

广汽集团 (601238)

传祺风华正茂连出爆款，合资再携新品逐鹿中原

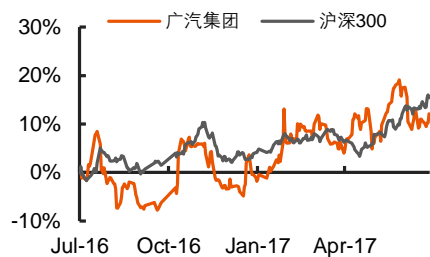
强烈推荐 (维持)

现价: 26.02 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gagc.com.cn
大股东/持股	广州汽车工业集团/60.51%
总股本(百万股)	6,500
流通 A 股(百万股)	4,287
流通 B/H 股(百万股)	2,213
总市值 (亿元)	1,460.25
流通 A 股市值(亿元)	1,137.38
每股净资产(元)	7.41
资产负债率(%)	42.20

行情走势图



相关研究报告

《广汽集团*601238* 合资与自主共创佳绩，新能源车再添动力》 2017-07-05
 《广汽集团*601238*公司再传捷报，向上势头不可挡》 2017-06-04

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
 S1060511010006
 021-38638428
 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
 S1060511010004
 021-38636729
 YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

杨献宇 一般从业资格编号
 S1060117010030
 18818203151
 YANGXIANYU687@PINGAN.COM.CN

平安观点:

- **公司销量快速增长，经营情况持续向好：**近几年，公司销量增速持续高于汽车行业，市占率不断提升，我们认为未来几年该趋势有望延续。公司毛利率上升较快，三费率逐年下降，经营情况持续向好。
- **传祺推出爆款并非偶然，未来值得期待：**传祺经过长期的积累，对市场有敏锐的洞察力，对产品有极强的把控能力。传祺将通过GS3+GS4+GS7+GS8对SUV领域实现全方位的覆盖，同时轿车领域不断进步。2017年车市放缓，GS4销量稳定，GS8终端价格坚挺，体现了公司产品竞争力强。17年公司销量增量主要来自于GS8，GS8+GS7大概率可以完成10万辆的销量。GM8和GS3在2018年的表现值得期待。到2020年，传祺销量有望达到100万辆。公司对新能源汽车投入不断增加，也将使公司新能源汽车的竞争力进一步提升。
- **日系合资企业有望迎来销量与净利率双提升：**(1) 全球范围内，丰田的销量和盈利能力领先。(2) 随着广本和广丰新车型的增加和产能的扩大，日系合资有望实现更好的销量和盈利。(3) 广本和广丰盈利能力强的车型短期内受自主品牌影响较小，自主高端化的过程中，对广本和广丰的盈利冲击不会很大。
- **广菲克新品投入增加，业绩弹性高：**广菲克持续投入新品，其品牌在SUV市场口碑好，在2016年实现扭亏为盈，2017年销量有望突破24万辆。18年有望推出新款SUV，提升公司业绩。公司有可能通过增加新能源车型以缓解油耗压力。
- **盈利预测与投资建议：**广汽自主、日系合资与美系合资均处于高速增长期。公司产品多元，竞争力强。上调公司盈利预测，2017~2019年归母净利润为116亿元，142.7亿元，166.5亿元（原盈利预测为114.3亿元、140亿元、158.7亿元），维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 车市整体放缓；2) 新品推广不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	29418	49,418	71,773	88,941	106,453
YoY(%)	31.5	68.0	45.2	23.9	19.7
净利润(百万元)	4232.4	6,288	11,596	14,274	16,651
YoY(%)	32.8	48.6	84.4	23.1	16.7
毛利率(%)	15.6	20.0	21.5	21.9	22.2
净利率(%)	14.4	12.7	16.2	16.0	15.6
ROE(%)	10.2	14.0	21.1	20.9	19.8
EPS(摊薄/元)	0.65	0.97	1.78	2.20	2.56
P/E(倍)	40.0	26.9	14.6	11.9	10.2
P/B(倍)	4.4	3.9	3.1	2.5	2.0

正文目录

前言	5
一、 广汽集团：市占率提高+盈利能力增强	5
1.1 广汽增速领跑国内六大汽车集团，市占率持续提高	5
1.2 经营情况持续向好：毛利率提高+三费率下降	7
二、 传祺成功并非偶然，未来值得期待	9
2.1 不断探索，产品成功并非偶然	9
2.2 产品布局愈加完善，未来可期	11
三、 日系合资有望迎来销量与净利率双提升	13
3.1 全球范围内，日系产品力和企业盈利能力强	13
3.2 广汽本田：产品结构上移，净利率有较大提升空间	15
3.3 广汽丰田：产能扩大+新品投入	17
3.4 广汽三菱：欧蓝德强力改善业绩	20
3.5 自主崛起不会对广本、广丰的盈利影响过大	20
四、 广菲克：新品投入多，业绩弹性大	22
五、 盈利预测与投资建议	24
六、 风险提示	25

图表目录

图表 1	公司主要业务及对应子公司	6
图表 2	2016 年国内主要车企销量及增幅 单位：万辆	6
图表 3	公司历年销量及市占率 单位：万辆	7
图表 4	公司销量增速与汽车行业增速对比	7
图表 5	主要子公司产能情况 单位：万台	7
图表 6	公司历年营业收入及同比 单位：亿元	7
图表 7	公司历年净利润及同比 单位：亿元	7
图表 8	广汽历年并表收益与投资收益对比 单位：亿元	8
图表 9	规模效应明显，费用率持续下降	8
图表 10	公司历年毛利率	8
图表 11	公司历年管理费用结构变化	8
图表 12	公司历年研发投入 单位：亿元	8
图表 13	广汽传祺重要车型上市时间	9
图表 14	广汽传祺 GS4	9
图表 15	广汽传祺 GS8	9
图表 16	广汽乘用车年销量及同比 单位：万辆	10
图表 17	GS4 和 GS8 月度销量 单位：辆	10
图表 18	自主热门 SUV 月度销量对比 单位：辆	10
图表 19	自主热门 SUV 参数对比	10
图表 20	广汽传祺主要车型及参数 单位：万元，L	11
图表 21	丰田埃尔法	12
图表 22	广汽 GM8	12
图表 23	国际主要车企全球销量 单位：万辆	13
图表 24	国际主要车企在全球销量增速	13
图表 25	国际主要车企的净利率	13
图表 26	国际主要车企的 EBITDA Margin	13
图表 27	国际主要车企在中国销量 单位：万辆	14
图表 28	国际主要车企在中国销量增速	14
图表 29	广本和广丰的产能情况 单位：万辆	14
图表 30	广本和广丰的产能利用率	14
图表 31	日系、美系和德系主要合资企业净利率对比	15
图表 32	广汽本田主要车型及参数 单位：万元，L	16
图表 33	广汽本田历年销量及同比 单位：万辆	16
图表 34	广汽本田历年营业收入及同比 单位：亿元	16
图表 35	7 月上海地区广本某 4S 店调研	16
图表 36	冠道、汉兰达、锐界对比	17

图表 37 广本的产能情况	单位：万辆	17
图表 38 广汽丰田重要车型上市时间		18
图表 39 广汽丰田主要车型及参数	单位：万元, L	18
图表 40 广汽丰田历年销量及同比	单位：万辆	18
图表 41 广汽丰田历年营业收入及同比	单位：亿元	18
图表 42 广汽丰田凯美瑞 (CAMRY)		19
图表 43 广汽丰田汉兰达 (HIGHLANDER)		19
图表 44 7 月上海地区广丰某 4S 店调研		19
图表 45 2016 年广汽各子公司产能及产能利用率	单位：万辆	19
图表 46 广汽三菱销量及同比增速	单位：万辆	20
图表 47 欧蓝德上市以来月销	单位：辆	20
图表 48 国内乘用车市场各国汽车品牌市占率		21
图表 49 国内乘用车市场各车企市占率		21
图表 50 国内 SUV 市场各国汽车品牌市占率		21
图表 51 国内轿车市场各国汽车品牌市占率		22
图表 52 广汽菲克发展历史		23
图表 53 广菲克月度销量数据	单位：辆	23
图表 54 广汽菲克历年营业收入及同比	单位：亿元	23
图表 55 7 月上海地区广菲克某 4S 店调研		23
图表 56 广汽集团主要子公司与合资公司收入与盈利拆分	单位：万辆、亿元	24
图表 57 国内外主要车企的估值水平		25

前言

2017 年，对于中国车市来说不同寻常，购置税优惠的退坡叠加 2016 年第 4 季度对 2017 年的消费透支，使 2017 年上半年车市需求疲软，上半年增速仅 3.8%。优秀自主企业的向上突破，合资企业的新品投放，使得市场竞争更加激烈。在车市整体放缓的情况下，仍有部分企业表现亮眼，广汽集团无疑是其中之一。面对激烈的竞争环境，广汽乘用车上半年同比增速高达 57%，GS8 成为自主向上突破的优秀代表。广汽集团的合资企业迎来了新品周期，成绩同样可圈可点。

市场对广汽集团的关注度日益提高：

- (1) 广汽乘用车推出爆款是否为偶然事件？
- (2) 新能源汽车是否可能成为广汽发展的短板？
- (3) 自主向上突破，下一步是否会分掉日系的份额？广汽自主发展是否会影响广丰和广本，造成集团收入总体此消彼长？
- (4) 广菲克又如何面对油耗问题？

我们的观点：

- (1) 广汽乘用车推出爆款产品并非偶然，而是长期积累的结果，其对市场把握能力强，产品优秀。GS4 销量的稳定和 GS8 价格的坚挺，印证了公司的产品力。
- (2) 广汽乘用车在 17 年有多款新能源车推出，且在新能源汽车领域的投入不断增加，未来在新能源汽车领域的发展值得期待。
- (3) 目前看来，广丰和广本的核心盈利产品受自主产品影响有限。
- (4) 广菲克将通过增加混动车型以缓解油耗压力。

