

上汽集团 (600104)

产品周期与资本周期的共振

买入 (维持)

2017年01月01日

市场数据

报告日期	2017-01-01
收盘价(元)	23.45
总股本(百万股)	11025.57
流通股本(百万股)	11025.57
总市值(百万元)	258549.54
流通市值(百万元)	258549.54
净资产(百万元)	184171.44
总资产(百万元)	544945.82
每股净资产	16.70

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	670448	751645	826809	892954
同比增长(%)	5.5%	12.1%	10.0%	8.0%
净利润(百万元)	29794	31706	36604	39981
同比增长(%)	6.5%	6.4%	15.4%	9.2%
毛利率(%)	12.6%	13.5%	13.7%	14.0%
净利润率(%)	4.4%	4.2%	4.4%	4.5%
净资产收益率(%)	17.0%	15.0%	15.8%	15.8%
每股收益(元)	2.70	2.88	3.32	3.63
每股经营现金流(元)	2.36	1.87	5.72	2.12

相关报告

《终获定增批文，奠定腾飞基础》2016-12-04

《携手奥迪品牌，进击豪华市场》2016-11-14

《业绩平稳增长，车型投放推动明年盈利加速》2016-10-29

分析师：

王冠桥

wangguanqiao@xyzq.com.cn

S0190515050004

研究助理：

翟伟

戴畅

投资要点

- **核心逻辑：**市场认为乘用车行业增速放缓，上汽集团市场份额较高，难以超越行业、缺乏利润弹性。我们认为购置税稳步退坡消除了行业的系统性风险，而且SUV细分市场的快速增长提供结构性机会。上汽集团2017年将迎来自主品牌(RX5、eRX5、MG ZS、RX3)、上汽大众(途观L、科迪亚克、Teramont) SUV新品的密集投放，高盈利车型将带动公司利润的超预期增长。
- **自主品牌，RX5带领下的产品矩阵。**2012年醒狮计划开启上汽自主的变革之路，首款车型RX5销售火爆，月销已突破2万。2017年还将推出名爵ZS、荣威RX3、eRX5、换代W5等多款SUV和550的轿车换代，形成以RX5为首的新一代产品矩阵，有望扭转自主品牌大幅亏损的历史。
- **上汽大众，换代途观+Teramont+科迪亚克。**SUV产品老化和车型不足已严重制约上汽大众的盈利能力，2017年起公司将推出3款SUV车型，包括换代途观、全新B级Teramont、全新斯柯达KODIAQ，参考汉兰达、锐界等竞品的表现，高盈利车型的投放有望带动公司盈利的超预期增长。
- **产品周期与资本周期的共振，维持“买入”评级。**2017年既是公司的产品周期大年，自主、大众密集投放高盈利SUV产品；又是资本周期大年，150亿再融资扩大公司的规模优势，管理层参与也将释放企业活力。预计公司2016-2018年EPS分别为2.88/3.32/3.63元，按2016年12月30日23.45元收盘价，对应2016-2018年8.14/7.06/6.46倍PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新车型上量不及预期

目 录

投资概要	- 5 -
1、产品周期与资本周期的共振	- 6 -
1.1、整体上市以来首次资本运作	- 6 -
1.2、均衡的产品组合，稳健的增长记录	- 7 -
1.3、新品周期或带来惊喜	- 9 -
2、自主品牌：厚积薄发，RX5 唤醒荣威	- 10 -
2.1、痛失五年 SUV 行业红利	- 10 -
2.2、睡狮苏醒，步入新品周期	- 12 -
2.3、RX5 爆款，有望带动本部减亏	- 14 -
3、上汽大众：二次创业，战略投放 SUV 产品	- 17 -
3.1、产品老化，盈利能力持续下行	- 17 -
3.2、B 级 SUV 利润丰厚，Teramont 恰逢其时	- 19 -
3.3、途观+Kodiq 构建 A 级 SUV 新组合	- 20 -
4、上汽通用：开启品牌升级之路	- 22 -
4.1、产品结构优化，豪华车占比提升	- 22 -
4.2、凯迪拉克享受消费升级，站稳第二梯队	- 24 -
4.3、雪佛兰更新产品线，销量企稳回升	- 25 -
5、子公司：五菱消费升级，华域稳健前行	- 27 -
5.1、五菱：微面升级，产品顺利切换	- 27 -
5.2、华域：整合江森内饰，布局智能驾驶	- 30 -
5.3、上汽财务：受益汽车金融渗透率提升	- 31 -
6、盈利预测与投资建议	- 32 -
6.1、兑现能力最强的新品周期	- 32 -
6.2、估值处于历史均值，高股息提供安全边际	- 34 -
图 1、上汽集团销量增速高于行业整体增速	- 8 -
图 2、三大合资品牌销量同步增长	- 8 -
图 3、公司历年营收及增速（单位：亿元，%）	- 8 -
图 4、公司历年净利润及增速（单位：亿元，%）	- 8 -
图 5、毛利率、净利率略有反弹（单位：%）	- 8 -
图 6、上汽集团历年 ROE 水平（单位：%）	- 8 -
图 7、集团历年营收结构（单位：%）	- 9 -
图 8、集团历年归母净利润结构（单位：%）	- 9 -
图 9、2013-2015 年营收增量及结构（单位：亿元，%）	- 9 -
图 10、2013-2015 年归母净利增量及结构（单位：亿元，%）	- 9 -
图 11、上汽自主各车型月度销量（单位：辆）	- 11 -
图 12、上汽自主历年销量及市占率（单位：万辆，%）	- 11 -
图 13、荣威、MG 历年销量及增速（单位：万辆，%）	- 11 -
图 14、上汽自主净亏损及母公司毛利率（单位：亿元，%）	- 11 -
图 15、上汽自主研发支出及占比（单位：亿元，%）	- 11 -
图 16、上汽荣威 2015 年推出的 Vision-R 概念车	- 12 -
图 17、上汽自主整车制造四大平台	- 13 -
图 18、搭载 CUBE-TECH 的 RX5 动力水平领先竞品	- 13 -
图 19、RX5 与主要竞品价格对比（单位：万元）	- 15 -
图 20、RX5 及竞品月销量情况（单位：辆）	- 15 -
图 21、荣威 RX5 外观	- 16 -

图 22、RX5 语音交互控制车辆功能	- 16 -
图 23、去除 RX5 的上汽自主销量维持高增长	- 16 -
图 24、上汽自主销量预测 (单位: 万辆)	- 16 -
图 25、上汽大众历年销量、增速、行业增速 (单位: 万辆, %, %)	- 17 -
图 26、上汽大众分车型销量结构 (单位: %)	- 18 -
图 27、2015 年上汽大众分车型销量结构 (单位: 万辆)	- 18 -
图 28、上汽大众历年营收及增速 (单位: 亿元, %)	- 18 -
图 29、上汽大众历年利润及增速 (单位: 亿元, %)	- 18 -
图 30、上汽大众产品线定价 (单位: 万元)	- 18 -
图 31、上汽大众产品均价 (单位: %, 万元)	- 18 -
图 32、B 级 SUV 销量及增速 (单位: 万台, %)	- 20 -
图 33、重点合资 B 级 SUV 车型月销量 (单位: 辆)	- 20 -
图 34、Teramount 正面外观	- 20 -
图 35、Teramount 背部外观	- 20 -
图 36、重点合资 A 级 SUV 车型月销量对比 (单位: 辆)	- 21 -
图 37、斯柯达 KODIAQ	- 22 -
图 38、上汽通用历年销量及增速 (单位: 万辆, %)	- 23 -
图 39、上汽通用各品牌销量 (单位: 万辆, %)	- 23 -
图 40、上汽通用三大品牌价格带 (单位: 万元)	- 23 -
图 41、上汽通用重点车型月度销量 (单位: 辆)	- 23 -
图 42、上汽通用历年营收及增速 (单位: 亿元, %)	- 24 -
图 43、上汽通用历年净利润及增速 (单位: 亿元, %)	- 24 -
图 44、上汽通用产品均价 (单位: 万元)	- 24 -
图 45、上汽通用与竞争对手净利率对比 (单位: %)	- 24 -
图 46、凯迪拉克主要车型月度销量 (单位: 辆)	- 25 -
图 47、别克分车型销量结构变化情况 (单位: %)	- 26 -
图 48、历年雪佛兰分车型销量占比	- 26 -
图 49、雪佛兰季度销量及增速 (单位: 辆, %)	- 26 -
图 50、雪佛兰全新 SUV 探界者	- 27 -
图 51、雪佛兰全新 SUV 探界者	- 27 -
图 52、上汽通用五菱产品结构	- 27 -
图 53、上汽通用五菱历史销量及增速 (单位: 万辆, %)	- 28 -
图 54、上汽通用五菱销量结构由微面向乘用车升级	- 28 -
图 55、上汽通用五菱营收及增速 (单位: 亿元, %)	- 28 -
图 56、上汽通用五菱净利润及增速 (单位: 亿元, %)	- 28 -
图 57、五菱、宝骏品牌销量及增速情况 (单位: 万辆, 万辆, %, %)	- 29 -
图 58、华域汽车历年营收 (单位: 亿元, %)	- 30 -
图 59、华域汽车历年净利润 (单位: 亿元, %)	- 30 -
图 60、历年毛利率、净利率 (单位: %)	- 31 -
图 61、历年 ROE 水平 (单位: %)	- 31 -
图 62、上汽财务历年资产总额 (单位: 亿元)	- 31 -
图 63、上汽财务历年利润总额 (单位: 亿元)	- 31 -
图 64、上汽通用金融历年资产余额 (单位: 亿元)	- 32 -
图 65、上汽通用金融历年净利润 (单位: 亿元)	- 32 -
图 66、公司历史 PE-ttm 水平	- 34 -
图 67、公司历史 PB-lf 水平	- 34 -
图 66、公司历年现金分红及股息支付率 (单位: 亿元, %)	- 34 -
表 1、上汽集团主要子公司及持股比例	- 6 -
表 2、上汽集团股权结构 (截止 2016 年三季报)	- 6 -

表 3、上汽集团募投项目	- 7 -
表 4、上汽集团新车型规划（2016-2018 年）	- 10 -
表 5、2016 年之前上汽 SUV 产品布局空缺	- 10 -
表 6、上汽 CUBE-TECH 动力总成国内领先	- 13 -
表 7、上汽自主新车型推出及换代进程	- 14 -
表 8、RX5 与竞品配置的对比	- 15 -
表 9、上汽大众新车型上市计划	- 19 -
表 10、Teramount 车身尺寸与奥迪 Q7 相当	- 20 -
表 11、2015/2016 年畅销合资 A 级 SUV 销量	- 21 -
表 12、新老途观参数对比	- 21 -
表 13、上汽通用新产品上市历程	- 22 -
表 14、凯迪拉克 2013 年开始密集投放新车型	- 24 -
表 15、2016 年 1-11 月豪华品牌在华销量（单位：万辆，%）	- 25 -
表 16、凯迪拉克新产品规划	- 25 -
表 17、宝骏新车型上市历程	- 29 -
表 18、盈利拆分	- 33 -
附表	- 35 -

报告正文

投资概要

1、估值及投资建议

市场认为乘用车行业增速放缓，上汽集团市场份额较高，难以超越行业、缺乏利润弹性。我们认为购置税稳步退坡消除了行业的系统性风险，而且 SUV 细分市场的快速增长提供结构性机会。上汽集团 2017 年将迎来自主品牌（RX5、eRX5、MG ZS、RX 3）、上汽大众（途观 L、科迪亚克、Teramont）SUV 新品的密集投放，高盈利车型将带动公司利润的超预期增长。暂不考虑定增摊薄，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.88/3.32/3.63 元，按 2016 年 12 月 30 日 23.45 元收盘价，对应 2016-2018 年 8.1423/7.06/6.46 倍 PE，维持“买入”评级。

2、关键假设

- SUV 市场中高速增长，A 级轿车市场稳定低速增长
- RX5 持续爬坡，eRX5、RX3、途观 L、Teramont 投放成功
- 产能利用率提升带动上汽本部减亏

3、股价表现催化剂

- 乘用车产品销量超预期（RX5、途观 L、Teramont 等）

4、风险提示

- 行业竞争加剧

1、产品周期与资本周期的共振

1.1、整体上市以来首次资本运作

汽车业的航空母舰，优秀的品牌组合。上汽集团是国内第一大整车集团，2015年销售586万辆，市占率24%，2011年整体上市。集团主要业务涵盖整车、零部件、汽车服务贸易三大板块，其中整车包括上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱等，零部件包括华域汽车、上柴股份等，服务贸易包括上汽财务、安吉物流等。公司拥有同业中最优秀的品牌组合、最全面的配套体系。

表 1、上汽集团主要子公司及持股比例

整车	零部件	销售与服务
上汽大通 (100%)	上汽变速器 (100%)	安吉物流 (100%)
南汽集团 (100%)	华域汽车 (58.32%)	上汽财务 (100%)
上汽通用五菱 (50.1%)	中联汽车电子 (53.00%)	上汽通用金融 (55%)
上汽大众 (50%)	上柴股份 (48.05%)	上汽通用销售 (51%)
上汽通用 (50%)		上汽大众销售 (60%)

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

注：橙色为控股，灰色为合营

上海市政府大力支持，员工持股优化治理结构。整体上市后上汽总公司持有上市公司74.3%股权，为上市公司的大股东，上海市国资委是公司的实际控制人。公司员工持股计划将与再融资同步实施，完成后将进一步优化治理结构。

表 2、上汽集团股权结构（截止 2016 年三季报）

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	上海汽车工业(集团)总公司	819145	74.30
2	跃进汽车集团公司	41392	3.75
3	中国证券金融股份有限公司	31914	2.89
4	上海国际集团有限公司	30089	2.73
5	香港中央结算有限公司(沪股通)	18991	1.72
6	中央汇金资产管理有限责任公司	10075	0.91
7	中国工商银行股份有限公司-中证上海国企交易型开放式指数证券投资基金	5229	0.47
8	全国社保基金一一六组合	2498	0.23
9	中国工商银行-上证50交易型开放式指数证券投资基金	2471	0.22
10	马来西亚国家银行	2406	0.22
	合计	964211	87.44

