

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2018 年 01 月 23 日

站在巨人的肩膀上成长为巨人

投资要点

巨人的形成非偶然，是一个积累的过程。上汽集团凭借大众、通用的合资，把握中国走向汽车消费大国的产业机遇，营收规模突破千亿美元，成为全球龙头。同时，上汽厚积薄发，发力自主崛起，形成国家提倡的“高端制造”技术优势，并通过整车出口及海外建厂等模式，在全球范围内扩大影响力。看好中国，看好中国汽车消费，上汽集团是核心标的。

传统整车制造：“自主崛起+消费升级”，上汽集团将持续受益。

1) 需求端，中国汽车消费持续升级，换车周期缩短，龙头空间依然巨大；中国走向汽车强国，自主崛起有望“上下通吃”，侵蚀弱势品牌份额；上汽“合资+自主”联手提升市场集中度；

2) 供给端，上汽合资产品储备丰富，龙头地位稳固：大众全球 SUV 战略和奥迪合资预期将逐步提升上汽大众的盈利空间；上汽通用产品结构向上，凯迪拉克车型加速国产化，业绩增量明显；上汽通用五菱开辟海外市场寻求规模突破。上汽自主短中期新产品发力，互联网汽车（荣威 RX5、i6，名爵 ZS）品牌力突显，销量持续稳定，新车型 RX8 进军自主品牌 7 座 SUV 蓝海市场；荣威、名爵加速配套新能源车型，19 年光之翼（对标特斯拉）将开启电动化车型独立平台新篇章。

长期转型之路：与国际同步，引领汽车行业发展多元化。

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、智能化、网联化及共享化），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。

产业链垂直衍生：“零部件+汽车金融”积极布局。

1) 控股零部件平台——华域汽车，依托延锋内饰、合资麦格纳等形式，实现全球化市场开拓；

2) 上汽财务充分受益于中国汽车金融发展机遇，改善客户体验，提升盈利能力，助力大众、通用及自主品牌的份额提升。

投资建议

“汽车消费升级，自主品牌崛起”的价值首选。作为高股息率（17 年预计 6%）优质蓝筹标的，公司实施员工持股计划绑定核心人员及企业中长期利益。预计 17-19 年 EPS 分别为 2.93/3.24/3.54 元，对应 PE 为 11.5/10.4/9.5 倍。考虑自主的成长性、合资及子公司提供的稳定投资收益，给予 6 个月目标价 37.26 元，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车市场下行风险；终端价格浮动影响整车利润率；车型销量不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	670,448.22	756,416.17	821,980.42	891,252.10	985,227.99
增长率(%)	6.42	12.82	8.67	8.43	10.54
EBITDA(百万元)	51,700.96	57,771.03	55,275.17	61,283.62	68,751.43
净利润(百万元)	29,793.79	32,008.61	34,200.54	37,893.28	41,387.64
增长率(%)	6.51	7.43	6.85	10.80	9.22
EPS(元/股)	2.55	2.74	2.93	3.24	3.54
市盈率(P/E)	13.23	12.32	11.53	10.41	9.53
市净率(P/B)	2.25	2.05	1.86	1.71	1.57
市销率(P/S)	0.59	0.52	0.48	0.44	0.40
EV/EBITDA	1.22	0.90	3.27	2.37	2.10

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	33.97 元
目标价格	37.26 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)	396,887.18
流通 A 股市值(百万元)	390,771.61
每股净资产(元)	18.45
资产负债率(%)	60.48
一年内最高/最低(元)	34.48/24.04

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:携手芯片巨头英特尔 加速“新四化”转型布局》 2018-01-11
- 2 《上汽集团-公司点评:“金九银十”旺季旺销 自主合资齐放量》 2017-10-10
- 3 《上汽集团-公司点评:自主劲品威力不减 合资新品凸显亮点》 2017-09-07



内容目录

1. 引言：当之无愧的乘用车龙头	7
2. 汽车行业：“自主崛起+消费升级” 白马将持续受益	10
2.1. 国内乘用车行业仍有增长空间	10
2.2. 自主品牌持续高增长 行业分化显现	12
2.3. 上汽自主竞争力优势明显	13
3. 合资品牌：稳健发展 “SUV” 新品周期持续不断	16
3.1. 大众通用加快全球布局 中国地区为战略要塞	16
3.1.1. 大众集团：中国市场日趋关键 逐步着手合作转型	16
3.1.2. 通用集团：产品结构逐渐调整 中国市场仍为重点	19
3.1.3. 大众通用 SUV 新车型接踵投放 补齐产品线短板	22
3.2. 合资龙头地位稳固 行业集中度提升继续利好	22
3.3. 合资产品周期不断 全力进军 7 座 SUV 蓝海市场	24
3.3.1. 上汽大众：继续书写辉煌 豪车奥迪注入预期	24
3.3.2. 上汽通用：产品结构上调 有望量利齐增	28
3.3.3. 上汽通用五菱：开辟低端 7 座 SUV 市场 进军海外市场	30
3.4. 投资收益 “大众+通用” 稳中有升	32
4. 自主品牌强势超车 铸造核心竞争力	35
4.1. 乘用车：十年磨一剑 互联网车家族方兴未艾	35
4.1.1. 上汽自主品牌历史：荣威+名爵双管齐下	35
4.1.2. 借力互联网黑科技 三大产品齐头并进	36
4.1.3. 互联网 X 新能源 Vision-E 竖起行业新标杆	40
4.1.4. 生产基地进一步扩产开启 为销量增长提供保障	41
4.1.5. 放眼国际 布局全球市场	41
4.1.6. 自主品牌崛起 乘用车快速减亏	42
4.2. “大商用车” 布局开启 “十三五” 将改头换面	45
4.2.1. 提升空间巨大 “十三五” 提供量化目标	45
4.2.2. 上汽大通领军 跃进、红岩有望重演 “大通速度”	46
5. 厚积薄发 隐形资产奠定 “新四化” 时代亮眼业绩	48
5.1. 携手巨头 “整车+互联网科技” 协同发展、锋芒初露	48
5.2. 前瞻技术领跑全国 “四化” 转型打造未来型车企	51
6. 垂直衍生零部件：华域汽车拓展海外业务	58
7. 高分红预期不减 股权激励绑定核心人员利益	60
8. 盈利预测&投资建议	63
9. 风险提示	66

图表目录

图 1：上汽集团主要业务板块及股权比例示意图（截止至 2017 年）	7
------------------------------------	---

图 2: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 4: 公司各项业务营业收入占比 (单位: %)	8
图 5: 公司各项业务毛利润占比 (单位: %)	8
图 6: 上汽集团汽车销量市占率 (单位: 万辆, %)	9
图 7: 上汽集团整车销售结构 (单位: %)	9
图 8: 全国汽车保有量及同比增速 (单位: 辆/千人, %)	10
图 9: 乘用车平均价格及城镇居民人均可支配收入 (单位: 万元)	10
图 10: 90 后新车车主比例 (单位: %)	11
图 11: 截至 17Q1 汽车保有量及机动车驾驶人数量 (单位: 人)	11
图 12: 乘用车市场首购、换购以及增购占比 (单位: %)	11
图 13: 我国中产阶级规模 (单位: 亿)	11
图 14: 中国城镇化比率 (单位: %)	11
图 15: 德美日系品牌汽车销量市场占有率 (单位: %)	12
图 16: 自主品牌月销量及增速 (单位: 万辆, %)	12
图 17: 自主品牌竞争力的衡量指标	13
图 18: 2016/04-2017/04 车企新车型数与单车月销量 (单位: 款, 辆)	14
图 19: 2016/04-2017/04 车企新车型数与单车均价 (单位: 款, 万元/辆)	14
图 20: 2016/04-2017/04 单车月销量与单车均价 (单位: 辆, 万元/辆)	15
图 21: 大众集团中国销量占全球销量比例 (单位: %)	16
图 22: 大众集团在中国与全球销量增速对比 (单位: %)	16
图 23: 大众集团营业收入及增速 (单位: 亿欧元; %)	17
图 24: 大众营业收入地区结构 (单位: %)	17
图 25: 2017 年大众集团规划发布车型	18
图 26: 通用 2016 年营业收入 (单位: 亿美元)	19
图 27: 通用 2016 年汽车销量区域分布 (单位: %)	19
图 28: 雪佛兰 bolt 无人驾驶汽车	20
图 29: 通用旗下汽车分时租赁品牌 MAVEN	20
图 30: 凯迪拉克在中国销量走势(单位: 万辆)	20
图 31: 凯迪拉克在中国销量同比增速 (单位: %)	20
图 32: 凯迪拉克 XT5 外观	21
图 33: 凯迪拉克 XT5 内部空间	21
图 34: 别克 GL8 销量及同比增速 (单位: 辆; %)	21
图 35: 别克 GL8 ES 外观	22
图 36: 别克 GL8 Avenir 外观	22
图 37: 新一代昂科威	22
图 38: 雪佛兰探界者	22
图 39: 汽车市场集中度 (单位: %)	23
图 40: 上汽集团市场占有率 (单位: %)	23
图 41: 上汽大众车型上市及销量情况 (单位: 万辆)	24
图 42: 上汽大众途昂外观	25

图 43: 上汽大众途昂内饰	25
图 44: 途观 L 外观	26
图 45: 途观 L 内部空间	26
图 46: 途观 L 和昂科威销量 (单位: 辆)	27
图 47: 斯柯达柯迪亚克外观	28
图 48: 斯柯达柯迪亚克内饰	28
图 49: 上汽通用车型上市及销量情况 (单位: 万辆)	29
图 50: 凯迪拉克销量走势情况 (单位: 万辆)	29
图 51: 上汽通用五菱车型上市及销量情况 (单位: 万辆)	30
图 52: 上汽通用五菱主要品牌销量 (单位: 万辆)	31
图 53: 上汽通用五菱 S3 外观	32
图 54: 上汽通用五菱宏光 S3 内饰	32
图 55: 上汽通用五菱印尼工厂	32
图 56: 五菱 Confero S	32
图 57: 上汽集团 2016 年各板块营业收入占比 (单位: %)	33
图 58: 上汽大众与上汽通用营业收入 (单位: 亿元)	33
图 59: 上汽大众与上汽通用归母净利 (单位: 亿元)	33
图 60: 上汽大众与上汽通用净利润率 (归母净利润/总营收)	34
图 61: 上汽大众与上汽通用汽车均价 (单位: 万元)	34
图 62: 荣威及名爵品牌 LOGO	35
图 63: 荣威历年发布车型	36
图 64: 荣威 RX5 月销量情况 (单位: 辆)	37
图 65: 荣威 RX5 及其竞品销量走势 (单位: 辆)	37
图 66: 荣威 i6 上市后销量及占荣威总销量份额 (单位: 辆, %)	38
图 67: 荣威 i6 外观图	38
图 68: 荣威 i6 中控展示图	38
图 69: 上汽荣威 Vision-E 外观图	40
图 70: 上汽荣威 Vision-E 中控展示图	40
图 71: 2015 年多个国家汽车千人汽车保有率 (单位: 辆/千人)	42
图 72: 印度汽车销量 (单位: 万辆)	42
图 73: 上汽乘用车销量情况 (单位: 万辆, %)	42
图 74: 上汽乘用车扣除 RX5 后的销量情况 (单位: 万辆, %)	42
图 75: 上汽乘用车明星车型销量走势 (单位: 辆)	43
图 76: 2016 年上汽荣威、名爵各车型销量占比 (单位: %)	44
图 77: 2017 年 7 月上汽荣威、名爵各车型销量占比 (单位: %)	44
图 78: 上汽集团母公司营业收入情况 (单位: 亿元, %)	44
图 79: 上汽集团母公司净利润-投资收益情况 (单位: 亿元)	44
图 80: 上汽乘用车 2014-2017 第一季度销量情况 (单位: 万辆)	45
图 81: 上汽乘用车 2016/01-2017/10 月销量情况 (单位: 辆)	45
图 82: 上汽大通 2012-2016 销量及同比增速 (单位: 辆, %)	46
图 83: 大通 V80 外观图	47

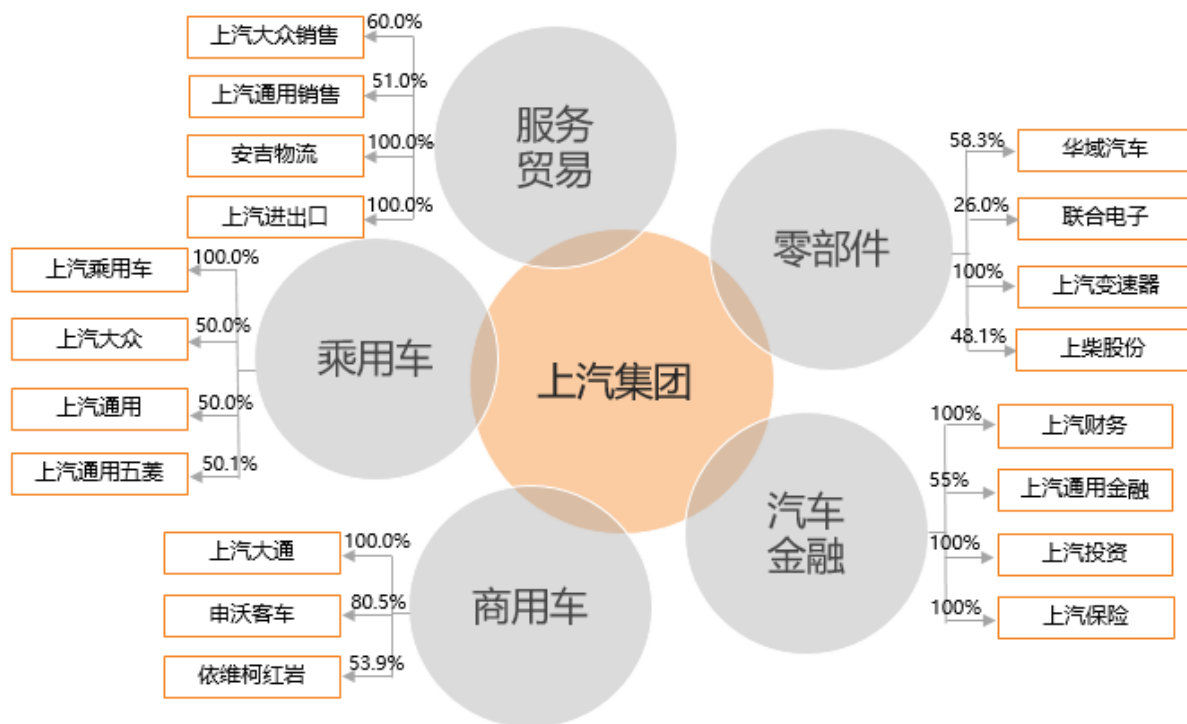
图 84: 大通 G10 外观图	47
图 85: Yun OS for car 中控展示图	50
图 86: Yun OS for car 功能展示图	50
图 87: 荣威 Vision-E 外观	50
图 88: 荣威 Vision-E 中控	50
图 89: 名爵 E Motion 外观	51
图 90: 名爵 E Motion 中控	51
图 91: 上汽集团自主创新研发中心	51
图 92: 上汽捷能新能源技术发展和车型推出历程	53
图 93: 上汽集团“三电”技术掌握情况	53
图 94: 宁德时代电池历年出货量及市占率情况（单位：GWh，%）	54
图 95: 2016 年中国动力电池市场占比情况（单位：%）	54
图 96: 上汽集团网联化发展路径	54
图 97: 上汽集团智能驾驶全面布局	55
图 98: EVCARD 实物情况展示图	55
图 99: EVCARD 租车流程展示图	55
图 100: 环球车享 2017-2020 全国运营规模规划	56
图 101: 华域汽车历年营收及增速情况（单位：亿元，%）	58
图 102: 华域汽车历年归母净利及增速情况（单位：亿元，%）	58
图 103: 公司海外业务历年营收及增速情况（单位：亿元，%）	59
图 104: 公司国内外业务营收占比（单位：%）	59
图 105: 上汽集团历年净利润及增速情况（单位：亿元，%）	61
图 106: 上汽集团历年经营活动现金流入量及增速情况（单位：亿元，%）	61
图 105: 上汽集团 PB 时序图	64
表 1: 自主品牌占狭义乘用车市场份额情况（单位：%）	13
表 2: 自主品牌和狭义乘用车销量同比增长情况（单位：%）	13
表 3: 大众集团 2017 年新车规划	18
表 4: 2017 年整车前 20 车企销量及增长（单位：辆；%）	23
表 5: 上汽大众新上市车型概览	24
表 6: 上汽大众途昂对标情况	25
表 7: 途观与途观 L 主要参数对比	26
表 8: 上汽通用新上市车型及通用规划概览	30
表 9: 上汽通用五菱新上市车型概览	31
表 10: 荣威中配自动挡车型对标情况	37
表 11: 荣威 i6 对标车型情况	38
表 12: 名爵 ZS 对标车型情况	39
表 13: 上汽乘用车新车规划	40
表 14: 公司产能及利用率情况	41
表 15: 上汽已上市乘用车车型情况	43
表 16: 上汽商用车业务“十三五”规划	45

表 17: 上汽大通生产基地及产能情况	47
表 18: 跨国车企模块化平台规划	48
表 19: 上汽自主平台对应车型情况	48
表 20: 上汽动力总成产品介绍	49
表 21: 上汽“新四化”规划和进展情况	51
表 22: 公司定增投资项目情况	56
表 23: 华域汽车海外业务情况	58
表 24: 上汽近四年普通股股利情况	60
表 25: 各大车企 2016 年分红概况	60
表 26: 公司员工持股计划	61
表 27: 上汽集团汽车销量预测	63
表 28: A 股整车标的 PE 比较	64

1. 引言：当之无愧的乘用车龙头

公司是目前国内产销规模最大的汽车集团，同时也是国内 A 股市场市值最大的汽车上市公司。公司于 1997 年成立，并于同年上市，是我国历史最悠久的大型整车集团之一。公司拥有以整车制造为中心，涵盖上游的研发设计、零部件和下游的商贸、金融等服务的完整产业链条。其中，整车板块，公司旗下自主品牌包括荣威、名爵、大通、跃进、宝骏等；合资品牌包括上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、依维柯红岩等。零部件板块，旗下子公司华域汽车是目前国内业务规模最大、产品品种最多、客户覆盖最广、应用开发能力最强的综合性汽车零部件公司，华域在 1996 年于 A 股市场独立上市。此外，在汽车金融和贸易服务板块，公司拥有上汽财务、上汽通用金融和安吉物流等子公司，实现了汽车后市场业务的全面覆盖。

图 1：上汽集团主要业务板块及股权比例示意图（截止至 2017 年）

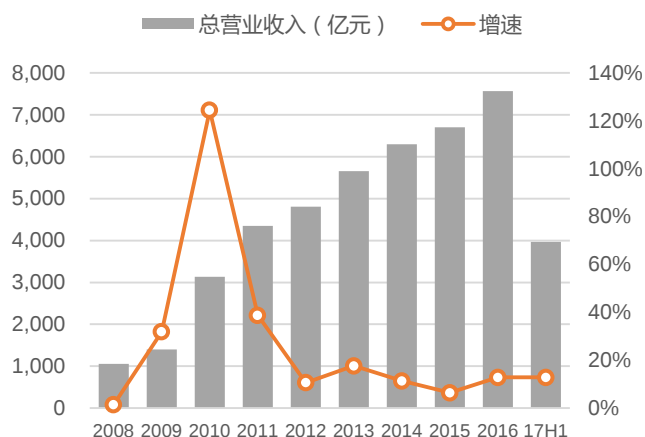


资料来源：公司公告，天风证券研究所

主营整车业务毛利水平回升：上汽集团 2016 年营业收入 7,564.2 亿元，2011-2016 年营业收入 CAGR 为 11.7%；2017 年上半年实现营收 3,964.06 亿元，同比增长 12.85%。2016 年归母净利润 320.1 亿元，2011-2016 年 CAGR 为 9.6%；2017 年上半年归母净利润 159.58 亿元，同比增加 5.96%。2016 年上汽集团总体毛利率 13.8%（+1.5%），2017 年上半年毛利率 12.84%，同比增长 0.44 个百分点。

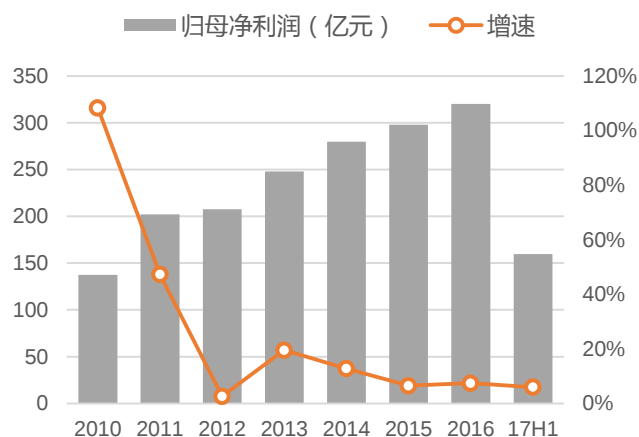
整车制造依然为业务核心：2016 年公司整车业务营收占比持续微降，占比为 74.6%，零部件业务占比提升至 19.1%；整车业务增速为 11.6%，增速较 2015 年提升 7.9 个百分点，而维修和金融等高毛利业务也保持高速增长，增速分别为 14.8%和 12.2%；整车业务毛利率提升 1.7 个百分点至 11.0%，金融业务毛利率提升 4.9 个百分点至 78.5%。

图 2：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



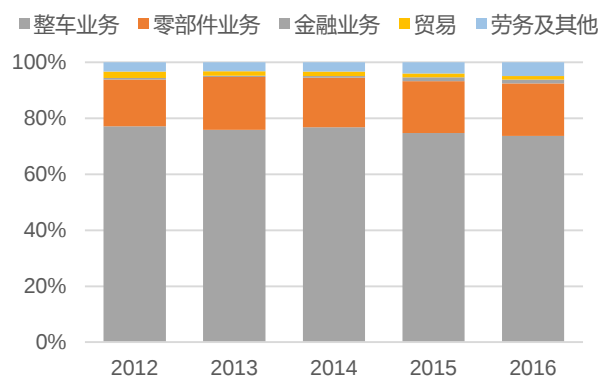
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



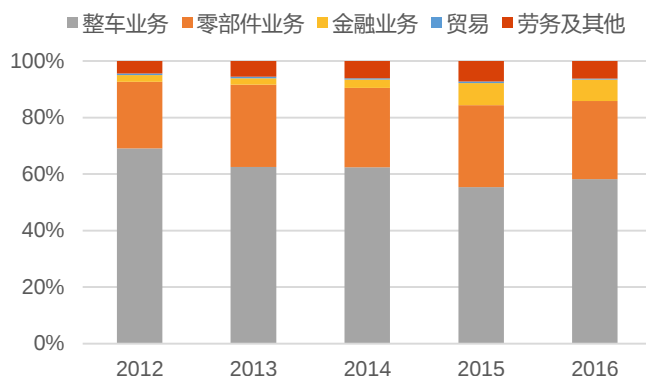
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 4：公司各项业务营业收入占比（单位：%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

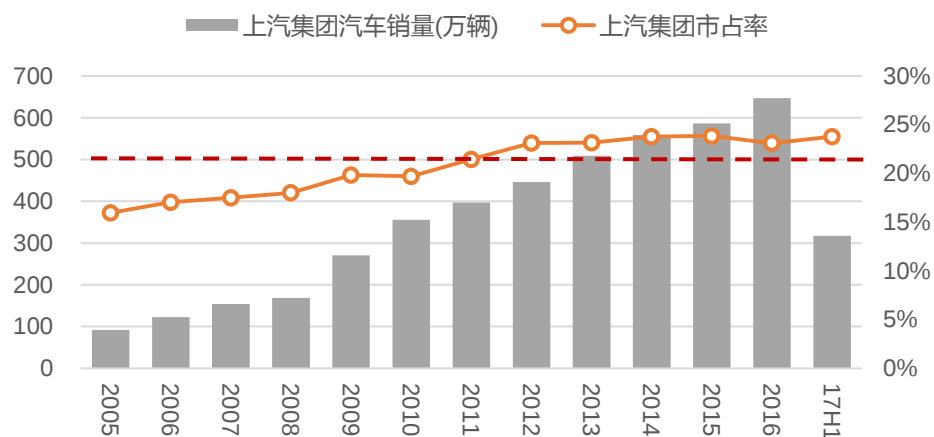
图 5：公司各项业务毛利润占比（单位：%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