一、 广汽集团：市占率提高+盈利能力增强

1.1 广汽增速领跑国内六大汽车集团，市占率持续提高

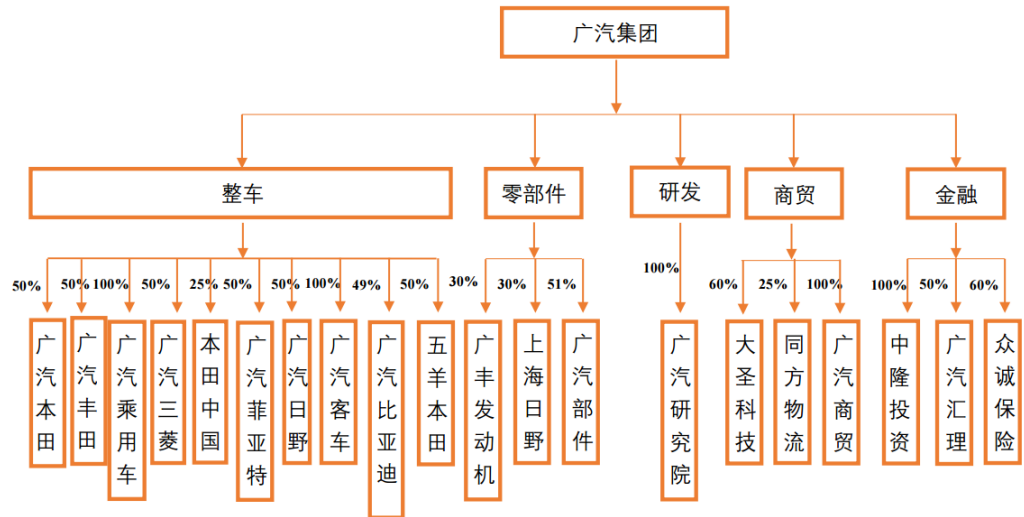
广州汽车集团股份有限公司成立于 2005 年 6 月 28 日，其前身为成立于 1997 年 6 月的广州汽车集团有限公司。广汽集团是一家大型国有控股股份制企业集团，目前拥有员工超过 7.5 万人。广汽集团主要业务包括研发、整车（汽车、摩托车）、零部件、商贸服务、金融五大业务板块，构成了完整的汽车产业链闭环。

整车包括乘用车和商用车两个部分：乘用车主要由合营公司广汽本田、广汽丰田、广汽菲克、广汽三菱及子公司广汽乘用车、广汽乘用车（杭州）公司生产。主要生产销售传祺 GS8、传祺 GS4、传祺 GA8、传祺 GA6、雅阁、奥德赛、冠道、讴歌 CDX、凯美瑞、汉兰达、雷凌、自由光、自由侠、指南者、菲翔、欧蓝德、劲炫等汽车产品。商用车主要通过合营公司广汽日产和联营公司广汽比亚迪生产。

销量增速持续高于行业，市占率有望继续提升。自 2012 年以后，广汽集团销量增速始终高于国内汽车行业销量增速，公司的市占率从 2010 年的 4.0%提升到 2017 年上半年的 7.2%。2017 年，集团将推出 16 款全新及改款车型，包括 9 款自主品牌产品和 7 款合资产品。在新品的带动下，公司市占率有望进一步提升。

自主品牌+合资共同发力，业绩大幅提振。2016年，广汽集团汽车销量165万辆，同比增幅27%，高于行业平均水平约13.3个百分点，增速位居国内六大汽车集团之首。广汽乘用车销量增幅高达90.7%，其中传祺GS4持续畅销，GS8成为自主品牌的又一款明星产品；国产Jeep产品销量大幅增长，广汽菲亚特实现年度扭亏为盈；日系合资企业广汽本田、广汽丰田发展势头良好。2016年集团合并营业收入约494.2亿元，同比增长约68%；归属于母公司所有者的净利润约62.9亿元，同比增长约48.6%。

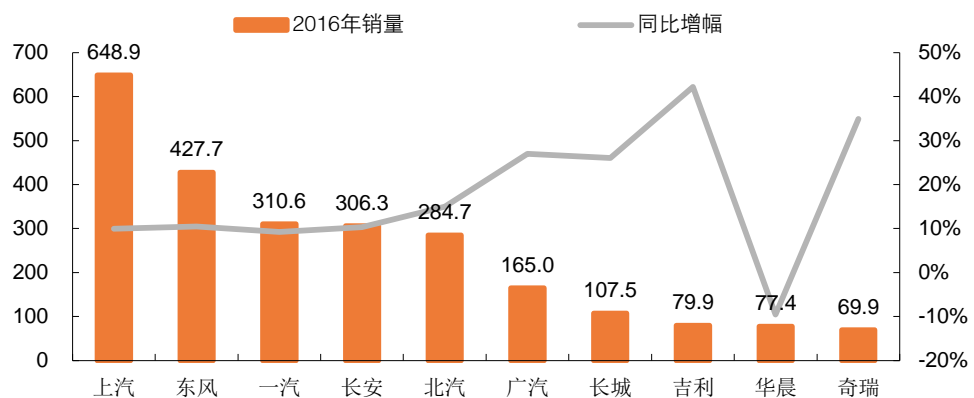
图表1 公司主要业务及对应子公司



资料来源：公司公告、平安证券研究所

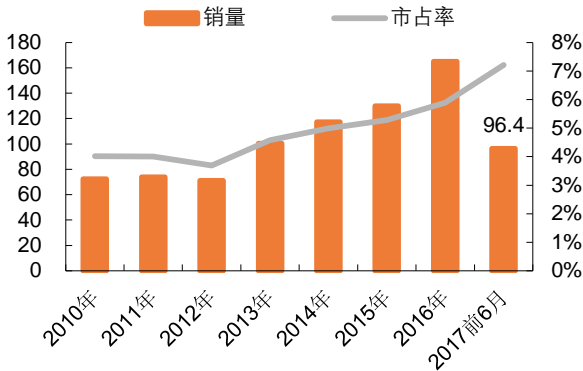
图表2 2016年国内主要车企销量及增幅

单位：万辆



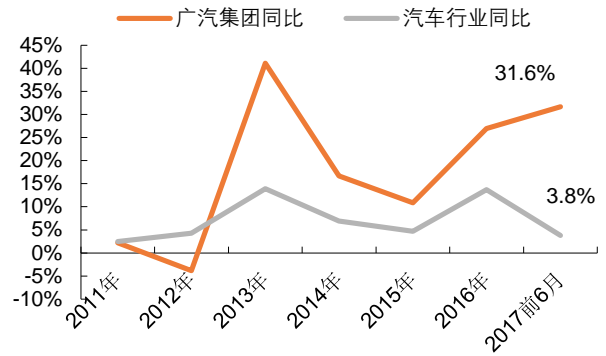
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 公司历年销量及市占率 单位：万辆



资料来源:wind、中汽协、平安证券研究所

图表4 公司销量增速与汽车行业增速对比



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表5 主要子公司产能情况

单位：万台

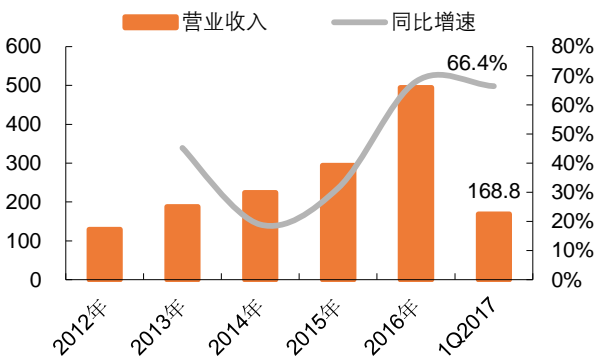
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
广汽本田	36	36	36	48	48	48	48	60	60
广汽丰田	26	38	38	38	38	38	38	38	38
广汽乘用车				10	10	10	25	20	36.5
广汽三菱					5	5	13	10	10
广菲克					14	14	14	16.4	32.8
广丰发动机				50	50	50	50	50	50

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 经营情况持续向好：毛利率提高+三费率下降

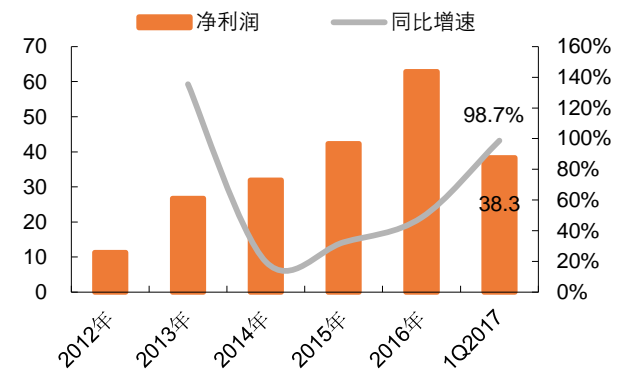
三费率逐年下降，毛利率上升。从 2012 年以来，公司的三项费用率之和逐年下降，三费率之和从 18.4% 下降到 8.9%。其中管理费用率下降最为明显，从 2012 年的 10.5% 下降到 1Q17 的 3.4%。管理费用中，绝对数额增加最多的是工资及员工福利。五年间，公司的毛利率从 8.3% 上升到 23.8%，主要是乘用车销量大幅增长带来的规模效应及加强成本控制使单位成本下降综合所致。公司研发投入逐年增加，为新品开发和提高竞争力提供了保障。

图表6 公司历年营业收入及同比 单位：亿元



资料来源:wind、平安证券研究所

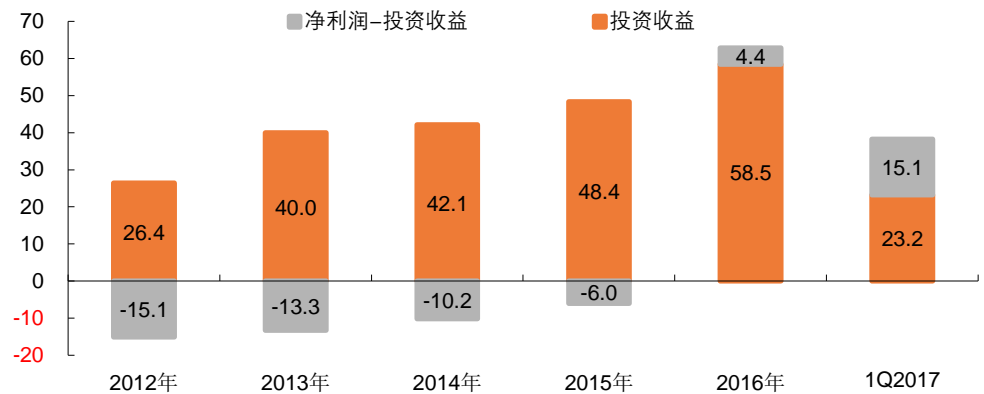
图表7 公司历年净利润及同比 单位：亿元



资料来源:wind、平安证券研究所

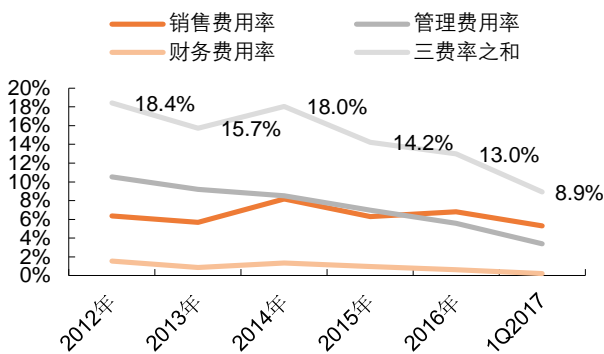
图表8 广汽历年并表收益与投资收益对比

单位：亿元



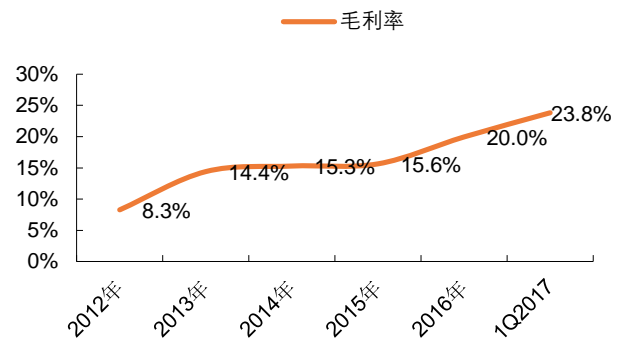
资料来源：wind、平安证券研究所

图表9 规模效应明显，费用率持续下降



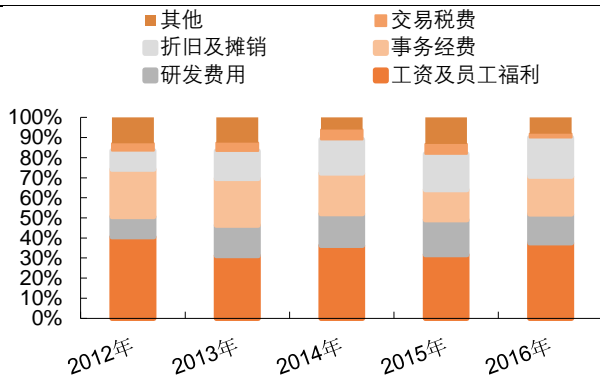
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 公司历年毛利率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