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

整体上市以来首次再融资，2321 名员工认购 11 亿份额。2015 年 11 月公司公告，拟募集 150 亿元用于新能源汽车项目（72 亿）、智能化项目（20 亿）、车联网项目（19 亿）、汽车金融及服务（39 亿）四大类十项项目。

公司中高层 11 亿元认购员工持股计划参与公司再融资，被动接受询价并锁定 36 个月。此次参加对象为集团领导、厂部级干部及关键骨干员工合计不超过 2321 人，激励范围广泛。员工持股计划认购定增反映出对公司未来发展的信心，也有助激发员工的创新动力，在机制体制上实现突破。2016 年 4 月通过证监会审核，发行底价为 14.2 元/股，2016 年 12 月公司收到证监会批文。

表 3、上汽集团募投项目

项目类别	序号	项目名称	项目总投资金额 (人民币亿元)	拟使用募集资金金额 (人民币亿元)
新能源汽车 相关项目	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	41.11	40.00
	2	上汽集团自主品牌商用车新能源汽车新产品项目	19.56	18.00
	3	上汽变速器混合动力 EDU 变速器扩能和产品升级项目	14.51	14.00
	3.1	EDU 三期新增 7JPH 扩能项目(总产能 10JPH)	2.33	2.00
	3.2	混合动力 EDU Gen2 项目	12.18	12.00
智能化大规模定制项目	4	商用车智能化大规模定制业务模式开发及应用项目	30.00	20.00
前瞻技术与 车联网项目	5	上汽集团燃料电池汽车前瞻技术研发项目	7.19	5.00
	6	上汽集团智能驾驶汽车前瞻技术研发项目	7.50	7.00
	7	上汽集团自主品牌互联网汽车应用开发项目	8.43	7.00
汽车服务与 汽车金融项目	8	上汽集团云计算和数据平台项目	6.52	5.00
	9	上汽电商平台车享网项目	20.00	4.00
	10	上汽集团汽车金融及互联网金融拓展项目	30.00	30.00
合计			184.82	150.00

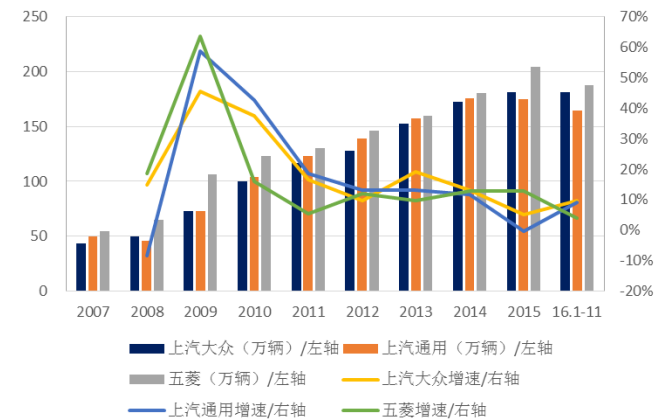
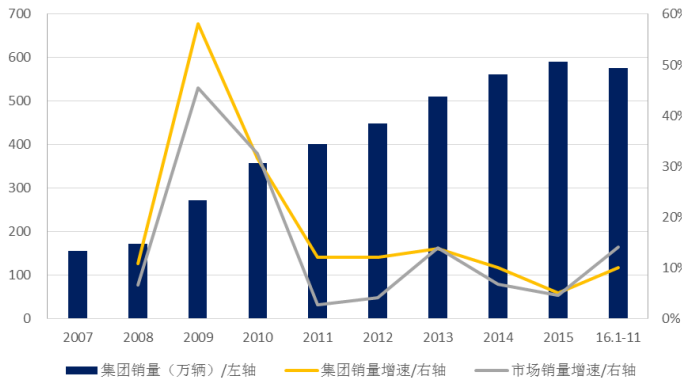
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

1.2、均衡的产品组合，稳健的增长记录

历史销量增速持续超越行业。集团拥有上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱三大合资品牌，2015 年销售整车 586 万辆，同比增长 5.0%，增速略高于行业整体（+4.6%），其中上汽大众销售 181 万辆，上汽通用 175 万辆，上汽通用五菱 204 万辆，三大品牌占集团总销量的 95.6%，上汽乘用车销售 17 万辆。合资、自主、廉价车构建了业内最稳健的产品组合。

图 1、上汽集团销量增速高于行业整体增速

图 2、三大合资品牌销量同步增长



数据来源：公司公告，中汽协，兴业证券研究所

数据来源：公司公告，中汽协，兴业证券研究所

受产品组合影响，2016 年增速放缓。2011-2015 年上汽集团营收 CAGR 为 11.4%、净利润 CAGR 10.2%。受购置税优惠刺激，预计 2016 年乘用车销量同比增速超过 16%，公司 1-11 月累计销售 577 万辆同比增长 10%，略弱于行业，主要因素是：(1) 区域上，行业增长主要来自三四线城市；(2) 产品上，行业增长主要来自 SUV 中的自主品牌。随着公司 SUV 产品投放和渠道下沉，公司与行业增速的缺口有望收窄。

图 3、公司历年营收及增速 (单位：亿元，%)

图 4、公司历年净利润及增速 (单位：亿元，%)

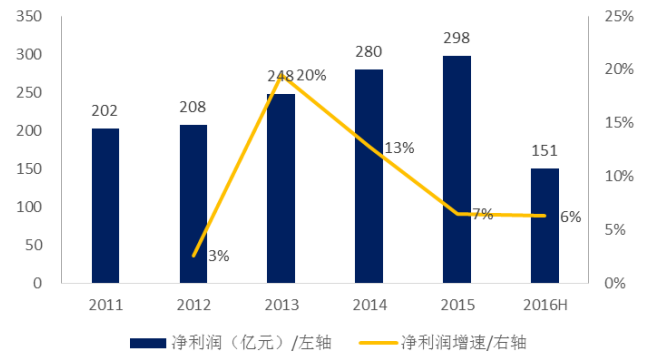
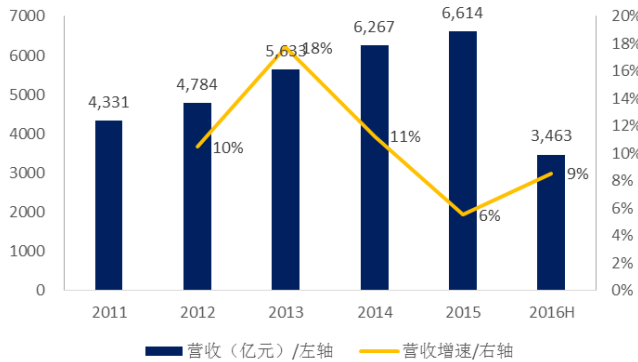
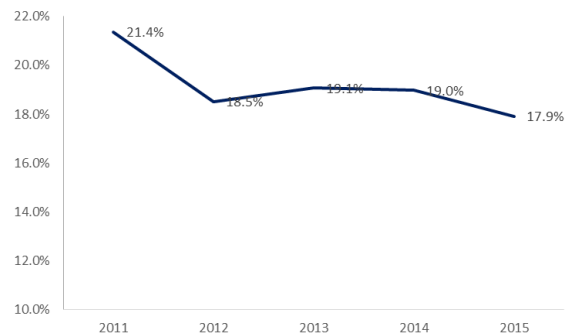
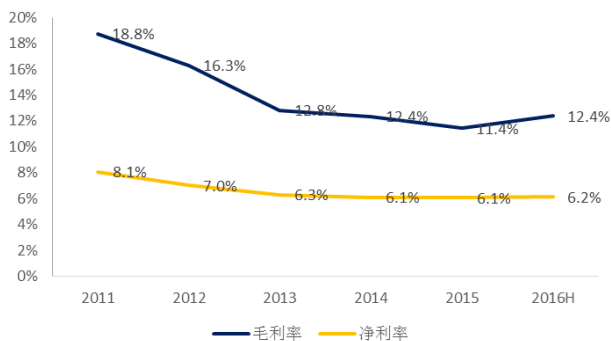


图 5、毛利率、净利率略有反弹 (单位：%)

图 6、上汽集团历年 ROE 水平 (单位：%)



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

三大品牌贡献利润近八成，自主品牌拖累盈利。2015年集团实现营收6705亿元，其中上汽大众2184亿，上汽通用1777亿，上汽通用五菱922亿。2015年归母净利润298亿元，其中上汽大众权益利润125亿，上汽通用权益利润83亿，五菱权益利润25亿，三大品牌贡献2015年总营收的73%、归母净利润的78%。此外华域汽车、上汽财务分别占营收的14%、2%，净利润的10%、10%。

图7、集团历年营收结构（单位：%）

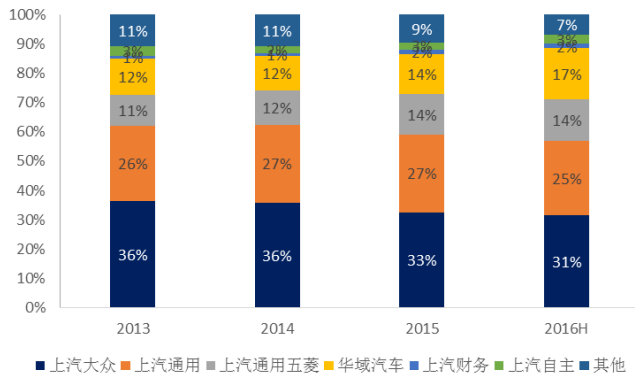


图8、集团历年归母净利润结构（单位：%）

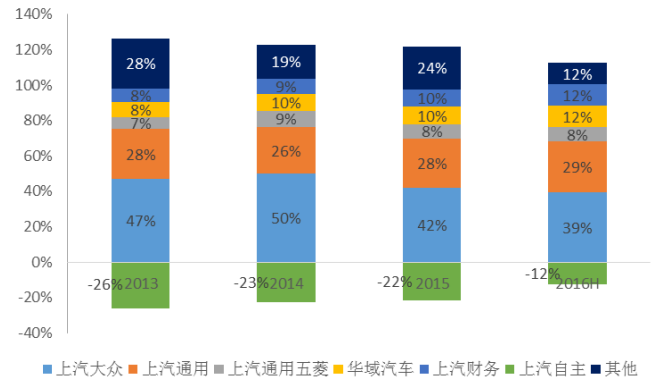


图9、2013-2015年营收增量及结构（单位：亿元，%）

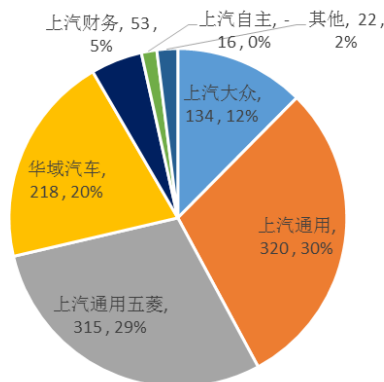
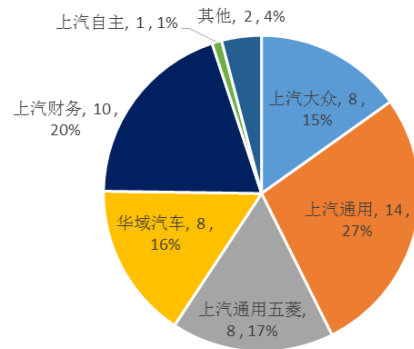


图10、2013-2015年归母净利润增量及结构（单位：亿元，%）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

1.3、新品周期或带来惊喜

新品密集投放，SUV产品力增强。由于占据乘用车市场20%以上的份额，同时行业增量由一二线城市转向三四线城市，2013年以来上汽销量基本与行业持平（或略高），2016H则弱于行业，反映出上汽大众、上汽通用的产品线与行业增长趋势的背离。为此，上汽自2016年以来加速产品换代，新车的集中投放有望带动上汽再次超越行业增长。

2016年至2018年，上汽集团将上市34款新车型，包括14款轿车、16款SUV、4款MPV，重要车型包括换代途观、全新大众Teramont、全新荣威RX5、荣威RX3、全新凯迪拉克CT2、换代君越、换代帕萨特、全新别克GL8/GL6等车型，产品线特别是SUV产品线实力将得到显著加强。

表 4、上汽集团新车型规划（2016-2018 年）

	A00	A0	A	B	C	A0级SUV	A级SUV	B级SUV	C级SUV	MPV
2016		宝骏310	换代科鲁兹； 科沃兹	换代君越； 迈锐宝XL	凯迪拉克CT6； 大众辉昂		荣威RX5； 换代途观； 换代宝骏560；			换代GL8； 换代途安
2017E	宝骏E100		凯迪拉克CT2； 换代荣威550； 换代荣威E550			荣威RX3； 宝骏510； 宝骏530；	斯柯达Kodiq； 雪佛兰Equinox； 荣威RX5 EV； RX5 PHEV； 凯迪拉克XT4	大众 Teramont； 换代荣威W5		别克GL6
2018E			斯柯达CUV； 荣威新轿车	换代帕萨特			别克新SUV； 大众新SUV		凯迪拉克XT7	宝骏新MPV

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

注：部分车型为推测

2、自主品牌：厚积薄发，RX5 唤醒荣威

2.1、痛失五年 SUV 行业红利

SUV 产品空缺，痛失行业增长红利。上汽 2004 年开始并购英国 MG 罗孚 75、25 等平台，2006 年基于罗孚技术推出全新自主品牌荣威。2005 年南京汽车集团收购 MG 罗孚及发动机分部，2007 年上汽全面收购南汽，也将 MG 品牌收入囊中。

2008-2015 年，国内 SUV 年销量从 45 万台增长至 622 万台，年复合增速 45.7%。但上汽自主并未及时推出产品，2015 年之前仅有一款非承载 SUV W5，2015 年的 MG GS 设计较为另类，错失市场红利。

