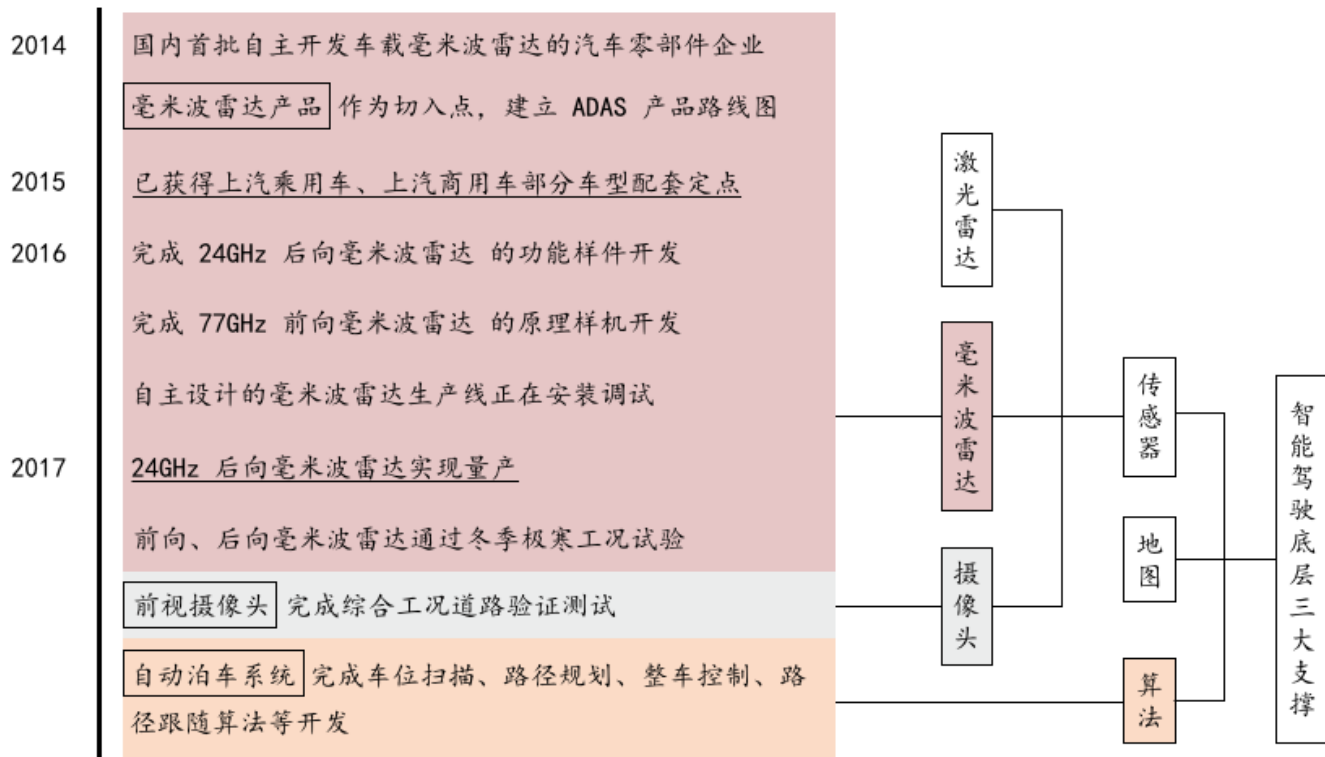
系统	产品	子公司	2017 年产品进展
三电系统	电驱动系统	华域麦格纳	上汽大众、一汽大众 MEB 平台电驱动系统总成定点意向书
三电系统	驱动电机	华域电动	上汽商用车 EM18 项目
	电力电子箱		上汽通用 K228 项目驱动电机系统的定点配套 大众 MEB 平台项目的定点意向
三电系统	电池管理系统	延锋电子	全年累计批量供货 44,000 多台
热管理	电空调与热管理系统	上海马勒热系统	上汽通用、上汽荣威、沃尔沃新能源车
热管理	电动空调压缩机	华域三电	上汽乘用车、沃尔沃、广汽集团等车型配套