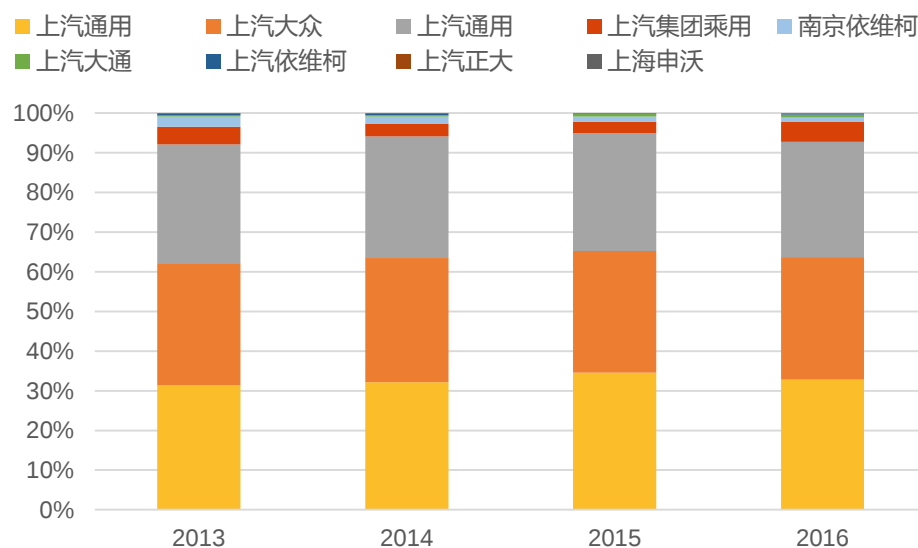
整车销售稳居榜首，自主品牌发展迅猛。2017 年上汽集团总汽车销量 693 万辆（+6.8%），市占率高达 23.2%，稳居国内第一位，同比提升 1.7 个百分点。合资品牌市场地位稳定，根据中汽协数据显示，2017 年 11 月，上汽大众市占率 7.9%，上汽通用市占率 8.4%，上汽通用五菱市占率 7.8%，排名居国内乘用车前列。自主品牌发展迅猛，2017 年全年销量 52 万辆，同比增长 62.3%。

图 6：上汽集团汽车销量市占率（单位：万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

图 7：上汽集团整车销售结构（单位：%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

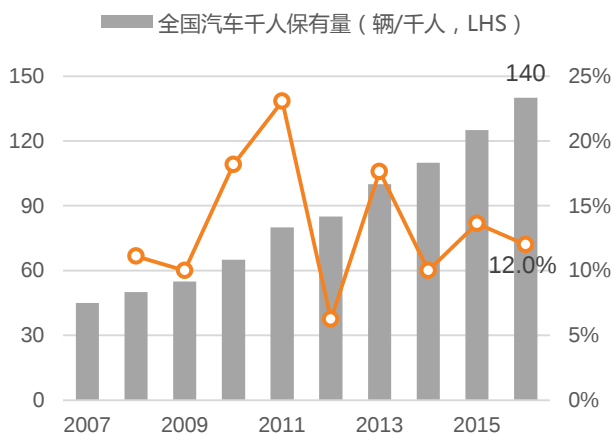
2. 汽车行业：“自主崛起+消费升级” 白马将持续受益

2.1. 国内乘用车行业仍有增长空间

中国汽车保有量较发达国家仍有很大差距，上升空间大。中国的汽车保有量与美国、加拿大等发达国家相比仍有较大差距，2016 年中国汽车保有量为 140 辆/千人，不仅远低于美国 800 辆/千人的水平，且距离世界平均水平 160 辆/千人也有一定差距由此可见，中国乘用车行业未来仍有增长空间，预计将维持平稳增长。

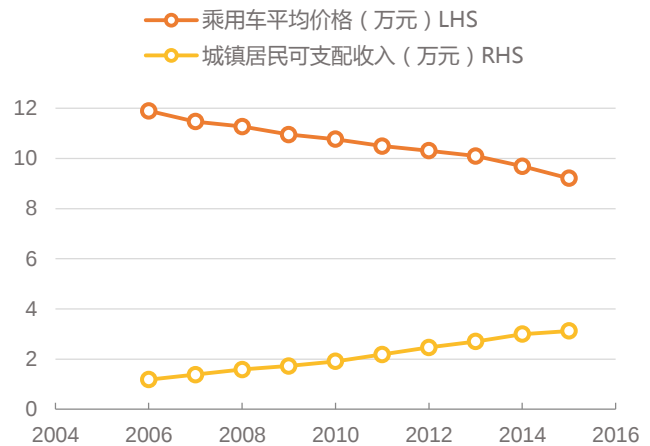
居民可支配收入的增长提升居民消费能力，为汽车消费市场的发展奠定基础。城镇居民的人均可支配收入从 2006 年的 1.2 万元逐年增长至 2016 年达到 3.4 万元，2006 至 2016 年 CAGR 为 12.5%。随着居民收入和生活水平的提升，居民消费需求与消费结构升级，新车市场需求空间依然较大。

图 8：全国汽车保有量及同比增速（单位：辆/千人，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：乘用车平均价格及城镇居民人均可支配收入（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

汽车消费意愿预计保持旺盛，主要原因在于：

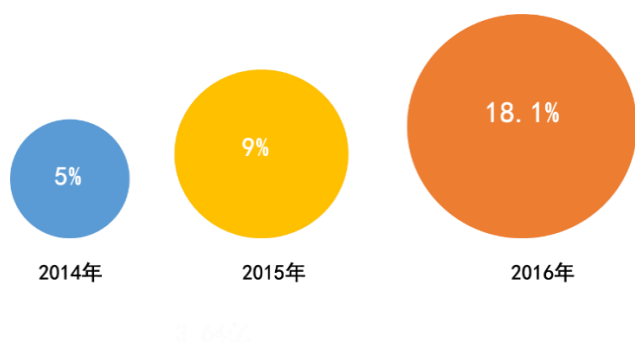
1) **首购需求**：年轻人消费市场迅速崛起，首购主力由 80 后逐渐向 90 后转移，且呈现由可选向必选转变的特点。相比于 80 后，90 后更早拥有驾照，首购和换购的需求更为迫切；同时，90 后拥有更强的超前消费观念，对于利用汽车金融进行首购的接受度更高；2. **城镇化持续推进**，2016 年我国城镇化比率为 57.4%，根据政府目标到 2020 年时，我国城镇化比率将超过 60%，新一代城镇移民成为重要的购车群体。

2) **换购需求**：截至 2017 年上半年，我国汽车保有量已经突破 2 亿辆，汽车市场逐步由增量市场向存量市场转变，汽车平均车龄将不断增加，乘用车市场换购需求不断增大；另由于 2010 年购置税及补贴等一系列优惠政策促进集中购车的人群，2016 年 30-39 岁人群已购车人数占比达 55.5%，为按年龄分类群体中占比最高，是已购车的主力人群；20-29 岁人群关注人群占比达 44.1%，逐步开始进入换车高峰期。2011 到 2016 年乘用车换购需求占比从 20.8%逐年提高至 26.8%，增购、换购将逐渐成为乘用车消费市场的主流；其次，我国中产阶层规模(按瑞信财富定义：以每人拥有 5 万至 50 万美元的净财富来界定中产阶级成年人)的快速扩大对汽车行业的消费将起到引领作用；

3) **汽车金融驱动**：汽车经销商集团纷纷大力开展保险、延保等汽车金融业务，越来越多元化的汽车金融产品逐渐成为各大车企占领市场的“利器”，汽车金融业务目前已成为相关企业新的利润增长点。随着国内汽车市场金融渗透率的提升，汽车金融的支持对消费的

支持力度也将会不断加大。

图 10：90 后新车车主比例（单位：%）



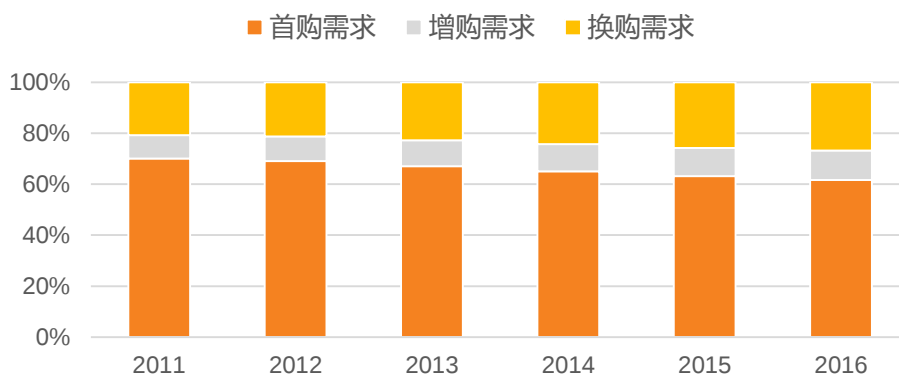
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 11：截至 17Q1 汽车保有量及机动车驾驶人人数（单位：人）



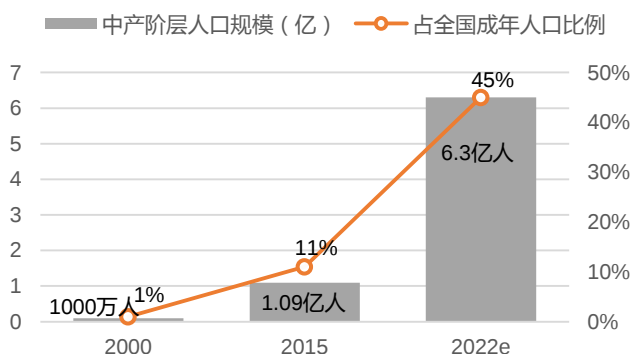
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：乘用车市场首购、换购以及增购占比（单位：%）



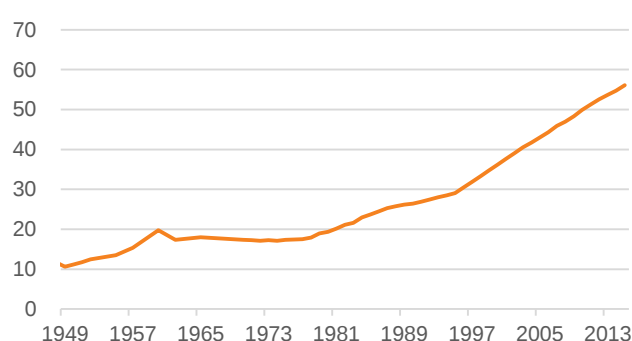
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：我国中产阶级规模（单位：亿）



资料来源：中国汽车市场蓝海用户白皮书，天风证券研究所

图 14：中国城镇化比率（单位：%）

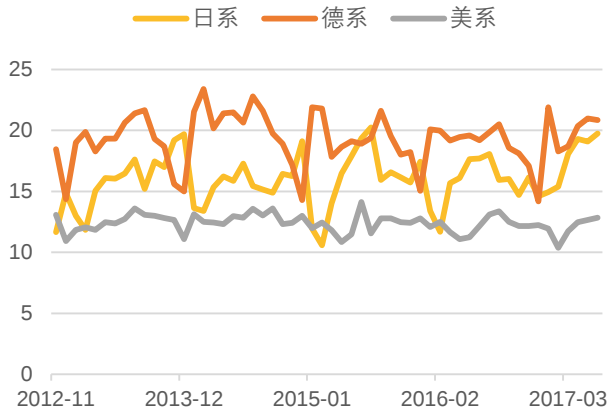


资料来源：wind，天风证券研究所

消费结构升级，驱动购买需求稳步上升。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%。其中，分别以大众和

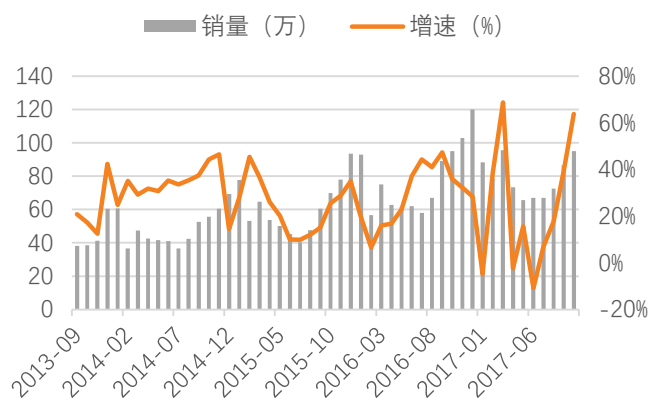
通用为代表的德系和美系品牌近年来销量基本保持增长态势，2016 年增速分别为 14.5%、13.6%，超过合资品牌平均增长水平。2013-2016 年，在首购需求的推动下，自主品牌销量也得到了长足增长，2016 年销量达到 943 万辆，并连续三年维持超 25.0% 的同比增速。预计随着消费结构的进一步升级，换车需求的增加将继续推动合资品牌销量增长，汽车首购需求也将推动自主品牌销量增长。

图 15：德美日系品牌汽车销量市场占有率（单位：%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 16：自主品牌月销量及增速（单位：万辆，%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

2.2. 自主品牌持续高增长 行业分化显现

SUV 市场份额持续扩大，成为市场增量支撑。SUV 销量占比在经过高速增长之后稳定在 40% 左右，尤其是在进入 2017 年后轿车和 MPV 销量同比大幅下跌的情况下，SUV 月销量增速虽有下降但仍然保持在较高的增长水平，成为市场增长的最大支撑，SUV 市场份额未来仍有增长空间。轿车份额仍持续减少，目前份额在 48% 左右，虽然轿车有政策支持但受市场消费结构调整，未来份额仍面临较大下行压力。MPV 市场在 2017 年之前，新车销售市场份额维持在 10% 水平，但在进入 2017 年后 MPV 销量同比出现大幅下滑，新车销售市场份额出现下跌。

自主品牌在整体销量中的占比持续提升。自主车企销量高速增长，SUV 是推动销量增长的主力军。2013-2016 年，自主品牌年销量从 444.2 万辆增长至 943.0 万辆，2017 年前 11 个月销量达 902.0 万辆，2013-2016 年复合增长率 28.5%，远超狭义乘用车整体 14.2% 的复合增长率。自主品牌市场占有率同样出现迅猛增长，从 2013 年的 28.4% 增长至 2016 年的 40.6%。其中，自主 SUV 市场份额增长迅猛，2016 年达到 57.8%，较 2013 年的 38.1% 上升 19.7pp；自主 MPV 市场份额优势继续巩固，2016 年达到 90.6%，较 13 年的 84.9% 小幅上升 5.7pp；自主轿车市场份额持续下滑，2016 年为 17.8%，较 2013 年的 25.5% 下滑 7.7pp。SUV 市场中，韩系和德系的市场份额被挤占得最为明显，2016 年市场份额分别为 6.7% 和 7.9%，分别较 2013 年下滑 3.6pp 和 5.9pp。

自主品牌细分行业的竞争力提高，集中度提升。主要自主车企的市场份额由 2008 年的 16.1% 上升至 2016 年的 24.9%。从自主乘用车的细分车企来看，一汽夏利和奇瑞汽车作为早期霸主，近年来缺少畅销新品，市场份额稀释情况最为严重；长城、长安等老牌自主车企依靠明星车型，市场地位依旧；众泰、比亚迪等异军突起，争夺一部分市场；而上汽、广汽等大型汽车集团借助合资车企技术资源和自主创新实现自主品牌上的突破，2016 年来发力明显，销量同比接近翻番，市占率出现明显上升。

表 1：自主品牌占狭义乘用车市场份额情况（单位：%）

	上汽自主	广汽自主	长安汽车	奇瑞汽车	一汽夏利	吉利汽车	江淮汽车	长城汽车	众泰汽车	比亚迪	北汽自主	合计
2008	0.1%	-	-	5.3%	3.3%	4.1%	-	-	-	3.2%	-	16.1%
2009	1.1%	-	1.0%	5.4%	2.6%	4.0%	0.8%	0.9%	-	5.4%	-	21.1%
2010	1.5%	0.0%	1.8%	4.6%	2.3%	3.3%	1.1%	1.3%	0.2%	4.8%	-	20.7%
2011	1.4%	0.1%	1.9%	4.1%	2.2%	3.7%	1.0%	1.6%	0.4%	3.9%	-	20.3%
2012	1.5%	0.1%	1.8%	4.1%	1.4%	3.8%	1.6%	3.7%	0.9%	3.5%	-	22.4%
2013	1.5%	0.5%	3.2%	2.8%	0.8%	3.5%	1.3%	4.0%	0.8%	3.2%	-	21.7%
2014	1.0%	0.7%	4.0%	2.5%	0.4%	2.4%	1.1%	3.4%	0.9%	2.5%	-	18.9%
2015	0.9%	1.0%	4.8%	2.5%	0.2%	2.7%	1.8%	3.8%	1.1%	2.3%	1.4%	22.4%
2016	1.4%	1.6%	4.9%	2.4%	0.1%	3.4%	1.6%	4.2%	1.4%	2.1%	1.8%	24.9%

资料来源：乘联会，中汽协，天风证券研究所

表 2：自主品牌和狭义乘用车销量同比增长情况（单位：%）

	狭义乘用车	上汽自主	广汽自主	长安汽车	奇瑞汽车	一汽夏利	吉利汽车	江淮汽车	长城汽车	众泰汽车	比亚迪	北汽自主
2013	20.8%	14.8%	778.7%	117.9%	-18.5%	-29.5%	11.8%	1.3%	28.6%	14.4%	11.0%	-
2014	13.7%	-21.7%	36.3%	41.9%	3.7%	-44.8%	-22.5%	-3.8%	-1.2%	29.0%	-13.5%	-
2015	10.5%	-5.6%	62.8%	32.1%	7.2%	-50.7%	26.5%	76.8%	23.0%	36.0%	1.7%	-
2016	18.4%	89.2%	95.0%	22.6%	15.1%	-31.0%	48.4%	5.8%	28.6%	49.5%	11.6%	48.8%

资料来源：乘联会，中汽协，天风证券研究所

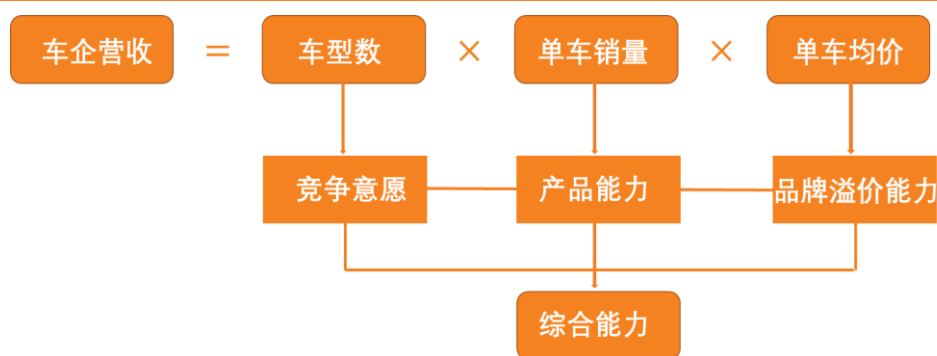
2.3. 上汽自主竞争力优势明显

我们认为，车企竞争能力的衡量指标，车企综合实力可用公式表示：

$$\text{车企营收} = \text{车型数} \times \text{单车销量} \times \text{单车均价}$$

其中，新车车型数反映了一个车企的竞争意愿；单车月销量反映了一个车企相对行业均值的产品能力；单车均价则反映了品牌的溢价能力。从这三个维度出发，我们可以对车企进行综合全面的产品分析。

图 17：自主品牌竞争力的衡量指标

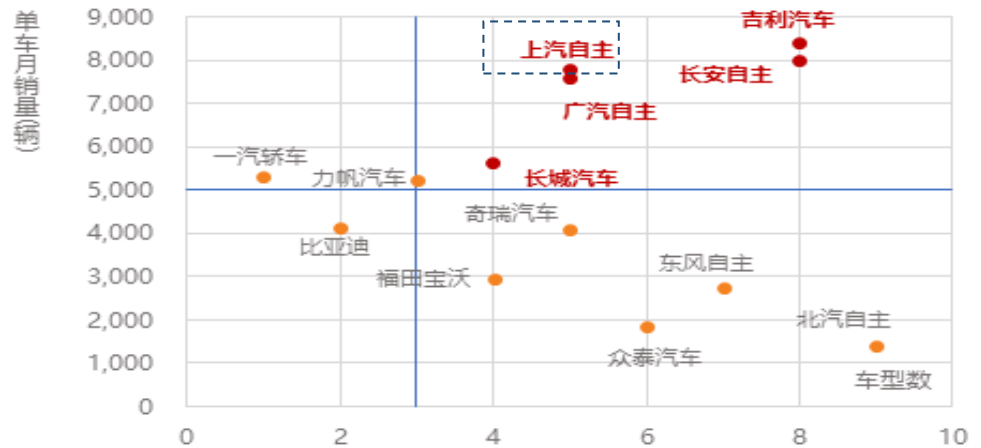


资料来源：天风证券研究所

上汽自主稳居魔力象限右上角，综合竞争能力行业领先。自 2016 年 4 月至 2018 年底，上汽发布和已知规划的车型共 5 款，同时已发布新车型在 2016 年 4 月到 2017 年 4 月的单车

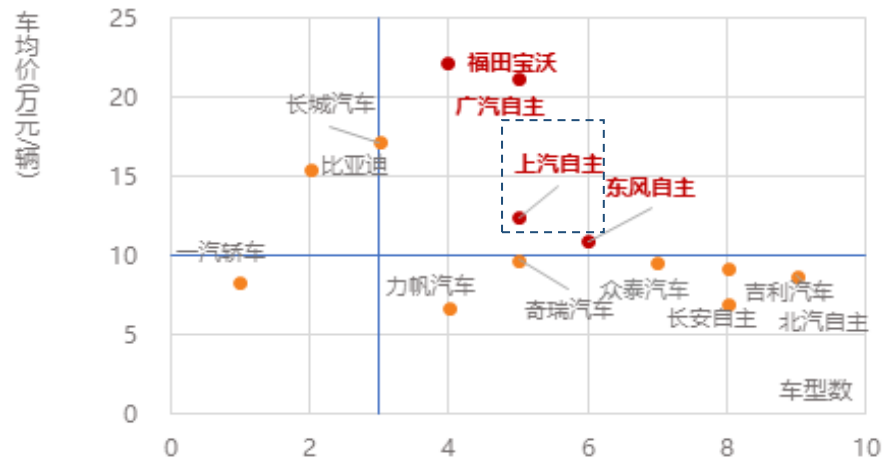
月均销量近 8,000 辆，在众多车企中占据领先地位，表现出极强的竞争意愿和产品能力。同时，上汽自主车型在均价达到 12 万元的同时销量优势明显，表现出较强的品牌溢价。公司立足于当前价位积极布局新车，更是凸显了向中高端市场突破的意愿。总体来看，上汽自主属于自主品牌中的后起之秀，自 2016 年以来发力明显，并且从规划上看后劲十足。上汽自主产品周期刚刚开启，之后随着重磅产品的陆续推出，预计将维持上升势头。

图 18：2016/04-2017/04 车企新车型数与单车月销量（单位：款，辆）



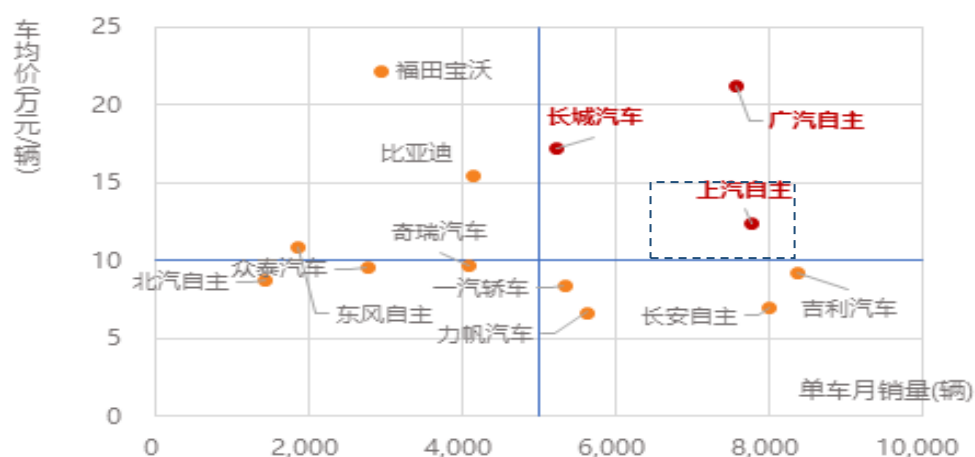
资料来源：中汽协、爱卡汽车、天风证券研究所

图 19：2016/04-2017/04 车企新车型数与单车均价（单位：款，万元/辆）



资料来源：中汽协、爱卡汽车、天风证券研究所

图 20：2016/04-2017/04 单车月销量与单车均价（单位：辆，万元/辆）



资料来源：中汽协，爱卡汽车，天风证券研究所

3. 合资品牌：稳健发展 “SUV” 新品周期持续不断

合资伙伴重视中国市场，大众、通用战略性布局与上汽亲上加亲。上汽集团将在大众、通用两大合资品牌平台上持续导入新车型，巩固乘用车市场销量状元与榜眼的地位；大众与通用集团在各自的长期战略规划上着重提出了区域性重点部署，而中国市场无疑为新车销售的重中之重，而合资品牌的合作形式可能在各方面实现升级，尤其是电动化、智能化等领域。