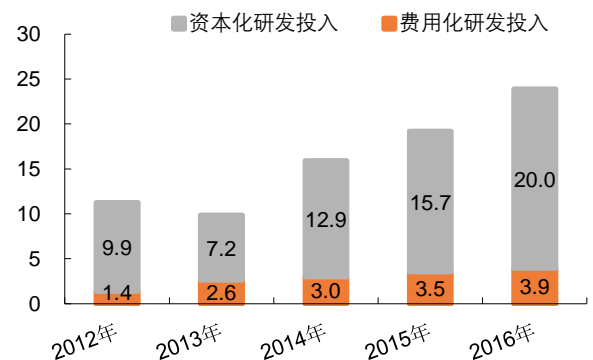
图表11 公司历年管理费用结构变化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 公司历年研发投入

单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

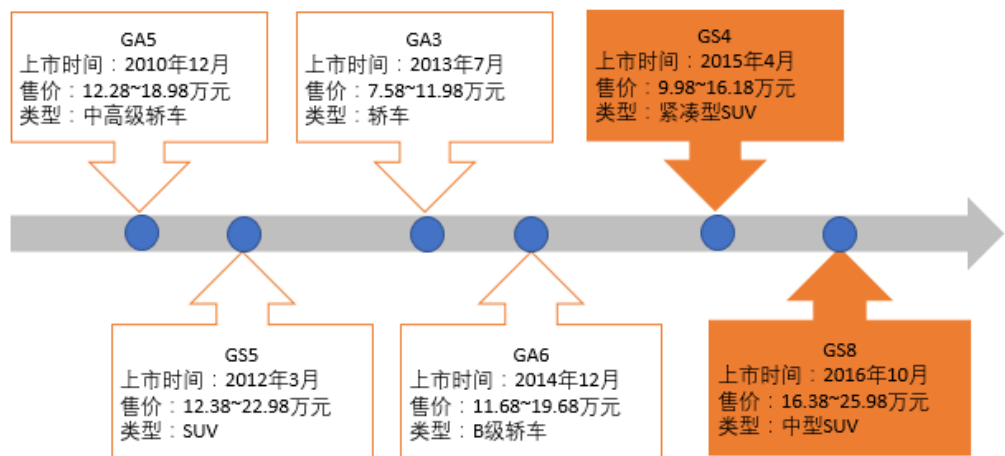
二、 传祺成功并非偶然，未来值得期待

2.1 不断探索，产品成功并非偶然

广汽乘用车成立于 2008 年，主要生产、销售传祺品牌汽车。截至 2016 年 12 月 31 日，广汽乘用车的总资产为 2,081,937 万元，净资产为 883,359 万元，营业收入为 3,280,757 万元，净利润为 304,309 万元。在全球公认的权威机构 J.D. Power 中国新车质量评价（IQS）中，广汽传祺连续四年获得中国汽车品牌第一，并且 2016 年在全行业排名中位列第 5，取得中国品牌历史性突破。目前广汽传祺主要销售 GA5、GA6、GA3、GA8、GS5、GS4、GS8 等车型。

产品竞争力持续提升，连出爆款市场反响热烈。2010 年 12 月广汽传祺首款车（GA5）上市，该车定位为中高级轿车，随后推出 GS5、GA3、GA6 等车型。2015 年 4 月，广汽传祺 GS4 上市，上市后月销迅速达到 2 万以上，成为爆款车型，目前月销基本上稳定在 3 万辆。2016 年 10 月，中型 SUV 传祺 GS8 上市，该车价格区间为 16.38 万元-25.98 万元。传祺 GS8 上市以来市场反响热烈，供不应求，是自主品牌向上突破的优秀代表。

图表13 广汽传祺重要车型上市时间



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表14 广汽传祺 GS4



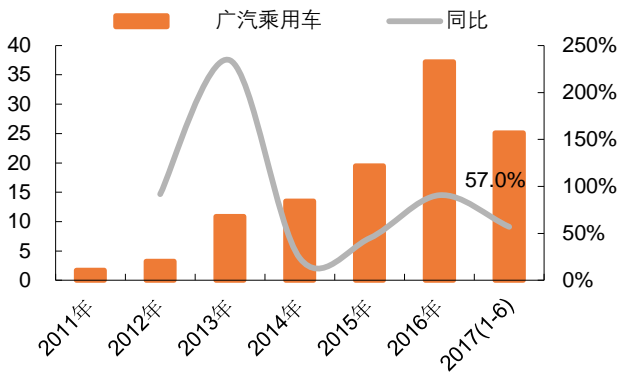
资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表15 广汽传祺 GS8



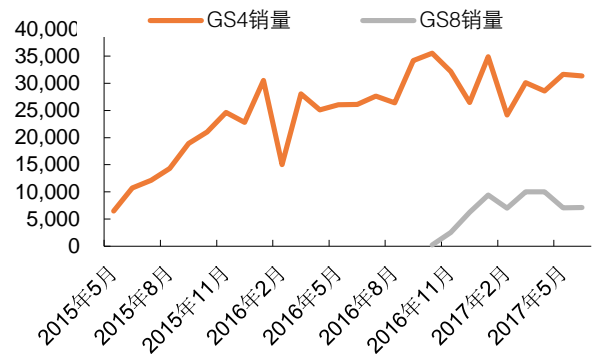
资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表16 广汽乘用车年销量及同比 单位：万辆



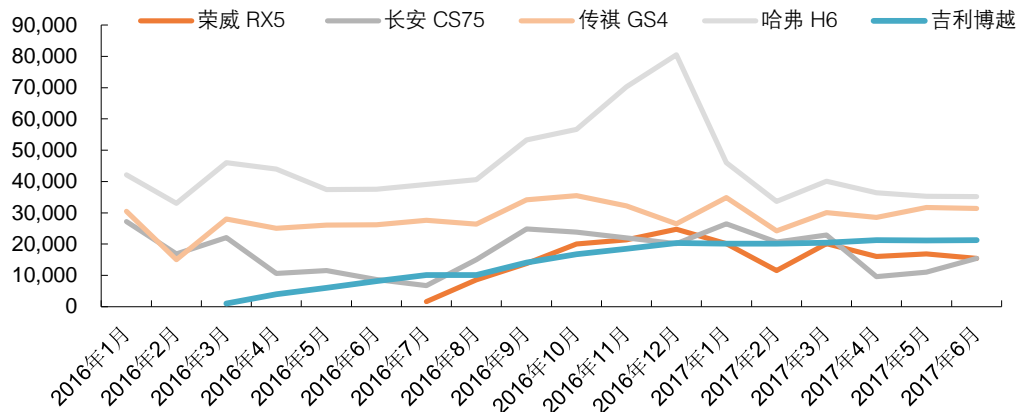
资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表17 GS4和GS8月度销量 单位：辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表18 自主热门SUV月度销量对比 单位：辆



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表19 自主热门SUV参数对比

	荣威 RX5	长安 CS75	传祺 GS4	哈弗 H6	吉利博越
指导价(万元)：	9.98-18.68	7.88-18.48	9.98-16.18	8.88-14.68	9.88-15.78
主销价格(万元)：	14.88	10.98	14.38	13.98	11.28
发动机：	1.5T, 2.0T	1.5T, 1.8T, 2.0T	1.3T, 1.5T	1.3T, 1.5T, 2.0T	1.8T, 2.0T
轴距(mm)：	2700	2700	2650	2680	2670
变速器：	6MT, 7DCT	6MT, 6AT	7DCT, 6AT	7DCT, 6MT, 6AT	6MT, 6AT
油耗(L/百公里)：	6.8	7.4~8.1	6.7~7.2	8.3	7~7.8
最大扭矩(N.m)：	250	230	235	210	285

资料来源：汽车之家、平安证券研究所

注：油耗参数和最大扭矩均选在 1.5T 发动机进行对比，博越选择 2.0T

GS4 颜值高，油耗优势明显。将几款热门自主 SUV 的主要参数进行对比，在同样都是 1.5T 发动机的情况下，GS4 的油耗优势明显，扭矩输出居中，而 GS4 的颜值在消费者口中深受好评。GS4 的主要销售价格中枢较高，反映了消费者对产品的认可。

市场疲软，GS4 销量坚挺。进入 2017 年以来，车市放缓，自主几款热门 SUV 表现有所不同，其中以广汽传祺 GS4 和吉利博越的销量表现最为稳定，相比 2016 年没有出现明显下滑。广汽的 GS4 月销基本上稳定在 3 万，在 SUV 领域第二名的地位愈加稳固，博越的销量稳定在 2 万左右。

公司产品定位精准，推出爆款并非偶然。广汽乘用车从中高端轿车入手，然后布局 SUV 传祺 GS5，而后推出产品定位稍高的 GS5 速博，之后产品下沉，推出紧凑型 SUV 传祺 GS4，成为爆款，销量排名紧凑型 SUV 市场第二名，之后产品向上突破，推出中型 SUV 传祺 GS8 再次成为爆款，成功突破 20 万元价格天花板，给中国品牌向上突破带来强烈信心。从这个过程中，我们看到企业在不断地探索，同时也说明企业灵活经营。我们认为这传祺在从成长的过程中积累了经验，对市场有了较好的预判，对产品的有很强的把控能力。