制动系	电子制动	上海汇众	已成功研发 Ebooster(电控助力器)和主动蓄能器产品
转向系	电子转向机	博世华域转向	部分电子转向机已实现向新能源汽车配套
车身	电池托盘	皮尔博格有色	形成了铝合金铸造电池托盘和电动机壳体的应用开发及批量供货能力

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **华域走自主研发路线，毫米波雷达实现量产。**传感器作为智能驾驶的底层支撑，需求量大，国际市场被海外汽零巨头占据。2014 年，华域以毫米波雷达为切入点启动 ADAS 研究项目，填补国内毫米雷达波传感器空白。2017 年，首款自主研发、具有独立知识产权的 24GHz 后向毫米波雷达实现量产。

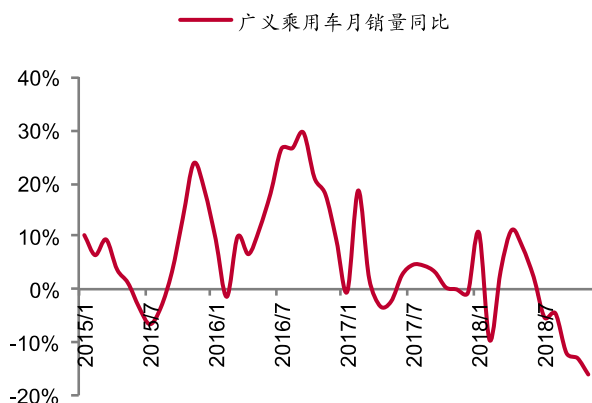
图表 44：华域以毫米波雷达波产品为切入点，建立 ADAS 产品多方位路线



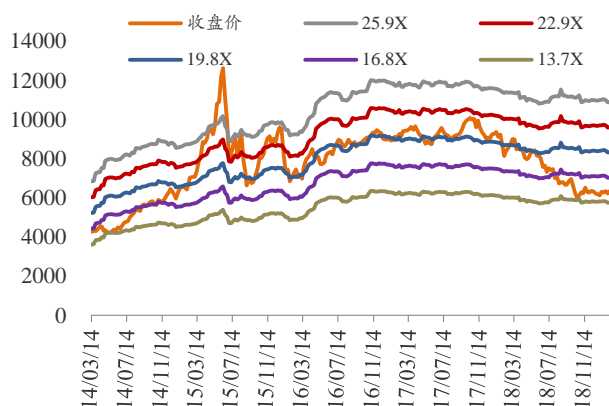
来源：公司公告、中泰证券研究所

行业复苏，公司有望最先受益

- 行业销量下滑压制整体估值。**受整体经济下行压力加大、购置税优惠政策退出等因素影响，2018年乘用车市场整体低迷。根据中汽协数据，2018年中国广义乘用车销量同比下降4.3%，行业销量增速下滑压制整体估值。