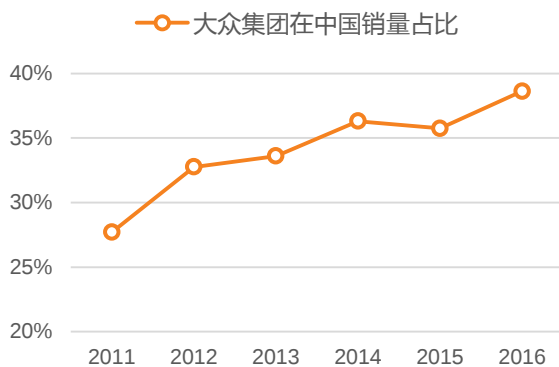
3.1. 大众通用加快全球布局 中国地区为战略要塞

3.1.1. 大众集团：中国市场日趋关键 逐步着手合作转型

大众集团 2016 年销量和特殊项目目前利润创历史最佳，亚太地区贡献显著。大众集团在 2016 年业务稳定发展，全球范围内共销售 1,039 万辆，同比增长 3.8%，创历史最佳；2017 年预计全球汽车销量为 1,035 万辆，同比增长 2.0%；营收高达 2,172.7 亿欧元，同比增长 1.9%；营业利润和归母净利分别为 71 亿欧元和 51.4 亿欧元，第四季度实现扭亏为盈；营业利润率为 6.7%，超出预期。在 2016 年全球经济增速放缓的宏观背景下，大众集团依旧在各地地区取得不俗的业绩表现：受石油价格、利率以及经济增速的正面影响，欧洲在需求方面表现较为强劲，集团全年在欧洲和其他地区实现营收 1381 亿欧元（+4.2%）；集团全年在亚太地区实现销量 437 万辆（+9.0%），实现营收（不包含大众中国）358 亿欧元（+1.5%）。

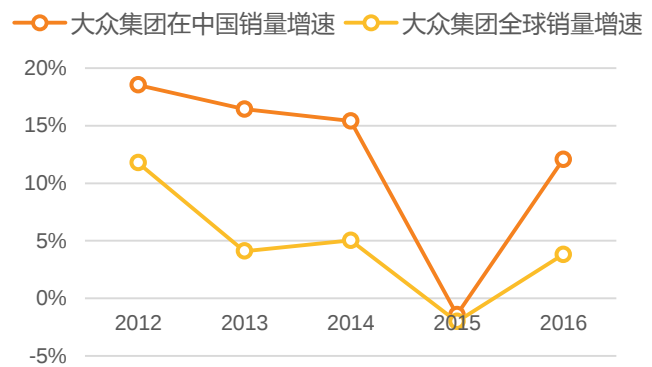
中国作为大众最为重要的海外市场，产销持续高增长。2016 年，大众在中国共销售 398 万辆汽车，同比增长 12.1%，远高于大众集团全球销量增速，同时中国销量增速也高于大众在其他大区销量增速。2016 年大众在中国销量占大众全球销量的 38.6%，创历史新高，其中一汽大众和上汽大众合计产、销量分别同比增长 13.9%和 12.1%；奥迪中国地区销量同比增长 3.6%；斯柯达中国地区销量同比增长 12.6%，中国再次成为斯柯达最大的单一市场。

图 21：大众集团中国销量占全球销量比例（单位：%）



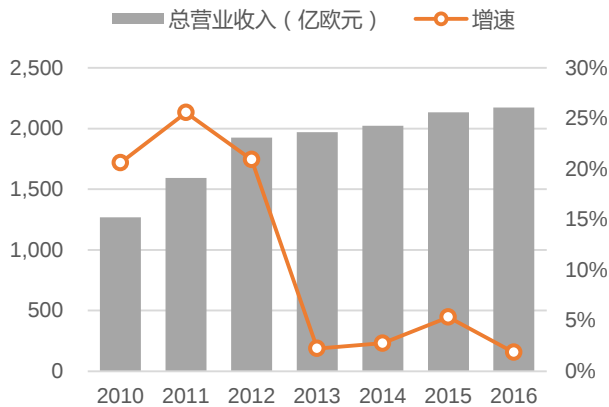
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 22：大众集团在中国与全球销量增速对比（单位：%）



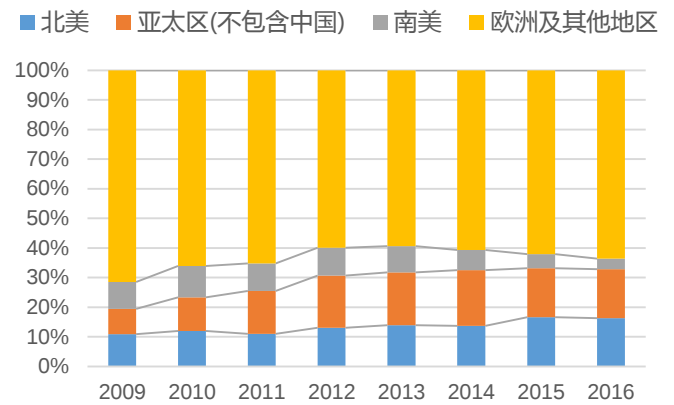
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 23：大众集团营业收入及增速（单位：亿欧元；%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：大众营业收入地区结构（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

未来布局：依旧锁定“2025 战略规划”（TOGETHER - STRATEGY 2025），未来将在客户满意度、雇员忠诚度、社会、环境责任和盈利能力方面做出努力。大众集团将从四个维度落实 2025 战略规划：

- 1) 核心业务转变：包括加强区域合作，**新能源布局**，提高零部件开发能力，**加强人工智能系统开发**等。其中，最为主要的是新能源车业务，大众将进一步推进北美和亚洲的新能源车布局，亚洲地区将重点布局入门级经济车型。未来几年，计划推出 **30 种纯电动汽车**，并在 2025 年之前实现 200-300 万销量，届时新能源车业务将占到集团总销售额的 20-25%；
- 2) 交通解决方案业务：大众集团计划开发并在未来提供定制化的交通解决方案，如物流机器人、汽车共享、按需运输等。目前公司已与德国汉堡市达成合作，将进一步推动城市可持续交通、自动驾驶和停车、交通流管理的发展；
- 3) 内部数字化转型：为配合核心业务的发展，大众集团将在各部门推进数字化转型，提高效率，降低成本；
- 4) 提高资金稳定性：为满足资本支出需求，将进一步优化品牌组合和资本结构，并加强运营管理，保证资金链的安全、稳定。

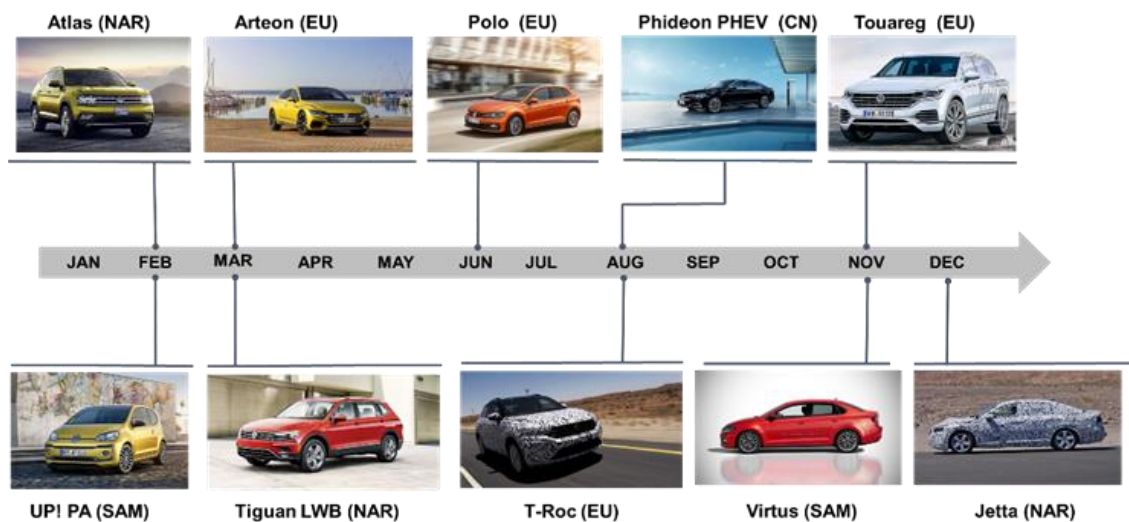
2017 新车规划出台，继续扩大产品版图。2017 年上半年起，大众开始投产 Atlas、Arteon 以及第二代长轴版途观。6 月起，全新 Polo 开始生产。8 月份，大众 T-Roc 将正式下线，T-Roc 是大众全新车型，定位是低于途观的最小型跨界车，它将和 Polo 一同在今天的法兰克福车展上亮相。辉昂是一款在华生产，专门针对中国市场的车型，此次将推出其电气化版本插电式混动车辉昂。全新途锐计划于 11 月份投产，在可预见的将来，它仍然是大众最豪华和最昂贵的车型，该车型设计灵感来自去年在北京首发的 T-Prime GTE 概念车。大众 2017 年计划的最后一款车型是 Jetta，将搭载大众的模块化 MQB 平台，该车计划于 12 月在北美投产。此外，在未来的产品战略层面，**大众将在全球范围内打造 19 款 SUV 车型**（包含同一款车在不同市场的不同版本），其中有 7 款新车将会在 2018 年底之前正式发布；而在新能源车型方面，大众将推出 I.D.系列车型，其量产本将会在 2020 年左右推出，初期共打造四款车型。

表 3：大众集团 2017 年新车规划

时间	车型	备注
6 月	新一代 Polo	欧洲首发
8 月	T-Roc	全新小型 SUV 欧洲首发
8 月	辉昂插电混动版	中国上市
11 月	新一代途锐	欧洲首发
11 月	Virtus	南美市场专供
12 月	新一代 Jetta	美版新一代速腾

资料来源：大众集团年度会议，天风证券研究所

图 25：2017 年大众集团规划发布车型



资料来源：大众集团年度会议，天风证券研究所

大众视中国为重中之重，为布局电气化转型。主要体现在：

- 1) 大众集团在中国销量占其全球销量的 39%，较 2015 年提升 3.2pp，合计营业利润 111 亿欧元（-7.1%），利润下滑的主要原因在于布局新能源汽车相关项目，中国市场对于大众集团愈发重要。
- 2) 新车方面，2016 年 9 月，针对中国市场提出的高级轿车大众辉昂推出；全新途观 L 在 2017 年 1 月在国内市场登陆，大众神车销量爬坡；广州车展上，大众乘用车在中国市场上的首款 7 座 SUV 途昂亮相，已于 2017 年 3 月上市；插电混奥迪 A6 L e-tron 也于 2016 年在中国推出；
- 3) 主力车型，目前，中国地区的大众畅销车型主要为捷达，朗逸，速腾，桑塔纳，途观，奥迪 Q3、Q5、A6 L 和斯柯达；
- 4) 新能源车方面，拟与江淮汽车签订合作关系，共同开发廉价纯电动车型；与一汽大众计划于青岛和天津新建新能源车工厂；e-mobility 战略计划在 2020 年前在中国推出 15 款新能源车（各家合资企业加总），公司在中国布局电气化转型提前为双积分政策做准备；
- 5) 产能方面，公司规划于 2020 年前逐步将在中国的产能扩大至 500 万辆，为此，大众和一汽作为国内合资方，也将进行融资为进一步扩产做准备。

3.1.2. 通用集团：产品结构逐渐调整 中国市场仍为重点

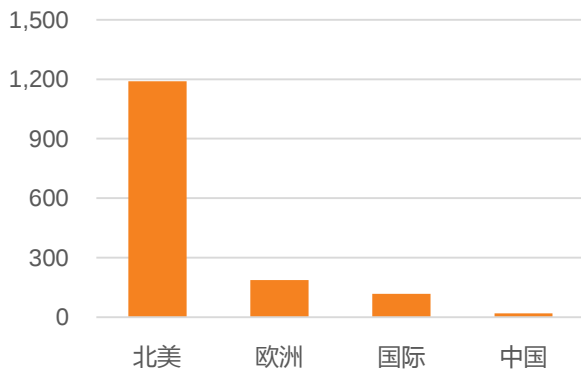
通用集团整体营收增速高于销量增速，多项指标创下历史纪录。通用集团 2016 年表现亮眼，营收增速高达 9.2%，明显快于全球范围内汽车总销量增速 0.5%，且包括营收、调整后 EBIT 以及 EBIT%在内的多项指标均创造历史最佳成绩，主要受益于：

1) 整车产品结构有所调整。从全年销量数据中可以发现，中高端品牌（别克）以及豪华品牌（凯迪拉克）销量分别同比增长 16.3%和 11.1%，产品结构的变化导致单车均价有所提升，驱动整车营收增长 7.5%。其中，中国市场凯迪拉克表现尤为抢眼，首次年销量突破 10 万辆，同比增长近 46.0%；

2) 金融服务业务高速增长，渗透率不断提升，提供营收增长高弹性。通用集团金融服务业务基本覆盖全球主要汽车市场，且提供汽车贷款、融资租赁等全线产品，未来上升空间大；

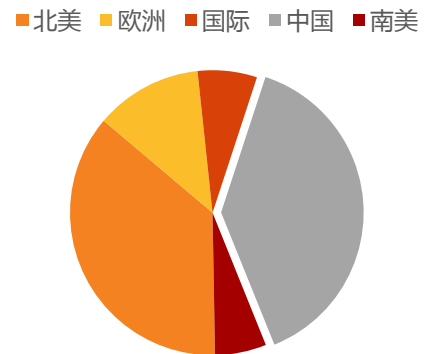
3) 运营成本控制较好，改善盈利能力。公司 2016 全年调整后 EBIT 125 亿美元（+15.9%），EBIT%上升 0.4pp 至 7.5%，公司精心规划成本缩减计划，效果较好。通用发展趋势稳定，预计 2017 年整车销量持续稳定增长，金融服务将继续放量，业绩有望实现突破。

图 26：通用 2016 年营业收入（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：通用 2016 年汽车销量区域分布（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

自由现金流充足，未来布局“电动化+智能化+共享化”。2016 年公司经营活动现金净值为 143 亿美元，调整后自由现金流达 69 亿美元（+212.9%）。未来现金流充足，在确保整车业务稳定发展的同时，有意愿也有能力继续投入新概念的研發，其中包括：1) 新能源汽车方面，未来在中国市场发布 10 款新车型，并将专用电池供应商工厂设立在中国；2) 自动驾驶方面，正在 Scottsdale 及 San Francisco 地区测试 30 辆电动雪佛兰 Bolt 汽车的无人驾驶功能，坦言在机器学习及安全措施充分完善后，发挥主机厂优势，有能力迅速投产；3) 共享出行方面，与 Lyft 联手打造汽车分时租赁品牌 Maven，打入城市交通市场。

图 28：雪佛兰 bolt 无人驾驶汽车



资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

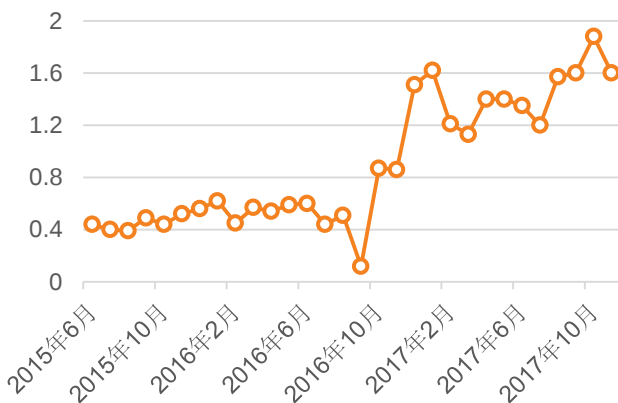
图 29：通用旗下汽车分时租赁品牌 MAVEN



资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

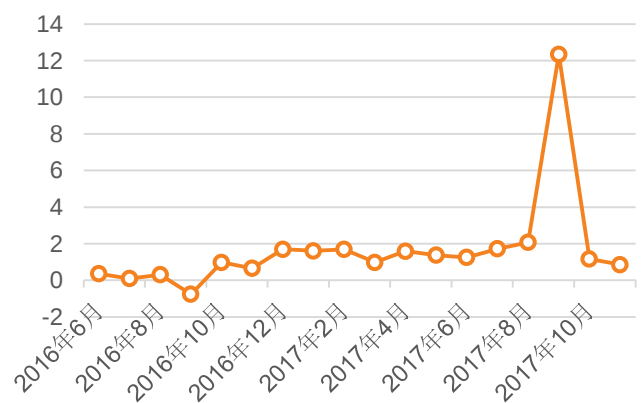
豪车市场凯迪拉克快速增长，势头强劲。2016 年凯迪拉克在华销量突破十万，达到为 11.6 万台，同比增长 46.0%，而在 2017 年前 7 个月，凯迪拉克增长趋势依旧强劲，共销售 8.1 万台，同比增长 140.4%，与二线豪车品牌领域处于领先地位，进一步缩小与 ABB 之间的差距。在车型方面，最畅销的车型是中型 SUV XT5，在 5 月份销量为 5129 台，前 5 个月累计销售 2.6 万台，同比增长 455.0%。而 XTS 以及去年上市的 CT6 在 2017 年 1-5 月份同比增长 26.3%和 70.7%。2016-2017 年是凯迪拉克在中国市场的销售高速增长年，仅在 2016 年凯迪拉克就在中国新上市 XT5、CT6、ATS-L 以及 XTS 改款车等车型，对中国市场的重视程度也正逐步上升，而中国市场也将成为凯迪拉克最大的单一市场。

图 30：凯迪拉克在中国销量走势(单位：万辆)



资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 31：凯迪拉克在中国销量同比增速（单位：%）



资料来源：搜狐，天风证券研究所

凯迪拉克 XT5 作为凯迪拉克旗下首款国产 SUV 车型，不辱使命。XT5 在尺寸方面较同级别车型更大，车内空间更加宽阔。外观采用凯迪拉克经典的砖石切割理念，增强车身豪华感。XT5 的最重要的优势是其在安全配置，配备 HUD 抬头显示、防碰撞提示、360 度全景影像功能、坡道起步辅助系统等，几乎涵盖了现阶段大部分主动被动安全配置。XT5 在上市之后不负众望取得良好的销售成绩，一跃成为凯迪拉克在中国市场的最畅销车型。即将于 2017 年三季度上市的新款 XT5 将配备 9 速自动变速箱，以及包括发动机启停、动力辅助以及能量回收等功能的微混系统。

图 32: 凯迪拉克 XT5 外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 33: 凯迪拉克 XT5 内部空间

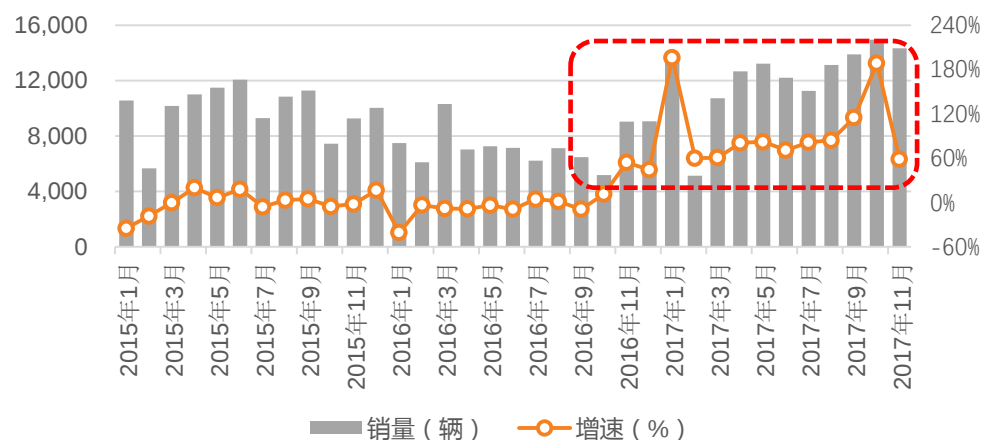


资料来源：公司官网，天风证券研究所

别克 GL8：升级换代，成功开拓中高端私人 MPV 市场。随着居民购买力的提升国内中产阶层的扩大以及二胎政策的放开，市场对中高端 MPV 细分车型的需求不断提升。为拓展中高端私人 MPV 市场的份额，别克针对市场需求，通过对 GL8 升级换代，强势推出了由 GL8 Avenir、GL8 ES 豪华商旅车以及全新 GL8 商旅车产品组合，进一步满足了高端用户的个性化消费需求。更新后的全新 GL8 系列较老款 GL8 更加豪华高端，均价由老款的 25 万提升至 30 万元。新款 GL8 凭借精准的市场定位，优良的品质，迅速开拓了中高端私人 MPV 市场，销量和市场份额不断提升，2017 年 5 月，全新 GL8 月销量再次突破 1.3 万辆大关，达到 13,222 辆，前六个月 GL8 全系共销售 6.8 万辆，同比增长 54.5%，创历史新高，继续稳居合资品牌 MPV 销量王座。

全新 GL8 的量价齐升带动产品利润率提升。据我们测算，GL8 单车毛利率大约在 35% 以上，GL8 以上汽通用 8% 的销量占比来看，贡献了上汽通用 40% 的净利润占比，成为上汽通用利润增量的核心来源：1) 销量翻番，2016 年 GL8 的平均月销量为 5-6 千辆，2017 年已稳定在 1.2 万辆左右；2) 利润进一步提升，过去的 GL8 毛利率维持在 30% 以上的水平，目前新款平均提价 5 万元，边际改动成本低，且车型/平台早已完成大部分折旧摊销。

图 34: 别克 GL8 销量及同比增速（单位：辆；%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：别克 GL8 ES 外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 36：别克 GL8 Avenir 外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.1.3. 大众通用 SUV 新车型接踵投放 补齐产品线短板

大众 SUV 新车型络绎不绝，完善产品结构。大众一扫此前 SUV 市场仅靠途观孤军奋战的局面，积极推出 SUV 新车型，产品线日趋丰富：1）中国市场，全新途观 L 在 2017 年 1 月上市，大众神车销量持续爬坡；大众乘用车在中国市场上的首款 7 座 SUV 途昂于广州车展上亮相，月销已稳定在 5,000 以上；2）斯柯达于 2016 年巴黎车展推出全新 SUV 系列柯迪亚克，此款车型已于 2017 年 4 月登陆中国市场；全新 Yeti 也即将于 2018 年推出。3）2017 年上汽大众将推出大众途安 L Cross 版，新车除长宽高有所增加外还对进气格栅样式调整，更接近新途观 L 的处理，将搭载 1.4T 发动机；

通用 SUV 新车型持续投放，加紧抢占 7 座 SUV 市场。通用突破 SUV 市场上昂科威一枝独秀的现状，新车型密集上市：1）2017 重磅推出 SUV 雪佛兰探界者，进一步抢占 SUV 市场；2）4 款 7 座 SUV 车型陆续投产，未来均有望引入中国，其中包括，新一代昂科威，GMC 2017 款 Acadia，雪佛兰 Traverse，以及凯迪拉克计划推出的大型七座 SUV。

图 37：新一代昂科威



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 38：雪佛兰探界者



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 合资龙头地位稳固 行业集中度提升继续利好

上汽合资销量表现稳健，龙头地位稳固。2017 年上汽大众销量 202.7 万，同比微降 0.03%，稳居整车销售冠军；上汽通用销量 189.0 万辆，同比增长 2.11%，销量全国第三；上汽通用

五菱位居其后，2017 销量 151.2 万，同比增长 10.87%，跻身全国前四。

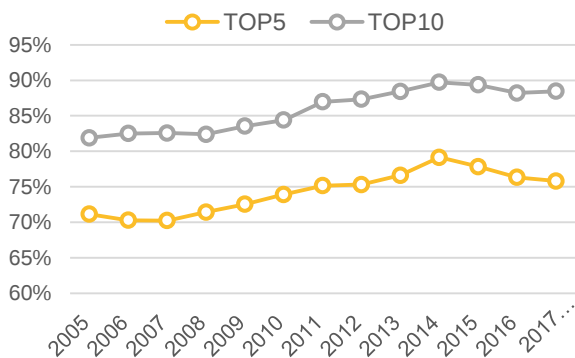
表 4：2017 年整车前 20 车企销量及增长（单位：辆；%）

排名	厂商	2017 累计销量	2016 累计销量	%同比变化
1	上汽大众	2,027,165	2,027,858	-0.03%
2	一汽大众	1,939,400	1,904,980	1.81%
3	上汽通用	1,889,865	1,850,764	2.11%
4	上汽通用五菱	1,519,879	1,370,922	10.87%
5	吉利汽车	1,178,532	777,296	51.62%
6	东风日产	1,084,566	1,035,691	4.72%
7	长城汽车	888,213	894,391	-0.69%
8	长安福特	816,139	950,470	-14.13%
9	北京现代	787,574	1,168,070	-32.57%
10	长安汽车	739,599	787,433	-6.07%
11	东风本田	722,092	584,131	23.62%
12	广汽本田	720,532	684,017	5.34%
13	一汽丰田	717,954	655,226	9.57%
14	上海汽车	492,702	308,301	59.81%
15	广汽乘用车	485,517	373,877	29.86%
16	广汽丰田	443,869	422,141	5.15%
17	北京奔驰	417,339	313,048	33.31%
18	神龙汽车	407,172	613,368	-33.62%
19	东风悦达起亚	404,869	643,794	-37.11%
20	华晨宝马	371,316	312,460	18.84%