图表20 广汽传祺主要车型及参数 单位：万元，L

	上市时间	车型	售价	发动机排量	变速箱类型	百公里油耗
传祺 GA3	2013 年 7 月	轿车	7.58-11.98	1.6L	5MT, 4AT	6.8-7.4
传祺 GA3s	2014 年 8 月	轿车	6.98-10.98	1.3T;1.6L	5MT, 4AT	5.9
传祺 GS5 速博	2014 年 10 月	紧凑型 SUV	11.68-21.88	1.8T; 2.0L	5MT; 5 手自一体; 7DCT	7.4-8.4
传祺 GA6	2014 年 12 月	轿车	10.28-19.68	1.5L	7 速 G-DCT 手自一体	6.3
传祺 GS4	2015 年 4 月	紧凑型 SUV	9.98-16.18	1.3T;1.5T	5MT;6 手自一体; 7DCT	6.3-7.2
传祺 GA5 新能源	2015 年 12 月	轿车	19.93-21.93	1.0L	固定齿比变速箱	2.4
传祺 GA8	2016 年 4 月	轿车	14.98-29.98	1.8T; 2.0T	6 速手自一体	7.8-7.9
传祺 GS8	2016 年 10 月	中型 SUV	16.38-25.98	2.0T	6 速手自一体	6.4-6.8

资料来源：公司公告、汽车之家、平安证券研究所

2.2 产品布局愈加完善，未来可期

2017 年，广汽乘用车推出 9 款新车，包括：“硬派 5 座 SUV”传祺 GS7、“新生代都市 SUV”传祺 GS3、“旗舰级豪华 MPV”传祺 GM8、“紧凑型中端家轿”传祺 GA4、“油电智驱新能源 SUV”传祺 GS4 PHEV、“纯电动新能源 SUV”传祺 GE3、“油电智驱新能源中高级轿车”传祺 GA6 PHEV、传祺 GA8 增配车型（1.8T）和传祺 GS4 改款车型。

GS8 供不应求，完成销量目标无忧。GS8 在 2017 年 3 月和 4 月连续两个月销量过万，市场热度超过之前的预期。广汽传祺汽车销售有限公司在 5 月 31 号发布公告，由于 GS8 变速箱供应能力不足，公司将 5~9 月传祺 GS8 的产量调低至约 7000 台/月，目前预计 10 月起将恢复正常配套供应。目前 GS8 供不应求，我们认为公司的产量基本上可以等同于销量，总体来看，公司前 4 个月销售 3.6 万辆，5~9 月销售 3.5 万辆，10~12 月达到 1 万台/月的水平，2017 年销量大概率可以达到 10 万台。

推出新品，全面覆盖 SUV 市场。广汽乘用车不断完善产品布局，GS7 在一定程度上是对 GS8 的补充，其轴距比 GS8 缩短了 80mm 为 2720mm，将搭载与 GS8 车型相同的 2.0T+6AT 动力总成，在 2017 年上海车展上，官方宣布传祺 GS7 的预售价格区间为 15.58~22.98 万元。GS3 为小型 SUV，产品定位低于 GS4。这几款新品上市以后，广汽乘用车将完成对小型 SUV、紧凑型 SUV 和中型 SUV 全面布局。而 GS3 有望在 2018 年为公司销量提升做出重要贡献。

图表21 丰田埃尔法



资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

图表22 广汽 GM8



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

进军 7 座 MPV，GM8 有望增厚业绩。GM8 为 7 座 MPV，对标丰田埃尔法。丰田在中国销售的埃尔法为 3 排 7 座 MPV，现有车型为 2015 年上市，搭载 3.5 升 V6 发动机，有 75.9 万和 81.4 万两款车型。埃尔法在中国一车难求，我们在终端调研发现，埃尔法提车的加价持续升高，目前上海地区加价已经在 40 万左右。我们认为，中高端 7 座 MPV 在中国市场需求会持续增加。GS8 对标汉兰达，表现优异，我们认为 GM8 很有可能在 7 座 MPV 市场取得优秀的的成绩，预计年销 2~3 万辆。而商务 MPV 的单车盈利能力往往会高于同级别的轿车和 SUV，我们认为 GM8 可以在 2018 年为公司业绩提升做出重要贡献。

推动轿车发展，完善产品布局。传祺在 2017 年推出 GA4 和 GA8，公司将在轿车领域布局更加完善。GA8 定位高端轿车，GA6 销量稳步上升，我们认为 GA4 有望取得更好的销量，预计稳定后年销可以达到 7~9 万辆。

加强新能源布局，潜力巨大。市场认为广汽乘用车在新能源汽车领域布局较晚，担心新能源积分推行后，公司会受新能源积分的制约。2017 年广汽乘用车推出 GS4 PHEV 和 GE3。广汽乘用车 20 万辆/年新能源汽车扩能项目的实施，能显著提高公司新能源汽车建设能力，完善自主品牌产品结构，提高自主品牌的综合竞争力。

新增产能即将投产，产能问题缓解。传祺产品竞争力强，但是销量受产能制约，传祺目前产能 36.5 万，新疆工厂 5 万产能预计 2017 年 10 月可以投产，杭州工厂的 15 万产能预计在 2017 年 12 月可以投产，届时传祺的产能压力将得到缓解。我们预计，未来 GS3 有可能主要在杭州生产。

产品线不断完善，向上永不止步。在 GS8 获得成功之后，市场关注 GS8 是否可能成为传祺的上限产品。我们认为，随着企业能力的提高和品牌的提升，未来广汽乘用车可能会推出定位超越 GS8 的产品。传祺目前产品布局不断完善，将来有望对 A0 级，A 级，B 级和 C 级车实现全面的覆盖。

17 年业绩增长无忧，18 年业绩值得期待。公司不断完善产品布局，增加产品竞争力，是自主品牌崛起的优秀代表。GS4 是 15 年和 16 年业绩增加的主要来源，GS8 将成为 2017 年业绩增加的主力，而 GM8 和 GS3 在 2018 年的表现值得期待。我们认为广汽集团 17 年大概率可以实现 50 万辆的销量，有望在 2020 年突破 100 万辆的销量。

三、日系合资有望迎来销量与净利率双提升

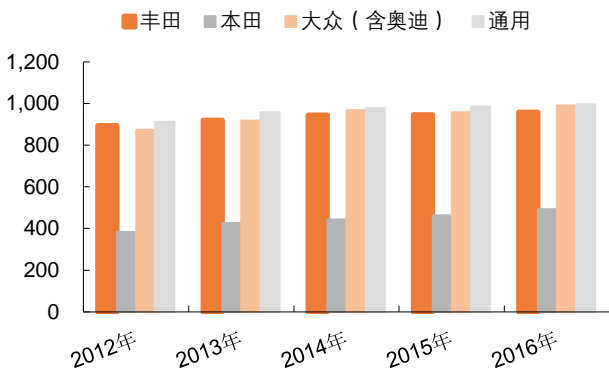
3.1 全球范围内，日系产品力和企业盈利能力强

全球范围内，丰田与大众、通用销量相当，本田增速快。从丰田、本田、大众和通用在全球的销量来看，丰田与大众、通用在一个水平线上，近几年来，这四家企业中，本田在全球销量的增速最快。在中国市场上，本田和丰田的销量远低于大众和通用，主要是之前日系车在中国投入较为保守，不过从2013年起，本田在中国境内销量的复合增速最高，这主要与本田在中国加大新车型投入有关。未来，随着丰田、本田在中国投入的车型增加，销量和市占率均有望实现提升。

全球范围内，丰田盈利能力强。从盈利能力来看，近几年，丰田的净利率和 EBITDA Margin 最高，而本田和通用的水平较为接近。这说明就企业盈利能力而言，丰田和丰田具备较强的竞争力。

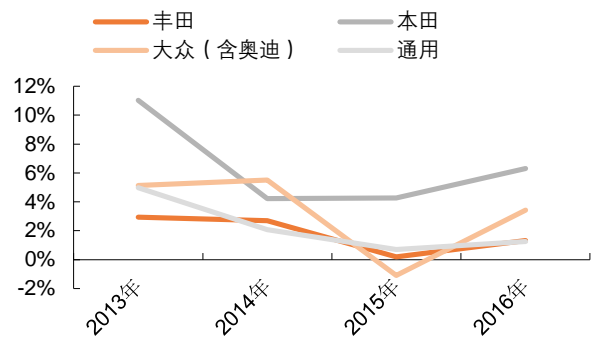
日系在中国扩大产能，未来销量有望提高。2014年之后，广本和广丰的产能利用率基本上都在100%的水平，广丰在2015年和2016年的产能利用率都超过了100%。而广丰从2009年~2016年，产能始终在38万辆的水平，没有进行扩产。目前，广丰扩大产能的项目在稳步推进，新增22万的产能预计在2018年1月可以投产，届时广丰产能有望达到60万辆。广丰在中国扩大产能是一个非常积极的信号，代表丰田对中国市场的重视度再次提高，其销量也值得期待。