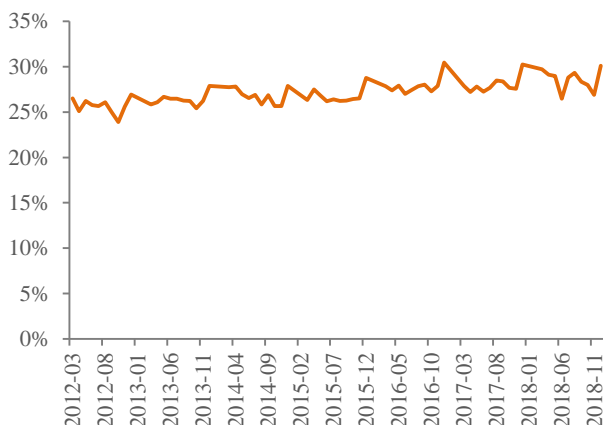
图表 45：2018 年乘用车市场低迷


来源：中汽协、中泰证券研究所

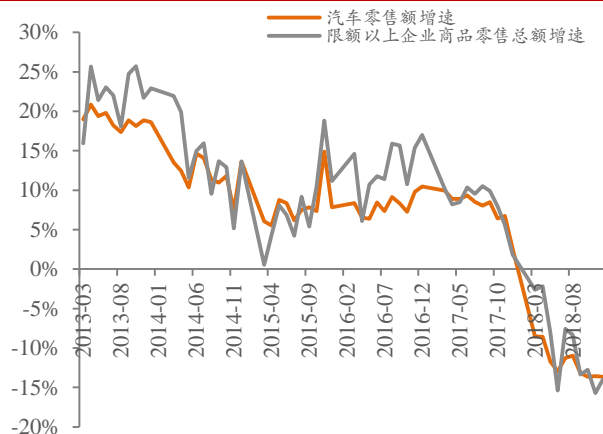
图表 46：汽车与汽车零部件指数 PE-Bands


来源：WIND、中泰证券研究所

- 汽车销售对稳经济重要性高。**2018年12月的中央经济工作会议提出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。促进形成强大国内市场，落实好个人所得税专项附加扣除政策，增强消费能力。汽车在限额以上单位社会商品零售中占比接近3成，2018年汽车零售下滑拖累社消零售总额的增长，在2019年稳定总需求，刺激消费的大背景下，汽车销售对稳经济的重要性提高。

图表 47：汽车占限额以上商品零售比重


来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 48：汽车零售额、限额以上商品零售额增速


来源：国家统计局、中泰证券研究所

- 信贷增速有望回暖，消费贷款增加将促进汽车消费。**汽车作为同时具有周期品和消费品属性的行业，行业增速与信贷周期关系密切，随着我国汽车金融渗透率的提高，消费贷款对汽车销售的影响加大，2018年在去

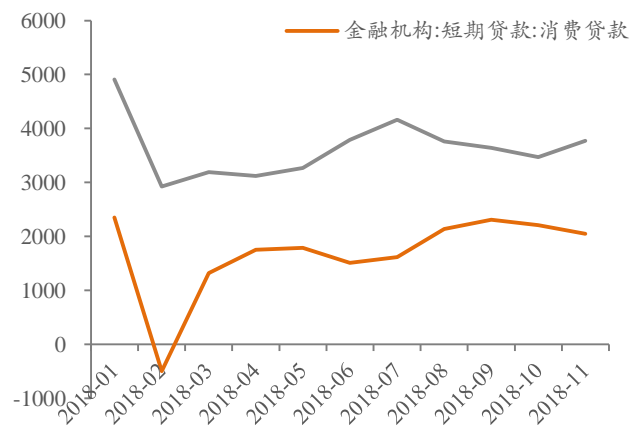
杠杆的大背景下，消费贷款的监管加严，对汽车销售也有抑制作用，2019年稳经济的背景下，信贷增速有望回暖，带动短期消费贷款回升。

图表 49: 汽车销售增速与信贷增速对比



来源：乘联会、中国人民银行、中泰证券研究所

图表 50: 金融机构新增消费贷款 (千亿元)



来源：中国人民银行，Wind，中泰证券研究所

- **国六推迟，燃油车库存压力缓解。**面对部分地区 2019 年 1 月 1 日起执行的国六，国五库存积压，国六无车可卖，多省市推迟半年执行。国六推迟有助于改善经销商库存情况，减轻车企压力。

图表 51: 多省市国六延迟半年执行

城市	标准	原计划执行时间	最新执行时间
深圳	国六 b	2019.1.1	2019.7.1
广州	国六 b	2019.1.1	2019.3.1
海南	国六	2018.11.1	待定
北京	国六 b	2019.1.1	2020.1.1
成都	国六 b	2019.1.1	2019.7.1
天津	国六 b	2019.7.1	2019.7.2