资料来源：wind，天风证券研究所

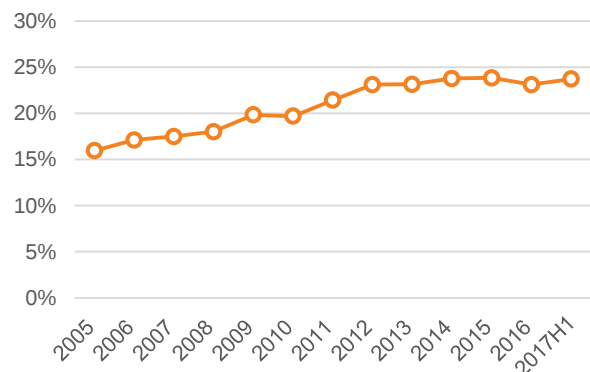
行业集中度逐步提高，上汽龙头地位稳固。2008 年以来，我国汽车产业内部整合和分化速度加快，产业集中度迅速攀升，2016 年以上汽集团、东风汽车、一汽集团、长安汽车为首的前十二大汽车集团市场占有率 92%，前十大厂商市场占有率为 88.5%，高度的产业集中推动汽车行业整体规模效应进一步凸显。上汽集团的市场占有率稳中有升，2010 年以来基本保持在 20%-25%，2016 年销量 648.9 万辆，市占率 23%。上汽规模持续扩大，龙头地位稳固，有助于其发挥规模效应，降低成本；同时加强在产业链内的话语权。

图 39：汽车市场集中度（单位：%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 40：上汽集团市场占有率（单位：%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

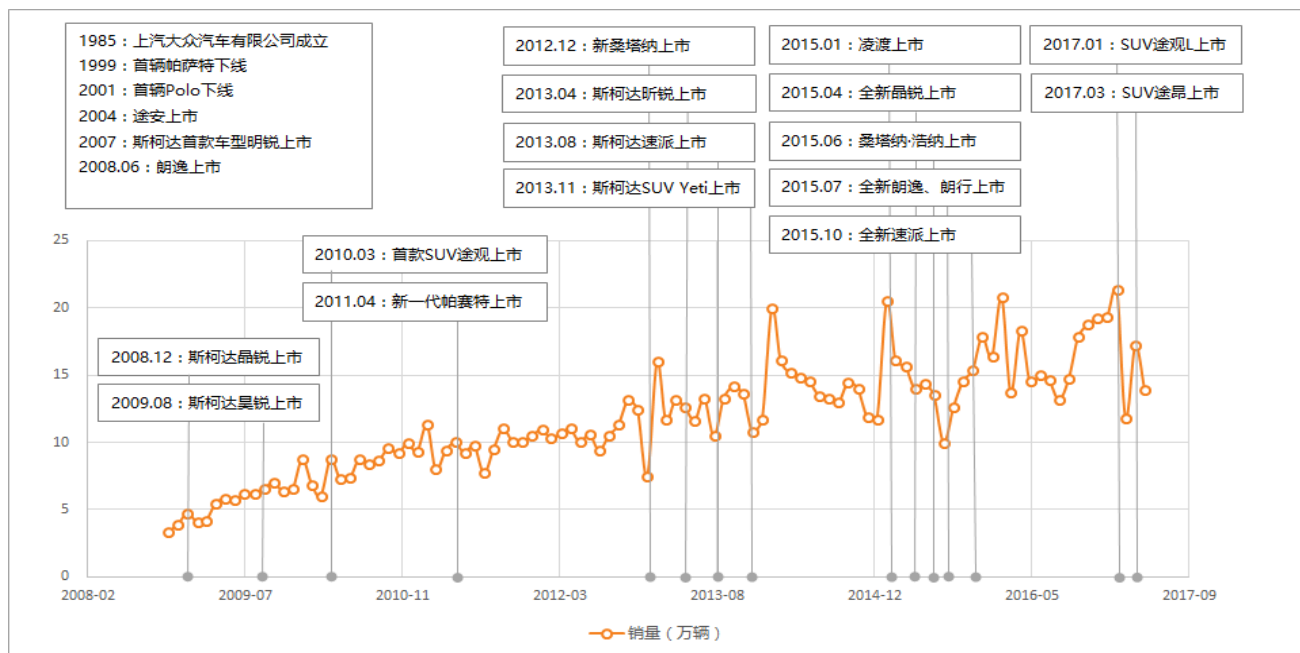
3.3. 合资产品周期不断 全力进军 7 座 SUV 蓝海市场

3.3.1. 上汽大众：继续书写辉煌 豪车奥迪注入预期

大众集团“2025 战略”上汽有望受益更多。“2025 战略规划”将亚太地区尤其是中国地区作为核心地区，未来将在中国投入更多资源与资金，增强区域合作。上汽集团作为大众集团中国区主要合作方，未来将得到更多技术、车型以及资金上的支持，尤其是在新能源车业务、智能出行方面。

大众“神车”升级回归，2017 众多新车整装待发。2017 年 1 月，大众“神车”途观升级换代车型途观 L 上市，开启上汽大众 SUV 大年。大众途观自上市以来就是大众品质的代表，常年稳居合资品牌 SUV 销量榜首，截至 2016 年底，累计销量近 130 万辆。近年来，SUV 市场大热，上汽大众缺乏 SUV 布局是其销量难以有大幅突破的原因之一。2017 年，除途观 L 外，7 座途昂和斯柯达柯迪亚克上市，大众全面布局 SUV 产品线，预计将在销量上有重大突破。此外，老车型推陈出新，全新浪逸、朗行、速派有望贡献增量。

图 41：上汽大众车型上市及销量情况（单位：万辆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：上汽大众新上市车型概览

品牌	车型	上市时间	上市类型	车型
大众	辉昂 PHEV	2017 年	改装增配	轿车
	新款 Polo	2017 年	改装增配	轿车
	Tiguan Allspace	2017 年	改装增配	SUV
斯柯达	VISION E 概念车	-	-	-
	速派混动版	2019 年	改装增配	掀背车
	全新 Yeti	2017 年底	改装增配	SUV
	全新明锐	2017 年底	改装增配	掀背车
	全新明锐旅行车	2017 年底	改装增配	掀背车
	昕锐（中期改款）	2017 年中	改装增配	轿车

资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

上汽大众开拓 7 座中大型 SUV 市场，定价彰显强劲竞争力。2017 年上海车展，大众首款中大型国产 7 座 SUV 途昂上市，售价区间为 30.89-51.89 万元。本次上市的产品途昂在高端豪华车市场极具竞争力，助力上汽巩固合资龙头地位。途昂的核心竞争优势在于：1）顺应二胎政策下驱动的家庭用车需求，为上汽大众开拓目前供不应求的 7 座中大型 SUV 蓝海市场；2）途昂是大众 MQB 平台中尺寸最大的车型。尺寸（5039*1989*1773mm，轴距 2980mm）超越细分领域内大部分车型，直逼奥迪 Q7，加速和刹车成绩在同级中非常出色，配置选择丰富；3）定价夺人眼球，标配（2.0T 自动挡两驱舒适版）售价 30.89 万元，此版本动力及配置基本满足城市内需求，对标德系车型奥迪 Q7 价格优势明显（Q7 标配版本 75.38 万元），对标日系或美系车型中配版本价格几乎持平（丰田汉兰达 2.0T 四驱豪华版 29.48 万元），但品牌溢价明显。

图 42：上汽大众途昂外观



资料来源：上汽大众官网，天风证券研究所

图 43：上汽大众途昂内饰



资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

销量火爆，有望成为下一代神车。途昂上市后受到消费者青睐，销量持续走高，上市 7 天便收到近万辆订单，首月即销售即突破 5,000 辆，达到 5,391 辆，5 月份销量突破 6,000 辆，达到 6,033 辆，6 月份销量再次大幅增长，环比增长 10.6%，共卖出 6,675 辆，迅速占据大中型 SUV 市场的前三位置。

表 6：上汽大众途昂对标情况

品牌	途昂	奥迪 Q7	汉兰达	普拉多	锐界	XC90
派系	德系	德系	日系	日系	美系	欧系
厂商	上海大众	进口	广汽丰田	一汽丰田	长安福特	沃尔沃亚太
厂商指导价 (万元)	30.89-51.89	75.38-109.88	24.88-42.28	42.98-62.53	27.98-44.98	54.89-63.89
级别	中大型	中大型	中型	中大型	中型	中大型
车身结构	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV
尺寸 (mm)	5039*1989 *1773	5086*1968 *1716	4855*1925 *1720	4780*1885 *1845/1890/	4878*1925 *1734/1770	4807*1936 *1748
轴距 (mm)	2980	3001	2790	2790	2850	2857
发动机	2.0T/2.5T	2.0T/3.0T	2.0T/3.5L	2.7L/3.5L	2.0T/2.7T	2.5T
变速箱	7 档双离合	8 档手自一体	6 档手自一体	6 档手自一体	6 档手自一体	5 档手自一体
油耗	7.5-10.1	8.5-9.2	8.2-10.4		9.1-10.6	11.8

最大输出功率 (Kw/prm)	137/4100-6000; 162/4500-6200; 220/6000	185/5000-6000; 245/5500-6500	162/4800-5600; 201/6200	120/5200; 206/6000	180-242/5500	154/5000
最大输出扭矩 (Nm/rpm)	320/1500-4000; 350/1500-4400; 500/2750-3500	370/1600-4500; 440/2900-5300	350/1700-4000; 337/4700	246/3900; 365/4500	350/1750-4500 475/2500-4500	320/1550-4500
最大马力 (Ps)	186/220/299	252/333	220/273		245/329	209
最高车速	200/210/225	233/250			192/209	210

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

神车途观重出江湖，加长版改造针对国人口味。途观 L 作为途观的换代款 SUV 于 2017 年 1 月上市，途观作为大众集团旗下的“神车”，凭借其优秀的性能和合理的定价蝉联多年合资品牌 SUV 市场的第一宝座，但随着车型的老化以及国内消费者对车内空间更大车型的偏好，老版途观作为紧凑型 SUV 优势渐消，在 2016 年出现销售下滑，由 2015 年的月均销售 2.2 万辆下滑至 2016 年 1.9 万辆，而合资 SUV 市场的销售王座也被昂科威取代。

途观 L 作为途观的换代款，是更加符合中国市场需求的中型 SUV。相对于老版途观，途观 L 有了全方位的提升，1) 首先是途观 L 进行了加长处理，车内空间更大，由老款的紧凑型 SUV 改款为中型 SUV，更加符合消费者需求。2) 动力总成全面升级，并改善了老款途观双离合顿挫的问题。3) 途观 L 在配置方面更加全面，尤其是在辅助驾驶以及安全系统方面有较大提升。

图 44：途观 L 外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 45：途观 L 内部空间



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 7：途观与途观 L 主要参数对比

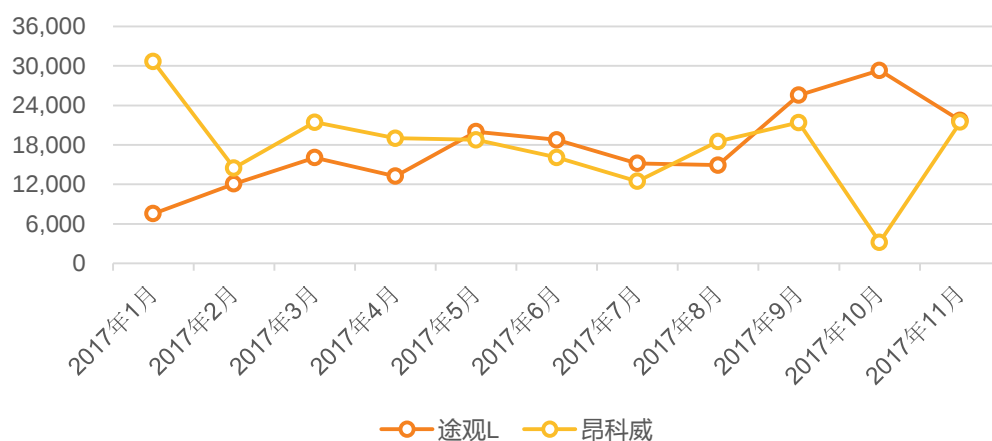
名称	途观 自动丝绸之路舒适版	途观 L 四驱至尊旗舰版	
级别	紧凑型 SUV	中型 SUV	
长×宽×高(mm)	4506×1809×1685	4712×1839×1673	车内空间更大，改款为中型 SUV，更加符合消费者需求
轴距(mm)	2684	2791	
轴距(mm)	2684	2791	
最高车速(km/h)	190	220	
发动机	1.8T L4	2.0T L4	动力总成全面升级

最大马力(PS)	160	220	
最大功率(kW)	118	162	
最大扭矩(N · m)	250	350	
挡位个数	6	7	
变速箱类型	自动变速箱(AT)	双离合变速箱(DCT)	
膝部气囊	-	●	
自适应巡航	-	●	
倒车视频影像	-	●	
全景摄像头	-	●	
HUD 抬头数字显示	-	●	
多媒体配置			
GPS 导航系统	-	●	途观 L 在配置方面更加全面，尤其是在辅助驾驶以及安全系统方面有较大提升。
车联网服务	-	●	
中控台彩色大屏	-	●	
中控台大屏尺寸	-	8 英寸	
自动泊车入位	-	●	
发动机启停技术	-	●	
并线辅助	-	●	
车道偏离预警系统	-	●	
主动刹车/主动安全系统	-	●	

资料来源：太平洋汽车网，天风证券研究所

途观 L 在上市后取得了良好的成绩，爬坡迅速：在 2017 年 4 月完成对昂科威的超越，5 月份途观 L 销量突破 2 万辆，从销量上进一步拉开与对标车型别克昂科威的差距。

图 46：途观 L 和昂科威销量（单位：辆）



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

斯柯达突进 SUV，7 座 SUV 柯迪亚克强势上市。作为一款中型 SUV，KODIAQ 柯迪亚克是斯柯达全新 SUV 战略下诞生的首款车型。车身长宽高分别为 4,698mm、1,883mm、1,676mm，轴距达 2,791mm，并提供 5 座与 7 座车型，车内空间更大。动力方面，柯迪亚克搭载了最新的第三代 EA888 发动机，共有 1.8TSI、2.0TSI 两种排量，匹配 7 档 DSG 双离合变速箱。其 7 座四驱旗舰版车型还提供了 4X4 智能四驱系统，大幅提高了各种路况的应对能力。

图 47：斯柯达柯迪亚克外观



资料来源：斯柯达官网，天风证券研究所

图 48：斯柯达柯迪亚克内饰



资料来源：斯柯达官网，天风证券研究所

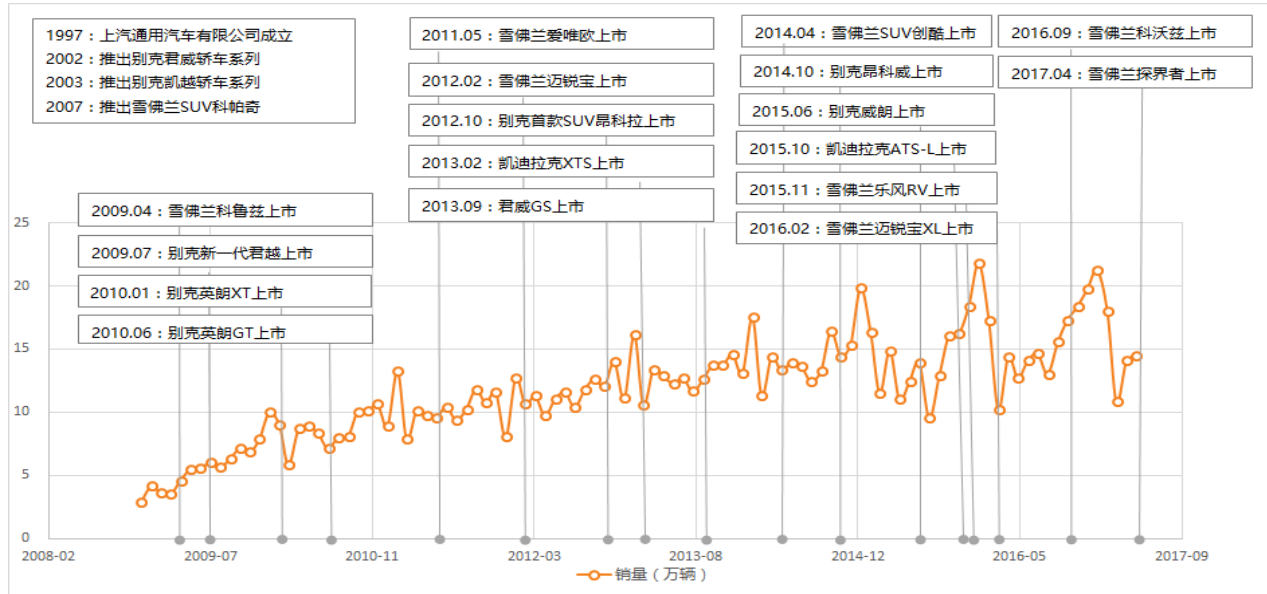
携手奥迪，进军一线豪车市场，上汽大众品牌价值再升级。上汽大众与奥迪签订合作协议，计划将于 2018 年成立合资公司，届时上汽将成为奥迪在华的第二个合作伙伴。预计上汽与奥迪的合作形式将类似上汽斯柯达模式：产品由上汽大众代工生产，不新建厂房，利用上汽大众现有的平台和技术基础投产部分奥迪车，并且开拓新的“上汽奥迪”经销商渠道。同时，本次合资车型预计可能覆盖 A5、A7 以及 Q4 三款车型，原因在于三款车型均使用 MLB Evo 平台，将这三款车型国产化，无需重新布局平台生产线，成本大大降低。携手奥迪将成为上汽进军一线豪华品牌的一个契机，有望为上汽大众带来品牌溢价，同时，从产品和合作模式上看，此次合作收益有望在不久的将来以较低成本兑现。

3.3.2. 上汽通用：产品结构上调 有望量利齐增

中国市场稳健发展，未来为通用集团业务拓展重点。1) 通用汽车及合资企业全年在华零售销量共计 387 万辆，同比增长 7.1%，中国市场销量占全球销量的 39.0%。上汽通用五菱及宝骏的加入促进公司在中国市场的销量增长；2) 中国未来依然为公司战略部署重地。未来五菱、宝骏经历研发产品周期之后逐步享受利润红利，为合资企业提供巨大业绩增量；且公司未来在中国布局多款新车型刺激市场：雪佛兰 Equinox 进军小型 SUV 领域，别克、凯迪拉克多款经典车型换代。

2017 新车型持续投放，加快市场占有步伐。上汽通用新车型投放密集，2015-2016 年别克威朗、凯迪拉克 ATS-L、雪佛兰迈锐宝 XL、雪佛兰科沃兹相继上市，旗下各大品牌新车上市与改装增配各占半壁江山。2017 重磅推出 SUV 雪佛兰探界者，进一步抢占 SUV 市场，加快细分市场的布局，实现各端市场的全覆盖。

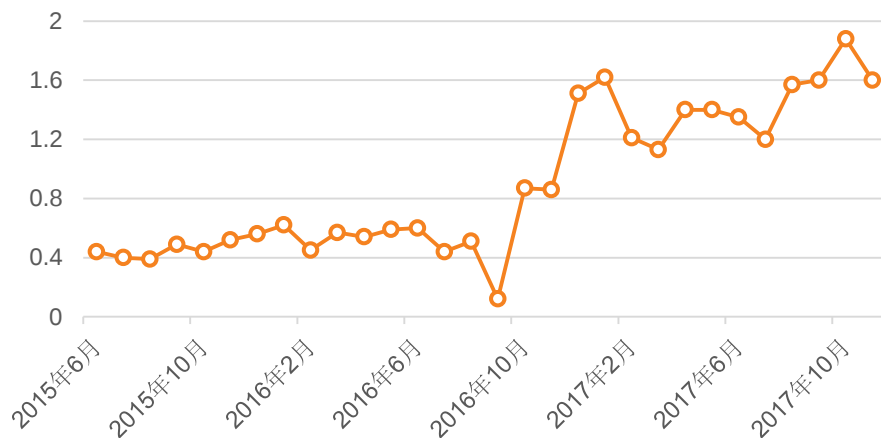
图 49：上汽通用车型上市及销量情况（单位：万辆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

凯迪拉克国产化进程加速，带动通用产品结构上调。2016年起，凯迪拉克国产化进程明显加速，轿车CT6和SUV XT5进入中国，凯迪拉克在华产品线进一步丰富，同时这两款产品的推出大幅拉高凯迪拉克在华车型均价（原价格区间为30-48万元，两款新产品价格区间在36-82万元），产品架构上调明显。2016年，随新品推出，销量缓慢爬坡，下半年，销量出现迅速增长，全年销量8.7万辆，同比增长64.3%，凯迪拉克在华需求可见一斑。未来几年，凯迪拉克多款新车将陆续启动国产，凯迪拉克产品线将进一步丰富，有望带动通用整体量利齐增。

图 50：凯迪拉克销量走势情况（单位：万辆）



资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

通用投产4款7座SUV车型，引入国内指日可待。通用旗下四大品牌总计有7座SUV即将上市，纷纷抢占中大型SUV市场。新一代昂科威将基于C1XX长轴距平台打造，动力方面将拥有215千瓦的最大功率和366牛米的最大扭矩。凯迪拉克将推出大型七座跨界SUV，将基于凯迪拉克XT5平台的长轴距版打造。GMC与雪佛兰也各自推出大型SUV车型，2017款Acadia和雪佛兰Traverse纷纷上市。这些车型在推出后均有望引入国内。

表 8：上汽通用新上市车型及通用规划概览

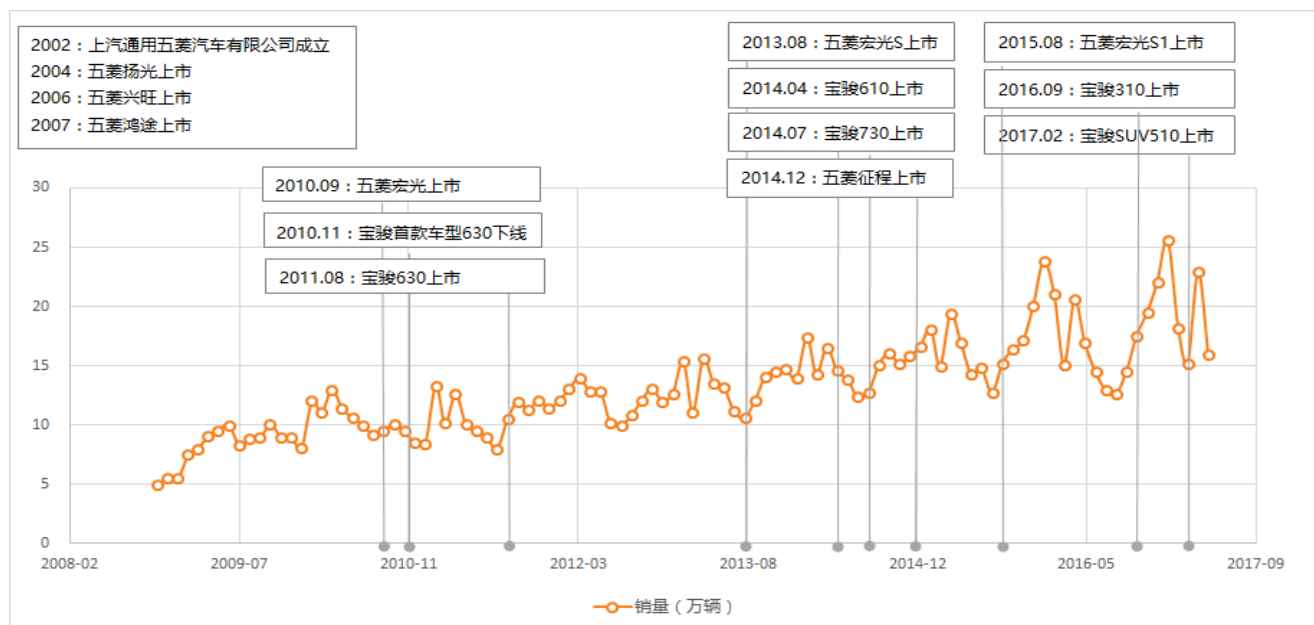
品牌	车型	上市时间	上市类型	结构
别克	君威	2017.04	改装增配	轿车
	GL6	2017 年	新车上市	MPV
	新一代昂科雷	2017 年	改装增配	中大型 SUV
	GL8 2.5L	2017.03	改装增配	MPV
雪佛兰	科鲁兹两厢版	2017.02	改装增配	轿车
	科鲁兹 RS	2017 年	改装增配	轿车
	Traverse	2017 年	新车	中大型 SUV
	迈锐宝 XL 混动	2017 年	改装增配	轿车
凯迪拉克	科迈罗 RS	2017.02	改装增配	轿车
	CT6 PHEV	2017 年	改装增配	轿车
	XT5	2017.5	新车上市	中型 SUV
	XT4	2017.8	新车上市	大型 SUV
GMC	2017 款 Acadia	2017 年	改装增配	中大型 SUV