图表23 国际主要车企全球销量 单位：万辆



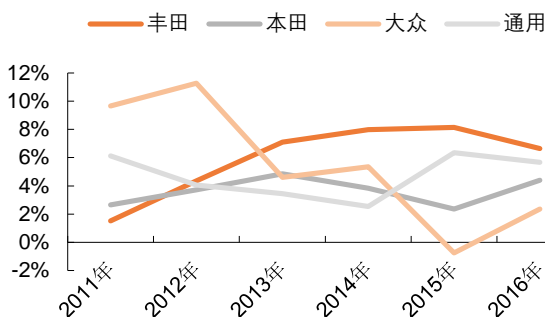
资料来源: marklines、平安证券研究所

图表24 国际主要车企在全球销量增速



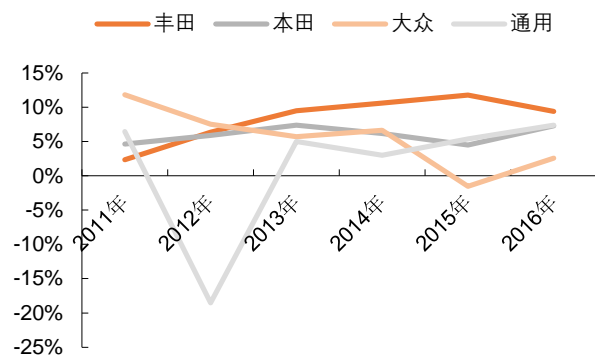
资料来源: marklines、平安证券研究所

图表25 国际主要车企的净利率



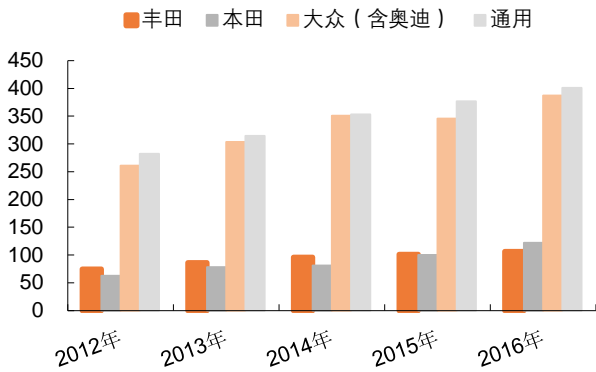
资料来源: wind、平安证券研究所

图表26 国际主要车企的 EBITDA Margin



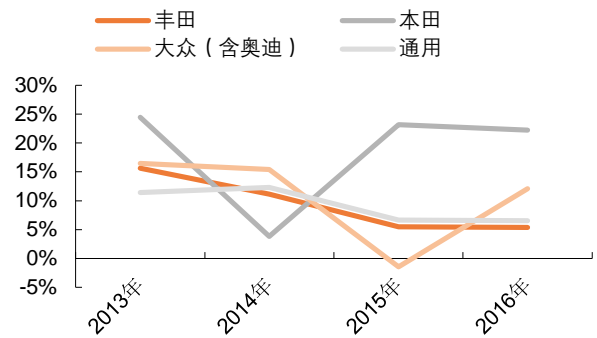
资料来源: wind、平安证券研究所

图表27 国际主要车企在中国销量 单位:万辆



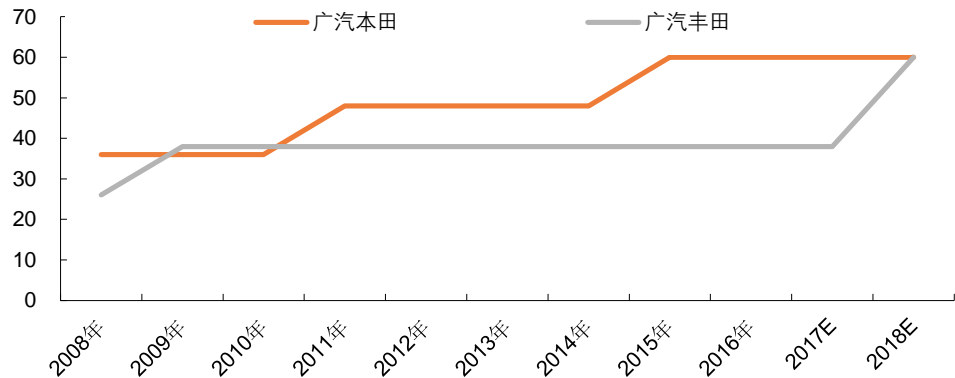
资料来源: marklines、平安证券研究所

图表28 国际主要车企在中国销量增速



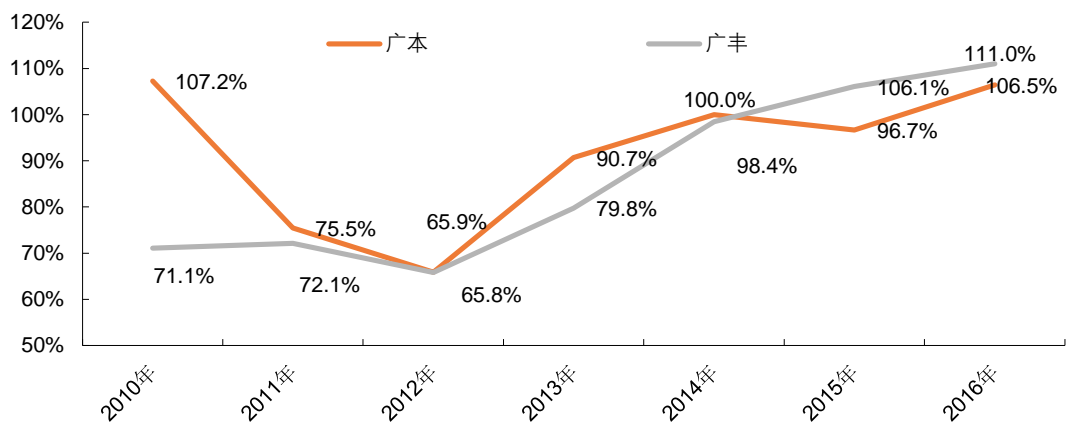
资料来源: marklines、平安证券研究所

图表29 广本和广丰的产能情况 单位:万辆



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

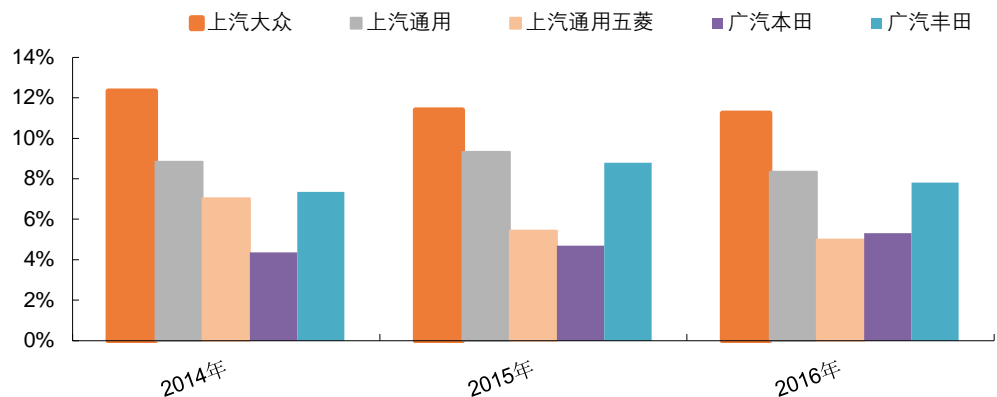
图表30 广本和广丰的产能利用率



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

广丰和广本的净利率有提升潜力。在中国市场，上汽大众的净利率明显高于其他几家，上海通用和广丰水平接近，广本净利率最低。合资企业在中国境内净利率与外资企业在全局的净利率水平并不相同。我们认为主要有以下原因：一方面与零部件自给率有关；另一方面，德系车在中国消费者中口碑好，享有一定的品牌溢价，是德系车企在中国盈利能力高的主要原因之一；其次，上海通用的高端品牌凯迪拉克已经国产多年，且在中国的销量不断提升，为上海通用实现较高净利润做出重要贡献。丰田的高端品牌雷克萨斯并没有国产化，本田的高端产品讴歌在 2016 年开始国产化，高端品牌车型的盈利能力显著高于中低端品牌的车型。广汽丰田的汉兰达盈利能力也非常突出，而广本在此前推出的车多为小车，没有盈利能力非常强的 SUV，因此，净利率处于较低水平。2016 年广汽本田推出中型 SUV 冠道，该车盈利能力强，我们认为将会提升广本的净利率水平，讴歌国产化的推进有望使得广本的盈利能力再上一个台阶。

图表31 日系、美系和德系主要合资企业净利率对比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 广汽本田：产品结构上移，净利率有较大提升空间

广汽本田汽车有限公司于 1998 年 7 月 1 日正式成立，是由广州汽车集团公司、本田技研工业株式会社和本田技研工业(中国)投资有限公司按 50：40：10 的股比共同投资建设和经营的企业目前广汽本田销售的主要车型是 Accord (雅阁)、Cruze (凌派)、Vezel (缤智)、Odyssey (奥德赛)、City (锋范)、Fit (飞度)、Avancier (冠道)、Acura CDX 等。

销量持续提升，业绩不断改善。自 2013 年以来，广本销量稳步上升，2016 年，广本销售车辆 63.9 万辆 (+10.1%)，实现营业收入 758.3 亿元，同比增加 9.3%。2017 年上半年，广本共销售车辆 32.5 万辆，同比增加 18.8%。

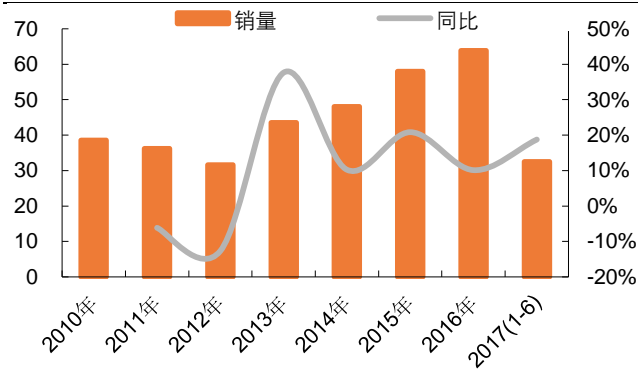
明星产品冠道供不应求，对业绩改善作用大。2016 年 10 月中型 SUV 冠道 2.0T 上市，冠道自上市以来，深受市场欢迎。2017 年 3 月底，冠道 1.5T 上市，销量迅速攀升，4~6 月份冠道销量分别为 7100 台、6920 台和 7220 台。目前消费者对 2.0T 版本的冠道需求强烈，终端供不应求。通过跟 4S 店人员沟通，我们认为，后续厂家有可能会提高 2.0T 版本的生产占比。随着消费升级，市场对中型 SUV 的需求不断增加。我们认为，2017 年冠道的销量有望达到 8.5 万台，冠道有望大幅改善广本的盈利，提高广本的净利率。

图表32 广汽本田主要车型及参数 单位：万元，L

车型	售价	发动机排量	变速箱类型	百公里油耗
雅阁 轿车	16.98-27.98	2.0L; 2.4L	CVT; E-CVT	4.2-7.0
飞度 轿车	7.38-11.28	1.5L	5MT; CVT	5.3-5.7
锋范 轿车	7.98-11.98	1.5L	5MT; CVT	5.4-5.8
凌派 轿车	10.88-14.98	1.8L	5MT; CVT	6.2-6.5
奥德赛 MPV	22.98-35.48	2.4L	CVT	7.8
缤智 小型 SUV	12.88-18.98	1.5L; 1.8L	6MT; CVT	5.9-7.1
讴歌 CDX 紧凑型 SUV	22.98-31.28	1.5T	8DCT	6.8-7.1
冠道 中性 SUV	22.00-32.98	1.5T、2.0T	CVT, 9手自一体	7.6-8.7

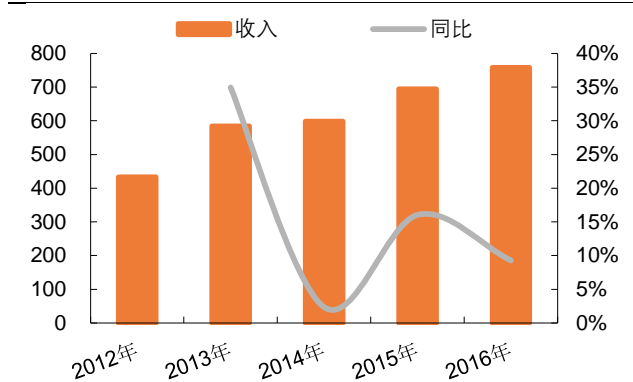
资料来源：公司公告、汽车之家、平安证券研究所

图表33 广汽本田历年销量及同比 单位：万辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表34 广汽本田历年营业收入及同比 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表35 7月上海地区广本某4S店调研