来源：中商产业研究院整理、中泰证券研究所

- **购置税优惠透支消化，行业边际改善。**2018 年 12 月 29 日，《中华人民共和国车辆购置税法》通过，税率为 10% 不减半，购置税不减免明确后消除消费者和厂家的观望心态。2015Q4 购置税减半政策开始实施，两年销量透支拖累 2018 年车市。随着购置税优惠导致的市场透支逐渐被消化，2019 年行业有望复苏。

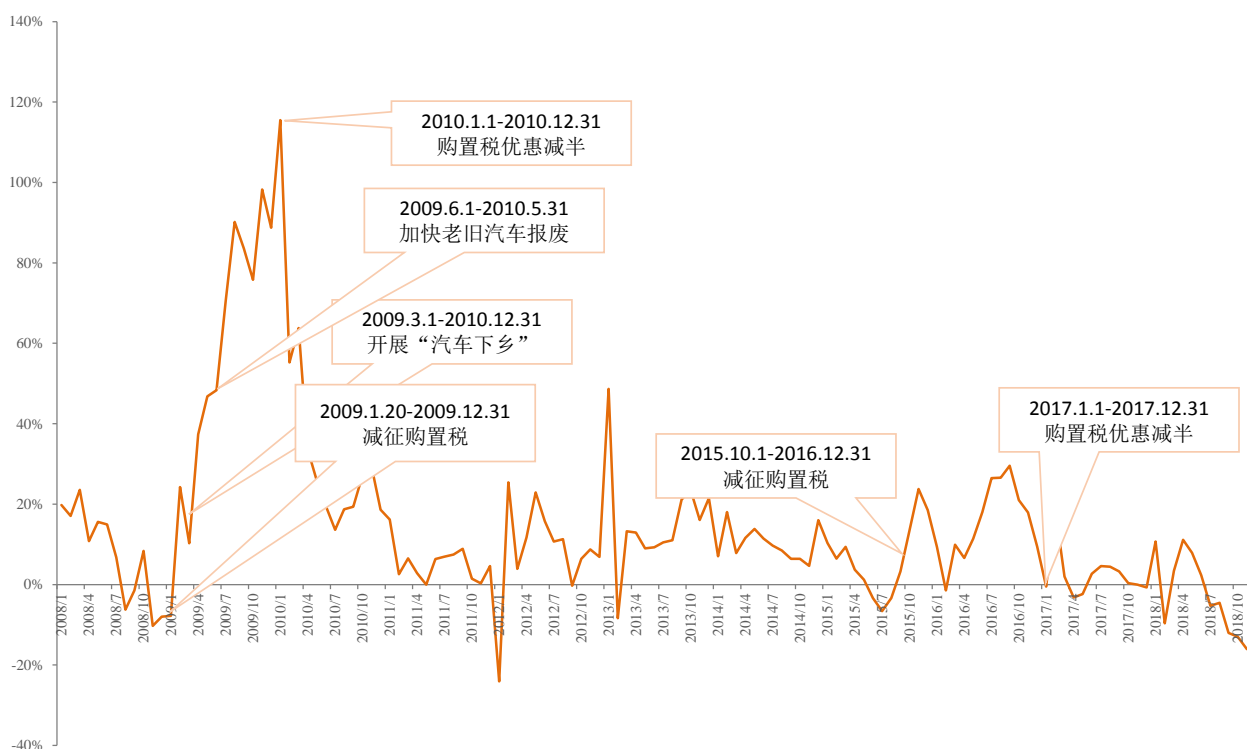
图表 52: 我国 2009 年以来促进汽车消费政策梳理

起止时间	政策名称	政策简介	内容
2009.1.20 2009.12.31	国务院办公厅《汽车产业调整振兴计划》	减征购置税	对 1.6L 及以下小排量乘用车按 5% 征收车辆购置税
2009.3.1 2010.12.31	国务院办公厅《汽车产业调整振兴计划》	汽车下乡	在新增中央投资中安排 50 亿元资金，自 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，对农民购买 1.3 升及以下排量的微型客车，以及将三轮汽车或低速货车报废换购轻型载货车的，给予一次性财政补贴。
2009.6.1 2010.5.31	国务院办公厅《汽车产业调整振兴计划》	老旧车报废补贴	调整老旧汽车报废更新财政补贴政策，加大补贴支持力度，提高补贴标准，加快淘汰老旧汽车。2009 年老旧汽车报废更新补贴资金总额由 2008 年的 6 亿元增加到 10 亿元。

