

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2017年02月19日

荣威 i6 将黑科技进行到底 上汽自主强力新品

事件

公司于17年2月17日晚发布全新自主车型荣威 i6，定位为“全球首款量产互联网家轿”。此次荣威 i6 共推出6款1.5T车型，包括3款互联网版本车型，官方指导价为8.98-14.38万元（除手动风尚版其他均享受支付宝红包优惠7,000元）。1.0T车型有望在3月上市，售价将进一步降低。

点评

自主品牌设计制造精益求精，将智能互联进行到底。荣威 i6 的上市无疑会对自主品牌轿车市场带来一定冲击，同时在定价上的相对优势也可能对合资品牌轿车形成有效竞争：1) 同级别紧凑型轿车中（合资+自主）i6 拥有最长轴距（2715mm），动力方面采用1.5T中置直喷涡轮增压发动机，最大输出功率124kW，领跑同级别自主品牌，战平美系合资别克威朗；2) 设计、制造工艺等方面精益求精，超低风阻系数（0.25）媲美轿跑，全球量产车前四，车身应用66%高强度钢材，轻量化优势明显；3) 继RX5之后又一黑科技产品，人车互联亮点包括远程车辆控制（手机终端实现）、无限迭代升级（终身免费升级系统）、精微语音交互（正确率高达98%）以及10.4寸超大高清触控电容屏。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），3月1.0T版本上市进一步降价，预计上半年销量爬坡有望至8,000辆/月。

自主继续快车道，合资产品周期即将到来。上汽自主2016全年销量32万辆，同比增长89.2%，其中，荣威RX5贡献最大，产品能力全面提升蓄势待发，16年7月上市后销量持续爬坡，目前月均2万辆以上（10、11、12月分别为2.0、2.1、2.5万辆，17年1月受春节影响环比小幅下滑至2.0万辆），并被评选为2016年年度新车。RX5加上i6最新上市以及名爵ZS蓄势待发，预计17年上汽自主乘用车保持快速增长，为公司提供巨大业绩增量弹性。合资品牌龙头地位牢固，17年陆续引来新产品及换代周期：大众明星车型途观L于17年1月大换代，国产化B级SUV途昂和斯柯达科迪亚克也将分别于17年3、4月面市；通用雪佛兰产品线新增A级SUV Equinox（探界者），预计会在17Q1发布。

产能充足，后勤保障。上汽自主、上汽大众以及上汽通用各自都有扩产计划，应对公司持续增长的销售订单。其中，上汽自主更是采用火线生产模式，解决RX5的产能供不应求问题。

投资建议

看好公司“自主+合资”双轮驱动：自主提供业绩高弹性，合资贡献稳定增长。公司作为高股息率优质蓝筹标的，预计17、18年净利润372、414亿元，考虑17年定增后EPS分别为3.19、3.55元，对应PE为8X、7X。考虑公司成长性及上海大众奥迪有望于18年落地，给予17年9倍PE，对应目标价28.7元，维持买入评级。

风险提示：乘用车市场下行风险；新车型销量不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	630,001.16	670,448.22	758,498.20	859,817.60	946,246.98
增长率(%)	11.35	6.42	13.13	13.36	10.05
EBITDA(百万元)	45,835.56	51,700.96	52,403.99	59,931.03	63,909.48
净利润(百万元)	27,973.44	29,793.79	32,054.01	37,229.79	41,424.01
增长率(%)	12.78	6.51	7.59	16.15	11.27
EPS(元/股)	2.39	2.55	2.91	3.19	3.55
市盈率(P/E)	10.40	9.76	8.56	7.81	7.02
市净率(P/B)	1.85	1.66	1.54	1.37	1.25
市销率(P/S)	0.46	0.43	0.36	0.34	0.31
EV/EBITDA	2.44	1.22	3.05	1.45	1.74

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	24.9元
目标价格	28.7元
上次目标价	28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)	11,025.57
A股总市值(百万元)	290,918.19
流通A股市值(百万元)	274,536.61
每股净资产(元)	16.70
资产负债率(%)	58.14
一年内最高/最低(元)	26.55/17.66