车型	冠道	雅阁
优惠幅度	1.5 无优惠; 2.0T 需要加 15000 元的装潢	终端优惠 18000 元
提车周期	1.5T 有现车, 2.0T 预订需 2-3 个月以上	2.0L 有现车, 2.4L 预订需 3 个月 部分车型有现车
单店月销量	2.0T 一个月 10 多单, 1.5T 一个月几十单	20~30 多台
销售人员对未来价格走向看法	预计近两三个月不会出优惠政策	优惠幅度已经较大, 卖的还不错, 可能会回升

资料来源：平安证券研究所

图表36 冠道、汉兰达、锐界对比

	冠道	汉兰达	锐界
			
指导价:	22-32.98万元	23.98-42.28万元	24.98-44.98万元
发动机:	1.5T、2.0T	2.0T	2.0T
轴距:	2820mm	2790mm	2850mm
变速器:	CVT,9AT	6AT	6AT
油耗:	7.6-8.7 L/km	8.2-10.4 L/km	8.5-9.1 L/km
最大扭矩:	243、370 N·m	350 N·m	350 N·m

资料来源:汽车之家, 平安证券研究所

图表37 广本的产能情况

单位: 万辆

地址	产能	车型
广州黄埔工厂	24	锋范, 凌派, 缤智
广州增城工厂	24	雅阁、奥德赛、歌诗图、冠道; 讴歌 CDX、讴歌 TLX (2017 计划)、RDX (2018 计划)
广州第三工厂	12	飞度
总产能	60	

资料来源: Marklines, 平安证券研究所

高端品牌讴歌实现国产, 有望打开新空间。广本高端品牌广汽讴歌 (Acura) 首款 SUV 车型 CDX 于 2016 年 7 月上市, 广汽讴歌在 2017 年上半年销量达到 6,500 台, 同比劲增 442%, 目前, CDX 的累计销量已突破 11,000 台。讴歌 TLX 大概率于 2017 年实现国产。未来广本有望陆续推出更多的讴歌国产新车, 从市场对讴歌的关注热度上来看, 未来讴歌将会是广汽本田又一极具竞争力的品牌, 讴歌提升销量的同时, 有望提高广本的净利率。

对讴歌重视度不断提升。2016 年 1 月, 广汽本田宣布正式成立广汽本田汽车销售有限公司。新成立的销售公司落户广州, 为广汽本田拥有 100% 股权的子公司。销售公司下设的第一事业本部将运营广汽本田旗下 Honda 品牌、理念品牌产品的销售及售后各项事业; 第二事业本部设于北京, 负责进口以及国产 Acura (讴歌) 品牌产品的销售及售后服务各项事业。公司第 49 届董事会审议并通过了《关于广汽本田讴歌品牌 AB 车型项目的议案》, 同意广汽本田讴歌品牌 AB 车型项目的实施, 项目计划总投资 3.4 亿元。

我们认为, 2017 年公司主要增量来自于冠道, 锋范和凌派有可能在 2018 年为公司销量提升带来贡献。2020 年公司销量有望达到 100 万辆, 其中包括 10 万辆的讴歌。

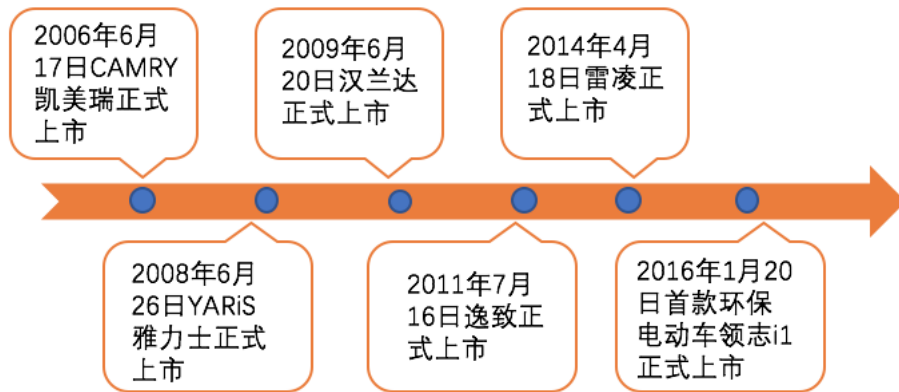
3.3 广汽丰田: 产能扩大+新品投入

广汽丰田汽车有限公司成立于 2004 年 9 月 1 日, 是由广州汽车集团股份有限公司和丰田汽车公司按 50:50 的股比共同投资建设和经营的企业, 注册资本 51820 万美元。2016 年广汽丰田年销量达到

42.2 万辆，同比增加 4.64%，实现营业收入 577.6 亿元，同比增长 5.67%。2017 年上半年，广汽丰田共销售 21.9 万辆车，同比增加 5.1%。

目前广汽丰田销售的主要车型是 Camry (凯美瑞)、Highlander (汉兰达)、Yaris L (致炫)、E'Z (逸致)、Levin (雷凌) 等。2015 年发布的汉兰达在中大型 SUV 领域表现强劲，终端市场供不应求。

图表38 广汽丰田重要车型上市时间



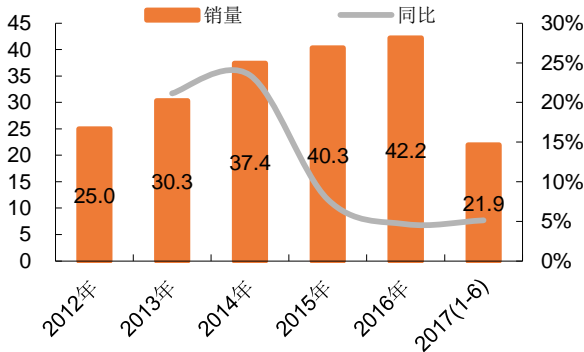
资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表39 广汽丰田主要车型及参数

		单位：万元，L			
车型	售价(万元)	发动机排量	变速箱类型	百公里油耗 L/km	
凯美瑞	18.78-32.98	2.0L,2.5L	6AT,CVT	5.3-7.0	
汉兰达	23.98-42.28	2.0T,3.5L	AT	8.2-10.4	
致炫	6.98-10.48	1.3L,1.5L	MT,CVT	5.2-5.4	
逸致	16.28	1.8L	CVT	-	
雷凌	10.98-16.18	1.2T,1.8L	MT,CVT	4.2-5.9	

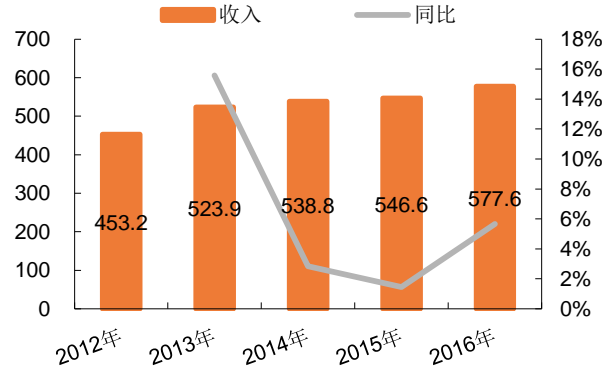
资料来源：公司公告、汽车之家、平安证券研究所

图表40 广汽丰田历年销量及同比 单位：万辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表41 广汽丰田历年营业收入及同比 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表42 广汽丰田凯美瑞 (CAMRY)



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表43 广汽丰田汉兰达 (HIGHLANDER)



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

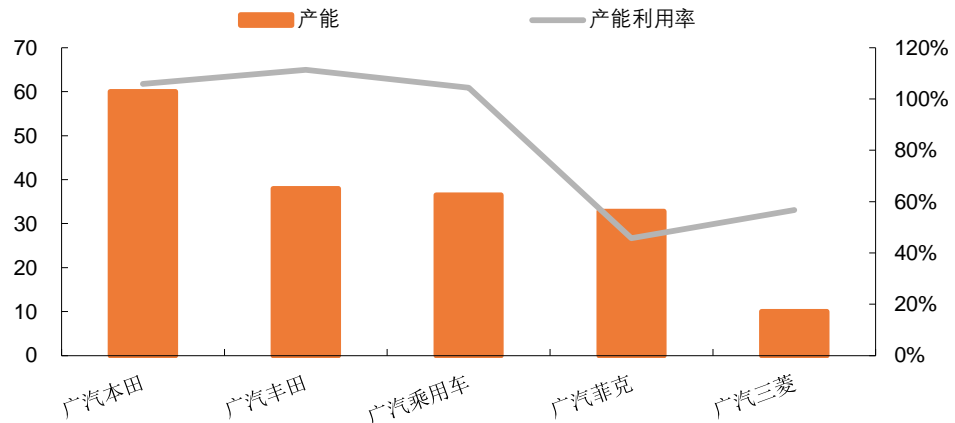
图表44 7月上海地区广丰某4S店调研

车型	汉兰达	凯美瑞
价格区间	23.98-42.28 万	18.78-32.98 万
畅销版本	29.78 万元	19.58 万元
优惠幅度	中低配加装装潢费 10000 元, 高配加装装潢 10000-15000 元。	全款支付优惠 28000, 各配置优惠幅度一致
提车周期	低配 2-3 个月, 中高配 2 个月以上	现车

资料来源: 平安证券研究所

图表45 2016年广汽各子公司产能及产能利用率

单位: 万辆



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

新增22万辆产能有望在2018年投产。2012年以后, 日系车市场回暖, 广汽丰田年销量也稳步前进, 2015年和2016年广丰的产能利用率分别为106.3%和111.4%, 产能成为制约广丰发展的重要因素。2016年3月广丰举行第三生产线厂房奠基仪式, 投资总额达到30亿元, 其年产能可达到22万辆, 预计将于2018年1月投产。未来第三生产线正式建成后, 广丰的产能受限问题将予以解决。

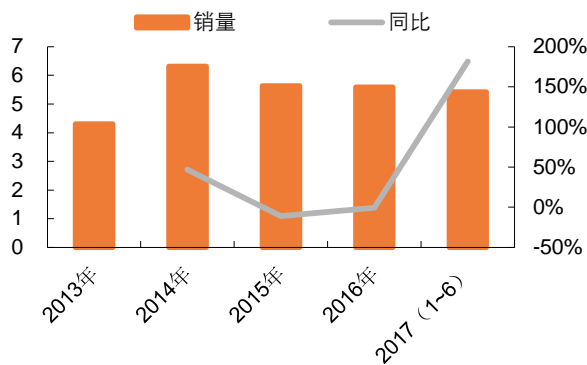
我们认为, 2018年广丰有可能推出一款新的小型SUV, 该车有望进一步完善广丰的产品布局, 并为广丰18年业绩带来提升。广汽丰田的产品布局不断完善, 有望在2020年实现80万辆的销量。