资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

3.3.3. 上汽通用五菱：开辟低端 7 座 SUV 市场 进军海外市场

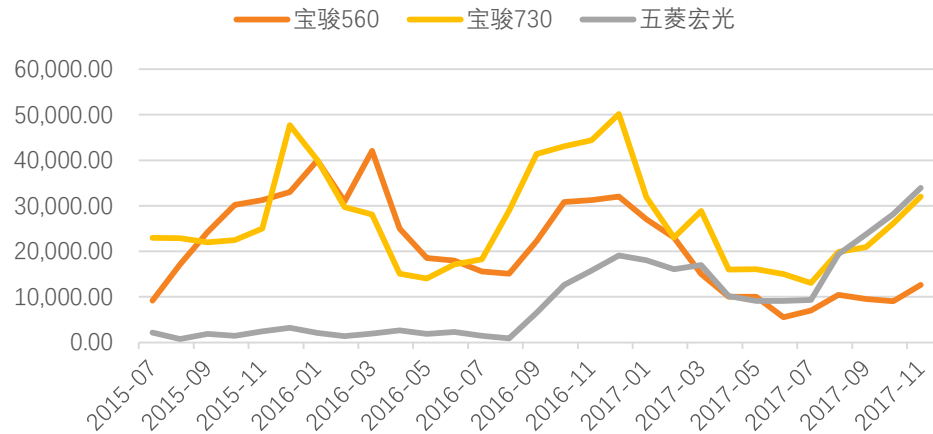
各大车型全面推进，销量喜人转型成功。上汽通用五菱旗下宝骏与五菱两大品牌持续推陈出新，加速抢滩乘用车市场。宝骏 560、宝骏 730、五菱宏光系列上市以来销量可观；新 SUV 产品宝骏 510 于 2017 年初上市，甫一上市即畅销；五菱也将跻身 SUV 竞争大局，旗下首款 SUV 即将推出，势在抢占中大型 SUV 市场份额。五菱凭借多款新车型成功转型，未来乘用车市场仍可期待。

图 51：上汽通用五菱车型上市及销量情况（单位：万辆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：上汽通用五菱主要品牌销量（单位：万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

表 9：上汽通用五菱新上市车型概览

品牌	车型	上市时间	上市类型	结构
宝骏	E100（纯电动）	2017 年	新车上市	微型车
	310 Wagon	2017.7	新车上市	旅行车
	510	2017 年	新车上市	MPV
	560	2017 年	改装增配	MPV
	730	2017 年	改装增配	MPV
	310	2017 年	改装增配	MPV
	510 自动挡	2017 年	改装增配	MPV
五菱	宏光 S3	2017.11	新车上市	SUV

资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

上汽通用五菱挺进 SUV 市场，首发瞄准 7 座 SUV。在刚刚落幕的上海车展上，上汽通用五菱带来了五菱品牌旗下首款 SUV——五菱宏光 S3。作为一辆前置后驱的 7 座 SUV，五菱宏光 S3 整体造型大气，其长宽高分别为 4655/1735/1780mm（高配车型高度为 1790mm），轴距长达 2800mm，动力则有 1.5L 自然吸气及 1.5T 涡轮增压两款发动机选择。随着“五菱牌 SUV”的亮相，对于追求性价比和实用性的消费者来说，不再只有微面可供选择。上汽通用五菱选择 7 座 SUV 作为其 SUV 市场的首发试水，既体现了品牌向乘用车转型的趋势，也展现了其对 7 座 SUV 市场的重视和运筹帷幄。

图 53：上汽通用五菱 S3 外观



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 54：上汽通用五菱宏光 S3 内饰



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

以东南亚为主战场，布局海外战略。自 2005 年上汽集团提出东南亚市场战略起，公司逐步加强海外市场布局。2012 年，上汽通用五菱首次采用 CKD 方式换标雪佛兰向埃及出口五菱荣光；2013 年 5 月 9 日，五菱宏光戴上雪佛兰金领结，登陆印度市场，位列 MPV 细分市场第二位。2011 年至 2016 年，上汽通用五菱累计出口 137,754 台/套，产品出口至中南美洲、非洲、中东和东南亚近 40 个国家，在中国微客细分市场出口销量排名第一。

印尼工厂投入运营，逐步探索国际化发展。2012 年起，上汽通用五菱投资 7 亿美元建造上汽通用五菱印尼工厂。2017 年 7 月，上汽通用五菱印尼工厂正式投入运营，工厂占地 60 公顷，其中主机厂占地 30 公顷，供应商园区占地 30 公顷，建成后具备年产 12 万辆整车的能力。为了更好的直面印尼市场里日本丰田和铃木等车型的竞争，上汽通用五菱输出与国内同步或更超前的产品，如首款下线的 Confero S，其对标竞争车型为连续多年深耕印尼市场的丰田 Avanza 和大发 Xenia 等。2017 年全年，印尼公司配套建设约 50 家覆盖印尼全国的销售服务网点。印尼工厂的落成投产，成为上汽通用五菱以“造船出海”模式探索国际化发展的重要实践。

图 55：上汽通用五菱印尼工厂



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 56：五菱 Confero S



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.4. 投资收益“大众+通用”稳中有升

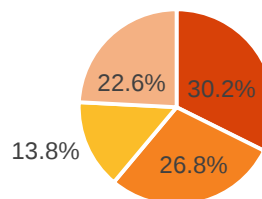
2016 年营业收入稳定增长，合资品牌助力良多。上汽大众自合资公司成立以来即通过上汽全资控股的销售公司将营收间接并入集团财务报表；上汽通用在 2012 之前由上汽控股并直接将营收并入报表，上汽集团直接持有上海通用 50%股权，并通过上汽香港间接持有

上海通用 1%股权，合计持股比例为 51%；2012，上汽集团将所持有的上海通用 1%股权转让予通用汽车中国公司，从而丧失控制权，自此，上汽通用与上汽大众同一模式间接将营收并表。截至 2017 年末，两家合资公司都以投资收益的形式为集团贡献业绩。

2016 年，上汽集团营收 7,564.2 亿元，同比上升 13.8%。其中，上汽大众营收 2,285.5 亿元，同比增长 4.6%，占集团营业总收入 30.2%；上汽通用营业收入达 2,029.6 亿元，同比增长 14.2%，占集团营业总收入的 26.8%。两个子公司合计占公司营收的 57.0%。

图 57：上汽集团 2016 年各板块营业收入占比（单位：%）

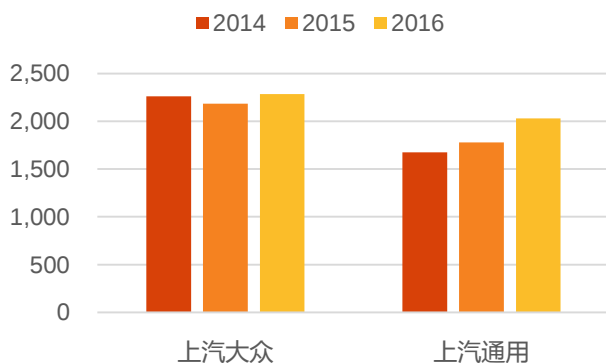
■ 上汽大众 ■ 上汽通用 ■ 上汽通用五菱 ■ 其他营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

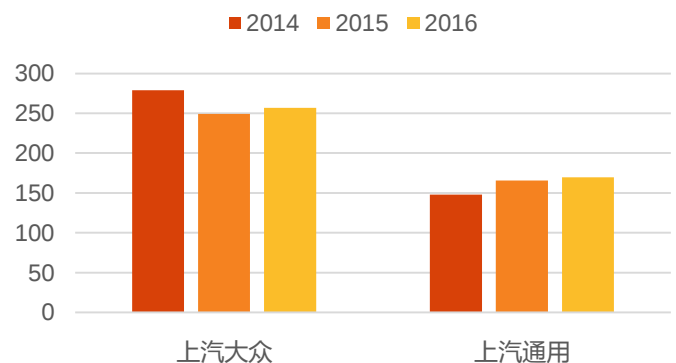
净利润稳健增长，合资品牌功不可没。2016 年，公司归母净利润 320.1 亿元，同比增长 7.4%。上汽大众、上汽通用归母净利润分别为 256.8 亿元与 169.5 亿元，分别同比增长 3.1%、2.3%，贡献投资收益分别为 128.0 亿元和 84.0 亿元，上汽大众和上汽通用两家合资车企贡献了公司三分之二的利润，合资品牌的稳健增长，为公司提供稳定投资收益，两大巨头品牌携手助力上汽巩固合资龙头地位。

图 58：上汽大众与上汽通用营业收入（单位：亿元）



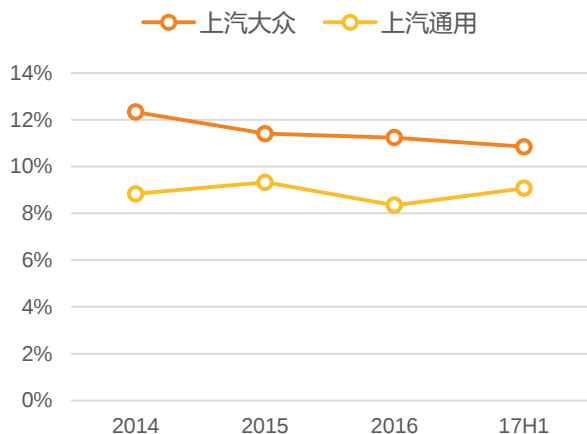
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 59：上汽大众与上汽通用归母净利（单位：亿元）



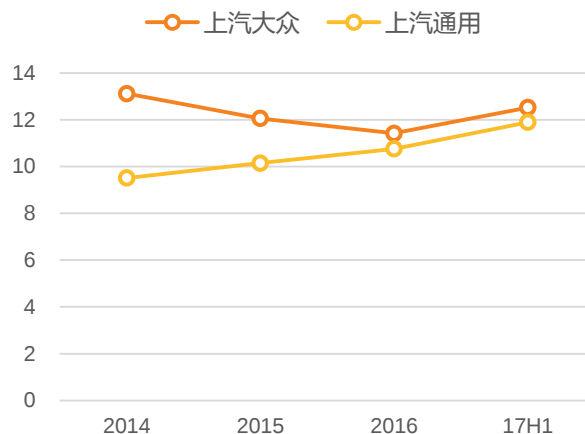
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 60：上汽大众与上汽通用净利润率（归母净利润/总营收）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 61：上汽大众与上汽通用汽车均价（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上汽大众、通用产品结构向上，产品利润率有望改善。2016 年上汽大众净利润率以及单车均价略有下跌，2017 年上半年，伴随着新产品的发布，汽车单车均价回升，产品结构向上发展，净利润率略有下降，但趋于稳定。2017 年上半年，上汽通用净利润止跌回升，单车均价有较大幅度上涨（主要源于别克 GL8 及高端品牌凯迪拉克）。从两家合资公司 2017 年发布新产品以及未来规划产品来看，产品结构将继续上调，预计下半年上汽大众产品利润率将回暖，上汽通用产品利润率将持续上升。预计上汽大众、通用营收、利润保持微增。

4. 自主品牌强势超车 铸造核心竞争力

4.1. 乘用车：十年磨一剑 互联网车家族方兴未艾

4.1.1. 上汽自主品牌历史：荣威+名爵双管齐下

上汽集团旗下拥有以荣威和名爵为代表的两大自主品牌。荣威与名爵均原属于英国罗孚汽车公司，2004 年上汽集团收购罗孚 25、75 车型技术产权及技术平台，并于 2006 年推出以罗孚 75 技术平台为基础创立的第一款自主品牌荣威，取意创新殊荣、威仪四海。2005 年，罗孚汽车公司破产，南汽集团收购 MG 罗孚公司及发动机厂 Powertrain，收购合并后的公司命名为南京名爵汽车公司，并于 2007 年推出名爵品牌。2007 年底，上汽集团收购南汽集团，上汽集团从而拥有荣威、名爵两大自主品牌，并对两个品牌进行资源整合，在品牌定位方面将两者差异化。

图 62：荣威及名爵品牌 LOGO



资料来源：公司官网，天风证券研究所

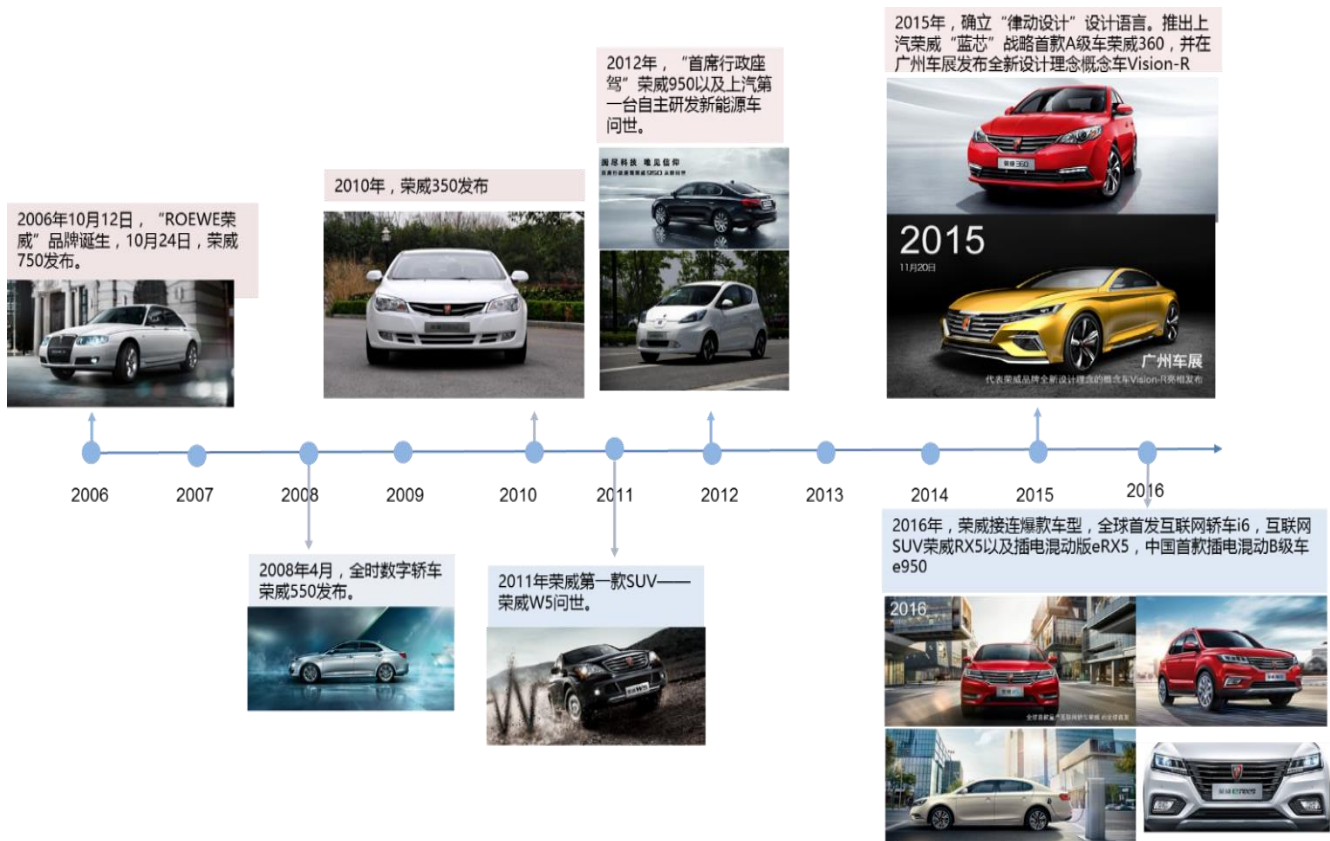
“醒狮计划”打造荣威爆款车型。2008 年，荣威 550 上市，取得不错市场反映，销量一度飘红，但在之后的两年由于后续产品研发设计和投入的不足，荣威推进力度不足，在 2011 年销量持续下滑。为解决这一困境，公司在 2012 年启动“醒狮计划”，旨在对外展开大批定量、定性的市场调查，特别针对 80 后、90 后人群，探索未来 5~10 年中国年轻人对车的需求。通过这次调查结果，荣威确立了“自信式优雅”的产品特质和“东韵西律”的核心设计思想。

公司于 2015 年正式发布新的设计语言“律动设计”，并表示“律动设计”的核心设计特征要在荣威全谱系车型中应用，而在 16 年推出的 RX5 是其首款量产产品。基于“醒狮计划”的调查结果，RX5 的目标客户群设定为 26 岁~35 岁的新中产阶级，“他们相信科技带来的便利，追求生活品质”，基于这个特点 RX5 将“都市现代、舒适均衡和互联科技”定位为产品诉求。高质量的设计、舒适大气的车内设计以及将互联网科技的完美应用，使得 RX5 在 2015 年上市之后，销量持续飙升，月销量迅速上升至 2 万台以上。

趁热打铁推出 i6，市场反映热烈。在 RX5 的成功推出后，荣威又在 2017 年 2 月推出首款互联网轿车 i6，i6 的设计同样采用“律动设计”的理念，是基于荣威 Vision-R 概念车打造

而来。荣威 i6 上市后销量迅速上升至 7,000 台，取得不俗的市场反响。

图 63：荣威历年发布车型



资料来源：公司官网，天风证券研究所

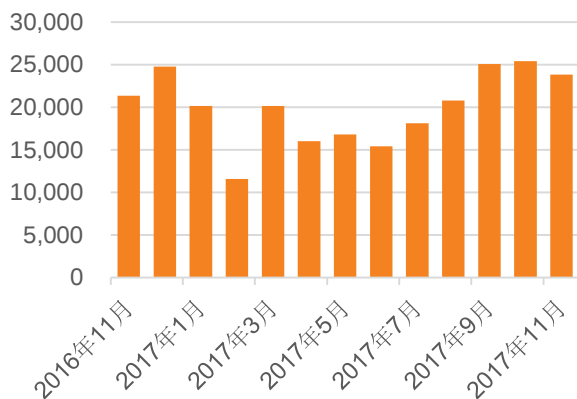
4.1.2. 借力互联网黑科技 三大产品齐头并进

上汽自主互联网三大产品齐亮相，实现各自主品牌多产品线覆盖。自 2016 年下半年起，上汽乘用车陆续推出 RX5、i6 和名爵 ZS，均是基于上汽扎实的造车技术，同时加持阿里互联网技术的车型，产品覆盖了荣威、名爵两大自主品牌以及 SUV、轿车两大主要乘用车车型。

荣威 RX5：荣威互联网家族首发车型，实现持续热销。2016 年 6 月，全球首款量产互联网汽车——荣威 RX5 上市。该款车型搭载了具有通用基因的动力系统和阿里 Yun OS for car 的车载黑科技，上市后销量迅速爬坡，上市 4 个月，单月销量即破 2 万辆，同级竞品 GS4、博越首次月销量突破 2 万辆分别用时 7 个月和 10 个月，足见市场对于互联网车的兴趣浓厚和需求强烈。截至 17 年 3 月底（上市 9 个月），RX5 累计销量超过 14 万辆，其中，17 年 1-2 月销量下滑是由于车市整体低迷；2017 年第一季度 RX5 依旧跻身中汽协畅销 SUV 前十，持续热销说明消费者对于 RX5 已经从原先的新鲜感顺利过渡至认同感。相较同级自主 SUV，1）定价上贯穿了同级别合资与自主车型价格区间，凭借互联网技术的附加值和尺寸、动力等方面的优势，兼顾了品牌和性价比，开辟了自主品牌在 15 万级别的细分市场领域；2）全球首款互联网汽车，为消费者提供丰富互联网体验。

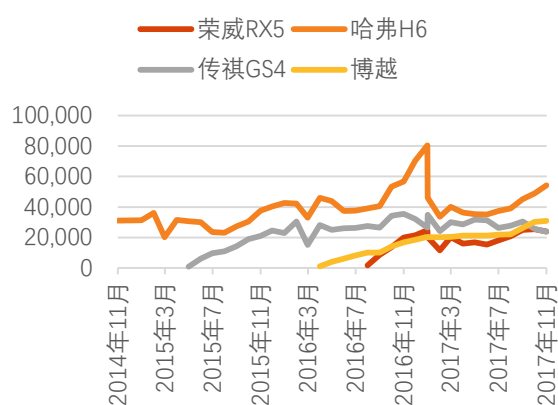
2017 年 2 月份，荣威推出荣威 eRX5 混动版本新能源车，刚上市即取得不俗销量，3 月份销量为 2,478 辆，环比大涨 308%，占据国内新能源车销量第三位。17 年 6 月份，荣威趁热打铁，推出纯电版本，获得良好市场反馈，并于 7 月进入北京新能源补贴目录，继续抢占新能源市场份额。

图 64：荣威 RX5 月销量情况（单位：辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 65：荣威 RX5 及其竞品销量走势（单位：辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

表 10：荣威中配自动挡车型对标情况

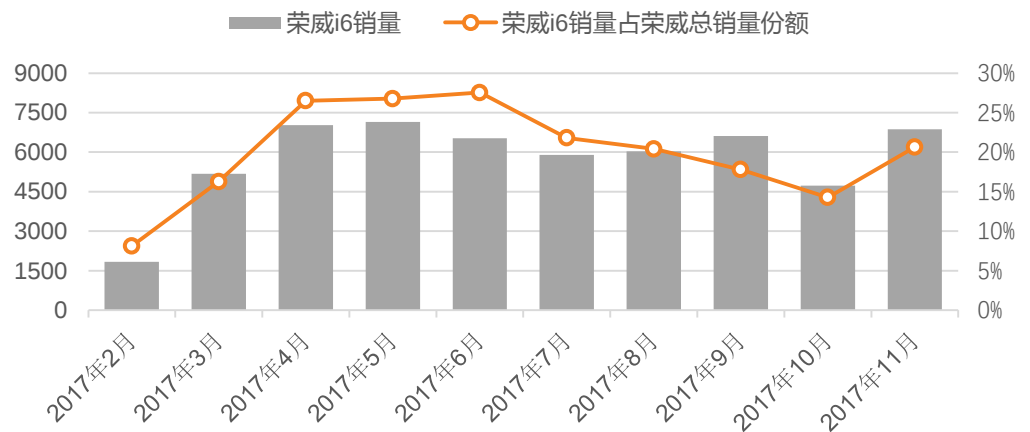
	荣威 RX5 2016 款 20T 互联 网智享版	博越 2016 款 1.8TD 自动智慧型	哈弗 H6 2016 款 升级版 1.5T 自动两驱精英型	传祺 GS4 2016 款 235T 自 动精英版	瑞虎 7 2016 款 1.5T DCT 耀 领版
派系	自主	自主	自主	自主	自主
厂商指导价 (万元)	14.88	13.98	11.38	13.38	13.89
级别	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型
车身结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
尺寸 (mm)	4545 × 1855 × 1719	4519 × 1831 × 1694	4640 × 1825 × 1690	4510 × 1852 × 1708	4505 × 1837 × 1670
轴距 (mm)	2700	2670	2680	2650	2670
发动机	1.5T	1.8T	1.5T	1.5T	1.5T
变速箱	7 双离合	6AT	6AT	7 双离合	6 双离合
油耗 (L/100km)	6.8	7.8	-	6.6	6.7
最大输出功 率(Kw/rpm)	124/5600	135/5500	110/5600	112/5000	108/5500
最大输出扭 矩(Nm/rpm)	250/1700-4400	285/1500-4000	210/2200-4500	235/1450-4250	210/1750-4000
最大马力 (Ps)	169	184	150	152	152

资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

荣威 i6：将智能互联进行到底，有望在轿车市场复制 RX5 成功经历。17 年 2 月，荣威 i6 上市，价格区间 8.98-14.38 万元；4 月，i6 1.0T 版本（之前为 1.5T）和 ei6（混动版）上