2010.1.1 2010.12.31	2010年财政部国税局《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	减征购置税	1.6L及以下排量乘用车，暂减按7.5%的税率征收车辆购置税
2010.6.30 2015.12.31	2010年《关于开展“节能产品惠民工程”的通知》； 2010年《关于印发“节能产品惠民工程”节能汽车（1.6L及以下乘用车）推广实施细则的通知》	节能惠民政策， 进入目录的车辆补贴3000元	1.6升及以下的节能汽车补贴，每辆补贴3000元
2015.10.1 2016.12.31	《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	减征乘用车购置税	对1.6L及以下小排量乘用车按5%征收车辆购置税
2017.1.1 2017.12.31	《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	减征乘用车购置税	对1.6L及以下小排量乘用车按7.5%征收车辆购置税

来源：财政部、国务院、发改委、中泰证券研究所

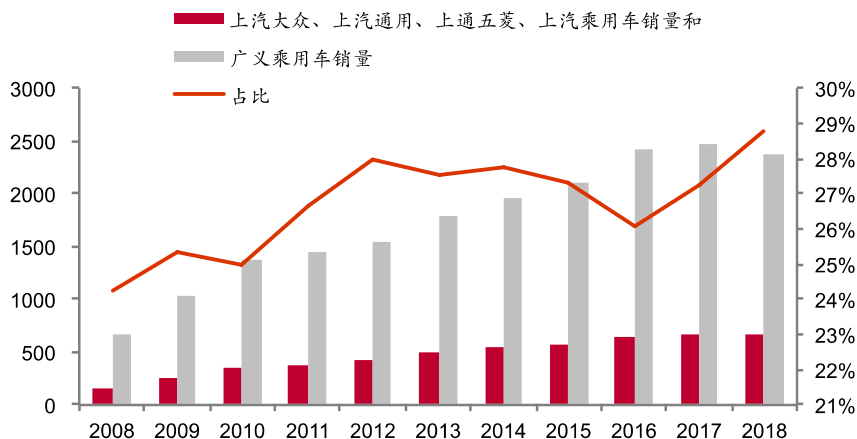
图表 53: 乘用车月度销量增速



来源：WIND、中泰证券研究所

- 上汽产品分布均匀，抗风险能力强，优于行业。品牌方面，上汽合资稳健，自主品牌逐渐发力。车型方面，轿车、SUV以及MPV分布相对均匀，不存在明显偏颇。定位上，高中低端市场全面覆盖。在低迷市场中展现良好的抗风险能力。

图表 54: 2018 年车市低迷，上汽销量优于行业



来源：WIND、中泰证券研究所

- **公司 SUV 陆续补全，行业复苏公司有望最先受益。**2018 年 SUV 实现销量首现累计销量下滑，低价位小型、紧凑型市场消费者敏感度更高，销量下滑更加显著。2019 年若行业复苏，SUV 市场有望反弹。2019 年上汽多款小型、紧凑型 SUV 上市，有望最先受益。