表 5、2016 年之前上汽 SUV 产品布局空缺

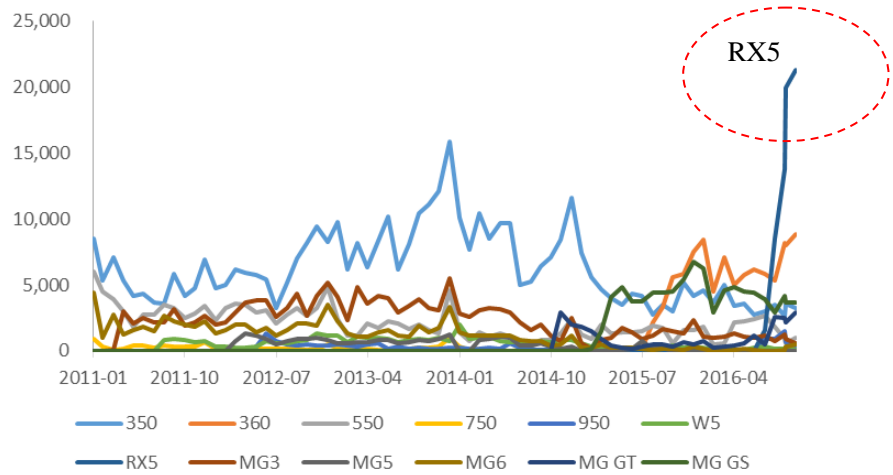
B级SUV	荣威W5					●				
A级SUV	MG GS									●
B	荣威950									●
	荣威750	●								
	MG 7	●								
A	MG GT									●
	MG 5									●
	MG 6				●					
	荣威360									●
	荣威350					●				
A0	E550									●
	荣威550					●			☆	
A0	MG 3									●
	MG 3SW									●
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015

资料来源：公司公告，互联网，兴业证券研究所

注：●表示全新车型上市，☆表示换代车型上市

缺乏“爆款”产品，难以形成裙带效应。历史上成功的自主品牌，起步期均有 1-2 款重磅车型树立品牌、形成消费者口碑，并能够对其他车型销售形成拉动效应，如长城的 H6、广汽的 GS4、长安的 CS75、吉利的博越等。但荣威历史上一一直缺乏此类产品，荣威 350 月销破万也仅维持几个月时间。

图 11、上汽自主各车型月度销量 (单位: 辆)



资料来源：中汽协，兴业证券研究所

自主品牌亏损扩大，拖累集团盈利。上汽自主 2013 年销量达到峰值 23 万辆、在自主乘用车市占率 3.2%；2015 年销量下滑至 17 万辆、市占率 2.0%。上汽乘用车高标准、严要求，但由于产品老化且 SUV 短缺，销量持续萎缩。自主业务也成为集团的利润拖累，2013-2015 年上汽本部每年亏损约 65 亿元。

图 12、上汽自主历年销量及市占率 (单位: 万辆, %) 图 13、荣威、MG 历年销量及增速 (单位: 万辆, %)

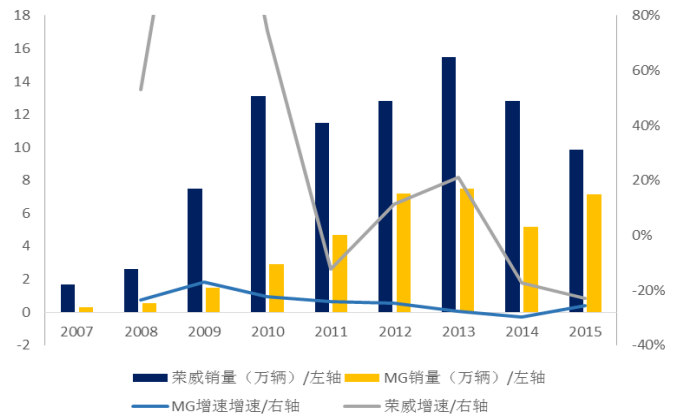
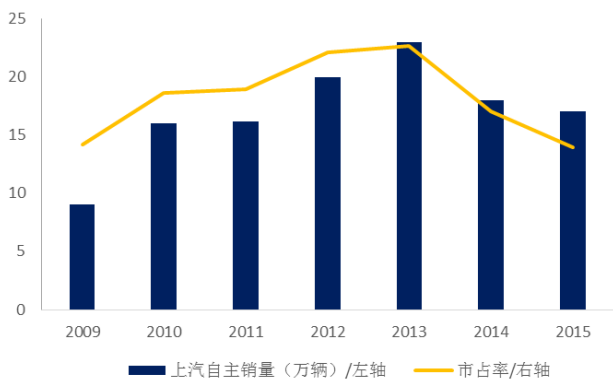
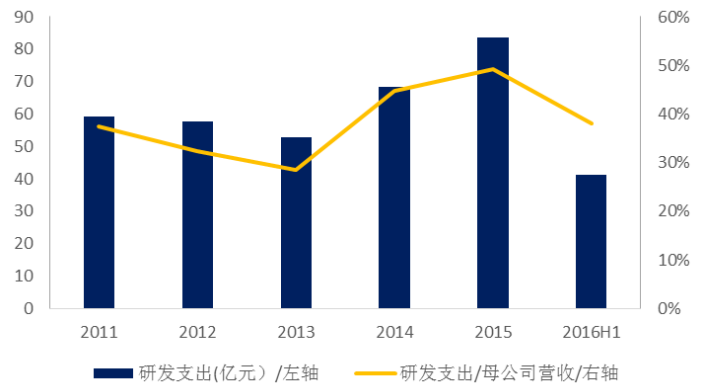
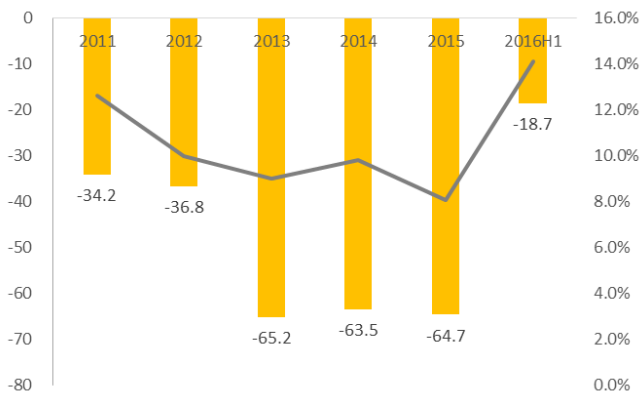


图 14、上汽自主净亏损及母公司毛利率 (单位: 亿元, %) 图 15、上汽自主研发支出及占比 (单位: 亿元, %)



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

2.2、睡狮苏醒，步入新品周期

上汽持续投入，坚定支持自主发展。尽管销量较低，但集团发展自主品牌的决心从未动摇。2015 年上汽集团副总裁、上汽乘用车总经理王晓秋在接受采访时曾表示，自主品牌是上汽集团的第一战略¹。基于合资品牌的利润支撑，上汽在设计语言、发动机、变速箱、底盘等基础领域持续投入，为自主品牌日后崛起打下了坚实的基础。

2012 年启动醒狮计划，锁定“新一代”消费群体。2012 年初，上汽乘用车启动了针对中国消费者诉求的市场调研——“醒狮计划”，对外展开大批定量、定性的调研，特别针对 80 后、90 后人群，探索未来 5~10 年年轻人对车的需求，完整梳理品牌定位、设计语言。最终确定了“自信式优雅”的产品特质和“东韵西律”的设计思想²。

➤ 2.2.1 重新定义设计语言

2015 年发布概念车 Vision-R，律动设计成就 RX5。2015 年 11 月广州车展，上汽正式发布荣威品牌设计语言——律动设计（Emotional Rhythm），并亮相了上汽设计团队独立完成的概念车 Vision-R。RX5 基于 Vision-R 概念车打造，是上汽“醒狮计划”的首款车型，整体姿态延续了 Vision-R 的“鲸头燕尾”式设计。

图 16、上汽荣威 2015 年推出的 Vision-R 概念车



资料来源：搜狐，兴业证券研究所

➤ 2.2.2 打造全新整车与动力总成平台

四大平台打造完成，加快产品迭代。上汽自主建立了四大整车生产平台，包括 A 级车、B 级车、SUV（SSA 平台）和越野车平台，未来上汽自主的新车型都将基于四大平台打造。平台化战略缩短研发周期，提高零部件的通用化程度以降低零部件采购、制造成本，使上汽自主可以更加灵活快速地推出更多价格便宜、质量可靠的新车型，打造全面均衡的产品线。

¹ 《荣威 MG 新车计划 2020 年达百万产能》

<http://www.autohome.com.cn/dealer/201503/27336005.html>

² 《荣威醒狮计划泄露》<http://auto.sohu.com/20160617/n454955083.shtml>

图 17、上汽自主整车制造四大平台



资料来源：搜狐，兴业证券研究所

动力总成国内领先，持续升级巩固优势。2014 年上汽发布了与通用汽车联合打造的全新一代动力总成 CUBE-TECH，包括 SGE、MGE 发动机与 TST DCT 变速器，其中 MGE 2.0TGI 已经达到世界级水平。2017 年上汽将推出新一代 SGE 1.5T，2020 年投产下一代“蓝芯”发动机和变速器，性能和效率优于同期投产的国际对手。2015 年来 CUBE-TECH 逐渐应用于荣威 360、MG GS、荣威 RX5，市场反馈良好，将在新一代车型中推广。

表 6、上汽 CUBE-TECH 动力总成国内领先

发布时间	2014年4月
产品	SGE (1.0T、1.4T、1.5T，与通用联合开发，与通用Ecotec发动机同源)、MGE (1.8T、2.0T，自主研发)、TST 6速、7速DCT 发动机集成GDI、智能热管理、DVVT双可变气门正时、废气式涡轮增压及智能启停。
性能	SGE：包括三缸、四缸以及增压和非增压，功率从76马力的167马力，扭矩从95牛米到250牛米； MGE：功率从163马力的220马力，扭矩从200牛米到350牛米
应用情况	荣威360、MG GS、荣威RX5，将在新一代车型中推广
更新计划	2017年推出新一代SGE 1.5T，相比现款油耗下降7%，百公里油耗仅5.0升；2020年，投产下一代“蓝芯”发动机和变速器，性能和效率优于同期投产的国际竞争对手

数据来源：兴业证券研究所

图 18、搭载 CUBE-TECH 的 RX5 动力水平领先竞品



数据来源：兴业证券研究所

➤ 2.2.3 加速产品投放节奏

产品密集投放，SUV 产品组合极大丰富。2016 年 7 月荣威成功推出 RX5，2017 年上汽将推出基于新平台打造的换代荣威 550、E550，SUV 包括全新 SUV RX3、全新 MG ZS、RX7（换代 W5）、RX5 的插电及纯电版本。

表 7、上汽自主新车型推出及换代进程

级别	车型	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
B级SUV	荣威W5					●							☆
A级SUV	MG GS									●			
	荣威RX5 荣威eRX5										●	●	
A0级SUV	荣威RX3											●	
	MG ZS											●	
B	荣威E950										●		
	荣威950						●						
	荣威750	●											
	MG 7	●											
A	MG GT								●				
	MG 5						●						
	MG 6			●									
	荣威全新轿车												●
	荣威360									●			
	荣威350					●							
	E550									●			☆
荣威550		●						☆				☆	
A0	MG 3					●							
	MG 3SW		●										
A00	荣威E50						●						

资料来源：公司公告，互联网，兴业证券研究所

注：新车规划为推测，●表示新车型上市，☆表示换代车型上市

2.3、RX5 爆款，有望带动本部减亏

RX5 大获成功，开启上汽新时代。2016年7月，荣威与阿里联合推出全球首款互联网汽车荣威RX5，作为家用A级SUV，荣威RX5外观设计时尚，迎合青年及中年客户群体，在空间、内饰、动力、智能化等方面领先竞品。

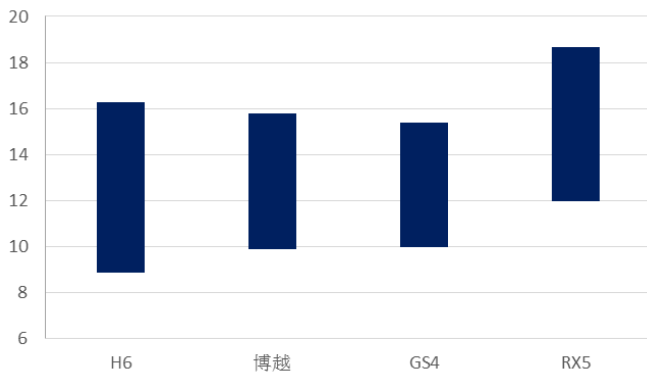
荣威RX5的成功反映出上汽产品已经获得新一代年轻消费者的认可，基于集团的强力支持、多年的技术积累、卓越的动力总成，上汽自主有望进入快速增长阶段，RX5之于上汽类似H6之于长城，开启了全新发展阶段的起点。

定价竞品中最高，11月销量已达2.1万台。RX5售价9.98-18.68万元，厂家实际排产车型为11.98万及以上车型，相比GS4（9.98万起）、H6（8.88万起）、博越（9.88万起）售价明显较高。RX5自动挡车型12.98万起，互联网车型14.88万起，顶配车型价格高达18.68万，远高于竞品车型（顶配GS4 15.38万，H6 16.28万，博越 15.78万），整体价格高于竞品车型。

7月上市以来2个多月内RX5订单破5万，每天需交付900至1000辆。在当前订单中70%为互联网车型，最低售价为14.88万元，其中约20%的车型为售价更高的2.0T车型³，市场反馈对RX5充分认可。2016年11月RX5销量迅速爬坡至2.1万辆，但相比竞品（9月H6销售7万辆，GS4销售3.2万辆）仍有较大空间。

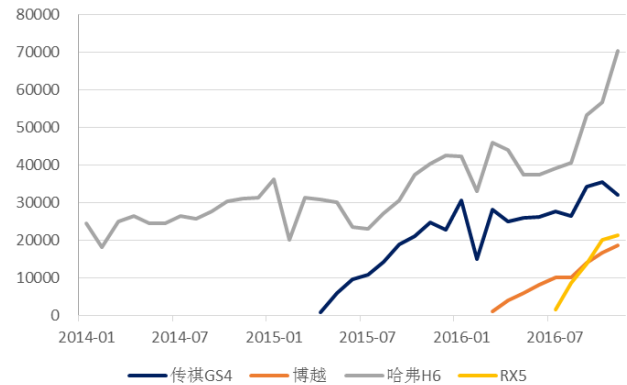
³ 《上汽自主品牌冲破合资车价格壁垒 “爆款”互联网车具三层意义》
<http://www.ccstock.cn/auto/qichedongtai/2016-09-23/A1474565193290.html>