市，价格区间分别为 9.48-11.38 万元、16.58-18.68 万元，提供了更多配置和价格选择，受众进一步扩大。荣威 i6 采用上汽全新的 MIP 互联网架构，在风阻、空间、内饰、油耗、科技、安全品质和性能优势等方面对自主和合资轿车市场均带来一定冲击。定价上，i6 的价格定位介于自主品牌（帝豪 GL 7.88-11.38 万元）与合资品牌（大众朗逸 10.99-15.99 万元）之间，考虑互联网技术溢价因素后，i6 高性价比更加明显。RX5 的成功得到了消费者对荣威互联网车的认可，荣威 i6 上市后首月销量即突破 7,000 辆/月（同级竞品吉利帝豪 GL 上市首月销量不足 3,000 辆），创下中国轿车最快销量爬坡纪录。参考 RX5 在 SUV 市场引起的轰动，预计，荣威 i6 作为首款互联网家轿，有望在轿车市场吸引大批互联网汽车用户群体，录得不俗成绩。

图 66：荣威 i6 上市后销量及占荣威总销量份额（单位：辆，%）



资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

图 67：荣威 i6 外观图



资料来源：荣威 i6 官网，天风证券研究所

图 68：荣威 i6 中控展示图



资料来源：荣威 i6 官网，天风证券研究所

表 11：荣威 i6 对标车型情况

	荣威 i6	帝豪 GL	大众 朗逸 (2017 款)	卡罗拉	别克英朗
派系	自主	自主	德系	日系	美系
厂商指导价 (万元)	8.98-14.38	7.88-11.38	10.99-15.99	10.78-16.38	10.99-15.99
级别	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型

车身结构	三厢轿车	三厢轿车	三厢轿车	三厢轿车	三厢轿车
尺寸 (mm)	4671×1835×1460	4725×1802×1478	4605×1765×1460	4630×1775×1480	4587×1798×1463
轴距 (mm)	2715	2700	2610	2700	2640
发动机	1.0T/1.5T	1.3T/1.8L	1.2T/1.4T/1.6L	1.2T/1.6L/1.8L	1.4T/1.5L
变速箱	6MT/7 双离合	6MT/6 双离合	5MT/6AT/7 双离合	5MT/6MT/8CVT	5MT/6AT/7 双离合
油耗(L/100km)	4.8-5.9	5.9-6.9	8.4-12.3	5.4-6.3	5.6-5.9
最大输出功率 (Kw/rpm)	92/5200; 124/5600	95/5500; 98/6000	81-110/5000; 81/5800	85/5200-5600; 90/6000; 103/6400	106/4900-6000; 84/6000
最大输出扭矩 (Nm/rpm)	170/2000-4700; 250/1700-4400	185/1750-4500; 170/4400	200/2000-3500; 225/1400-3500; 250/1750-3000; 155/3000	185/1500-4000; 154/5200; 173/4000	200/1700-4800; 143/4400
最大马力 (Ps)	125/169	129/133	110/131/150	205/180	144/114
最高车速 (km/h)	191/210	185/180	196/200/188/183	116/122/140	180/190

资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

名爵 ZS：瞄准年轻用户，互联网+高性价比成看点。2017 年 3 月，名爵 ZS 上市，定位“年轻人标配的首台互联网 SUV”，从外观、动力到互联网科技配置再到价格都迎合了年轻人的需要：1) 动力上，采用上汽世界级“蓝芯”高效动力系统；2) 设计上，配置领先的 NVH 静谧指数、尺寸全景天窗；3) 互联网技术上，在荣威 RX5 层面上再升级，成为全球第一款自带支付宝功能的互联网 SUV，全面打通与维保相关的车享服务、美食服务、加油站交易等服务；4) 服务上，提供互联网基础服务、基础流量终生免费的优惠政策。名爵 ZS 的配置和设计既迎合年轻消费者对网联化、设计感方面的需求，又兼顾了性能和品质。价格方面，7.38 万的入门价明显低于同级合资品牌，但性能配置又与合资品牌相当，体现出极高性价比，同时互联网技术的加持使得名爵 ZS 对年轻人的吸引力明显高于传统的合资车型。名爵 ZS 上市后首月销量破 4,000 辆，截至 17 年 4 月，订单量破万，预计名爵 ZS 精准的定位将助力其在年轻消费者市场中录得不俗的销量成绩。

表 12：名爵 ZS 对标车型情况

	名爵 ZS	哈弗 H2	江淮瑞风 S3	本田缤智	本田 XR-V	创酷
派系	自主	自主	自主	日系	日系	美系
厂商指导价(万元)	7.38-11.58	8.68-11.88	6.58-9.58	12.88-18.98	12.78-16.28	9.99-14.99
级别	小型	小型	小型	小型	小型	小型
车身结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
尺寸 (mm)	4314×1809×1648/1624	4335×1814×1695	4345×1765×1640	4294×1772×1605	4270×1772×1605	4255×1776×1675
轴距 (mm)	2585	2560	2560	2610	1605	2555
发动机	1.0T/1.5L	1.5T	1.5L/1.6L	1.5L/1.8L	1.5L/1.8L	1.4T
变速箱	6AT/5MT/4AT	6MT/6AT	6MT/CVT	6MT/CVT	6MT/CVT	6MT/6AT
油耗(L/100km)	5.9-6.3		6.5			6.7-7.6
最大输出功率 (Kw/rpm)	92/- 88/-	110/5600	88/6000; 83/6000	96/6600; 100/6500	96/6600; 100/6500	105/4900-6000
最大输出扭矩	170/-;	210/2200-4500	150/4000;	155/4600;	155/4600;	205/1800-4800

(Nm/rpm)	150/-		146/3500-4500	169/4300	169/4300	
最大马力 (Ps)	120/125	150	120/113	131/136	131/136	143

资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

4.1.3. 互联网 X 新能源 Vision-E 竖起行业新标杆

互联网 X 新能源，Vision-E 昭示上汽荣威未来方向。17 年上海车展上，上汽集团推出全新概念车纯电动互联网轿跑 SUV Vision-E（光之翼），并宣布将在 2018 年进行量产。该款车型设计上充满未来感和科技感，性能上也相当超前，展示了上汽突破互联网和新能源简单叠加的固有模式，实现两者有机融合，创造更多可能性的决心：1）采用双电机四驱结构，0-100 公里/小时加速时间不大于 4 秒，性能表现比肩不少超级跑车；2）续航里程不小于 500 公里，将以特斯拉 X 一半的电池能量，带给消费者 400 公里的续航里程（综合工况）；3）支持无线充电技术。充电 15 分钟可达到 80% 的电池容量，足够行驶 250 公里；4）中控由一块 14 寸曲面显示屏完全替代，并搭载上汽-阿里智能车载互联系统，继续贯彻互联网黑科技；5）3D 虚拟仪表盘采用曲屏设计，带有 AR-HUD 抬头显示系统，可在前风挡上投影信息，包括导航、车道偏离预警等；6）实现半自动驾驶，自动泊车；7）内饰上采用了可折叠方向盘、零重力太空座椅金属支架、悬浮式扬声器等众多充满了人性化和科技感的设计。此次展示的 Vision-E Concept 将对未来的量产车有较大的指导性，预计 18 年量产后将引起市场轰动，有望成为指引国内行业发展的新标杆。

图 69：上汽荣威 Vision-E 外观图



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 70：上汽荣威 Vision-E 中控展示图



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

新车密集投放，互联网车型布局进一步完善。未来几年，上汽乘用车将陆续推出多款 SUV 和轿车，以及已有车型的新能源版本，产品线将进一步丰富。其中，7 座 SUV 荣威 RX8 预计 18 年推出，预示荣威也将加入抢滩 7 座 SUV 蓝海市场的行列；Vision-E 在上海车展上惊艳亮相，为后期量产打下客户基础。预计，未来上市的车型都将搭载互联网功能，互联网车家族的进一步壮大，提供了新的增量可能。

表 13：上汽乘用车新车规划

品牌	车型	上市时间	上市类型	车型
荣威	Vision-E	2018 年	新车上市	5 座 SUV
荣威	eRX5	2017 年	新车上市	新能源 5 座 SUV
荣威	RX3	2017 年	新车上市	紧凑型 SUV
荣威	全新 W5	2018 年	改装增配	5 门 5 座 SUV
荣威	RX8	2018 年	新车上市	7 座 SUV

荣威	550L	2017 年	改装增配	4 门 5 座轿车
名爵	名爵 ZS 纯电版	2018 年	改装增配	5 门 5 座 SUV7
名爵	E-Motion	2020 年前	新车上市	轿车
名爵	运动感轿跑车	2018 年	新车上市	轿车

资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

4.1.4. 生产基地进一步扩产开启 为销量增长提供保障

郑州基地改造项目启动，或再增 30-40 万产量。上汽乘用车拥有上海临港和南京浦口两个生产基地。2016 年，上汽乘用车工厂出现超负荷运作情况，设计产能 28 万辆，实际产量 32 万辆，产能利用率达 114%。2016 年底，浦口基地改建完成，产能增长 12 万辆/年。目前，两大基地设计产能为 40 万辆/年，2016 年上汽荣威、名爵销量合计达 32 万辆，2017 年，荣威 i6、名爵 ZS 上市，之后混动、纯电版也有望上市，产能缺口开始显露。目前，郑州工厂改造启动，6 月 30 日，投产的首辆车名爵 ZS 正式下线。郑州基地正式投产后可实现年产能 36 万至 40 万辆，相比上汽乘用车此前拥有的年 40 万辆生产能力将实现翻番。2017 年，上汽乘用车销量目标为 60 万辆，其中新能源汽车 10 万辆，郑州工厂投产后，上汽乘用车年产能将达 70-80 万辆，为完成全年销量目标提供保障。

表 14：公司产能及利用率情况

	2015	2016	2017E
设计产能（万辆/年）	28	28	40-80
实际产能（万辆/年）	17	32	-
产能利用率（%）	61%	114%	-

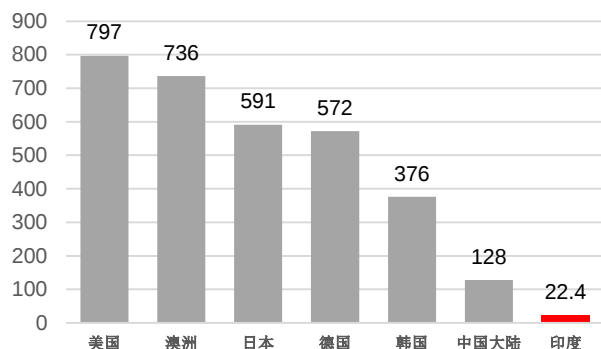
资料来源：公司公告，天风证券研究所

荣威、名爵共线生产，柔性产能提高生产灵活性。2009 年，上汽与南汽合作后，浦口和临港基地实现荣威和名爵共线生产，而新改造的郑州基地也将是荣威和名爵共线生产。共线生产提供柔性产能，保证了上汽乘用车的生产更具灵活性，能够较快应对市场需求的变化，以较低成本进行生产上的转换。

4.1.5. 放眼国际 布局全球市场

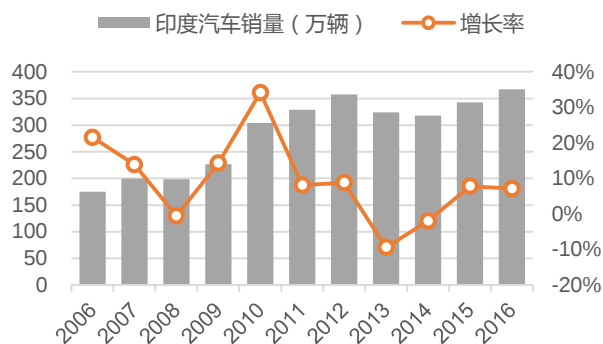
全球化视野进军海外市场。2017 年 6 月 29 日，上汽集团正式宣布进军印度市场，成立名爵(MG)印度汽车公司，并聘用印度本土化管理团队，制定适合印度市场的产品策略。在印度投放产品统一使用“MG 名爵”品牌，并将独立建设生产基地，产品包括新能源汽车和互联网汽车，生产基地预计 2019 年正式投入生产。印度作为新兴经济体，经济长期保持快速增长，汽车市场的发展十分迅速，未来发展前景十分广阔。2015 年印度千人汽车保有量仅为约 22.4 辆，与世界其他国家相比差距较大，未来发展空间巨大。2016 年，印度全年汽车生产 449 万辆，同比增长 8.8%，已经超越韩国成为世界第五大汽车生产国，在 2017 年 5 月份印度机动车总销量达 203 万辆，其中汽车 34 万辆。预计到 2020 年，印度将成为世界第三大汽车市场。

图 71：2015 年多个国家千人汽车保有率（单位：辆/千人）



资料来源：汽车工业协会，天风证券研究所

图 72：印度汽车销量（单位：万辆）



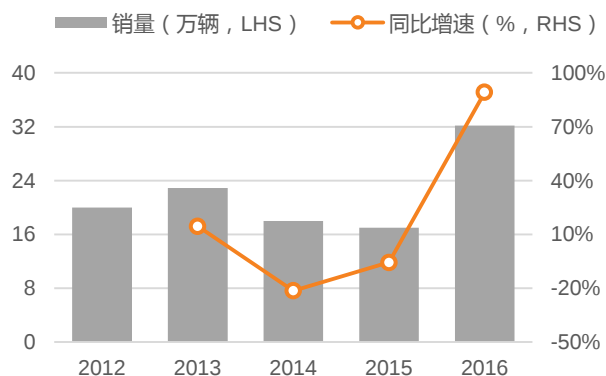
资料来源：wind，天风证券研究所

上汽集团在全球市场积极进行业务布局，在 15 个重点国家和地区建立了营销网络，并在泰国、印尼建立了 2 个生产基地。在海外的市场发展中也取得了十分亮眼的成绩，在泰国市场的 MG 名爵品牌汽车发展十分迅速，仅用三年时间其销量已经在泰国乘用车品牌中排名第八。旗下的 Maxus 大通品牌在新西兰、澳洲市场表现也十分出类拔萃，在轻型客货车细分市场名列前茅。

4.1.6. 自主品牌崛起 乘用车快速减亏

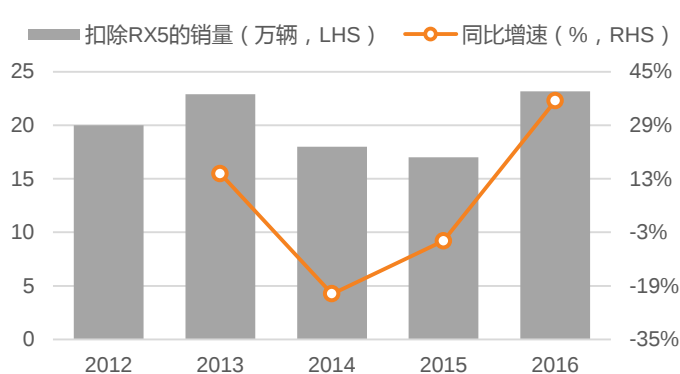
RX5 领军，乘用车销量大幅增长。2016 年，上汽乘用车销量 32.1 万辆，同比增长 89.2%；扣除热销互联网 SUV 车型 RX5 后，全年销量超 23 万辆，同比增长 36.4%，可见，RX5 是上汽乘用车销量大幅增长的主要动力；同时，传统车型销量回暖，取得较快增长。

图 73：上汽乘用车销量情况（单位：万辆，%）



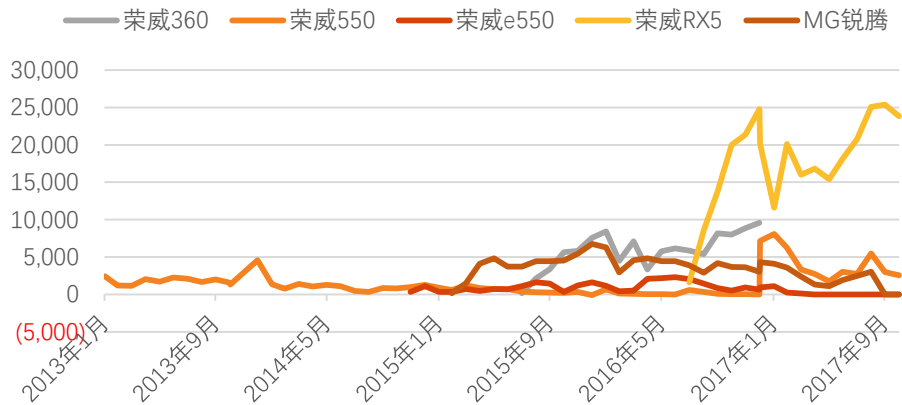
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 74：上汽乘用车扣除 RX5 后的销量情况（单位：万辆，%）



资料来源：公司公告，中汽协，天风证券研究所

图 75：上汽乘用车明星车型销量走势（单位：辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

表 15：上汽已上市乘用车车型情况

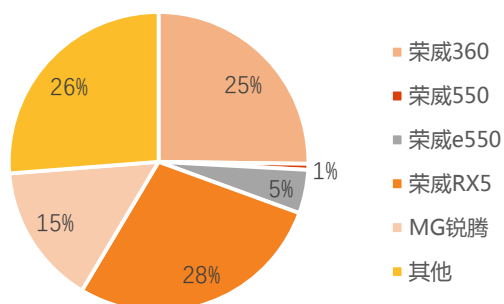
品牌	燃油类别	车型	车名	车身结构	级别	上市时间	厂商指导价（万元）
荣威	燃油车	轿车	★ i6	三厢轿车	紧凑型	2017 年 2 月	8.98-14.38
			350	三厢轿车	紧凑型	2010 年 2 月	7.87-9.97
			★ 360	三厢轿车	紧凑型	2015 年 9 月	7.59-12.99
			550	三厢轿车	紧凑型	2008 年 6 月	9.98-18.28
			950	三厢轿车	中型	2012 年 4 月	17.98-28.98
		SUV	★ RX5	5 门 5 座 SUV	紧凑型	2016 年 7 月	9.98-18.68
			W5	SUV	中型	2011 年 8 月	14.28-22.18
	新能源	轿车	★ ei6	三厢轿车	紧凑型	2017 年 4 月	20.18-22.28
			★ e550	三厢轿车	紧凑型	2013 年 11 月	23.98-25.98
			e950	三厢轿车	中型	2016 年 4 月	28.88-30.88
			e50	两厢轿车	微型	2012 年 11 月	18.89
		SUV	★ eRX5	5 门 5 座 SUV	紧凑型	2016 年 11 月	26.59-28.59
			ERX5	SUV	紧凑型	2016 年 11 月	27.18-29.68
名爵 MG	燃油车	轿车	GT 锐行	三厢轿车	紧凑型	2014 年 11 月	7.79-12.99
			MG5	两厢轿车	紧凑型	2012 年 3 月	9.97-14.07
			MG6	掀背车	紧凑型	2013 年 8 月	11.68-18.28
			全新 MG6	三厢轿车	紧凑型	2017 年 11 月	9.68-13.28
		SUV	★ MG ZS	5 门 5 座 SUV	小型	2017 年 3 月	7.38-11.58
			MG GS 互联网	SUV	紧凑型	2017 年 8 月	14.58-17.58
			★ MG 锐腾	5 门 5 座 SUV	紧凑型	2016 年 12 月	9.88-16.88
			MG 锐行	三厢轿车	紧凑型	2016 年 6 月	7.79-12.99
			MG3sw	两厢轿车	小型	2015 年 10 月	8.77
			MG3	两厢轿车	小型	2011 年 3 月	6.37-8.37
			全新 MG3	轿车	小型	2019 年 9 月	5.98-9.38

资料来源：上汽荣威官网，上汽名爵官网，爱卡汽车，天风证券研究所

注：★ 为上汽乘用车重要车型（重要车型为：轿车月销量突破过 5 千辆，SUV 销量突破过万辆的车型，以及重点的新能源汽车。）

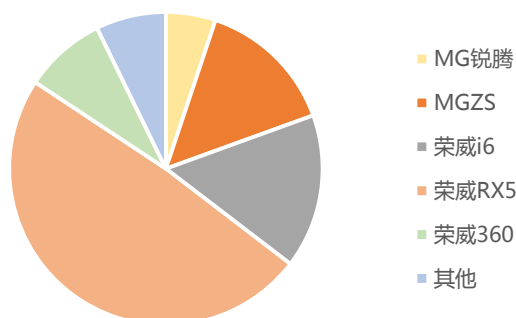
互联网车型热销，推动上汽乘用车产品结构升级。2016年6月，荣威RX5上市后，销量迅速爬坡，6个月销量即占到上汽乘用车2016年全年销量的28%，展现出极强的产品力。17年第一季度，荣威i6、名爵ZS上市，3月销量分别突破7,000辆和4,000辆，荣威RX5、i6、MG ZS销量占比分别达到45%、16%、10%，互联网车合计占比超过70%，可见，上汽乘用车产品结构互联网化倾向明显，同时，上汽表示未来互联网会成为未来产品标配。互联网车相较传统车型存在一定溢价，未来也存在进一步推出增值业务的可能性，有助于进一步提高单车利润。

图 76：2016 年上汽荣威、名爵各车型销量占比（单位：%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

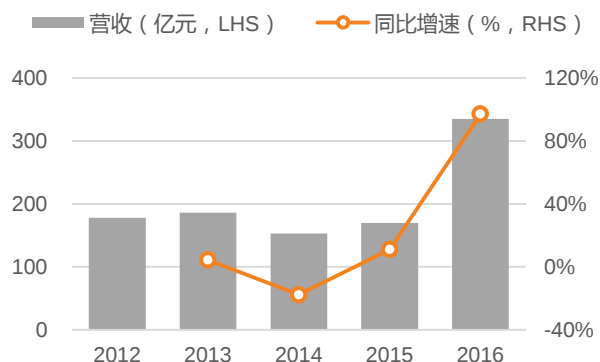
图 77：2017 年 7 月上汽荣威、名爵各车型销量占比（单位：%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

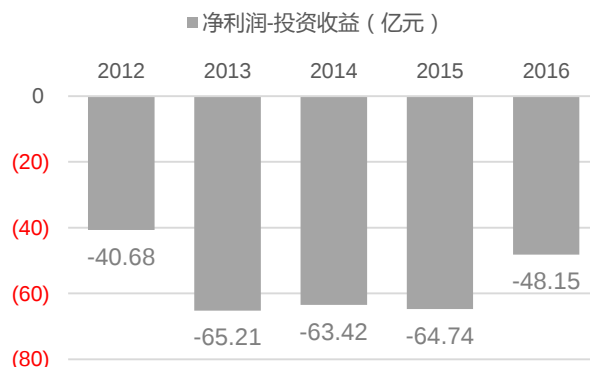
母公司业绩大幅扭亏。2016年，上汽集团母公司营收997.0亿元，同比增长97.3%，增速高于销量，表明RX5的加入推动上汽乘用车的单车均价上升。同时，互联网车型进入研发后周期，上汽乘用车开始逐步享受产品红利，2016年，母公司净利润扣除投资收益后亏损48.2亿元，大幅扭亏（减少约17.0亿元）。预计，2017年，随着荣威i6和名爵ZS及其他新车型的加入和老车型的更新，有望扭亏为盈。

图 78：上汽集团母公司营业收入情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 79：上汽集团母公司净利润-投资收益情况（单位：亿元）

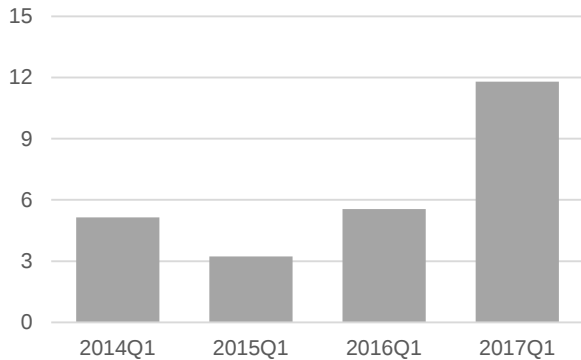


资料来源：公司公告，天风证券研究所

互联网车型提供巨大增量，2018年销量预计维持较快增长。2017年一季度，在全国车市较为低迷的情况下（全国乘用车销量2017Q1同比增长5%），上汽乘用车销量近12万辆，同比增长112%，主要受益于荣威RX5的热销。17年名爵ZS、荣威i6相继推出，首月均录得不俗销量，上汽乘用车互联网车型家族成员愈加丰富，加之进入3月后全国车市转好。

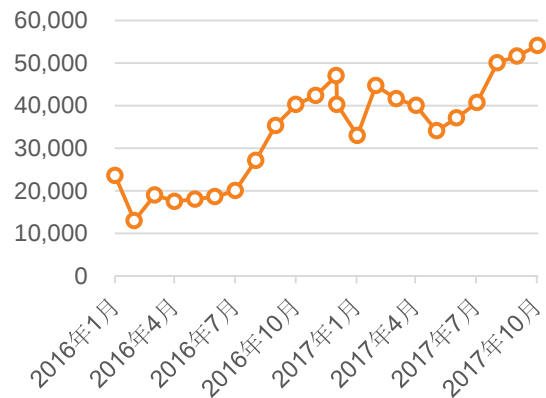
畅销产品持续终端发力，新产品逐步上市带来增量，预计 2018 年上汽自主销量维持较快增长。

图 80：上汽乘用车 2014-2017 第一季度销量情况（单位：万辆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 81：上汽乘用车 2016/01-2017/10 月销量情况（单位：辆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. “大商用车”布局开启 “十三五”将改头换面