图表 55: 多款小型、紧凑型 SUV 预计 2019 年上市

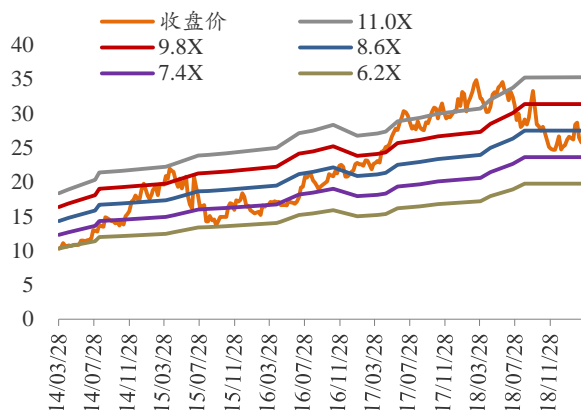
车型	品牌	车级	车名	预计上市时间
SUV	别克	A	-	2019 秋
7 座 SUV	别克	-	-	2019
轿车	雪佛兰	A0	Onix	2019
7 座 SUV	雪佛兰	-	Blazer 开拓者	2019 年秋
SUV	凯迪拉克	A	XT3	2019
7 座 SUV	凯迪拉克	C	XT6	2019 年中旬
SUV	凯迪拉克	-	XT7	2019
轿车	凯迪拉克	B	CT5	2019 下旬
7 座 SUV	名爵	-		2019
SUV	名爵	A		2019
SUV	大众	A0	T-cross	2019
SUV	宝骏	A	RS-5	2019

来源：中泰证券研究所

盈利预测与估值建议

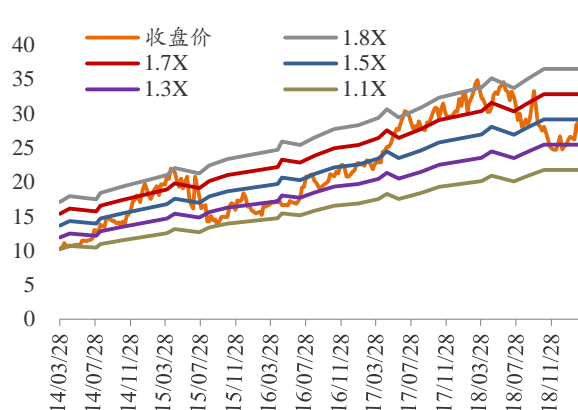
- 我们预计 2018/2019/2020 公司将实现归母净利润 360.97、366.36、401.02 亿元,增速分别为 4.90%、1.49%和 9.46%,对应的 EPS 为 3.09、3.14、3.43 元。公司作为整车龙头,合资品牌地位稳固,自主品牌研发投入大、新四化布局早,零部件供应体系强大,行业复苏公司有望最先受益,首次覆盖给予“增持”评级。

图表 56: 上汽集团 PE-Bands (TTM)



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 57: 上汽集团 PB-Bands (LF)



来源: WIND、中泰证券研究所

风险提示

- **乘用车销量下行的风险。**乘用车行业进入普及期，销量有下行的风险。公司作为乘用车行业龙头，行业整体下滑对公司销量影响较大，从而影响公司盈利。
- **合资车型推进不及预期的风险。**公司公告与奥迪合作新能源车型，上汽奥迪是公司未来重要的利润来源，产品推进不及预期将影响公司业绩。