图 19、RX5 与主要竞品价格对比（单位：万元）



数据来源：汽车之家，兴业证券研究所
 注：RX5 11.98 万及车型暂时没有出货

图 20、RX5 及竞品月销量情况（单位：辆）



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

智能汽车成为最大卖点。 RX5 搭载了上汽·阿里联合开发的 YunOS 系统，配置 10.4 英寸中控大屏，车载互联功能包括：远程开启空调、启动发动机等，还可语音开启天窗、播放音乐等。RX5 拥有独立 ID 账号，学习和记忆用户的驾驶路线和习惯、预判用户的生活喜好与需求，成为最懂用户的专属座驾⁴。此外，RX5 的系统升级、地图导航、互联网应用和服务的服务和流量终身免费，消除了用户买得起用不起的顾虑。智能汽车成为吸引年轻消费者的重要卖点。

表 8、RX5 与竞品配置的对比

	RX5	RX5	GS4	吉利博越	哈弗 H6
型号	2016款 20T 自动豪华版	2016款 20T 互联网智享版	2016款 235T 自动精英版	2016款 1.8TD 自动智慧型	2016款 升级版 1.5T 自动两驱尊贵型
售价	12.98万	14.88万	13.38万	13.98万	12.68万
长×宽×高(mm)	4545×1855×1719	4545×1855×1719	4510×1852×1708	4519×1831×1694	4640×1825×1690
轴距(mm)	2700	2700	2650	2670	2680
行李箱最大容积	1639	1639	1410	-	2010
发动机	1.5T	1.5T	1.5T	1.8T	1.5T
变速箱	7DCT	7DCT	7DCT	6AT	6AT
工信部油耗(L/100km)	6.8	6.8	6.6	7.8	-
最大功率(kW/rpm)	124/5600	124/5600	112/5000	135/5500	110/5600
最大扭矩(Nm/rpm)	250/1700-4400	250/1700-4400	235/1450-4250	285/1500-4000	210/2200-4500
供油方式	直喷	直喷	多点电喷	直喷	多点电喷
胎压监测装置	●	●	-	●	●
自动驻车	●	●	●	●	-
倒车视频影像	●	●	-	●	●
中控台彩色大屏	8英寸中控屏	10.4英寸中控屏	-	7英寸中控屏	7英寸中控屏
语音控制系统	-	●	-	-	-
定位互动服务	-	●	-	●	-

资料来源：爱卡，中汽协，兴业证券研究所

●表示有此配置，-表示无此配置

⁴ 《车闻 | 刷了这么多天的屏?荣威 RX5 终于来了》
<http://auto.sohu.com/20160706/n458120188.shtml>

图 21、荣威 RX5 外观



图 22、RX5 语音交互控制车辆功能



数据来源：爱卡，兴业证券研究所

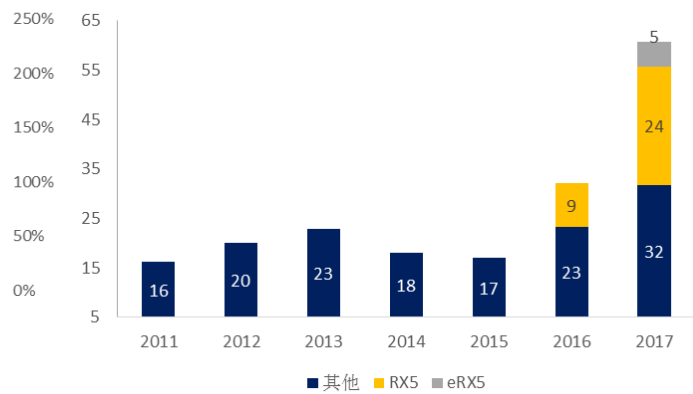
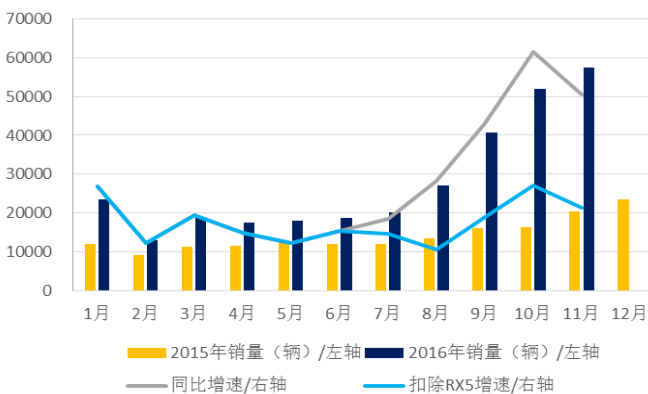
数据来源：爱卡，兴业证券研究所

解决产能瓶颈，自主品牌进入减亏轨道。上汽乘用车临港、南京浦口生产基地合计标准产能为 28 万辆/年，最大产能达到 48 万辆/年。RX5 目前在临港工厂生产，通过增加排班扩大产能。此外，11 月南京工厂基本完成改造开始生产荣威 RX5，RX5 的产能可突破 3.8 万辆/月⁵。

2015 年上汽乘用车销量 17 万辆，预计 2016 年销量增长至 32 万辆，其中 RX5 销售 9 万辆；2017 年销量有望 61 万辆，其中 RX5 销售 24 万辆，eRX5 PHEV/EV 销售 5 万辆。RX5 等高盈利车型的热销和产能利用率的提升，有望带动自主品牌进入减亏通道。

图 23、去除 RX5 的上汽自主销量维持高增长

图 24、上汽自主销量预测（单位：万辆）



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

⁵ 《单月产能突破 3.8 万辆 荣威 RX5 南京生产基地探秘》
<http://auto.gasgoo.com/News/2016/12/2607400240270003776C102.shtml>

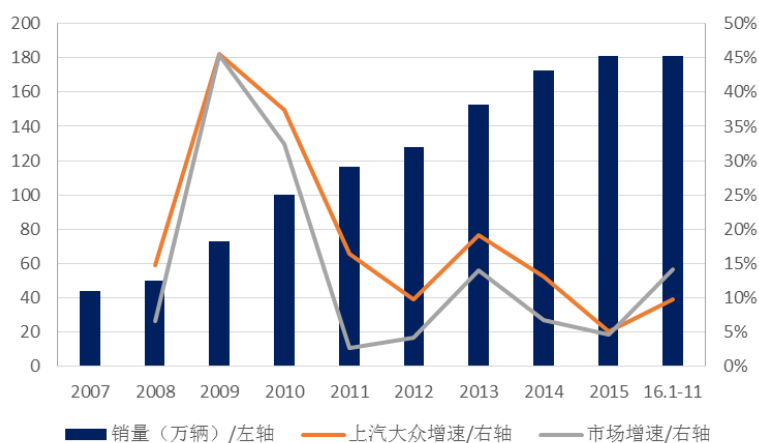
3、上汽大众：二次创业，战略投放 SUV 产品

3.1、产品老化，盈利能力持续下行

三十年领跑国内乘用车市场，2015 年销量现颓势。1985 年上汽大众正式成立，是国内最早的合资品牌之一，推出的首款车型桑塔纳已经成为国内最经典的轿车。2007-2015 年上汽大众销量从 44 万辆增长至 181 万辆，CAGR 19.5%，高于乘用车行业增速 16.3%。

2015 年上汽大众销售 181.2 万辆，同比增长 5.0%；2016 年 1-11 月销售 180.8 万辆，增速 9.7%。2015 年以来销量增速持续低于行业，反映出公司的产品组合与行业趋势出现偏离。

图 25、上汽大众历年销量、增速、行业增速（单位：万辆，%，%）



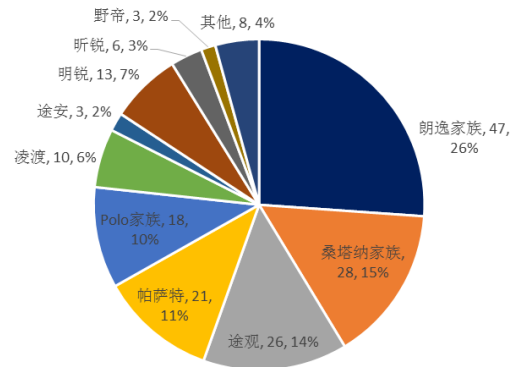
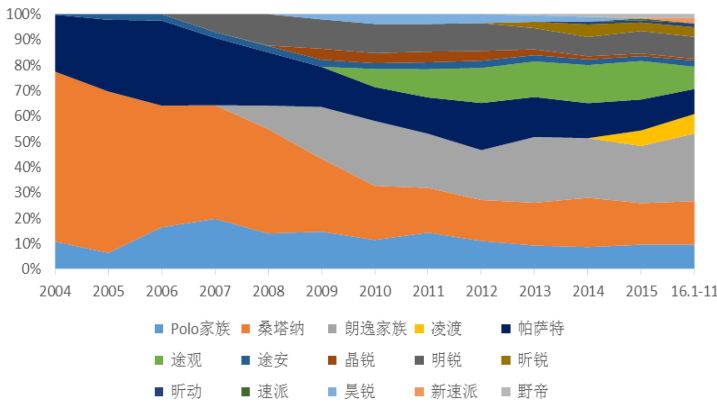
资料来源：中汽协，兴业证券研究所

SUV 产品线薄弱，途观老化。上汽大众拥有大众、斯柯达品牌，通过家族化战略在轿车市场建立了垄断地位，现有朗逸家族（朗逸、朗行、朗境、朗逸经典，两厢车、三厢车、休旅车）、桑塔纳家族、Polo 家族等。其中，Polo 家族（17.9 万辆）、朗逸家族（47.3 万辆）、帕萨特（20.6 万辆）分别为 2015 年 A0、A、B 级轿车销量冠军。

上汽大众现有 20 余款在售车型，但 SUV 仅途观与野帝两款，其中野帝 2013 年上市以来月均销量仅 2000 辆以内。在庞大且高速增长 SUV 市场，上汽大众仅有途观一款车型，且 2010 年上市以来未曾换代，2015 年以来受昂科威等竞品冲击较大。

图 26、上汽大众分车型销量结构（单位：%）

图 27、2015 年上汽大众分车型销量结构（单位：万辆）



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

数据来源：中汽协，兴业证券研究所

产品结构调整导致收入利润下滑。上汽大众 2015 年营收 2184 亿元，同比减少 3.4%；2016H 营收 1105 亿元，同比减少 13.2%，下滑幅度加大。2015 年归母净利润 249 亿元，同比减少 10.7%；2016H 净利润 118 亿，同比减少 21.3%。公司盈利下滑，一方面受到和销售公司结算方式的影响，一方面也由于帕萨特、途观等高盈利车型占比下降，带动 ASP、利润下滑。

图 28、上汽大众历年营收及增速（单位：亿元，%）

图 29、上汽大众历年利润及增速（单位：亿元，%）

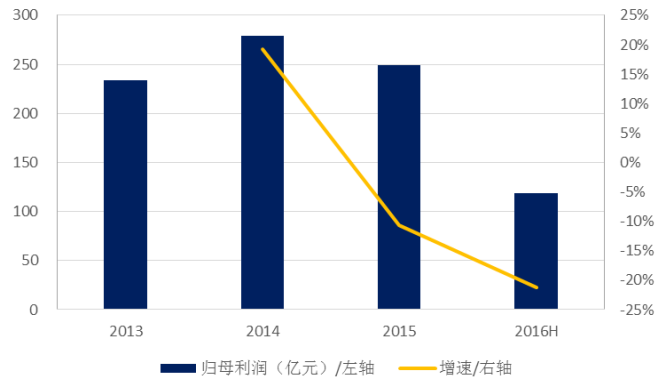
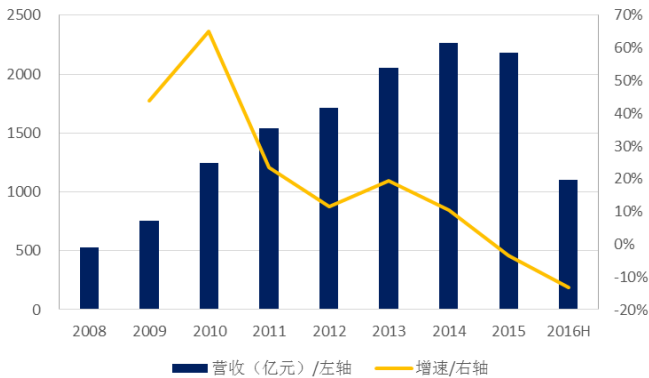
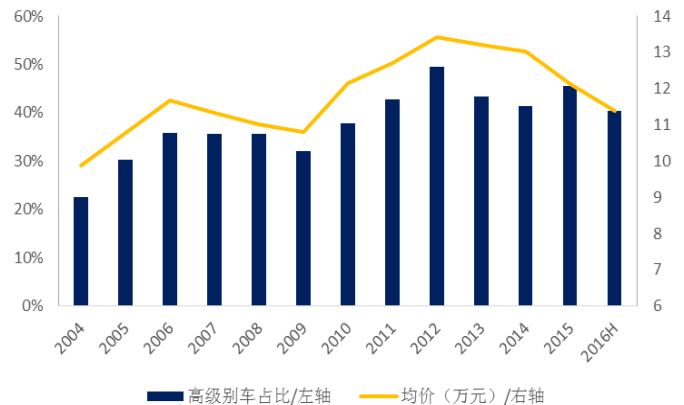
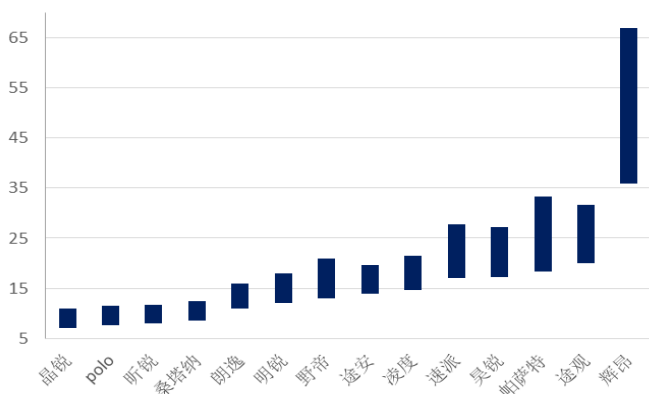