4.2.1. 提升空间巨大 “十三五”提供量化目标

“十三五”商用车业务再出发，各品牌采用差异化、10 全方位规划。2016 年，上汽大通、依维柯红岩、南京依维柯和申沃客车四个商用车品牌合计销量 14.0 万辆，仅占上汽集团整车销量的 2.2%，占全国商用车市场份额仅为 3.8%，展现出商用车板块巨大的提升空间。“十三五”期间，上汽将全面推进“大商用车”布局，实现微车、轻客、大中客以及轻、中、重卡的全覆盖，形成完整且有层次的产品矩阵，实现销量和品牌上的双重突破。其中，依维柯红岩和跃进的重点将放在收复卡车业务失地；上汽大通将进一步丰富产品线，扩张海外业务；而申沃客车将进一步发展新能源和智能化的新业务。

“十三五”规划为商用车板块拥有较大发展空间的品牌提出了量化的业绩要求。上汽红岩的市场份额将从目前的 2.1% 提升至 2017 年的 3.7% 和 2018 年的 5%；跃进目前市场份额 4.3%，处于行业第二阵营靠后位置，我们预计 2018 年份额增长至 7%-8%，进入第二阵营的前列，2020 年达到 10%，跻身第一阵营。从量化的业绩要求上看，跃进、红岩目前市占率均低于历史峰值，都存在较大的提升空间及进一步实现提升的可能性。

表 16：上汽商用车业务“十三五”规划

	2017-2018	2020
上汽大通	销量达到 9 万辆； 销售收入超过 120 亿元； 宽体轻客市场的第二名目标	2020 年销量突破 30 万辆，成为行业第一。
依维柯红岩	2017 年销量 2.8 万辆，细分市场份额达到 3.7%； 2018 年细分市场份额突破 5%	-
跃进	2017 年销量 5 万辆，市场份额上升 1.1pp； 2018 年增长至第二阵营前列，约占	重回 10% 的市场份额，并挤进细分市场第一阵营。

8%的市场份额

申沃客车

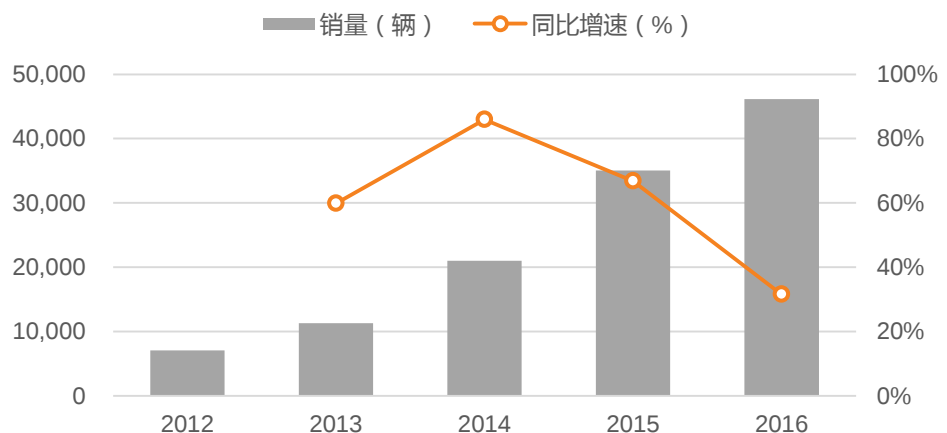
以“掌握新能源核心技术，打造智能化产品平台，建立新能源运营系统，集成集团产业链资源”为发展思路；
聚焦中高端产品，聚焦新能源产品；
资料来源：天风证券研究所重点服务上海公共交通事业，并着力开拓海外出口市场

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2.2. 上汽大通领军 跃进、红岩有望重演“大通速度”

大通五年跻身轻客领域 10 万辆俱乐部，“大通速度”短期有望持续。2016 年上汽大通销量 4.6 万辆，同比增长 31.6%，2012-2016 年复合增长率 59.8%，成长速度业内罕见。大通成功的原因主要是 1) 对国内汽车市场的深入洞察、从宽体轻客市场和中高端 MPV 市场的精准切入，以及重视国内和国外市场的协同发展；2) 技术上的领先，如传统客车领域，2016 款 V80 是国内率先实现国五排放的宽体轻客车型；在新能源领域，上汽大通率先推出了国内首款纯电动宽体轻客 EV80，时速超过 150 公里，最高续航里程可达 370km；3) 品牌和渠道建设成效显著，经销商数量从 2011 年的 14 家上升至 2015 年底的 280 多家。2017 年，公司年销量 7 万辆，同比增速 54%，增长除现有产品优异表现的延续外，将主要依靠大型 SUV 和海外皮卡两个拳头产品上市，以及新能源车和下一代宽体客车的推出。

图 82：上汽大通 2012-2016 销量及同比增速（单位：辆，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

大通商用车聚焦新能源、智能化和 C2B 定制化业务。大通一方面专注于现有业务的进一步扩展，2017 年，无锡基地扩产后产能将达到 20 万辆/年；另一方面持续推进新能源、智能化和房车等新兴业务的拓展和蓝海市场的开拓。2017 年 4 月，大通南京基地开工，总投资 32 亿元，主要生产智能化新能源车型。一期计划 2018 年底建成投产，主要生产上汽大通 SV31、SV51 平台的多功能车型。其中，SV51 平台产品瞄准国内外中高端小型 MPV 市场，实行国内及海外车型同步开发、传统动力与新能源车型同步开发模式，依托上汽与阿里的战略合作，搭载先进的车联网系统，实现大数据的收集与挖掘、配备智能驾驶功能，并融入上汽大通 C2B 大规模智能定制战略，形成面向未来的升维竞争力。此外，2017 年 3 月，公司溧阳基地奠基，建成后将成为国内最先进、最大的大规模定制化房车研发及生产基地，产品覆盖全系列智能房车，达纲年产量超 2.5 万辆，年销售将达 60 亿元。

表 17：上汽大通生产基地及产能情况

生产基地	车型	具体平台车型	产能
无锡	全系列商用车	V80 和 G10 平台产品	20 万辆/年
南京	智能化新能源车型	SV31、SV51 平台的多功能车型	一期（2018 年）15 万辆/年； 二期（2020 年）25 万辆/年
溧阳	全系列智能房车	-	超 2.5 万辆/年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

商务车板块全面整合，跃进作别南维柯，红岩增资成自主。2016 年 12 月，上汽集团和依维柯发布联合声明称：南京依维柯今后将专注于依维柯品牌的经营；轻卡品牌跃进业务将从南京维柯分离并注入上汽大通。一方面，跃进将摆脱合资模式对车型和市场规划的限制，有望进入到皮卡、SUV、MPV 领域，实现更多业绩可能性；另一方面，依维柯能够专注于自身业务发展。同时，上汽集团通过增资扩股，将在上汽依维柯红岩的股份提高至 53.9%，业务重整后，依维柯红岩成为集团子公司，有利于上汽对其业务的管理控制和业绩体现。此外，2016 年，集团完成对申沃客车的股权收购，申沃客车成为上汽子公司。至此，除南京依维柯外，上汽实现了对旗下其他商用车公司的实际控制。商用车业务的发展将进一步适应集团规划，并能够获得更精准的市场定位和更好的技术支持。

三家企业资源全面共享，跃进、红岩有望复刻“大通速度”。“大通速度”成功的关键是借助上汽集团资源，打造强有力的竞争产品，切入蓝海，高举高打，这种策略有望在跃进和红岩依维柯重演。在商用车业务被重新梳理之后，三家企业将进一步加强业务协同和资源共享。1）上汽的商用车技术中心将会同时支持跃进和红岩品牌；2）上柴将会是大通、跃进和红岩柴油发动机的主要供应来源；3）在新能源方面，上汽大通燃料电池、混电技术也会延续到跃进的产品上；4）智能驾驶技术会率先在上汽大通的产品上实现，再延续到跃进、红岩；5）后台产品开发、客户资源、经销商资源等方面，大通、跃进、红岩都将实现联通。大通的技术、渠道和市场定位经验都有望在依维柯红岩和跃进上得到应用，借力大通经验和集团商务车方面的资源，三家企业有望进一步实现业务上的协同发展，共同推进集团商用车业务发展。

图 83：大通 V80 外观图



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 84：大通 G10 外观图



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

5. 厚积薄发 隐形资产奠定“新四化”时代亮眼业绩

5.1. 携手巨头 “整车+互联网科技”协同发展、锋芒初露

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 18：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：天风证券研究所

表 19：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

借力通用，上汽自主打造世界级动力总成，通用技术为自主品牌产品力提供有力背书。2014 年，上汽携手通用推出 CUBE-TECH 动力总成，包括 MGE 系列、SGE 系列缸内直喷发动机、TST 6 速双离合变速器、TST 7 速双离合变速器以及新一代发动机启停系统，借此，上汽自主成为国内首家在动力总成、混合动力、纯电动三大领域均拥有全球领先技术和自主知识产权的自主品牌车企。两款发动机中，SGE 系列由上汽乘用车与通用共同开发，全球范围内共享知识产权；MGE 系列由上汽乘用车自主开发，两者具备很多相同的技术特征，可见，

上汽已拥有学习并自主开发世界级发动机的能力。上汽在 2015-2020 年的所有自主产品都搭载这款动力总成,上汽为其定下 5 年目标是碳排放减少、动力性和经济性提升超过 20%,很好地迎合了目前自主车消费者更加关注节能减排、追求性价比的趋势。按照上汽规划,该款动力总成除匹配自主车型外,还将对外输出,为其他汽车公司提供减少油耗、提高动力等方面的解决方案,两种盈利模式结合,将为上汽带来较大业绩增量。此外,上汽还拥有 NSE 自然吸气发动机技术,为包括 MG ZS 在内的后续车型提供了更多的动力选择。

表 20: 上汽动力总成产品介绍

动力总成包含产品		产品介绍	配套车型
CUBE-TECH 动力总成	MGE 系列发动机	新一代直列 4 缸航空级全铝发动机，排量包括 1.8T、2.0L、2.0T，功率区间 120-162Kw，扭矩区间 200-350Nm	MG GS、荣威 750、荣威 950 等
	SGE 系列发动机	共有 11 款缸内直喷发动机，包括三缸、四缸以及增压和非增压等不同类型，排量区间 1.0-1.5L，功率区间 56-123Kw，扭矩区间 95-250Nm	荣威 RX5、荣威 i6、MG ZS、MG GT、荣威 360 等
	TST 6 速双离合变速器	国内首款自主研发的湿式双离合变速器，3 轴布局，最大可承受 360N·m 的扭矩	荣威 RX5、MG GS、荣威 550 等
	TST 7 速双离合变速器	最大可承受扭矩高达 250Nm，综合传动效率达到 94%，最高效率达到 97%，具有最佳的燃油经济性，换挡时间低于 0.2s	荣威 RX5、荣威 i6、MG GT、荣威 360 等
	智能启停节油系统	有效节油 3.5%，降低碳排放 3.5%，并提供怠速时的宁静空间	-
自然吸气发动机	NSE Major 1.5L 发动机	88KW 的最大功率，150N·M 的峰值扭矩，阿特金森循环提高燃烧效率，低滑摩设计	MG ZS、MG3、荣威 350 等

资料来源:公司官网,天风证券研究所

携手阿里,上汽自主打造真正意义的互联网汽车。2014 年,上汽与阿里签订合资协议,共同研发互联网汽车,2015 年,合资公司斑马成立,致力于研发、生产互联网汽车。2016 年,搭载阿里 Yun OS for car 车载操作系统的 RX5 量产上市,引起市场轰动。Yun OS 系统改变了用手机投屏让汽车联网的模式,而是作为一个独立的车载基础平台,让汽车拥有属于自己的操作系统,即便离开手机也可以正常运行。作为一个完整的操作系统,用户只需要一个云端账号就能在车上操作包括消息提醒、设置导航、信息查询、汽车状态查询、倒车影像等功能,以及日常生活问题,如用支付宝支付油费等。Yun OS 系统一方面提供互联网技术溢价,提高单车利润,未来有望进一步通过增值服务,提供新的利润增长点;另一方面使汽车成为一台移动的超强计算机,借助大数据,使整车设计和服务的提供进一步迎合消费者需求,同时上汽先于行业进入大数据领域,大数据共享也可能成为新兴附加业务。

图 85: Yun OS for car 中控展示图



资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

图 86: Yun OS for car 功能展示图



资料来源：爱卡汽车，天风证券研究所

携手英特尔智能芯片，打造新能源汽车自动驾驶平台。美国当地时间 2018 年 1 月 9 日，英特尔在 CES 拉斯维加斯展会上宣布将与上汽集团在自动驾驶领域展开合作，拓展网络技术在新能源汽车上应用；本次合作协同中国领先的导航地图公司四维图新（002405.SZ），整合并实现英特尔旗下 Mobileye 道路经验管理系统（Road Experience Management, REM）数据的本地化。上汽集团将基于 Mobileye 技术在中国开发 L3、L4、L5 级自动驾驶汽车（L4 级自动驾驶汽车几乎无需人类干预在大部分道路环境下即可自动行驶，而 L5 级自动驾驶汽车无需人类干预即可在任何道路上自动行驶，也就是自动驾驶终极目标）。

共建双赢未来：1）对于英特尔而言，本次合作将帮助其自动驾驶平台技术得以应用，同时英特尔的自动驾驶技术也随之成功渗透进入上汽体系（中国乘用车市占率 22%+），在汽车第一大国抢占智能化适配市场份额；2）对于上汽集团而言，在与英特尔资源共享的过程中，从技术上逐渐实现“新四化”（电动化、智能化、网联化以及共享化）转型路线；从上汽自主品牌产品规划来看，我们认为官方发布的概念车型荣威 Vision-E（光之翼）以及名爵 E-Motion 有望成为实现下一代智能网联化水平的移动终端载体，两款车型预计在 18 年底/19 年上市。

图 87: 荣威 Vision-E 外观



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 88: 荣威 Vision-E 中控



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 89：名爵 E Motion 外观



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

图 90：名爵 E Motion 中控



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

5.2. 前瞻技术领跑全国 “四化” 转型打造未来型车企

2016 年，上汽提出“十三五”要进行“新四化”转型，在做大自主品牌规模的同时，重视发展互联网、新能源、智能驾驶、共享化业务。上汽集团倡导的“新四化”，包括电动化、网联化、智能化、共享化四个方面。其中，集团以电动化为基础、网联化为条件、智能化为关键、共享化为趋势，围绕产业链，部署价值链，深入推进创新链建设。上汽集团重点开发技术创新，自主创新体系涵盖全球，打造差异化竞争优势，抢占有利竞争地位。

图 91：上汽集团自主创新研发中心



资料来源：上汽集团 2018 新能源汽车品鉴会，天风证券研究所

表 21：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	拥有纯电动、插电混动和燃料电池三条技术路线； 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	十三五期间，新能源研发总投入 200 亿； 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 万辆
网联化	致力于“活的互联网汽车”	完成互联网汽车平台的初步搭建； 推出互联网汽车荣威 RX5、荣威 i6、名爵 ZS、上汽大通 T60 皮卡	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的生态圈
智能化	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	实现了基于 LTE-V 的 V2X 功能在荣威 RX5 上的集成开发；	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

	上的阶段性应用； 城市公交智能出行	启动了支持智能驾驶产品开发的 算法软件技术自主布局，以及基于 具有自主迭代功能的智能汽车整 车控制平台的自主开发工作	环境下的自动驾驶； 实现单车智能 4 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	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，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	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

资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

电动化：创新转型汽车战略布局，中高端定位领航中国新能源汽车市场。2017 年，上汽集团重点布局高端汽车市场，力求实现可持续发展。集团旗下上汽大通推出 FCV0 燃料电池轻客；上汽通用五菱推出 E100；上汽自主品牌新能源乘用车平均售价 216,000 元。全年集团新能源汽车销售 3.8 万辆，同比增长 156%；纯电产品占整体市场 80%，领军中国新能源汽车市场。

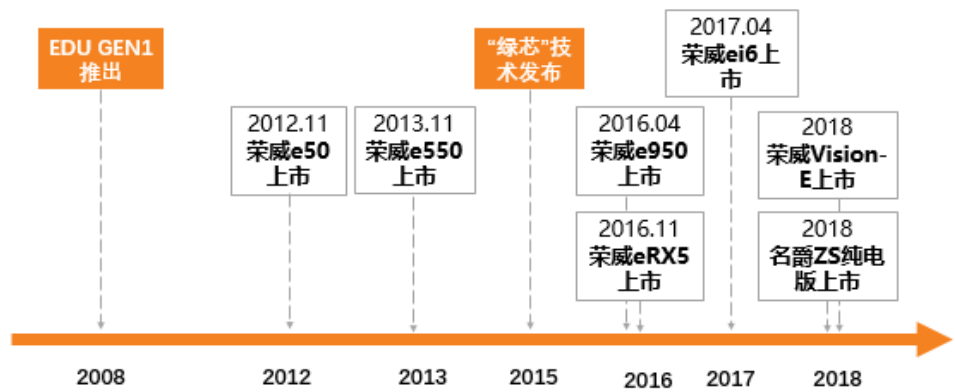
积极布局自主掌握核心技术+积极丰富产品线+全国范围布局充电桩，大力推动 2020 年 60 万辆新能源车目标完成。上汽集团 2009 年投资建立捷能汽车，聚集众多顶级科研人员，深耕新能源汽车技术的研发和生产近 10 年。目前，公司已拓展了混合动力、纯电动以及燃料电池三条技术路线，掌握世界级水准的电驱、电池、电控“三电”核心技术，已形成较为完备的新能源汽车动力总成试验验证台架资源，可满足全新技术方案的“三电”技术产品开发、验证需求，包括电池、电机、电驱变速箱、新能源动力总成及电控系统等领域的产品：

1) 技术层面，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) 未来，公司还将重点加快对电池、IGBT 和 PEB、控制芯片技术的研究，夯实关键核心技术基础；

2) 产品层面，随着荣威 e550、e950、eRX5、ei6 等车型的上市，上汽插电混合动力车型已实现 A 级、A+级、B 级和 SUV 全覆盖，市场占比超 23%。2016 年，以荣威 e950 和 e550、大通 EV80 和 EG10 为代表的上汽自主新能源车销量 2.5 万辆，同比增长 84.0%。未来，荣威计划逐步推出 i6 插电强混轿车、eRX5 插电强混 SUV、eRX5 纯电动 SUV 等极具竞争力的新产品，今后几年，上汽的新能源汽车超过 40 款，到 2020 年集团新能源汽车年销量突破 60 万辆，占全国新能源车市场份额超过 20%，其中自主品牌新能源车超 20 万辆；

3) 充电桩方面，公司当前已建成投放 5,325 个公共充电桩。其中，上海市占全国总量的 83%，到 2020 年预计在全国范围内建设 5 万个公共充电桩。

图 92：上汽捷能新能源技术发展和车型推出历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 93：上汽集团“三电”技术掌握情况

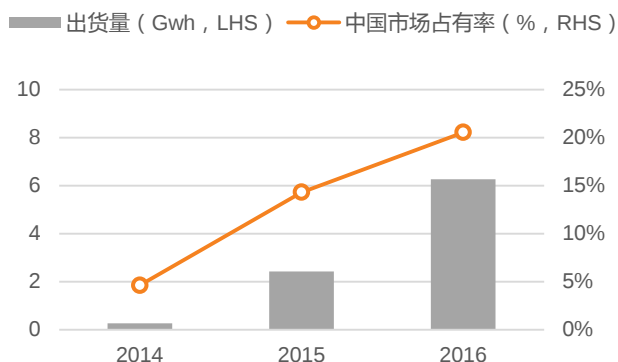


资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

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，2016年下半年的B轮融资，估值已达800亿。

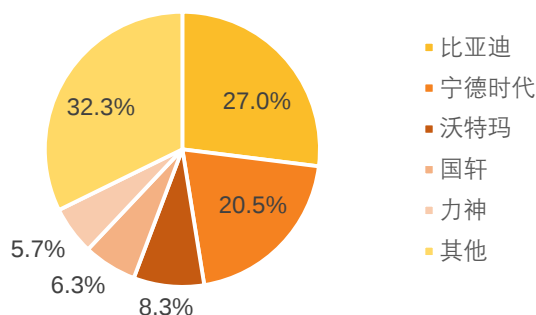
公司目前已具备动力和储能电池领域完整的研发、制造能力，拥有材料、电芯、电池系统、电池回收的全产业链核心技术，并与宝马、一汽、吉利、东风、北汽等众多国内外整车厂建立了深度合作关系，产品曾配套华晨宝马之诺、BMW X1等众多乘车型，在客车动力市场领域的市场份额位居第一。在全球市场中，宁德时代出货量连续两年位居全球第三，产能位居全球第二。EVtank的数据显示，目前，中国动力电池的市场集中度较高，前五大企业市占率近70%，2016年，宁德时代动力电池出货量6.3GWh（公司口径为6.8GWh），同比增长156.4%，市占率21%，直逼比亚迪（出货量8.2GWh，同比增长174.3%，市占率27%）。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 94：宁德时代电池历年出货量及市占率情况（单位：GWh，%）



资料来源：EV tank，宁德时代官网，天风证券研究所

图 95：2016 年中国动力电池市场占比情况（单位：%）



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 96：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

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。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。

图 97: 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:上汽集团 2018 新能源汽车品鉴会,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。根据公司测算,从单车使用效率来看,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 年大城市过盈亏平衡点,2020 年整体过盈亏平衡点。

图 98: EVCARD 实物情况展示图



资料来源:爱卡汽车,天风证券研究所

图 99: EVCARD 租车流程展示图



资料来源:汽车之家,天风证券研究所

图 100：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

150 亿资金到位，推进“四化”全面开展。2017 年 1 月，公司完成 150 亿元定增，计划投入包括新能源汽车、智能化大规模定制、前瞻技术和车联网、数据平台以及汽车服务与汽车金融等方面的十个项目。定增的顺利完成为“四化”的全面推进提供有力的资金支持。

表 22：公司定增投资项目情况

	募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)	概况
1	上汽集团自主品牌乘用车节能与新能源汽车新产品项目	400,000	19,153	本项目主要用于公司自主品牌乘用车节能与新能源汽车新产品研发，具体涉及纯电动、插电式混合动力、非插电深度混合动力三种技术路线相关新车型的研发。
2	上汽集团自主品牌商用车新能源汽车新产品项目	180,000	19,153	本项目投资于上汽集团自主品牌商用车新能源汽车新产品的研发，在 G10、V80、S 架构、SV63 四个平台上进行纯电动、插电混合动力、燃料电池等相关车型的新能源整车研发。
3	上汽变速器混合动力 EDU 变速器扩能和产品升级项目	140,000	13,264	本项目由 EDU 三期新增 7JPH 扩能项目（总产能 10JPH）和混合动力 EDU Gen2 项目两个子项目组成。
3.1	EDU 三期新增 7JPH 扩能项目(总产能 10JPH)	20,000	12,267	本项目主要用于对上汽变速器混合动力 EDU Gen1 变速器机加工以及装配能力进行扩能，从而形成 6 万台混合动力 EDU Gen1 变速器的生产能力。
3.2	混合动力 EDUGen2 项目	120,000	997	本项目主要用于上汽变速器新增混合 EDU Gen2 机械传动部分核心零部件、壳体制造和总成装配校验等设备，从而形成 18 万台混合动力 EDU Gen2 变速器的生产能力。
4	商用车智能化大规模定制业务模式开发及应用项目	200,000	2,810	本项目主要用于建立客户全过程参与的定制化业务平台和数据系统，并对营销体系、生产工艺、供应链等领域进行全面技术升级。
5	上汽集团燃料电池汽车前瞻技术研发项目	50,000	-	本项目主要用于 300 型燃料电池系统开发和基于量产的乘用车整车平台的燃料电池整车开发。
6	上汽集团智能驾驶汽车前瞻技术研	70,000	-	本项目主要用于高速公路及城区道路自动驾驶、自主