3.4 广汽三菱：欧蓝德强力改善业绩

广汽三菱汽车有限公司是由广州汽车集团股份有限公司、三菱自动车工业株式会社、三菱商事株式会社三方合资经营的中外合资企业，注册资本 19.47 亿元人民币，其中广州汽车集团股份有限公司持有 50% 股权、三菱自动车工业株式会社持有 30% 股权、三菱商事株式会社持有 20% 股权。广汽三菱位于中国湖南长沙经济技术开发区，占地面积约 59.72 万平方米。截止至 2017 年 5 月底，广汽三菱在全国拥有 4S 店 240 家、二级网点 221 家。

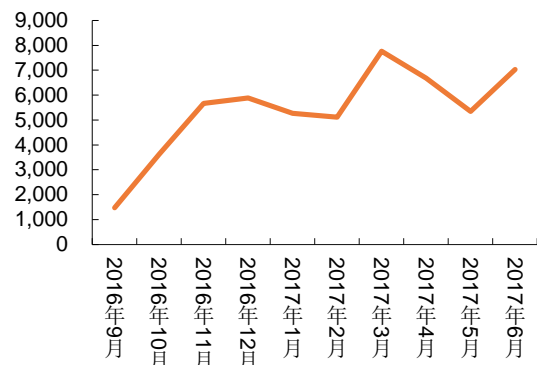
欧蓝德增速快，业绩高速增长。2016 年，广汽三菱销售车辆 5.6 万辆 (-0.8%)，实现营业收入 97.8 亿元 (+59.2%)。2017 年上半年，广汽三菱销售 5.4 万辆，同比大增 181.7%，其中欧蓝德贡献主要增量。欧蓝德自上市以来，销量持续攀升，推动广汽三菱销量大幅提高。我们预计，广汽三菱 17 年的业绩会有明显改善。

图表46 广汽三菱销量及同比增速 单位：万辆



资料来源：汽车之家、平安证券研究所

图表47 欧蓝德上市以来月销 单位：辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

3.5 自主崛起不会对广本、广丰的盈利影响过大

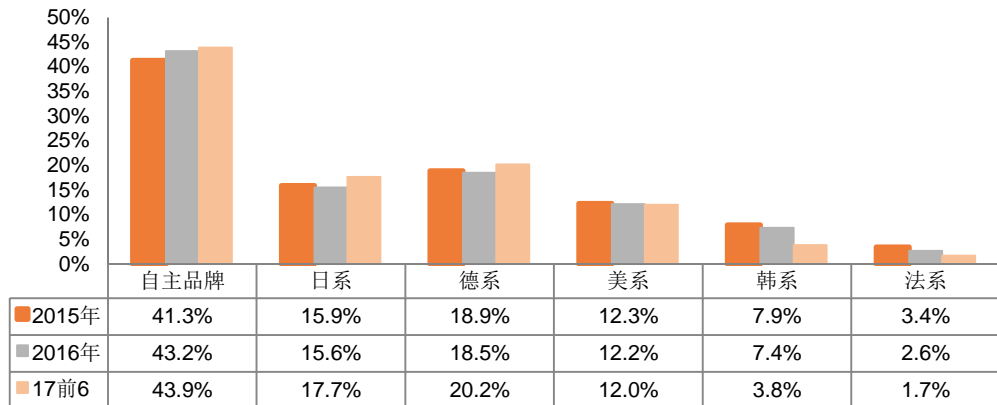
自主崛起的过程中，韩系、法系市占率下滑。市场关注自主品牌下一步是否会抢日系的份额。广汽集团各个子公司之间是否会相互竞争。

我们认为，短期来看，广本和广丰的盈利不会受到自主崛起太大影响。

近几年，自主、日系和德系的市占率持续提升，美系基本维持，韩系和法系下滑严重，具体到企业而言，北京现代、神龙汽车、东风悦达的销量跌出了前十。取而代之的是吉利、长城和一汽丰田，长安福特虽然仍在前十的序列中，但是市占率逐年下滑。

短期来看，自主崛起对广本和广丰盈利能力的影响相对较小。广丰盈利能力最强的产品是汉兰达和凯美瑞，汉兰达是主销价格近 30 万的 SUV，凯美瑞是主销价格近 20 万的轿车。广本轿车中盈利能力最强的是雅阁，主销价格在 18 万，而 17 年提升利润的重要产品是中型 SUV 冠道，主销价格在 25 万~30 万。自主最有竞争力的产品是 10~15 万的紧凑型 SUV，市场占有率高，而自主崛起现阶段主攻的是 15~20 万区间的 SUV 市场。短期来看，自主产品对 20 万元左右的轿车市场和 25 万以上的 SUV 市场冲击有限。广本和广丰的其他产品，一方面是对公司盈利的影响小于上述主要产品，另一方面因为，广本和广丰的其他产品所处的市场竞争已经较为充分，受自主高端化影响相对较小。因此，我们认为，短期来看，自主崛起对广本和广丰盈利能力的影响相对较小。

图表48 国内乘用车市场各国汽车品牌市占率



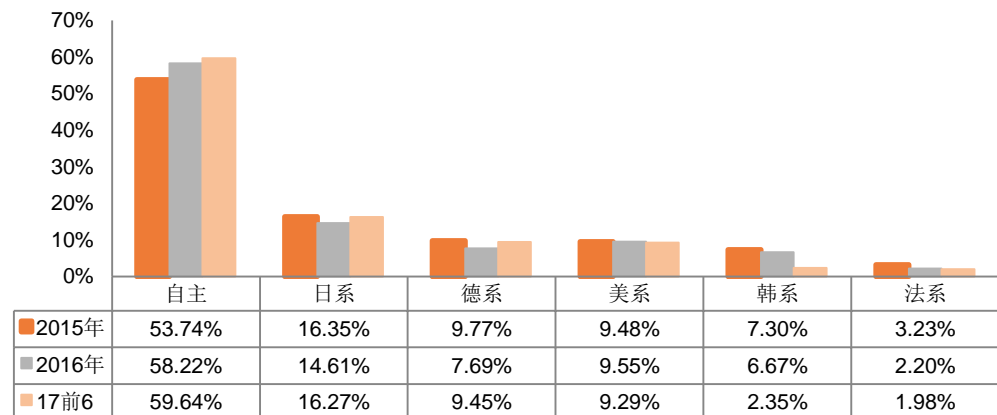
资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表49 国内乘用车市场各车企市占率

2014年	份额	2015年	份额	2016年	份额	2017前6月	份额
一汽大众	9.0%	上海大众	8.5%	上汽大众	8.2%	上汽大众	8.6%
上海大众	8.8%	上汽通用五菱	8.5%	上汽通用	7.7%	一汽-大众	8.0%
上海通用	8.8%	上汽通用	8.2%	上汽通用五菱	7.7%	上汽通用五菱	7.8%
上汽通用五菱	8.1%	一汽-大众	7.8%	一汽-大众	7.7%	上汽通用	7.7%
北京现代	5.7%	长安	5.3%	长安	5.0%	长安	5.2%
长安	4.9%	北京现代	5.0%	北京现代	4.7%	吉利	4.9%
东风日产	4.8%	东风日产	4.9%	东风日产	4.6%	东风汽车	4.8%
长安福特	4.1%	长安福特	4.1%	长城	4.0%	长城汽车	3.6%
神龙汽车	3.6%	长城汽车	3.6%	长安福特	3.9%	长安福特	3.3%
东风悦达起亚	3.3%	神龙汽车	3.4%	吉利	3.3%	*一汽丰田	3.1%

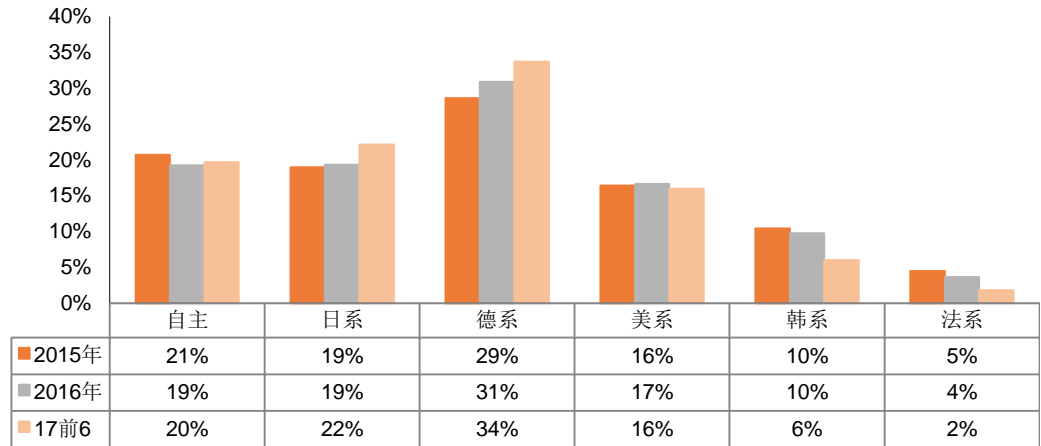
资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表50 国内SUV市场各国汽车品牌市占率



资料来源：中汽协、平安证券研究所

图51 国内轿车市场各国汽车品牌市占率



资料来源：中汽协、平安证券研究所

四、 广菲克：新品投入多，业绩弹性大

广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司成立于 2010 年 3 月 9 日，由广州汽车集团股份有限公司、菲亚特克莱斯勒汽车集团以 50:50 的股比共同投资建设，总投资约 170 亿元，注册资本 60 亿元。公司总部位于湖南长沙国家级经济技术开发区，目前拥有长沙工厂和广州工厂两个整车工厂，以及一个发动机工厂，整车总体设计产能达到 32.8 万辆，发动机产能达到 32 万台，并全资设有一家独立的销售公司。

16 年实现扭亏为盈。目前广汽菲克销售的主要车型是 Viaggio (菲翔)、Ottimo (致悦)、JEEP 自由光、JEEP 自由侠、JEEP 指南者等。2016 年广汽菲克销量达到 14.6 万辆，同比增加 270%；营业收入 240.5 亿元，同比增长 399%，并实现扭亏为盈。