图 30、上汽大众产品线定价（单位：万元）

图 31、上汽大众产品均价（单位：%，万元）



数据来源：中汽协，公司公告，兴业证券研究所

痛定思痛,大众加速高盈利产品投放。SUV 产品缺失对盈利的拖累已经显现,2016 年大众集团公布未来战略,计划在华投入 40 亿欧元以上,重点投放 SUV 和新能源产品⁶。

2016 年底开始,上汽大众将迎来 SUV 产品的密集上市,2017 年 1 月推出换代途观、2017 上半年全新 B 级 SUV Teramount、全新 A+级 SUV 斯柯达 KODIAQ 等新车型。产品对盈利的拉动将在 2017 年体现。

表 9、上汽大众新车型上市计划

MPV	途安									☆													
B级 SUV	Teramount											●											
A级 SUV	KODIAQ											●											
	大众新 SUV				●					☆		●											
	途观																						
	野帝										●												
C级	辉昂										●												
B级	帕萨特 NMS					☆																	
	昊锐			●				☆		☆		☆											
A级	斯柯达 CUV											●											
	凌度											●											
	明锐	●							☆														
	桑塔纳							☆				☆											
	朗行											●											
	朗逸			●																			
A0级	昕动											●											
	晶锐											☆											
A0级	Cross Polo	●																					
	Polo					☆																	
												2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E

资料来源:兴业证券研究所

注:新车规划为推测,●表示新车型上市,☆表示换代车型上市

3.2、B 级 SUV 利润丰厚, Teramount 恰逢其时

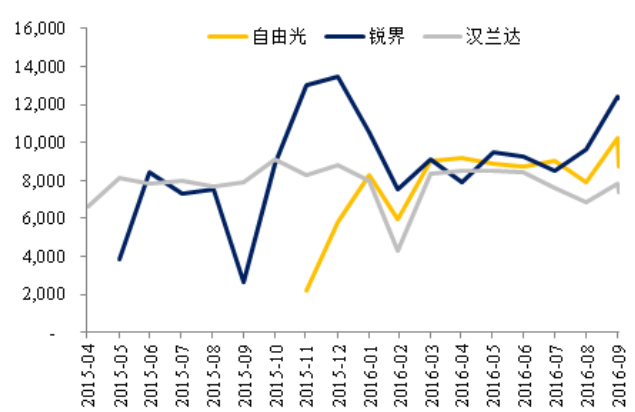
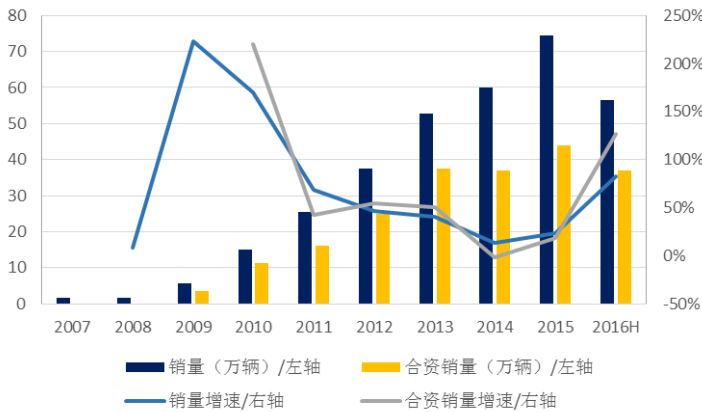
受益消费升级和二胎放开, B 级 SUV 高速增长。2016 上半年 B 级 SUV 销售 57 万辆,同比增长 83%;其中合资 SUV 销售 37 万辆,同比增长 126%。目前合资 B 级 SUV 车型共 16 款,其中 7 款为 2015 年后上市(自由光、锐界、英菲尼迪 QX50、奔驰 GLC、极光、发现神行者、XT5)。

从新车上市的表现看,锐界、自由光销量爬升顺利,目前月销稳定在 8000-10000 万水平,新车上市并未对汉兰达形成冲击,目前汉兰达终端仍需加价,反映出 B 级 SUV 市场持续扩容,产品供给不足、潜在需求尚未得到满足。

⁶ 《2016 年大众怒投 290 亿推 60 款新车: SUV 和电动车是重点》
<http://www.askci.com/news/chanye/2016/02/17/91614bzsj.shtml>

图 32、B 级 SUV 销量及增速 (单位: 万台, %)

图 33、重点合资 B 级 SUV 车型月销量 (单位: 辆)



数据来源: 爱卡, 兴业证券研究所

数据来源: 中汽协, 公司公告, 兴业证券研究所
注: 高级别车为起售价 12 万以上的车型

Teramount 上市在即, 盈利能力值得期待。2017 年 3 月上汽大众将上市来自 MQB Evo 平台的全新 B 级 SUV Teramount, 搭载第三代 EA888 2.0T 发动机。Teramount 车身尺寸远高于同为 B 级 SUV 的锐界、汉兰达、自由光, 与奥迪 Q7 相当, 预计宽大尺寸+大众品牌的影响力将支撑 Teramount 销量。参考锐界对长安福特的盈利贡献, 预计 Teramount 将成为大众盈利的重要支点。

表 10、Teramount 车身尺寸与奥迪 Q7 相当

	Teramount	福特锐界	丰田汉兰达	JEEP自由光	奥迪Q5	奥迪Q7
长×宽×高(mm)	5039×1989×1773	4878×1925×1734	4855×1925×1720	4649×1859×1686	4629×1898×1655	5069×1968×1716
轴距(mm)	2980	2850	2790	2705	2807	3001
售价	未知	24.98-44.98万	23.98-42.28万	20.98-31.58万	35.85-56.70万	69.80-109.88万

资料来源: 爱卡, 兴业证券研究所

图 34、Teramount 正面外观

图 35、Teramount 背部外观



数据来源: 汽车之家, 兴业证券研究所

数据来源: 汽车之家, 兴业证券研究所

3.3、途观+Kodiq 构建 A 级 SUV 新组合

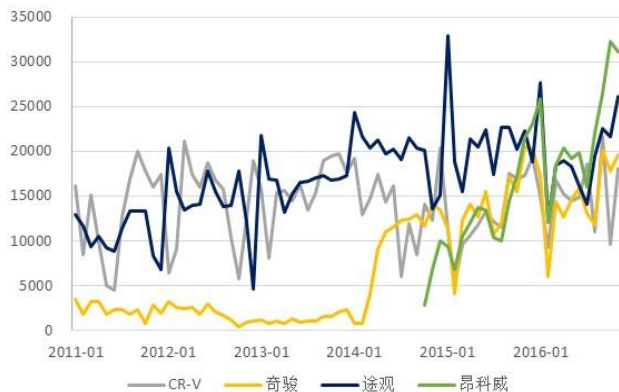
产品老化, 途观竞争压力增大。A 级 SUV 是合资品牌的主战场, 2015 年 A 级 SUV 销量前 10 车型中 5 款为合资品牌, 包括途观、奇骏、CRV、翼虎、RAV4, 月销量均达到万辆。但 2016 年来合资 A 级 SUV 销量走势分化, 昂科威月均销量达到 2.2 万辆, 而途观、翼虎等车型明显下滑, 反映出消费者对大尺寸、新车型的偏好。

途观定位 A 级家用 SUV, 2012 年以 17.3 万销量夺得 SUV 销量冠军, 成为 2010-2013 年上汽大众盈利增长的核心驱动力。但受到产品老化和昂科威的冲击, 月销维持在 2 万左右水平, 与行业的增长趋势形成背离。

表 11、2015/2016 年畅销合资 A 级 SUV 销量

图 36、重点合资 A 级 SUV 车型月销量对比 (单位: 辆)

排名	车型	2015销量 (万辆)	16.1-11销量 (万辆)	2016增速
1	上汽大众途观	25.6	21.6	-9%
2	东风日产奇骏	16.6	16.3	12%
3	上汽通用昂科威	16.3	24.4	78%
4	东风本田CRV	15.7	16.4	20%
5	福特翼虎	13.5	10.8	-11%
6	丰田RAV4	11.7	10.4	1%
7	现代ix35	10.6	6.5	-32%
8	东风起亚智跑	8.2	7.1	2%
9	一汽奥迪Q3	6.9	8.3	34%
10	东风标致3008	6.8	4.0	-35%



数据来源: 汽车之家, 兴业证券研究所

数据来源: 汽车之家, 兴业证券研究所

途观 L 车身加长, 2017 年 1 月正式上市。途观 L 在 2016 年底的广州车展首发, 将于 2017 年 1 月 18 日正式上市。外观方面, 换代途观线条更硬朗、造型更年轻化。空间方面, 其车身尺寸为 4712×1839×1673mm、轴距 2791mm, 车长相比经典途观增加 206mm、轴距增加 107mm, 空间大于别克昂科威(4667×1839×1660mm, 轴距 2750mm)。动力方面, 搭载 1.4TSI、1.8TSI 和 2.0TSI 三款发动机, 相比现款动力性能均有提升。此外, 换代途观可选配 12.3 英寸全液晶仪表盘、第二代 MIB 娱乐系统、高清 HUD 等配置。

表 12、新老途观参数对比

	途观 L	现款途观	昂科威	奇骏
长×宽×高(mm)	4712×1839×1673	4506×1809×1685	4667×1839×1660	4643×1820×1722
轴距(mm)	2791	2684	2750	2706
发动机	1.4T (150马力)、 1.8T (180马力) 和 1.4T (150马力)、 2.0T (186马力/220 马力)、1.8T 和 2.0T 为三代 EA888	1.8T (160马力) 和 2.0T (200马力)	1.5T (169马力)、 2.0T (260马力)	2.0L (150马力)、 2.5L (186马力)
售价	高配车型 27.38 万起	19.98-31.58 万	20.99-34.99 万	18.18-26.78 万

资料来源: 工信部, 汽车之家, 兴业证券研究所

斯柯达在华加大投入, 7 座 SUV 科迪亚克上市在即。2015 年斯柯达在华销售 28.2 万辆, 占斯柯达全球销量约 1/4。2016 年 3 月, 斯柯达宣布未来 5 年向中国市场投入 150 亿元人民币以扩充产品阵容, 在中国围绕“大 SUV 战略”打造多款 SUV 和跨界车, 计划到 2020 年在华销量增长至近 60 万辆。2017 年 4 月, 斯柯达将在华推出全新 A+级 SUV KODIAQ。

图 37、斯柯达 KODIAQ



资料来源：汽车之家，兴业证券研究所

4、上汽通用：开启品牌升级之路

4.1、产品结构优化，豪华车占比提升

车型丰富，产品线全面覆盖细分市场。上汽通用成立于1997年，是上汽集团与通用汽车 50:50 合资公司。上汽通用在售车型 20 余款，全面覆盖 A0、A、B、C、SUV（A0、A、B 级）、MPV，重点车型为 A0 级轿车雪佛兰赛欧、A 级轿车别克英朗 GT、别克威朗、雪佛兰科鲁兹，B 级轿车别克君威、君越，C 级轿车凯迪拉克 XTS，SUV 别克昂科威、凯迪拉克 XT5，MPV 别克 GL8，销量位居 A0、A、C、SUV、MPV 细分市场前列。

表 13、上汽通用新产品上市历程

GL6									●			
GL8				☆					☆			
XT7											●	
XT5									●			
科帕奇				●								
XT4											●	
昂科威								●				
别克新SUV											●	
雪佛兰Equinox											●	
昂克拉						●						
创酷								●				
CT6										●		
SLS赛威								●				
XTS							●					
迈锐宝					●							
君越										☆		
君威		☆		☆								
CT2											●	
科沃兹										●		
威朗									●			
英朗XT				●					☆			
英朗GT				●								
科鲁兹			●					☆		☆		
乐风RV									●			
赛欧							☆					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E

资料来源：汽车之家，网通社，兴业证券研究所

注：新车规划为推测，●表示新车型上市，☆表示换代车型上市

整体表现稳定，雪佛兰成软肋。2015年上汽通用销售175.2万辆，同比减少0.5%，仅次于上汽大众位居乘用车企业销量榜第二。旗下拥有三大品牌，其中别克销售103.5万辆，同比增长12.6%；凯迪拉克销售8万辆，同比增长8.9%；雪佛兰销售63.6万辆，同比减少17.0%。