作者

崔琰 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100005
cuiyan@tfzq.com

周沐 联系人
zhoumu@tfzq.com

张程航 联系人
zhangchenghang@tfzq.com

鲁家瑞 联系人
lujiarui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

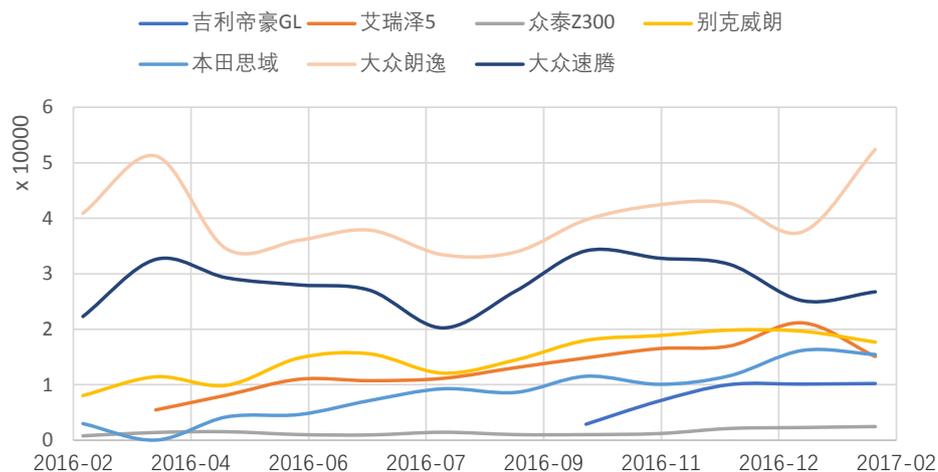
- 《上汽集团-公司点评:16年自主拐点提升业绩 17年自主进入快车道+合资稳健增长》2017-01-22
- 《上汽集团-公司点评:定增批文通过募投项目助自主品牌升级》2016-12-05
- 《上汽集团-公司点评:10月产销点评:荣威RX5为上汽自主打开一扇窗》2016-11-07

表 1: 荣威 i6 及经车型轿车参数对比

车型	荣威 i6	吉利帝豪 GL	艾瑞泽 5	众泰 Z300	别克威朗	本田思域	大众朗逸	大众速腾
合资/自主	自主	自主	自主	自主	合资	合资	合资	合资
厂商指导价 (万元)	8.98-14.38	7.88-11.38	5.89-9.79	5.49-7.58	13.59-20.59	11.59-16.99	10.99-15.99	13.18-21.88
级别	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车
车身结构	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车/5 门 5 座两厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车
尺寸 (mm)	4671*1835*1460	4725*1802*1478	4572*1825*1482	4565*1766*1486	4718*1802*1466/1471; 4370*1809*1461/1482	4649*1800*1416	4605*1765*1460	4655*1780*1453
轴距 (mm)	2715	2700	2670	2700	2700/2662	2700	2610	2651
发动机	1.5T	1.8L/1.3T	1.5L	1.5L	1.5L/1.5T	1.0T/1.5T	1.6L/1.4T	1.6L/1.2T/1.4T/2.0T
变速箱	6 挡手动/7 挡双离合	6 挡手动/6 挡双离合	5 挡手动 /CVT 无级变速(模拟 7 挡)	5 挡手动	6 挡手动/6 挡自一体 /7 挡双离合	6 挡手动 /CVT 无级变速	5 挡手动/6 挡自一体 /7 挡双离合	5 挡手动/6 挡自一体 /7 挡双离合 /6 挡双离合
油耗 (L/100km)	5.9	5.9-6.9	5.4-5.9		5.9-6.3	5.0-6.0		5.5-8.0
最大输出功率 (Kw/rpm)	124/5600	98/6000; 95/5500	85/6150	83/6000	87/6600; 124/5600	92/5500; 130/5500-6000	81/5800;110/5000;81/5000;96/5000	81/5800;81/5000;96/5000;147/5000-6000
最大输出扭矩 (Nm/rpm)	250/1700-4400	170/4400; 185/1750-4500	141/3800	141/4000	146/4000; 250/1700-4400	173/2000-4500; 226/1800-5500; 220/1700-5500	155/3000;200/2000-3500;225/1400-3500;155/3800;250/1750-3000	155/3800;200/2000-3500;225/1500-3500;250/1750-3000;280/1700-5000
最大马力 (Ps)	169	133/129	116	113	169/118	125/177	110/131/150	110/131/150/200