图表 58: 财务摘要 (万元)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	75,641,616.5	87,063,942.7	89,232,377.4	90,263,798.2	99,191,751.9	成长性					
减: 营业成本	65,021,810.6	74,238,241.2	76,573,551.1	77,318,153.6	84,745,004.0	营业收入增长率	12.8%	15.1%	2.5%	1.2%	9.9%
营业税金及附加	752,071.8	788,167.6	813,369.4	845,786.6	910,517.2	营业利润增长率	11.1%	11.7%	1.6%	2.4%	10.0%
销售费用	4,750,341.7	6,112,168.0	5,532,688.5	5,867,357.3	6,520,491.8	净利润增长率	7.4%	7.5%	4.9%	1.5%	9.5%
管理费用	2,825,836.3	3,130,120.8	3,257,509.4	3,304,139.8	3,606,058.6	EBITDA增长率	11.7%	10.1%	2.0%	4.5%	9.1%
财务费用	-33,232.0	14,323.5	98,116.9	133,629.3	72,587.5	EBIT增长率	9.9%	9.4%	1.7%	3.0%	8.7%
资产减值损失	320,947.1	373,959.5	326,574.6	340,493.8	347,009.3	NOPLAT增长率	10.4%	12.5%	3.5%	3.0%	8.7%
加: 公允价值变动收益	-1,002.3	-433.6	-240,309.6	45,571.0	49,722.5	投资资本增长率	-465.6%	186.8%	-148.8%	-263.2%	-67.5%
投资和汇兑收益	3,059,053.4	3,082,730.5	3,106,851.5	3,131,099.2	3,155,461.2	净资产增长率	11.5%	15.7%	2.9%	9.4%	10.9%
营业利润	4,843,300.3	5,410,998.7	5,497,109.2	5,630,907.9	6,195,267.2	利润率					
加: 营业外净收支	205,945.5	15,102.5	147,737.5	122,928.5	95,256.2	毛利率	14.0%	14.7%	14.2%	14.3%	14.6%
利润总额	5,049,245.7	5,426,101.3	5,644,846.7	5,753,836.5	6,290,523.4	营业利润率	6.4%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
减: 所得税	653,049.6	714,491.5	726,717.9	740,749.2	809,842.3	净利润率	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
净利润	3,200,861.1	3,441,033.9	3,609,740.4	3,663,555.7	4,010,205.9	EBITDA/营业收入	7.6%	7.3%	7.3%	7.5%	7.5%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	6.6%	6.3%	6.3%	6.4%	6.3%
货币资金	10,593,253.6	12,161,112.0	12,883,674.7	20,351,777.6	19,852,227.4	运营效率					
交易性金融资产	155,975.3	479,519.1	252,534.9	296,009.8	342,688.0	固定资产周转天数	20	22	23	23	20
应收账款	3,762,280.6	4,388,201.0	3,794,941.7	4,646,356.1	4,573,152.2	流动营业资本周转天数	-45	-54	-50	-48	-48
应收票据	3,003,846.3	2,964,174.2	4,673,257.1	2,602,140.9	5,159,264.0	流动资产周转天数	143	149	153	165	170
预付账款	2,052,965.8	2,983,519.5	1,590,894.4	3,041,636.5	2,254,818.8	应收账款周转天数	17	17	17	17	17
存货	3,703,978.2	5,004,176.5	4,217,561.6	4,853,751.5	5,175,944.6	存货周转天数	18	18	19	18	18
其他流动资产	9,822,256.2	11,014,150.3	9,436,055.3	10,090,820.6	10,180,342.0	总资产周转天数	262	272	280	285	280
可供出售金融资产	5,048,474.9	6,436,815.7	6,011,597.2	5,832,295.9	6,093,569.6	投资资本周转天数	-3	-12	-4	-3	-8
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6,267,719.0	6,750,022.3	6,750,022.3	6,750,022.3	6,750,022.3	ROE	16.7%	15.3%	16.4%	15.7%	15.9%
投资性房地产	254,683.2	290,932.7	290,932.7	290,932.7	290,932.7	ROA	7.4%	6.5%	7.4%	6.6%	7.0%
固定资产	4,705,390.6	5,822,665.9	5,788,815.1	5,636,805.2	5,342,253.1	ROIC	1048.4%	-322.5%	-116.4%	245.9%	-163.9%