受细分市场增速放缓和自主品牌升级的影响，二线合资品牌如雪佛兰、斯柯达、现代、起亚等表现疲弱，如何尽快的适应需求变化、调整产品结构将决定品牌未来的成败。

图 38、上汽通用历年销量及增速（单位：万辆，%）

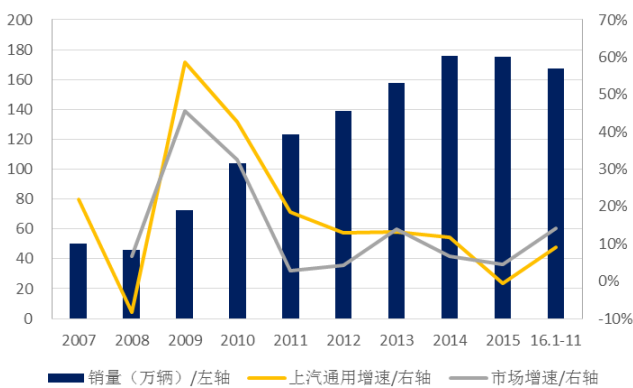


图 39、上汽通用各品牌销量（单位：万辆，%）

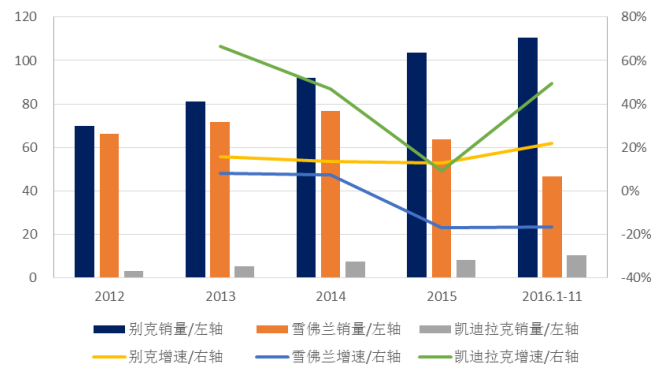


图 40、上汽通用三大品牌价格带（单位：万元）

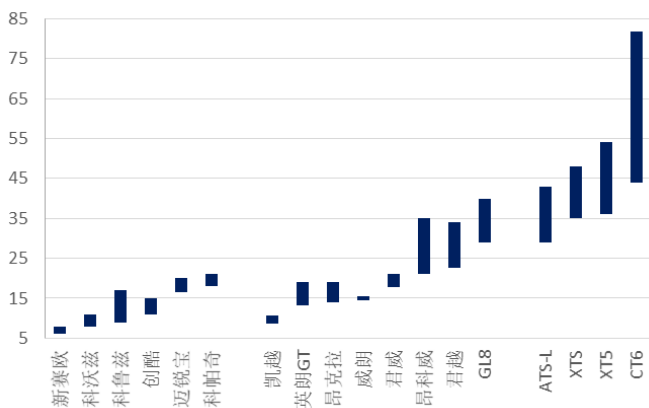
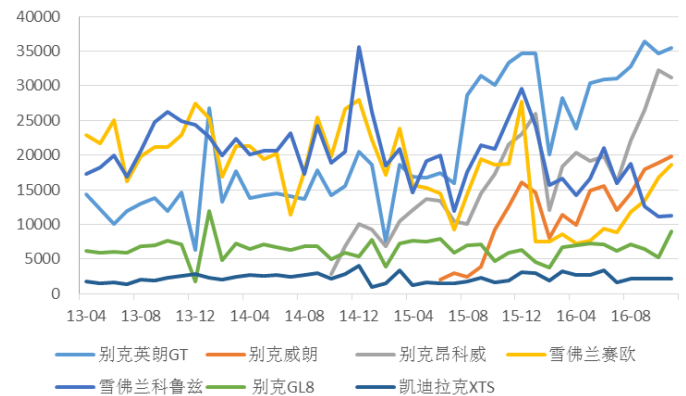


图 41、上汽通用重点车型月度销量（单位：辆）



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

持续优化产品结构，均价稳步提升。上汽通用产品结构相对低端，2014年产品线均价9.7万元、公司净利率仅8.8%，相比同期上汽大众（产品均价13.03万元、净利率12.3%）差距明显。但公司通过投放SUV昂科威、大力发展豪华品牌凯迪拉克，提升高盈利车型的销量占比，产品均价和净利率逐年稳步向上。2016H净利润87亿元，同比增长18%，高于销量增速（5%）、营收增速（7%）。

图 42、上汽通用历年营收及增速（单位：亿元，%）

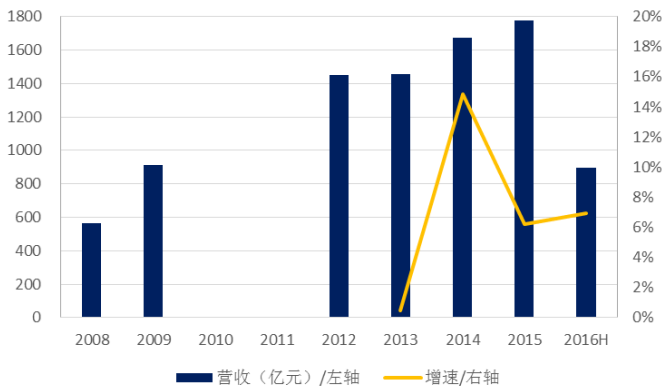


图 43、上汽通用历年净利润及增速（单位：亿元，%）

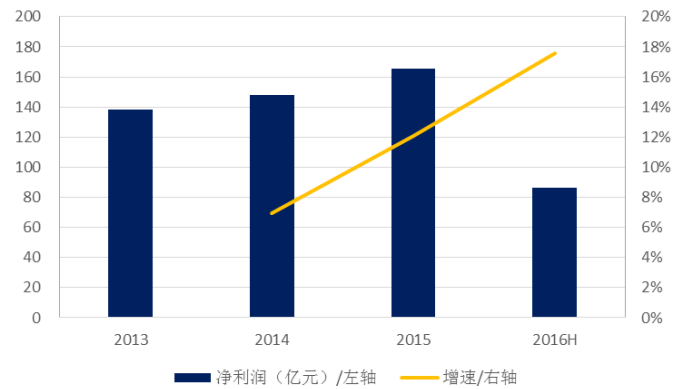


图 44、上汽通用产品均价（单位：万元）

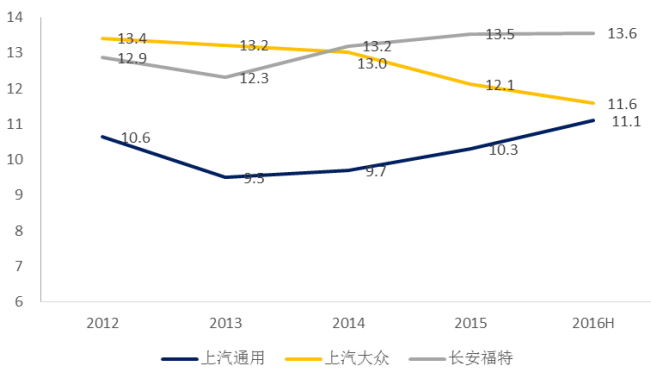
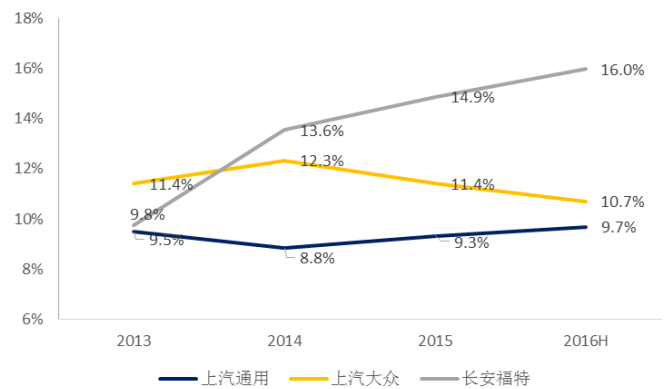


图 45、上汽通用与竞争对手净利率对比（单位：%）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所
注：2010、2011 年通用合并报表

4.2、凯迪拉克享受消费升级，站稳第二梯队

承担品牌建设、改善盈利重任，2013 年起加速发展。2004 年凯迪拉克进入中国，2005/2006 年凯迪拉克先后推出 CTS、SLS 赛威两款 C 级轿车，但因为定价过高市场反应不佳，随后几年内凯迪拉克在国内发展陷入停滞。2013 年，为了解决上汽通用盈利能力较低、品牌形象一般的缺点，凯迪拉克引起通用的重视，通用汽车表示未来将重点关注中国豪华车市场⁷，之后连续导入 XTS、ATS-I、CT6、XT5 4 款车型。

表 14、凯迪拉克 2013 年开始密集投放新车型

上市时间	车型	定位	售价 (万元)
2005	CTS	C 级轿车	51.8 万
2006	SLS 赛威	C 级轿车	38.88-82.80 万
2013	XTS	C 级轿车	34.99-47.99 万
2014	ATS-I	B 级轿车	28.88-46.38 万
2016	CT6	C 级轿车	43.99-81.88 万
2016	XT5	B 级 SUV	35.99-53.99 万

资料来源：爱卡，兴业证券研究所

⁷ 《每年一款车国产》<http://www.autohome.com.cn/news/201305/541030.html>

XT5 销量爬坡，凯迪拉克销量创历史新高。近年来由于消费者个性化、差异化诉求强烈，二线豪华车品牌销量普遍高速增长，上汽通用凯迪拉克 2016 年 1-11 月销售 10.3 万辆，同比增长 49.6%，其中 11 月销量 1.36 万辆，为历史月度最高销量。2016 年 3 月上市的 B 级 SUV XT5 (SRX 换代车型) 销量逐月爬升，11 月销售 5040 辆，贡献销量主要增量。我们认为对比奥迪 Q5 (月销 1.1 万辆)，XT5 销量仍有增长空间。

图 46、凯迪拉克主要车型月度销量 (单位: 辆)

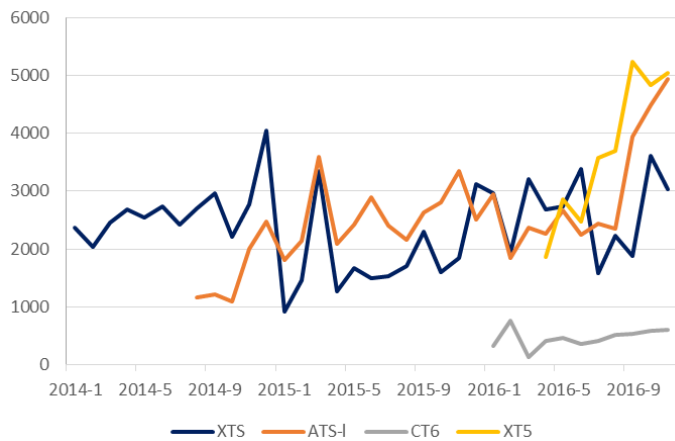


表 15、2016 年 1-11 月豪华品牌在华销量 (单位: 万辆, %)

排名	品牌	销量	同比增速	市场份额
1	奥迪	54.0	5.7%	28.2%
2	宝马	47.3	11.2%	24.7%
3	奔驰	42.9	27.9%	22.4%
4	捷豹路虎	10.5	28.5%	5.5%
5	凯迪拉克	10.3	50.0%	5.4%
6	雷克萨斯	9.8	28.0%	5.1%
7	沃尔沃	8.1	12.5%	4.2%
8	英菲尼迪	3.7	3.0%	1.9%
9	林肯	2.8	3倍以上	1.5%
9	DS	1.5	-33.3%	0.8%
10	讴歌	0.6	168.5%	0.3%
小计		191.5	16.7%	100%

数据来源: 中汽协, 兴业证券研究所

数据来源: 搜狐, 新浪, 兴业证券研究所
注: 林肯销量为估算

2018 年 95% 车型国产化，凯迪拉克持续导入新品。2015 年通用宣布将在未来五年投资超过 120 亿美元开发 8 款凯迪拉克新车型。2020 年底前凯迪拉克国产车型将由 4 款增至 8 款，后续可能推出 SUV 包括 XT4、XT7，轿车包括 CT2、CT8 等新车型，产品线将明显丰富，覆盖轿车和 SUV 的所有主流细分市场。凯迪拉克规划 2020 年在华豪华车市场份额达到 10%。2016 年 1 月，通用汽车投资 13 亿美元建设的年产 16 万辆的金桥凯迪拉克专属工厂投产，保障未来凯迪拉克的发展⁸。

表 16、凯迪拉克新产品规划

类型	车型	级别	推出时间
SUV	XT4	A 级	2017 年
	XT7	C 级	2018 年
轿车	CT2	A 级	2017 年
	CT8	D 级	2020 年

资料来源: 网通社, 兴业证券研究所

4.3、雪佛兰更新产品线，销量企稳回升

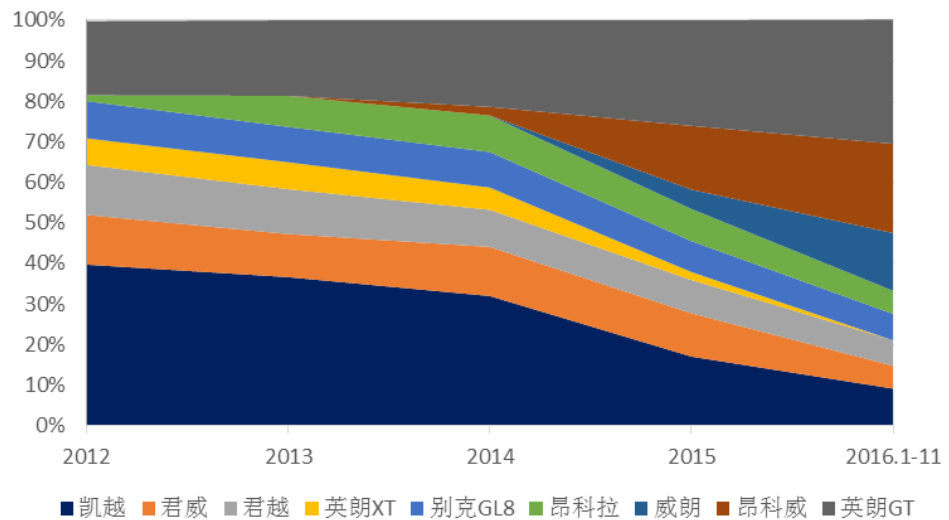
产品力较弱，雪佛兰处困境。相比在美国的强势，国内雪佛兰长期以赛欧、科鲁兹等 10 万以下车型为主，被消费者定位为低端品牌。2016 年科鲁兹销量占雪佛兰总销量的 50%，过于倚重单一车型加大了销量波动的风险。此外，雪佛兰的两款 SUV 产品创酷、科帕奇销量低迷，SUV 产品的缺失也不利于提升盈利。

⁸ 《凯迪拉克国产计划曝光 多款 SUV 陆续投放市场》
<http://auto.sohu.com/20160226/n438599799.shtml>

别克完成新老交替，为雪佛兰让出市场空间。2015年别克品牌销售104万辆，同比增长12.9%，2016年1-11月销售111万辆，同比增长22%，增速高于行业。近年来公司完成产品交替，2012年凯越+君威+君越占总销量的64%，2016年1-11月占比下滑至21%，英朗GT+威朗+昂科威三款新车占比提升至67%。