资料来源: 汽车之家、天风证券研究所

图 1：荣威 i6 对标车型月度销量走势图（单位：万辆）



资料来源：天风证券研究所

图 2：荣威 i6 发布会现场



资料来源：网易汽车、天风证券研究所

图 3：荣威 i6 内饰



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	87,948.62	72,672.67	113,774.73	154,436.76	138,453.70
应收账款	23,426.07	34,413.27	23,875.94	43,421.15	32,716.05
预付账款	21,298.37	13,388.65	44,399.23	16,252.31	45,845.53
存货	38,765.89	37,243.44	44,361.34	50,206.21	51,247.94
其他	65,603.59	112,212.67	84,109.95	98,912.30	104,968.71
流动资产合计	237,042.54	269,930.70	310,521.19	363,228.74	373,231.93
长期股权投资	63,389.63	59,019.67	59,019.67	59,019.67	59,019.67
固定资产	31,709.01	38,690.59	43,715.65	48,640.87	52,783.39
在建工程	10,702.86	11,856.27	11,097.83	8,878.26	7,102.61
无形资产	6,486.24	8,365.22	9,670.56	11,308.36	13,245.11
其他	56,966.32	89,092.16	86,562.00	87,126.05	87,192.99
非流动资产合计	169,254.06	207,023.90	210,065.71	214,973.22	219,343.77
资产总计	414,870.67	511,630.69	537,865.58	598,378.24	616,619.38
短期借款	5,505.25	4,908.35	58,214.12	6,374.00	6,293.00
应付账款	98,857.54	137,681.41	98,853.84	176,084.74	131,813.55
其他	95,568.72	115,078.07	118,223.93	108,603.28	135,761.34
流动负债合计	199,931.51	257,667.82	275,291.89	291,062.01	273,867.89
长期借款	2,049.14	1,398.81	6,239.19	2,334.00	1,321.00
应付债券	2,700.49	8,208.11	4,914.19	5,274.26	6,132.19
其他	25,190.45	33,438.66	25,977.96	28,202.36	29,206.33
非流动负债合计	29,940.09	43,045.58	37,131.35	35,810.62	36,659.52
负债合计	229,871.60	300,713.41	312,423.24	326,872.64	310,527.41
少数股东权益	27,334.69	35,788.55	46,848.60	59,694.53	73,987.65
股本	11,025.57	11,025.57	11,025.57	11,683.46	11,683.46
资本公积	37,986.60	38,939.77	38,939.77	53,281.88	53,281.88
留存收益	135,908.44	152,065.67	167,568.17	200,127.61	220,420.86
其他	(27,256.22)	(26,902.27)	(38,939.77)	(53,281.88)	(53,281.88)
股东权益合计	184,999.08	210,917.29	225,442.33	271,505.60	306,091.97
负债和股东权益总	414,870.67	511,630.69	537,865.58	598,378.24	616,619.38