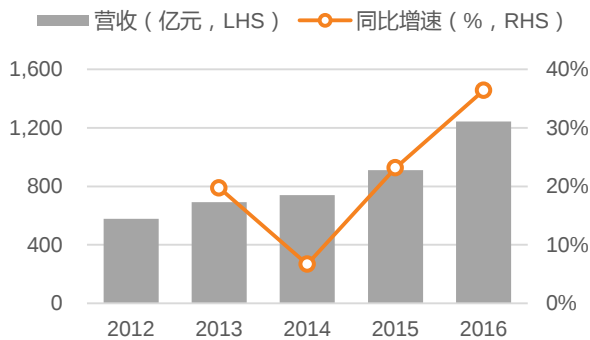
发项目				泊车及相关技术亮点应用的智能驾驶系统集成、控制策略及软件开发、关键零部件的技术研发，以及自动驾驶汽车整车集成关键技术研发。
7	上汽集团自主品牌互联网汽车应用开发项目	70,000	22,484	本项目主要用于远程信息处理器（T-BOX）、大屏幕娱乐机、虚拟仪表等车载硬件设施及车载互联网系统的应用开发，使车载互联技术的功能在自主品牌荣威/名爵车型平台上得以实现。
8	上汽集团云计算和数据平台项目	50,000	422	本项目主要用于数据中心的建设和运营、云计算技术研发、数据平台技术研发和大数据应用等投入，致力于打造上汽集团云计算和大数据平台。
9	上汽电商平台车享网项目	40,000	-	本项目主要投资于“车享网”电商平台的开发与建设。
10	上汽集团汽车金融及互联网金融拓展项目	300,000	300,000	本项目将进一步扩大上汽财务公司汽车金融业务的规模 and 市场份额，结合公司云计算和数据平台建设，打造上汽集团汽车金融社会化服务平台和线上线下的汽车金融生活圈。
合计		1,500,000	90,128	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 垂直衍生零部件：华域汽车拓展海外业务

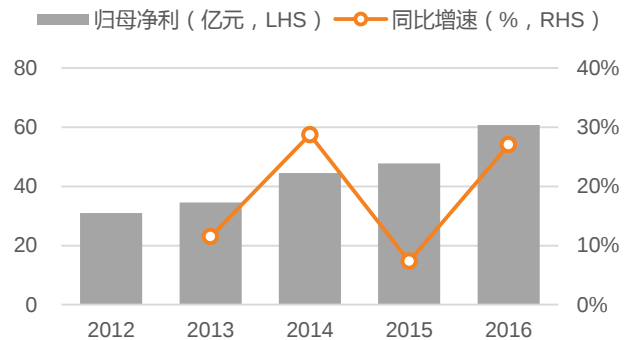
内生业务稳定发展，延锋海外提供增量。华域汽车营收、利润长期保持稳定增长。2015年下半年起，延锋海外业务的开拓，助力公司业绩进一步提升。16年华域汽车营收1,243.0亿元，同比增长36.4%，实现归母净利润60.8亿元，同比增长27.0%。2017上半年公司实现营收683.9亿元，同比+11.5%，实现归母净利润32.3亿元，同比+5.5%。

图 101：华域汽车历年营收及增速情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 102：华域汽车历年归母净利润及增速情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

“中性化”策略推动客户结构趋于多元化、高端化。近年来，公司积极推进“中性化”的客户策略，积极开拓上汽集团体系外的客户，降低对上汽集团的依赖程度。经过多年的客户开拓，上汽集团的比重已从09年的70%左右下滑至2016年底的55.3%，公司计划未来上汽的比重将在50%。目前，除上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等上汽体系的公司外，公司与一汽大众、长安福特、神龙汽车、北京现代、东风日产、长城汽车、江淮汽车、吉利汽车等国内主要整车企业建立了良好的长期合作关系，客户资源覆盖合资、自主品牌，结构完善。同时，公司注重在高端市场的布局，部分产品已成功进入北京奔驰、华晨宝马、一汽奥迪等中高端整车品牌的配套体系。随着外部客户的进一步扩展和高端领域布局的进一步深入，华域汽车营收和利润情况有望实现同步增长。

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，2016年海外营收286.4亿元，占比上升至24.1%。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 23：华域汽车海外业务情况

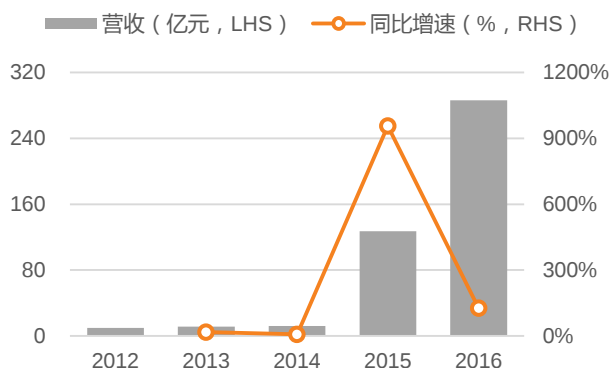
公司	业务	客户
延锋内饰公司	内饰业务	奔驰、宝马、福特、大众、通用等
华域科尔本施密特铝技术有限公司	轻量化铸铝业务	奥迪、奔驰、保时捷、沃尔沃、宝马等
上海实业交通电器有限公司	摇窗机业务	美国通用等
上海赛科利汽车模具技术应用有	模具业务、轻量	-

限公司

化和新材料研究

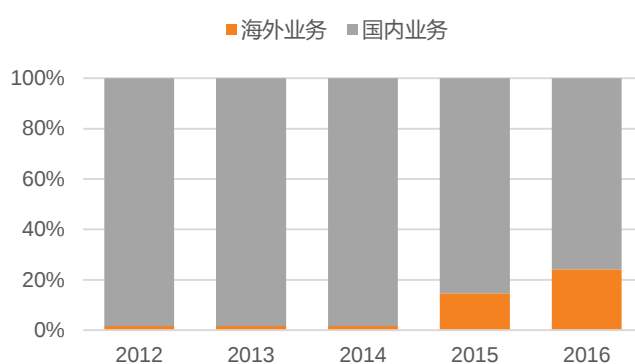
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 103：公司海外业务历年营收及增速情况（单位：亿元，%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 104：公司国内外业务营收占比（单位：%）



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，17 年，部分 24GHz 毫米波雷达产品将投入量产，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。

7. 高分红预期不减 股权激励绑定核心人员利益

2016 年分红率再创新高，预期高分红持续领跑。2016 年，上汽集团以总股本 116.8 亿股为基数，每 10 股派送现金红利 16.5 元（含税），共计 192.8 亿元。按年报公告当日股价计算股息率为 6.5%，分红比率高达 60.2%，公司分红率再度超市场 50% 的预期，达到近年新高，分红率与分红总数额均位居各大车企榜首。业绩稳定催生公司稳定的高分红，预计未来几年公司分红率将持续保持 50% 以上。若维持当前 60.2% 的分红率，并以 2016 年 6 月 30 日（半年报时间）市价为基础，预计公司股息率 2017 年达 6.1%，2018 年达 7.0%。

表 24：上汽近四年普通股股利情况

分红年度	每 10 股派息数（元）（含税）	现金分红数额（亿元）（含税）	分红率（%）
2016	16.5	192.8	60.2
2015	13.6	149.9	50.3
2014	13.0	143.3	51.2
2013	12.0	132.3	53.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

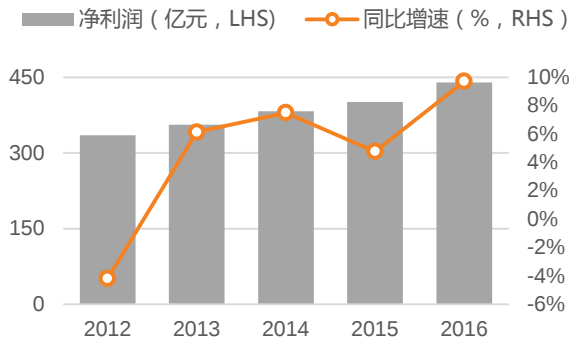
表 25：各大车企 2016 年分红概况

上市企业名称	每 10 股派息数（元）（含税）	现金分红总数额（亿元）（含税）	分红率（%）
上汽集团	16.5	192.8	60.2
宇通客车	10.0	22.1	54.8
长安汽车	6.2	30.8	30.0
江铃汽车	6.1	5.7	40.0
长城汽车	3.5	32	30.3
小康股份	3	2.7	52.1
中国重汽	2.3	1.5	36.9
广汽集团	2.2	14.2	30.8
江淮汽车	1.9	3.6	31.0
比亚迪	1.8	4.9	29.4
力帆股份	0.5	0.6	76.0
东风汽车	0.3	0.7	30.2

资料来源：公司公告，天风证券研究所

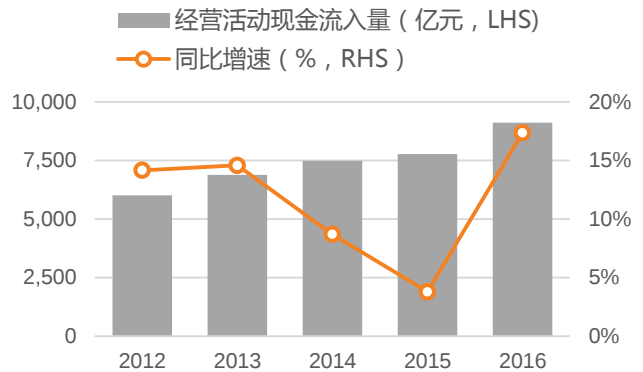
净利润维持高增长，优业绩缔造高分红。上汽集团优良的盈利能力以及现金流情况是维持大力度分红现状的一大重要原因，2016 年，上汽集团净利润达到 439.6 亿元，同比增速高达 9.7%，平稳的业绩增长有力地支持了高分红政策。上汽集团 2016 年经营活动现金流入量持续增长，经营性现金流量净额虽然为 113.8 亿元，较 2015 年的 259.9 亿元大幅下滑，但这主要是由于上汽金融业务发放 1,003.0 亿元长期贷款，致使 2016 年金融业务现金流出为 362.6 亿元，远高于 2015 年的 62.8 亿元。剔除此项调整后，上汽的制造业务现金流入量仍蔚为可观。

图 105: 上汽集团历年净利润及增速情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 106: 上汽集团历年经营活动现金流入量及增速情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

股权激励绑定核心人员，员工持股促进高分红。上汽集团的员工持股也是高现金分红的一大原因。2017 年 1 月 21 日，上汽集团公布了非公开方式募集资金的交易预案，以每股人民币 22.8 元向包括上汽集团核心员工持股计划在内的机构发行股票。此次公开发行募资，公司核心员工合计出资约 11 亿元。通过此次定增，上汽集团完成了对 2,321 名核心员工的股权激励。员工持股计划的核心是将员工与公司的利益捆绑，有利于激励员工为公司未来的长期持续发展做出更大的贡献，同时分享到公司持续成长带来的收益，与之配套的高现金分红政策也将极大地提升公司核心人员的积极性。

表 26: 公司员工持股计划

项目	概况
参与对象	1、集团领导：上汽集团高级管理人员及党群主要负责人。
	2、厂部级干部：集团总部中层管理人员、下属公司中由集团提名聘任的高级管理人员及党群主要负责人。
	3、关键骨干员工，包括以下三部分员工：
	(1) 集团直接管理企业中层管理人员，包括直接管理企业部门级正副职、同职级的三层次企业负责人及同职级党群负责人；集团总部部门科经理。
	(2) 上汽激励基金计划奖励中重大贡献人员，包括 2013 年-2015 年获得国家、行业级、省市级奖项，以及获全国、行业、省市劳模荣誉的人员等。
	(3) 上汽优秀工程技术带头人，按照《上汽技术人才奖评选办法》，历年评选的上汽优秀工程技术带头人。
计划参与人数	2,321
实际参与人数	2,207
发行价 (元)	22.8
计划/实际配售股数 (万股)	4845
计划/实际配售金额 (万元)	110,465
锁定期	36 个月
存续期	48 个月

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

高分红回报投资者。上汽集团一直以来吸引机构投资者的重要原因就是高分红率，自 2014 年以来分红率维持在 50%以上水平，高比例现金分红也成为了公司为机构投资者提供的稳定收益，机构投资者与公司之间的良性互动也为公司的可持续发展提供了保障。

8. 盈利预测&投资建议

从站在巨人的肩膀上到真正成为巨人。上汽依托合资品牌大众、通用两大巨头平台，实现了全方位的业务升级，包括整车研发制造、零部件制造、物流服务、汽车金融等领域。其中，整车、零部件制造早已突破千亿级别，而物流、金融等服务也达到百亿级别，在国内市占率稳居首位；同时，整车业务作为主机厂的底盘，上汽逐步通过“合资+自主”双轮驱动的模式将业务规模提升至大众集团、通用汽车等全球龙头的水平（大众集团/通用汽车 2016 年营收 2,288/1,664 亿美元；上汽集团 2016 年营收已突破 1,000 亿美元），身为中国汽车工业巨人的上汽在制造业未来发展趋势上具备国家提倡的“高端制造”技术优势；同时，上汽自主慢慢走向国门，通过乘用车/商用车出口或者海外建造工厂等形式，在全球范围内扩大影响力。

大象起舞，引领中国汽车工业向“新四化”转型。上汽在汽车工业新趋势的把握上具备国际视野，超前投入大量隐形资产，深耕“新四化”技术研发（电动化、智能化、网联化及共享化），携手各领域巨头英特尔、阿里巴巴、华为、移动及宁德时代引领行业迈向转型道路；未来上汽将成为综合性出行服务供应商，系统性服务外包等模式实现长期业绩突破。

我们从上汽的不同业务板块对公司未来的业绩进行测算：

- 1) 整车业务：自主快车道+合资产品周期。自主品牌三大产品（荣威 RX5、i6 以及名爵 ZS）需求较好，贡献增量，加上郑州 40 万辆产能工厂已于 17 年 7 月开始投产，产能储备充足。17 年自主品牌销量突破 52 万辆，业绩方面继续减亏。合资品牌上汽大众补齐 SUV 短板：全新途观 L+途昂扛起销售大旗，途观 L 再次书写神车辉煌，月销量已接近 3 万辆，途昂大 7 座 SUV 概念在一二线城市市场接受度极高，目前已爬坡至产能上限（7-8 千辆/月），期待公司在产能布局及零部件供应上做出调整，打开途昂生产瓶颈；上汽通用产品结构明显高端化，凯迪拉克国产化进程加速，全年有望实现 100%+ 增长，别克全新 GL8 平均单价上升至 30 万元（老款 25 万元左右），量利齐增；上汽通用五菱以及走低端化乘用车路线，以小排量 SUV 为主，受 17 年开始的购置税优惠退坡政策影响，全年销量增长存在压力。

销量方面，新车规划下各大品牌新产品规划有条不紊，我们预测 18-19 年上汽集团销量增速分别为 8%/9%。

表 27：上汽集团汽车销量预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
上汽大众	1525008	1725006	1812022	2001779	2063063	2163019	2334203
同比增速		13.11%	5.04%	10.47%	3.06%	3.83%	7.91%
上汽通用	1575167	1760158	1752015	1887025	1998749	2123786	2255130
同比增速		11.74%	-0.46%	7.71%	5.92%	8.11%	6.18%
上汽乘用车	229084	180018	170017	321717	522036	804198	929387
同比增速		-21.42%	-5.56%	89.23%	62.27%	25.78%	15.57%
上汽通用五菱	1600550	1805850	2040007	2130177	2150018	2258729	2396532
同比增速		12.83%	12.97%	4.42%	0.93%	3.90%	6.10%
其他	191619	148901	127827	147441	187923	331742	464439
同比增速		-22.29%	-14.15%	15.34%	27.46%	50.00%	40.00%
总销量	5121428	5619933	5901888	6488139	6921789	7681474	8379691
同比增速		9.73%	5.02%	9.93%	9.15%	8.46%	9.09%

资料来源：wind，天风证券研究所

- 2) 零部件业务: 华域汽车对外业务拓展进行时。未来华域在维持对集团内部零部件供应规模的前提下, 加大对外客户的订单, 目标将对内业务占比降至 50%以下 (目前 55%左右), 主要意图在于: a) 新增订单提供业绩增量; b) 对外业务占比扩大后, 能减少上汽集团内部订单客户单一所带来的风险。预计投资收益方面, 零部件业务 17 年增速在 10%以上。
- 3) 汽车服务业务: 物流稳健发展, 主要挂靠整车及零部件业务, 17 年预计实现小幅增长; 汽车金融渗透率进一步提升, 规模效应逐步体现, 未来利润率有较大改善空间。

上汽集团 PB 估值正逐步恢复, 但仍处于历史较低水平。上汽集团 PB 估值在进入 2010 时达到顶峰, 但之后一直处于下降状态, 在 2014 至 2015 年 5 月时 PB 短暂回调但又迅速回落, 之后一直稳定在 1.5 倍左右, 处于较低水平, 进入 2017 年后上汽集团 PB 估值开始逐步恢复, 但目前仍然处于较低水平。

图 107: 上汽集团 PB 时序图



资料来源: wind, 天风证券研究所

“汽车消费升级, 自主品牌崛起”的价值首选。作为高股息率 (17 年预计 6%) 优质蓝筹标的, 员工持股计划绑定核心人员及公司中长期利益。预计 17-19 年 EPS 分别为 2.93/3.24/3.54 元, 对应 PE 为 11.5/10.4/9.5 倍。我们在给上汽集团估值时, 考虑到整车公司大部分渗透产业链上中下游, 业务范围虽然复杂, 但零部件及其他衍生业务依然需要依托整车制造增长, 业绩关联性较高; 因此, 给予上汽集团 18 年整体业绩 11.5 倍 PE 估值, 自主的成长性、合资及子公司提供的稳定投资收益赋予公司长期投资价值, 中期给予公司 6 个月目标价 37.26 元, 维持“买入”评级。

表 28: A 股整车标的 PE 比较

公司	代码	2015/12/31	2016/12/30	2017/12/29
上汽集团	600104.SH	8.116	8.176	11.156
众泰汽车	000980.SZ	85.594	103.619	46.546
福田汽车	600166.SH	62.645	43.175	39.621
江淮汽车	600418.SH	28.154	21.333	31.803
长城汽车	601633.SH	12.684	11.143	16.855

长安汽车	000625.SZ	8.942	6.552	7.241
江铃汽车	000550.SZ	12.223	13.129	16.031
力帆股份	601777.SH	65.121	44.316	158.493
广汽集团	601238.SH	40.173	20.941	18.626

资料来源：wind，天风证券研究所

9. 风险提示

乘用车市场下行风险；终端价格浮动影响整车利润率；车型销量不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	72,672.67	105,932.54	123,297.06	156,852.84	167,751.32
应收账款	34,413.27	37,622.81	44,575.24	44,549.97	59,446.31
预付账款	13,388.65	20,529.66	14,733.30	23,385.38	18,469.12
存货	37,243.44	37,039.78	50,143.70	43,274.62	60,024.38
其他	112,212.67	129,820.78	149,705.62	141,178.48	162,467.08
流动资产合计	269,930.70	330,945.56	382,454.93	409,241.30	468,158.22
长期股权投资	59,019.67	62,677.19	64,677.19	65,677.19	68,677.19
固定资产	38,690.59	47,053.91	57,424.93	67,860.18	79,813.81
在建工程	11,856.27	13,266.06	11,812.85	10,810.28	10,088.22
无形资产	8,365.22	10,796.44	12,530.34	14,229.00	16,245.39
其他	89,092.16	79,668.93	78,499.84	78,303.84	76,083.98
非流动资产合计	207,023.90	213,462.52	224,945.14	236,880.48	250,908.59
资产总计	511,630.69	590,628.14	658,242.13	702,048.05	780,585.69
短期借款	4,908.35	8,728.15	15,853.17	6,374.00	6,293.00
应付账款	137,681.41	150,098.35	179,022.61	176,751.78	213,890.27
其他	115,078.07	138,654.88	135,749.49	153,651.65	153,816.87
流动负债合计	257,667.82	297,481.37	330,625.27	336,777.43	374,000.14
长期借款	1,398.81	4,285.99	2,000.00	2,334.00	1,321.00
应付债券	8,208.11	14,160.13	15,576.14	17,133.75	18,847.13
其他	33,438.66	39,604.27	41,584.48	43,663.71	45,846.89
非流动负债合计	43,045.58	58,050.39	59,160.62	63,131.46	66,015.02
负债合计	300,713.41	355,531.76	389,785.89	399,908.89	440,015.16
少数股东权益	35,788.55	43,175.40	56,475.61	71,211.88	88,949.44
股本	11,025.57	11,025.57	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	38,939.77	39,807.25	54,149.36	54,149.36	54,149.36
留存收益	152,065.67	168,854.79	200,297.17	219,243.81	239,937.63
其他	(26,902.27)	(27,766.63)	(54,149.36)	(54,149.36)	(54,149.36)
股东权益合计	210,917.29	235,096.37	268,456.24	302,139.15	340,570.53
负债和股东权益总计	511,630.69	590,628.14	658,242.13	702,048.05	780,585.69

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40,073.97	43,961.96	34,200.54	37,893.28	41,387.64
折旧摊销	6,243.71	7,899.33	3,648.29	4,568.65	5,652.04
财务费用	764.22	739.76	(177.99)	(666.41)	(1,346.92)
投资损失	(29,663.13)	(30,572.26)	(31,183.71)	(32,119.22)	(32,761.60)
营运资金变动	13,383.49	2,906.03	(3,247.42)	26,533.38	(7,122.06)
其它	(4,809.68)	(13,557.89)	12,734.66	14,997.92	17,756.64
经营活动现金流	25,992.57	11,376.93	15,974.37	51,207.61	23,565.74
资本支出	3,728.57	17,385.87	12,319.79	13,620.78	16,716.81
长期投资	(4,369.96)	3,657.52	2,000.00	1,000.00	3,000.00
其他	(13,095.47)	5,393.11	(3,403.89)	(6,448.05)	(14,233.70)
投资活动现金流	(13,736.86)	26,436.50	10,915.90	8,172.73	5,483.12
债权融资	19,489.52	35,847.89	40,259.86	32,667.90	33,904.57
股权融资	2,940.03	1,458.18	3,417.82	994.49	1,634.85
其他	(44,786.41)	(43,447.82)	(53,203.43)	(59,486.94)	(53,689.80)
筹资活动现金流	(22,356.87)	(6,141.75)	(9,525.75)	(25,824.56)	(18,150.38)
汇率变动影响	15.76	18.27	12.02	15.35	15.21
现金净增加额	(10,085.40)	31,689.96	17,376.55	33,571.13	10,913.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	670,448.22	756,416.17	821,980.42	891,252.10	985,227.99
营业成本	585,832.88	650,218.11	708,187.34	762,373.71	837,090.11
营业税金及附加	5,598.40	7,520.72	8,219.80	8,912.52	9,852.28
营业费用	35,537.52	47,503.42	53,428.73	57,931.39	66,010.28
管理费用	24,275.28	28,258.36	30,577.67	33,867.58	37,931.28
财务费用	(231.19)	(332.32)	(177.99)	(666.41)	(1,346.92)
资产减值损失	2,848.17	3,209.47	3,498.32	3,848.16	4,040.56
公允价值变动收益	(285.52)	(10.02)	(565.55)	261.65	19.08
投资净收益	29,678.89	30,590.53	31,195.73	32,134.57	32,776.82
其他	(56,394.25)	(58,975.10)	(63,094.70)	(66,681.80)	(69,502.79)
营业利润	43,588.03	48,433.00	51,804.87	57,381.37	64,446.31
营业外收入	3,666.66	3,313.77	3,976.52	4,374.17	4,724.10
营业外支出	1,445.02	1,254.31	1,224.46	1,307.93	1,262.23
利润总额	45,809.68	50,492.46	54,556.93	60,447.61	67,908.18
所得税	5,735.71	6,530.50	7,056.18	7,818.06	8,782.98
净利润	40,073.97	43,961.96	47,500.75	52,629.56	59,125.20
少数股东损益	10,280.18	11,953.35	13,300.21	14,736.28	17,737.56
归属于母公司净利润	29,793.79	32,008.61	34,200.54	37,893.28	41,387.64
每股收益 (元)	2.55	2.74	2.93	3.24	3.54

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.42%	12.82%	8.67%	8.43%	10.54%
营业利润	8.07%	11.12%	6.96%	10.76%	12.31%
归属于母公司净利润	6.51%	7.43%	6.85%	10.80%	9.22%
获利能力					
毛利率	12.62%	14.04%	14.20%	14.46%	15.04%
净利率	4.44%	4.23%	4.16%	4.25%	4.20%
ROE	17.01%	16.68%	16.13%	16.41%	16.45%
ROIC	115.92%	1048.37%	-307.74%	-2869.64%	-303.24%
偿债能力					
资产负债率	58.78%	60.20%	59.22%	56.96%	56.37%
净负债率	59.18%	88.71%	79.62%	74.88%	61.78%
流动比率	1.05	1.11	1.16	1.22	1.25
速动比率	0.90	0.99	1.01	1.09	1.09
营运能力					
应收账款周转率	23.18	21.00	20.00	20.00	18.95
存货周转率	17.64	20.37	18.86	19.08	19.08
总资产周转率	1.45	1.37	1.32	1.31	1.33
每股指标 (元)					
每股收益	2.55	2.74	2.93	3.24	3.54
每股经营现金流	2.22	0.97	1.37	4.38	2.02
每股净资产	14.99	16.43	18.14	19.77	21.54
估值比率					
市盈率	13.23	12.32	11.53	10.41	9.53
市净率	2.25	2.05	1.86	1.71	1.57
EV/EBITDA	1.22	0.90	3.27	2.37	2.10
EV/EBIT	1.37	1.03	3.50	2.56	2.28

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 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com