凯越是别克的低端产品，2015款售价8.69-10.59万且终端优惠幅度较大。2012年月均销量曾达2.3万辆，占别克总销量的40%；2016年1-8月占比下滑至14%，但月销仍达1.2万辆。2016年8月通用宣布停产凯越，一方面提升别克的品质，另一方面也为雪佛兰让出市场空间。

图 47、别克分车型销量结构变化情况（单位：%）



资料来源：中汽协，兴业证券研究所

密集推出新车型，销量止跌回升。2015年雪佛兰销售63.7万辆，同比减少20.0%，渠道折扣也处于失控状态。2016年以来公司密集推出了换代科鲁兹、迈锐宝XL、全新科沃兹等新车型，从季度销量看，2016Q3销售13万辆，与2015Q3基本持平，结束2015Q2以来的下滑态势。

图 48、历年雪佛兰分车型销量占比

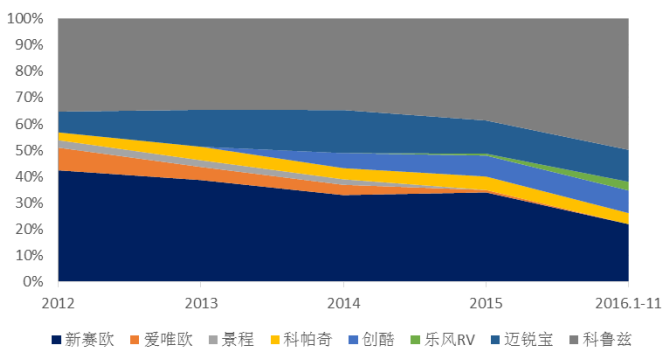
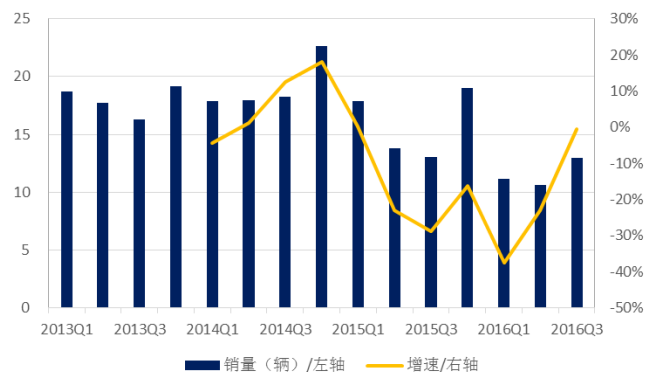


图 49、雪佛兰季度销量及增速（单位：辆，%）



数据来源：中汽协，兴业证券研究所

雪佛兰发布 2020 计划，4 年内推 10 款全新车型。中国是雪佛兰仅次于美国本土

的全球第二大市场，雪佛兰也是通用重要的品牌组合。为了扭转雪佛兰在华颓势，2016年10月雪佛兰宣布“20-20”计划，将于2020年底前在中国推出20余款新车型（全新+改款），其中约6款SUV，20款新车中约10款为全新车型。新车将搭载一系列顶尖技术，大大提升驾驶安全性、操控性能以及燃油经济性⁹。

国产雪佛兰探界者1.5T车型将于2017年一季度上市，最大功率为127kW(170Ps)，峰值扭矩275N·m，传动系统与之匹配的是6速自动变速箱。轴距为2725mm，配置全景影像摄像头、前碰撞预警系统、车道保持、车道偏离预警、低速自动刹车、一键启动、前排座椅加热和通风等功能。

图 50、雪佛兰全新 SUV 探界者



图 51、雪佛兰全新 SUV 探界者



数据来源：兴业证券研究所

5、子公司：五菱消费升级，华域稳健前行

5.1、五菱：微面升级，产品顺利切换

上汽通用五菱是上汽、通用、五菱（上汽 50.1%，通用 44%，五菱 5.9%）三方合资企业，成立于 2002 年，迅速成长为微车领域的领军企业。依靠密切把握用户需求、出众的成本控制能力与全面下沉的渠道（近 2800 个销售服务网点，数量位居汽车品牌第一，深入到三四线城镇），上通五推出了多款极具性价比的宜商宜家的微车产品并成功热销，其中五菱之光被福布斯称为世界上最重要的一款车。

图 52、上汽通用五菱产品结构

⁹ 《雪佛兰在华新车计划：5年内推20款新车》
<http://auto.ifeng.com/yuncheng/xinwen/2016/1019/2478.shtml>

微卡	微面	MPV	轿车	SUV
五菱之光小卡 2.99-3.29 万 	五菱之光 S 3.23-3.49 万 	宝骏宏光 4.18-7.93 万 	宝骏630 5.98-8.58 万 	宝骏560 6.98 - 9.48 万元 
五菱荣光小卡 3.58-4.25 万 	五菱之光 2.98-5.05 万 	宝骏730 6.08-9.28 万 	宝骏330 5.58-5.98 万 	
	五菱荣光 4.29-5.79 万 	五菱征程 6.60-7.72 万 	宝骏310 3.68-4.98 万 	
	五菱荣光V 3.78-4.58 万 			

资料来源：兴业证券研究所

微面市场萎缩，公司经历产品结构调整阵痛。2010年微车市场销量近250万辆，2014年下降至133万辆，消费升级大趋势下微车市场规模继续萎缩。五菱微面2012年销量91万辆，2015年下滑至61万辆。2016年4月公司降低五菱宏光S、宝骏730等车型官方指导价，微面产品的盈利能力进一步下滑。

2015年公司实现营收922亿，同比增长26%；归母净利润50亿元，同比减少3%，净利率下滑至5.4%；2016H营收494亿元，同比增长17%，净利润25亿元，与2015H持平，净利率进一步下滑至5.1%。由于微面占比较高，SUV销量的提升尚未完全对冲微面的影响，公司处于产品结构调整的阵痛期。

图 53、上汽通用五菱历史销量及增速（单位：万辆，%） 图 54、上汽通用五菱销量结构由微面向乘用车升级

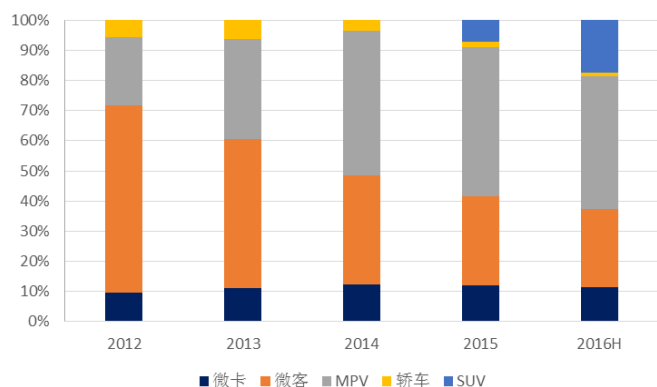
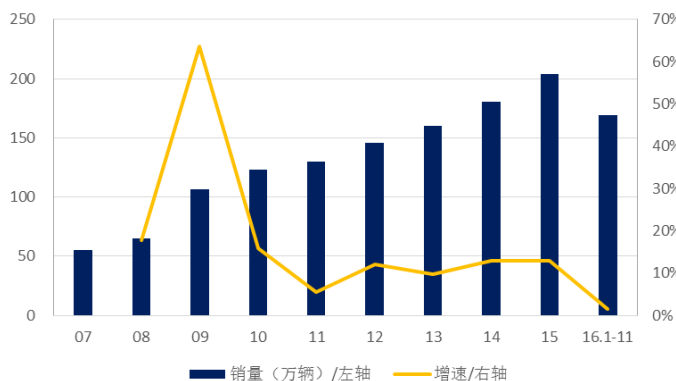
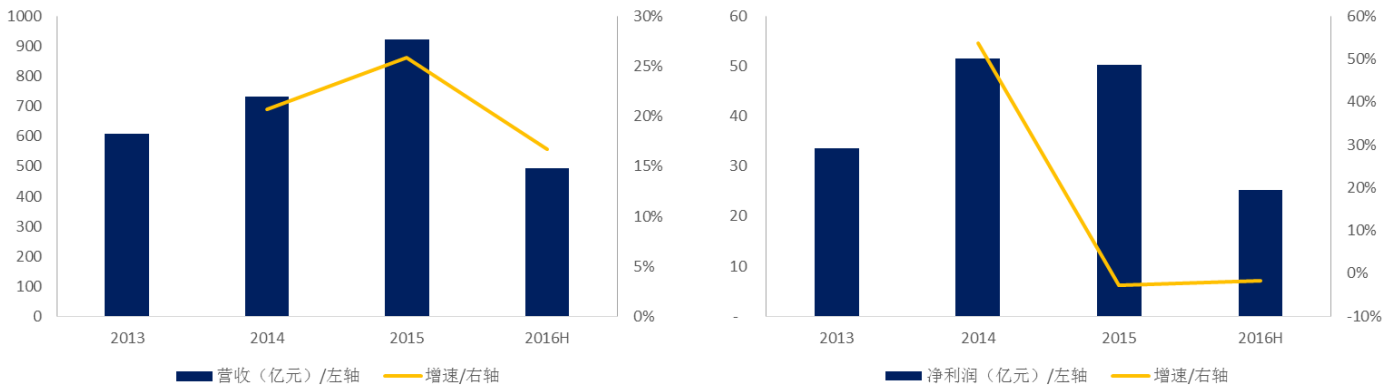


图 55、上汽通用五菱营收及增速（单位：亿元，%）

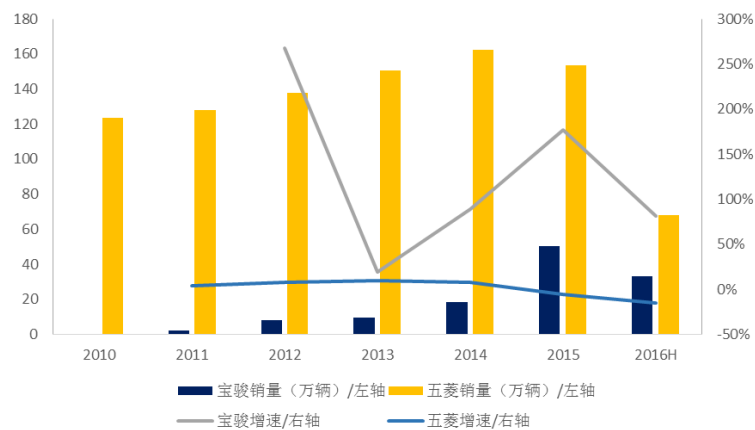
图 56、上汽通用五菱净利润及增速（单位：亿元，%）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

乘商并举见成效，宝骏成功切换。公司2010年推出宝骏品牌进军乘用车。2011年首款车型宝骏630上市，相继推出了宝骏乐驰、宝骏610、宝骏730和宝骏560。2015年上通五销量增长22万辆至204万辆，其中宝骏品牌销量增长32万辆至50万辆，MPV宝骏730贡献增量20万辆，SUV宝骏560贡献增量15万辆，宝骏乘用车已经成为上通五销量增长的主要推动力。

图 57、五菱、宝骏品牌销量及增速情况 (单位: 万辆, 万辆, %, %)



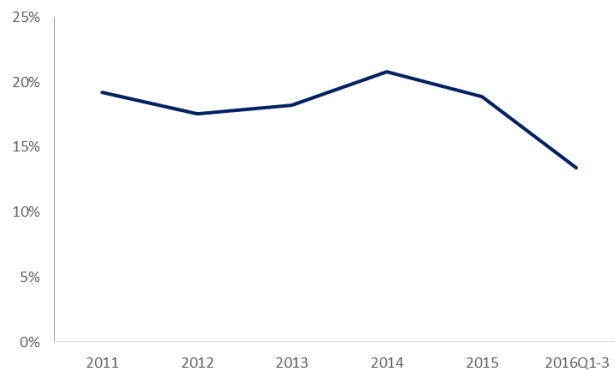
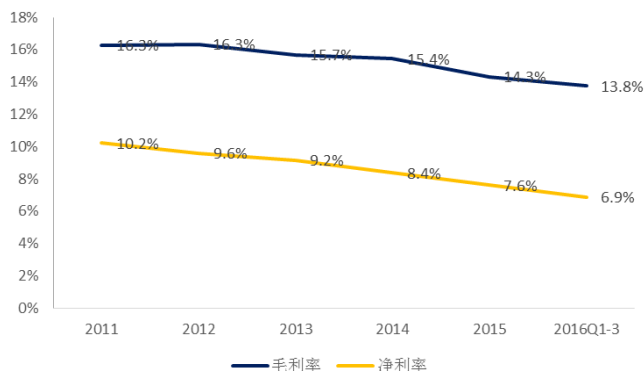
资料来源：中汽协，兴业证券研究所

丰富配置提振销量，扩充SUV产品线。2016年下半年至2017年，宝骏陆续推出全新A0级轿车310、全新A0级SUV310、530、560AMT版，SUV产品线将进一步充实。9月上市的A0级轿车310售价仅3.68万-4.98万元，提供多功能方向盘、定速巡航、倒车影像、8英寸中控屏等实用配置，低首付、零利率的贷款，11月即销量达到1.5万辆。公司未来将继续主打性价比路线，乘用车销量提升前景向好。