在建工程	1,326,605.8	1,647,697.1	1,853,388.0	1,857,371.6	1,795,081.4	费用率					
无形资产	1,079,644.2	1,174,704.1	1,105,187.2	1,035,670.4	966,153.6	销售费用率	6.3%	7.0%	6.2%	6.5%	6.6%
其他非流动资产	2,663,734.7	3,377,912.7	2,696,167.5	2,835,315.9	2,863,149.0	管理费用率	3.7%	3.6%	3.7%	3.7%	3.6%
资产总额	59,062,813.8	72,353,313.1	66,660,804.7	76,052,737.2	78,008,037.2	财务费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	872,815.1	1,571,739.9	1,883,001.0	2,071,301.1	1,842,014.0	二费/营业收入	10.0%	10.6%	10.0%	10.3%	10.3%
应付账款	15,009,834.6	18,016,115.6	14,941,630.3	19,023,212.8	18,110,849.4	偿债能力					
应付票据	1,174,091.2	1,654,142.1	625,215.6	1,877,858.1	953,679.0	资产负债率	60.2%	62.4%	58.0%	59.7%	56.5%
其他流动负债	12,691,396.5	17,855,253.1	14,129,993.4	14,883,422.9	16,231,983.6	负债权益比	151.2%	165.9%	138.1%	148.3%	129.7%
长期借款	428,599.2	689,402.0	2,123,853.0	2,336,238.3	1,716,497.8	流动比率	1.11	1.00	1.17	1.21	1.28
其他非流动负债	5,376,439.8	5,356,078.7	4,965,731.9	5,232,750.1	5,184,853.6	速动比率	0.99	0.87	1.03	1.08	1.14
负债总额	35,553,176.4	45,142,731.4	38,669,425.2	45,424,783.3	44,039,877.3	利息保障倍数	-151.32	384.24	57.03	43.14	86.35
少数股东权益	4,317,539.6	4,677,051.4	5,985,439.8	7,334,971.4	8,805,446.6	分红指标					
股本	1,102,556.7	1,168,346.1	1,168,346.1	1,168,346.1	1,168,346.1	DPS(元)	1.65	1.83	1.78	1.88	2.06
留存收益	16,885,479.0	19,730,955.8	20,837,593.5	22,124,636.3	23,994,367.2	分红比率	60.2%	62.1%	57.6%	60.0%	59.9%
股东权益	23,509,637.4	27,210,581.7	27,991,379.5	30,627,953.8	33,968,159.9	股息收益率	5.8%	6.4%	6.2%	6.6%	7.2%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,396,196.2	4,711,609.8	3,609,740.4	3,663,555.7	4,010,205.9	EPS(元)	2.74	2.95	3.09	3.14	3.43
加: 折旧和摊销	789,933.5	908,450.5	897,676.8	1,017,543.1	1,133,389.5	BVPS(元)	16.43	19.29	18.84	19.94	21.54
资产减值准备	320,947.1	373,959.5	-	-	-	PE(X)	10.4	9.7	9.2	9.1	8.3
公允价值变动损失	1,002.3	433.6	-240,309.6	45,571.0	49,722.5	PB(X)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
财务费用	73,975.7	139,418.9	98,116.9	133,629.3	72,587.5	P/FCF	5.0	4.6	-26.1	3.4	37.4
投资收益	-3,057,226.3	-3,081,160.9	-3,105,193.9	-3,129,414.5	-3,153,823.9	P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
少数股东的变动	1,195,335.1	1,270,575.8	1,308,388.4	1,349,531.5	1,470,475.2	EV/EBITDA	0.9	1.7	2.1	1.0	1.0
营运资金的变动	290,603.0	2,580,645.4	-5,412,206.1	5,015,832.9	-2,715,248.8	CAGR(%)	4.5%	5.2%	7.1%	4.5%	5.2%
经营活动产生现金流	1,137,693.4	2,430,107.2	-2,843,787.1	8,096,249.1	867,307.9	PEG	2.3	1.9	1.3	2.0	1.6
投资活动产生现金流	2,643,650.4	-1,091,178.5	6,477,951.7	1,253,364.4	1,706,574.2	ROIC/WACC	105.3	-32.4	-11.7	24.7	-16.5
融资活动产生现金流	-614,174.8	-49,107.8	-2,911,601.9	-1,881,510.6	-3,073,432.3	REP	-0.0	0.1	-0.6	-0.1	0.4

来源: WIND、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。