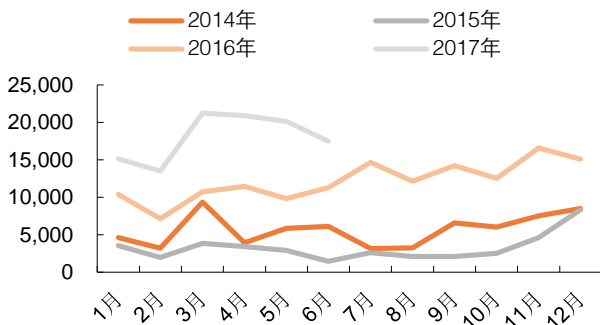
持续推出新品，2017 销量有望大增。根据广汽菲克 2015 发布的未来五年战略规划，广菲将陆续发布 10 款新车，而 JEEP 品牌在华产品线将覆盖从小型 SUV 到全尺寸 SUV 各个主要细分市场，形成丰富的 SUV 产品线。截至目前，已有 3 款新车发布上市，市场反馈较好。我们认为，2017 年广菲克销量有望突破 24 万辆。2018 年广菲克有望推出一款新 SUV，该车可能是与自由光同平台车型。新车型的推出将会进一步拉动广菲克业绩的增长，提升公司的盈利能力。SUV 在未来几年仍是中国车市增速最快的细分市场，jeep 品牌具有竞争力。我们认为广菲克未来几年将保持较快速的增长，公司大概率会推出多款 PHEV 版本车型，用于缓解油耗压力。

图表52 广汽菲克发展历史



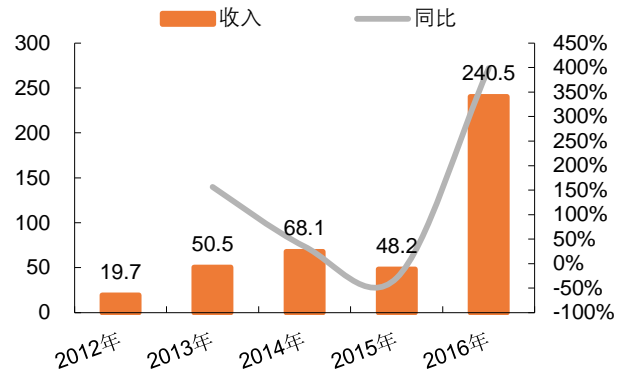
资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表53 广菲克月度销量数据 单位: 辆



资料来源: 中汽协、平安证券研究所

图表54 广汽菲克历年营业收入及同比 单位: 亿元



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表55 7月上海地区广菲克某4S店调研

车型	指南者	自由光	自由侠
价格区间 (万)	15.98-24.18	20.98-31.98	13.48-19.68
优惠幅度	优惠 10000 元	优惠 20000 元	优惠 12000
提车周期	现车	现车	现车

资料来源: 平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

1、广汽传祺连续推出爆款并非偶然，未来发展值得期待

(1) **广汽传祺连续推出爆款，并非偶然。**公司经过长期的积累，对市场有敏锐的洞察力，对产品有极强的把控能力。2017 年车市整体放缓的情况下，GS4 销量非常稳定，GS8 价格坚挺，再次说明公司产品的竞争力。

(2) **产品布局完善，综合竞争力提高。**传祺将通过 GS3+GS4+GS7+GS8 对 SUV 领域实现全方位的覆盖，同时轿车领域不断进步，将通过 GA4 和 GA6 等产品提高轿车的销量，通过 GM8 布局 7 座 MPV，未来有望全面覆盖 A0 级、A 级、B 级、C 级车型。随着企业能力的提高和品牌的提升，未来传祺可能会推出定位超越 GS8 的产品。

(3) **加强新能源布局，产能问题缓解。**市场担心广汽乘用车在新能源汽车领域布局较晚，我们认为随着 GS4 PHEV 和 GE3 的上市，加上公司新能源项目的推进，广乘在新能源领域潜力巨大。杭州工厂和新疆工厂投产以后，公司受产能束缚的问题将得以缓解。

(4) **17 年业绩增长无忧，18 年业绩值得期待。**虽然 GS8 由于变速箱供应的问题影响了产量，我们认为 17 年 GS8+GS7 销量仍然有望突破 10 万，广乘总销量达到 50 万。GM8、GS3 在 2018 年的表现值得期待。到 2020 年，广汽自主销量有望达到 100 万辆。

2、日系合资有望迎来销量与净利率双提升

(1) 在全球范围内，丰田与大众、通用的销量相当，盈利能力领先。冠道的强力进入，丰田的产能扩充，都标志着日系对中国的重视程度提高。随着丰田、本田在国内投入产品的增加和产能的扩大，未来有望迎来销量和净利率的双提升。

(2) 广丰盈利能力最强的产品是凯美瑞和汉兰达，广本盈利能力最强的是雅阁和冠道，短期来看，自主品牌对 20 万左右的轿车和 25 万元以上的 SUV 冲击有限。因此，我们认为广本和广丰的盈利不会受到很大冲击。

3、广菲克持续投入新品，其品牌在 SUV 市场口碑好，2016 年实现扭亏为盈，2017 年销量有望达到 24 万辆。18 年有望推出新款 SUV，提升公司业绩。公司有可能通过增加新能源车型以缓解油耗压力。

综上所述，我们认为广汽自主、日系合资与美系合资近几年都将处于高速增长期。公司产品多元，竞争力强。上调公司盈利预测，2017~2019 年归母净利润为 116 亿元，142.7 亿元，166.5 亿元（原盈利预测为 114.3 亿元、140 亿元、158.7 亿元），维持“强烈推荐”评级。

		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
广汽乘用车	销量	19.9	37.8	50.8	67.1	83.3
	收入	167.9	328.1	535.1	682.2	829.4
	净利率	3.7%	9.3%	9.5%	9.5%	9.5%
	净利润	6.3	30.4	50.8	64.8	78.8
广汽丰田	销量	40.3	42.2	45.6	55.5	66.5
	收入	546.6	577.6	597.2	682.2	774.0
	净利率	8.8%	7.8%	9.5%	9.5%	9.5%
	净利润	48.0	45.1	56.7	64.8	73.5
	投资收益	24.0	22.6	28.4	32.1	36.0
广汽本田	销量	58.0	63.9	67.3	73.5	82.0

	收入	694.0	758.3	887.3	965.6	1080.5
	净利率	4.7%	5.3%	7.5%	7.5%	7.5%
	净利润	32.5	40.2	66.5	72.4	81.0
	投资收益	16.3	20.1	33.3	36.2	40.5
广汽菲克	销量	3.9	14.6	24.8	35.5	38.5
	收入	48.2	240.5	377.5	535.6	580.7
	净利率	-20.7%	1.7%	4.7%	5.8%	5.9%
	净利润	-10.0	4.2	17.7	31.1	34.3
	投资收益	-5.0	2.1	8.9	15.5	17.1

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表57 国内外主要车企的估值水平

代码	公司	市盈率 PE
0175	吉利汽车 H	16.7
2333	长城汽车 H	7.2
600104	上汽集团 A	10.1
TM.N	丰田汽车	9.9
FCAU.N	菲亚特克莱斯勒	10.8
HMC	本田汽车	9

资料来源：wind，平安证券研究所

附：股价截至 2017 年 7 月 21 日，盈利预测采用 wind 一致预期。

7 月 21 日人民币兑港币的汇率是 1:1.154，对应 2017~2019 年的 EPS 为 2.06, 2.53, 和 2.96 港币，考虑到广汽集团目前处于高速增长阶段，2017 年给予 13 倍估值，对应市场目标价格为 26.78 港币。

六、风险提示

- 1) 汽车行业整体需求下降；
- 2) 公司新品推广不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	34971	35217	30508	33125
现金	21317	18227	12715	11902
应收账款	1155	1586	1810	2255
其他应收款	582	1508	1082	2018
预付账款	779	985	1201	1416
存货	2494	3803	3955	5305
其他流动资产	8645	9107	9744	10228
非流动资产	47121	67225	86231	105989
长期投资	22636	35567	50161	65983
固定资产	11018	17137	21184	24813
无形资产	7293	7330	7277	7273
其他非流动资产	6174	7191	7608	7921
资产总计	82092	102442	116738	139114
流动负债	24322	33788	35861	44207
短期借款	1216	1216	1216	1216
应付账款	8999	13325	14182	18652
其他流动负债	14106	19247	20462	24339
非流动负债	12931	13574	12348	10594
长期借款	10346	10989	9763	8010
其他非流动负债	2585	2585	2585	2585
负债合计	37253	47362	48208	54801
少数股东权益	1037	1055	1076	1101
股本	6453	6500	6500	6500
资本公积	8773	8773	8773	8773
留存收益	28136	37395	48929	62253
归属母公司股东权益	43802	54025	67454	83211
负债和股东权益	82092	102442	116738	139114

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	5498	9611	7783	13255
净利润	6296	11613	14295	16676
折旧摊销	2208	2025	2619	3166
财务费用	307	335	397	487
投资损失	-5848	-8751	-10415	-11642
营运资金变动	1178	4406	889	4573
其他经营现金流	1358	-16	-2	-7
投资活动现金流	-3082	-13361	-11208	-11276
资本支出	5212	7173	4411	3937
长期投资	-2984	-12931	-13315	-15821
其他投资现金流	-855	-19120	-20112	-23161
筹资活动现金流	1644	661	-2087	-2791
短期借款	-2718	0	0	0
长期借款	2698	643	-1226	-1754
普通股增加	18	47	0	0
资本公积增加	-175	0	0	0
其他筹资现金流	1822	-29	-861	-1038
现金净增加额	4135	-3090	-5513	-813

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	49418	71773	88941	106453
营业成本	39558	56345	69426	82871
营业税金及附加	1519	2261	2802	3353
营业费用	3370	4665	5781	6707
管理费用	2749	3876	4803	5748
财务费用	306	335	397	487
资产减值损失	983	266	329	394
公允价值变动收益	52	16	2	7
投资净收益	5848	8751	10415	11642
营业利润	6832	12793	15820	18541
营业外收入	296	320	340	350
营业外支出	77	79	80	90
利润总额	7051	13034	16080	18801
所得税	754	1421	1785	2125
净利润	6296	11613	14295	16676
少数股东损益	8	17	21	25
归属母公司净利润	6288	11596	14274	16651
EBITDA	9375	14891	18651	21965
EPS (元)	0.97	1.78	2.20	2.56

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	68.0	45.2	23.9	19.7
营业利润(%)	68.1	87.2	23.7	17.2
归属于母公司净利润(%)	48.6	84.4	23.1	16.7
获利能力				
毛利率(%)	20.0	21.5	21.9	22.2
净利率(%)	12.7	16.2	16.0	15.6
ROE(%)	14.0	21.1	20.9	19.8
ROIC(%)	10.9	16.1	17.0	17.0
偿债能力				
资产负债率(%)	45.4	46.2	41.3	39.4
净负债比率(%)	-19.5	-5.9	2.0	0.9
流动比率	1.4	1.0	0.9	0.7
速动比率	1.3	0.9	0.7	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	52.4	52.4	52.4	52.4
应付账款周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.8	2.2	2.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	1.5	1.2	2.0
每股净资产(最新摊薄)	6.7	8.3	10.4	12.8
估值比率				
P/E	26.9	14.6	11.9	10.2
P/B	3.9	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	17.4	11.3	9.3	7.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033