表 17、宝骏新车型上市历程

图 60、历年毛利率、净利率（单位：%）

图 61、历年 ROE 水平（单位：%）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

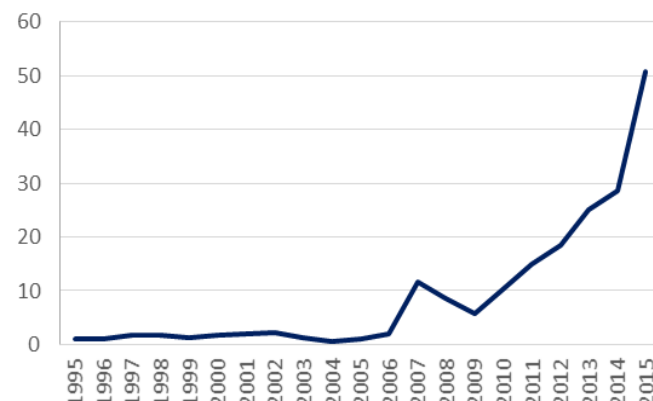
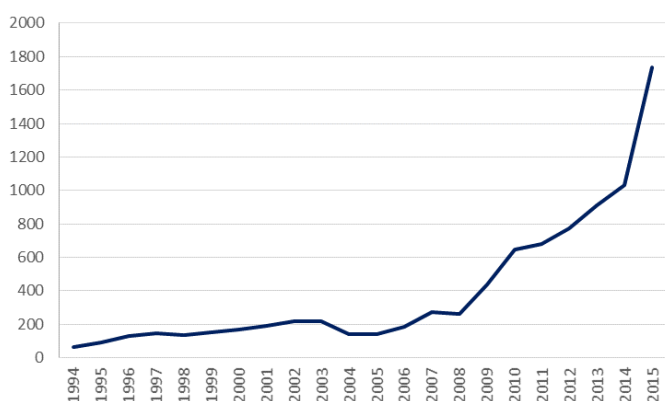
5.3、上汽财务：受益汽车金融渗透率提升

上汽财务成立于 1994 年，业务涵盖公司金融、汽车金融、投融资三大板块。2015 年 1 月上汽财务收购上汽通用金融 5% 股权，对上汽通用金融的持股比例提升至 55%，从而实现控股，进一步做大汽车金融业务规模。

截止 2015 年末，公司资产总额 1738 亿元，同比增长 69%，2015 年营收 124 亿，同比增长 103%，利润总额 51 亿，同比增长 77%，利润 30 亿元，同比增长 22%，主要因为并表效应。截止 2015 年末，上汽财务汽车金融业务覆盖 372 个城市、1941 家经销商，累计为超过 480 万台车辆提供融资服务，为超过 120 万人次发放消费信贷，融资余额 517 亿元。

图 62、上汽财务历年资产总额（单位：亿元）

图 63、上汽财务历年利润总额（单位：亿元）

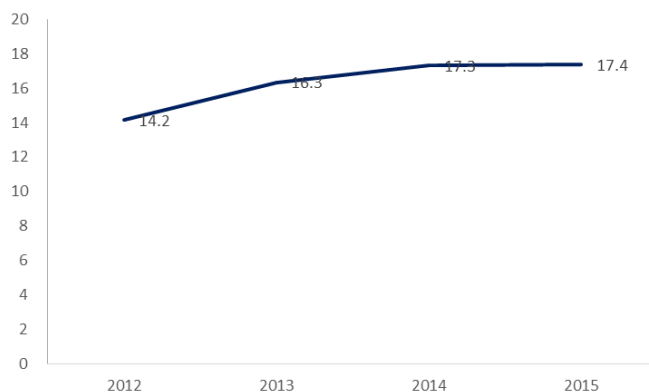
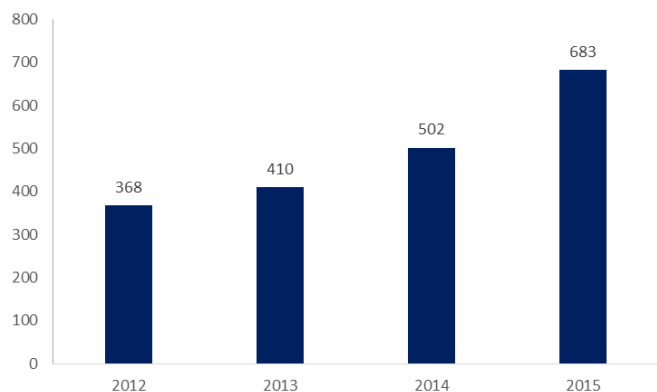


数据来源：公司公告，兴业证券研究所

2015 年 1 月起并表上汽通用金融，收购优质资产增厚利润。上汽通用金融是国内规模最大的汽车金融公司，2015 年完成零售合同超 57 万笔，同比增长 31.12%；全年实现净利润达 17.36 亿元，2015 年末汽车金融信贷资产余额 683 亿，较 2014 年末增加 181 亿元。

图 64、上汽通用金融历年资产余额（单位：亿元）

图 65、上汽通用金融历年净利润（单位：亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、兑现能力最强的新品周期

市场认为乘用车行业增速放缓，上汽集团市场份额较高，难以超越行业、缺乏利润弹性。我们认为购置税稳步退坡消除了行业的系统性风险，而且 SUV 细分市场的快速增长提供结构性机会。上汽集团 2017 年将迎来自主品牌（RX5、eRX5、MG ZS、RX 3）、上汽大众（途观 L、科迪亚克、Teramount）SUV 新品的密集投放，高盈利车型将带动公司利润的超预期增长。

公司未来增长点主要来自两方面：

- 1) 自主品牌，RX5 带领下的产品矩阵。**2012 年醒狮计划开启上汽自主的变革之路，首款车型 RX5 销售火爆，月销已突破 2 万。2017 年还将推出名爵 ZS、荣威 RX3、eRX5、换代 W5 等多款 SUV 和 550 的轿车换代，形成以 RX5 为首的新一代产品矩阵，有望扭转自主品牌大幅亏损的历史。
- 2) 上汽大众，换代途观+Teramount+科迪亚克。**SUV 产品老化和车型不足已严重制约上汽大众的盈利能力，2017 年起公司将推出 3 款 SUV 车型，包括换代途观、全新 B 级 Teramount、全新斯柯达 KODIAQ，参考汉兰达、锐界等竞品的表现，高盈利车型的投放有望带动公司盈利的超预期增长。

表 18、盈利拆分

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、销量（万辆）	562	590	623	679	700
上汽自主	18	17	32	61	72
RX5	0	0	9	24	24
eRX5	0	0	0	5	8
RX3	0	0	0	5	12
荣威360	0	2	8	8	8
MG GS	0	4	5	4	3
上汽大众	173	180	195	215	225
朗逸	39	38	49	48	48
桑塔纳	31	26	25	25	25
凌渡	0	10	14	16	16
新明锐	0	13	15	15	15
帕萨特	22	21	18	17	17
途观	24	26	24	30	32
Teramount	0	0	0	7	10
斯柯达Kodiq	0	0	0	5	7
上汽通用	172	172	185	194	199
科鲁兹	27	25	19	19	19
英朗GT	0	27	37	36	36
君威	11	11	7	6	6
君越	8	9	8	8	8
威朗	0	5	17	17	17
GL8	8	8	8	8	9
GL6	0	0	0	4	5
昂科威	2	16	27	27	27
XT5	0	0	4	6	6
上汽通用五菱	181	204	206	227	227
宝骏730	12	32	35	34	33
宝骏510	0	0	0	12	12
宝骏560	0	15	32	31	30
宝骏530	0	0	0	12	12
五菱宏光	75	66	60	55	50
五菱之光	31	23	14	12	10
二、营收（亿元）	6,300	6,705	7,516	8,866	9,589
上汽大众	2,262	2,184	2,261	2,689	2,877
上汽通用	1,673	1,777	2,027	2,249	2,385
上汽通用五菱	733	922	1,010	1,145	1,078
上汽自主	150	145	309	616	762
三、净利润（亿元）	280	298	317	366	400
上汽大众	279	249	244	304	331
上汽通用	148	166	195	214	227
上汽通用五菱	52	50	50	57	54
投资收益	278	297	309	355	378

资料来源：兴业证券研究所

6.2、估值处于历史均值，高股息提供安全边际

估值处历史平均水平。截止 2016 年 12 月 30 日收盘，上汽集团 PE-ttm 为 8.18 倍，PB 1.40 倍。自 2011 年 11 月完成资产注入以来，集团的市盈率在 6-10 倍间波动，均值 7.86 倍；市净率在 1-1.8 倍波动，均值 1.42 倍。目前估值基本处于历史平均水平。

图 66、公司历史 PE-ttm 水平



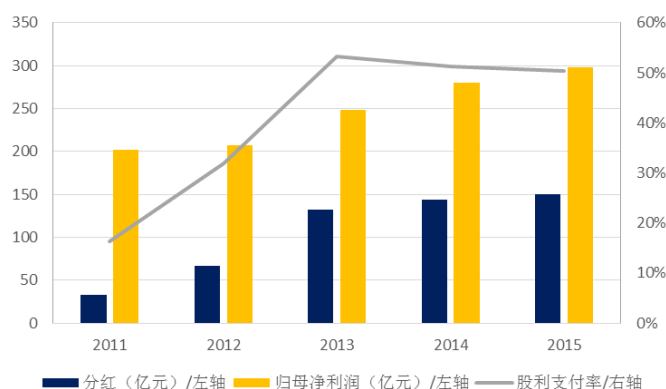
图 67、公司历史 PB-lf 水平



资料来源：wind，兴业证券研究所

公司近三年分红比例不低于 50%，股息率接近 6%。2013-2015 年公司现金分红 132/143/150 亿元，分红比率达 53%/51%/50%。以 2016 年 12 月 30 日收盘价计算，公司 2015 年股息率 5.8%。预计公司 2016-18 年公司归母净利润为 317/366/400 亿元，在不考虑定增摊薄、分红比率 50%的假设下，2017 年利润对应现价 7.1%的股息率，高分红为股价提供安全边际。

图 66、公司历年现金分红及股息支付率（单位：亿元，%）



资料来源：wind，兴业证券研究所

产品周期与资本周期的共振，维持“买入”评级。2017 年既是公司的产品周期大年，自主、大众密集投放高盈利 SUV 产品；又是资本周期大年，150 亿再融资扩大公司的规模优势，管理层参与也将释放企业活力。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.88/3.32/3.63 元，按 2016 年 12 月 30 日 23.45 元收盘价，对应 2016-2018 年 8.1423/7.06/6.46 倍 PE，维持“买入”评级

风险提示：行业景气度大幅下行，新车型销量不佳

附表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	269,931	345,073	436,971	490,368
货币资金	72,673	127,289	207,455	249,757
交易性金融资产	1,221	2,200	2,200	2,200
应收账款	29,332	51,563	56,719	61,257
其他应收款	5,081	6,840	7,524	8,126
存货	37,243	56,130	61,626	66,312
非流动资产	241,700	193,852	204,941	198,500
可供出售金融资产	65,495	65,000	65,088	65,044
长期股权投资	59,020	50,469	53,644	52,185
投资性房地产	2,685	2,872	2,852	2,862
固定资产	38,691	38,993	35,839	30,885
在建工程	11,856	6,314	3,678	2,341
油气资产	-	-	-	-
无形资产	8,361	8,030	7,739	7,449
资产总计	511,631	538,925	641,911	688,867
流动负债	257,668	266,866	323,946	336,812
短期借款	4,908	5,817	6,916	6,366
应付票据	7,283	9,749	10,704	11,518
应付账款	99,035	155,992	171,266	184,290
其他	146,442	95,308	135,060	134,638
非流动负债	43,046	28,316	39,663	37,276
长期借款	1,399	1,399	1,399	1,399
其他	41,647	26,917	38,264	35,877
负债合计	300,713	295,182	363,609	374,088
股本	11,026	11,026	11,026	11,026
资本公积	38,940	43,046	43,046	43,046
未分配利润	86,398	6,500	23,591	41,272
少数股东权益	35,789	47,789	61,589	76,379
股东权益合计	210,917	138,267	172,827	209,304
负债及权益合计	511,631	433,449	536,436	583,392

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	29794	31706	36604	39981
折旧和摊销	6114	6722	7463	7907
资产减值准备	2848	1574	253	238
无形资产摊销	790	596	596	596
公允价值变动损失	286	8	8	8
财务费用	764	184	97	101
投资损失	-29663	-30907	-35545	-37811
少数股东损益	10280	12000	13800	14790
营运资金的变动	6331	-13580	43252	1035
经营活动产生现金流量	25993	20627	63052	23347
投资活动产生现金流量	-13737	20763	31965	37908
融资活动产生现金流量	-22357	13226	-14851	-18953
现金净变动	-9964	54617	80165	42303
现金的期初余额	72072	72673	127289	207455
现金的期末余额	62107	127289	207455	249757

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	670,448	751,645	826,809	892,954
营业成本	585,833	649,966	713,608	767,875
营业税金及附加	5,598	6,163	6,780	7,322
销售费用	35,538	44,347	49,609	55,363
管理费用	24,275	31,118	33,899	36,611
财务费用	(231)	184	97	101
资产减值损失	2,848	3,000	3,000	3,000
公允价值变动	(286)	8	8	8
投资收益	29,663	30,907	35,545	37,811
营业利润	43,588	47,782	55,369	60,501
营业外收入	3,667	3,400	3,400	3,400
营业外支出	1,445	800	800	800
利润总额	45,810	50,382	57,969	63,101
所得税	5,736	6,676	7,565	8,329
净利润	40,074	43,706	50,404	54,771
少数股东损益	10,280	12,000	13,800	14,790
归属母公司净利润	29,794	31,706	36,604	39,981
EPS(元)	2.70	2.88	3.32	3.63

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.5%	12.1%	10.0%	8.0%
营业利润增长率	8.1%	9.6%	15.9%	9.3%
净利润增长率	6.5%	6.4%	15.4%	9.2%
盈利能力(%)				
毛利率	12.6%	13.5%	13.7%	14.0%
净利率	4.4%	4.2%	4.4%	4.5%
ROE	17.0%	35.0%	32.9%	30.1%

偿债能力(%)

资产负债率	58.8%	68.1%	67.8%	64.1%
流动比率	1.05	1.29	1.35	1.46
速动比率	0.90	1.07	1.15	1.25

营运能力(次)

资产周转率	144.7%	143.1%	140.0%	134.2%
应收帐款周转率	2616.6%	1820.2%	1496.6%	1483.5%

每股资料(元)

每股收益	2.70	2.88	3.32	3.63
每股经营现金	2.36	1.87	5.72	2.12
每股净资产	15.88	8.21	10.09	12.06

估值比率(倍)

PE	8.5	8.0	6.9	6.3
PB	1.4	2.8	2.3	1.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于15%;
增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元盛	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。