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	38,250.77	40,073.97	32,054.01	37,229.79	41,424.01
折旧摊销	4,952.82	6,243.71	2,628.03	3,156.55	3,696.39
财务费用	641.30	764.22	2,787.85	2,343.11	(1,011.18)
投资损失	(27,834.67)	(29,663.13)	(27,651.41)	(27,651.41)	(27,651.41)
营运资金变动	7,803.77	13,383.49	(51,390.32)	59,413.82	(39,858.29)
其它	(530.18)	(4,809.68)	10,309.10	12,996.79	14,442.86
经营活动现金流	23,283.81	25,992.57	(31,262.74)	87,488.64	(8,957.62)
资本支出	10,815.10	3,728.57	15,660.70	5,275.60	6,996.03
长期投资	6,846.60	(4,369.96)	0.00	0.00	0.00
其他	(22,954.46)	(13,095.47)	32,502.21	9,603.42	6,599.80
投资活动现金流	(5,292.76)	(13,736.86)	48,162.91	14,879.02	13,595.83
债权融资	17,098.68	19,489.52	75,299.65	19,898.99	19,353.90
股权融资	6,532.76	2,940.03	(14,608.20)	12,924.64	1,322.33
其他	(43,816.75)	(44,786.41)	(36,489.57)	(94,529.26)	(41,297.49)
筹资活动现金流	(20,185.31)	(22,356.87)	24,201.89	(61,705.63)	(20,621.26)
汇率变动影响	2.03	15.76	7.39	8.39	10.51
现金净增加额	(2,192.23)	(10,085.40)	41,109.45	40,670.42	(15,972.54)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	630,001.16	670,448.22	758,498.20	859,817.60	946,246.98
营业成本	549,236.03	585,832.88	660,954.74	746,431.39	817,449.60
营业税金及附加	3,757.21	5,598.40	5,156.00	6,050.73	6,997.53
营业费用	40,073.78	35,537.52	40,655.50	46,000.24	52,516.71
管理费用	19,308.71	24,275.28	25,409.69	28,803.89	33,591.77
财务费用	(164.60)	(231.19)	2,787.85	2,343.11	(1,011.18)
资产减值损失	4,400.24	2,848.17	3,454.15	3,567.52	3,289.95
公允价值变动收益	17.73	(285.52)	(750.95)	150.86	149.74
投资净收益	27,836.70	29,678.89	27,658.79	27,659.80	27,661.92
其他	(54,798.39)	(56,394.25)	(58,829.22)	(60,429.86)	(62,384.10)
营业利润	40,333.77	43,588.03	46,988.11	54,431.37	61,224.27
营业外收入	3,329.08	3,666.66	4,021.00	4,523.00	5,067.00
营业外支出	974.06	1,445.02	1,800.00	2,200.00	2,600.00
利润总额	42,688.80	45,809.68	49,209.11	56,754.37	63,691.27
所得税	4,438.02	5,735.71	6,095.05	6,678.66	7,974.15
净利润	38,250.77	40,073.97	43,114.06	50,075.71	55,717.13
少数股东损益	10,277.33	10,280.18	11,060.05	12,845.93	14,293.12
归属于母公司净利润	27,973.44	29,793.79	32,054.01	37,229.79	41,424.01
每股收益(元)	2.39	2.55	2.91	3.19	3.55

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	11.35%	6.42%	13.13%	13.36%	10.05%
营业利润	0.38%	8.07%	7.80%	15.84%	12.48%
归属于母公司净利润	12.78%	6.51%	7.59%	16.15%	11.27%
获利能力					
毛利率	12.82%	12.62%	12.86%	13.19%	13.61%
净利率	4.44%	4.44%	4.23%	4.33%	4.38%
ROE	17.74%	17.01%	17.95%	17.58%	17.85%
ROIC	100.26%	115.92%	1091.71%	78.61%	655.41%
偿债能力					
资产负债率	55.41%	58.78%	58.09%	54.63%	50.36%
净负债率	56.93%	59.18%	92.51%	45.43%	49.83%
流动比率	1.19	1.05	1.13	1.25	1.36
速动比率	0.99	0.90	0.97	1.08	1.18
营运能力					
应收账款周转率	27.90	23.18	26.03	25.55	24.86
存货周转率	18.08	17.64	18.59	18.18	18.65
总资产周转率	1.60	1.45	1.45	1.51	1.56
每股指标(元)					
每股收益	2.39	2.55	2.91	3.19	3.55
每股经营现金流	1.99	2.22	-2.68	7.49	-0.77
每股净资产	13.49	14.99	16.20	18.13	19.87
估值比率					
市盈率	10.40	9.76	8.56	7.81	7.02
市净率	1.85	1.66	1.54	1.37	1.25
EV/EBITDA	2.44	1.22	3.05	1.45	1.74
EV/EBIT	2.72	1.37	3.21	1.53	1.84

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 3 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