

广汽集团 (601238)

增持/首次评级

股价：RMB8.26

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁云波
(0755)8249 2384
dingyunbo@mail.htlhsc.com.cn

善弈者谋势

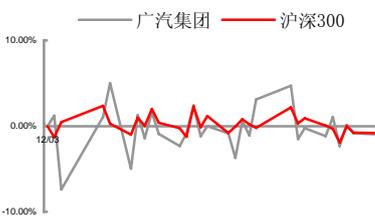
- 广汽集团是我国第六大狭义乘用车销售集团。核心资产包括广汽丰田、广汽本田、广汽菲亚特等合资企业，此外，广汽三菱也将于近期挂牌成立，目前的盈利资产主要包括广汽丰田、广汽本田以及相关零部件合资企业。我们估计广汽丰田、广汽本田合计贡献了集团 11 年近 90% 的投资收益。
- 受益于丰田、本田中国市场战略的调整。2009 年以来，广汽丰田、广汽本田受日方合作伙伴保守市场策略的影响，市场占有率不断下滑，引起投资者对于丰田、本田市场竞争力的普遍质疑。我们通过研究丰田、本田的成长历史、产品技术后认为，仅仅依据其在中国市场上所表现出的保守经营理念，就对二者未来的长期趋势做出悲观的判断，可能有失公允。考察丰田、本田中国市场的中期战略发现，二者均把加速新产品投放节奏、强化产品竞争力、本土化等作为未来的战略重点，广汽丰田、广汽本田作为二者在中国重要合资企业，未来无疑有望进入新产品的密集投放期。
- 广汽菲亚特、广汽三菱进一步丰富集团产品线。菲亚特、三菱在中国市场上虽然由于各种原因一直处于边缘化状态，但不可否认，二者分别在紧凑型轿车、SUV 领域具有较强的竞争实力。与中方共同的市场诉求，使得我们认为未来广汽菲亚特、广汽三菱在产品研发、管理等方面将更为本土化，通过积极的市场营销手段，二者的市场表现值得期待。
- 广汽自主品牌存在成功的可能性。广汽自主品牌起步较晚，目前仍处于大幅亏损状态，但由于费用摊销等压力的缓解，随着产能利用率的上升，短期亏损有望减少。通过研究自主品牌发展需要的要素条件，长期来看，我们认为优秀的管理与适当的产品定位使得其自主品牌具有成功的可能性。
- 投资策略：预计公司 12~14 年 EPS 分别为 0.71 元、0.95 元、1.17 元，对应 PE 分别为 11.6 倍、8.7 倍、7.1 倍，估值水平处于中位区间。基于以下理由，我们给予公司“增持”评级。1) 中国汽车市场依然具有较好的成长性，当前板块估值具有较好的安全边际；2) 合资公司业绩向上弹性的确定性较高；3) 控股股东的增持承诺将在短期内支撑二级市场价格。
- 风险提示：行业需求不景气；集团自主品牌亏损超预期。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	6,435
流通 A 股 (百万股)	4,222
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	34,576

最近 8 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	10984	12166	14116	17339
(+/-%)	25.6%	10.8%	16.0%	22.8%
归属母公司净利润(百万元)	4272	4539	6103	7553
(+/-%)	-0.5%	6.3%	34.5%	23.8%
EPS(元)	0.69	0.71	0.95	1.17
P/E(倍)	12.0	11.6	8.7	7.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

投资视角概述	4
“大广汽”版图已然成型	5
乘用车合资资源依然优质	7
丰田、本田中国市场战略积极调整	7
菲亚特、三菱丰富集团产品线	13
总结：等待 2013 年	15
自主品牌：打造长期内生竞争力的关键	15
广汽自主品牌面临的市场环境	16
广汽自主品牌具备成功的可能性	17
商用车：积极求变	19
广汽集团商用车板块概述	19
短期难以破局	20
零部件：合资是重点	24
盈利预测与估值	25
风险提示	26

图表目录

图 1:	广汽集团是我国第六大狭义乘用车销售企业.....	5
图 2:	广汽集团主要资产.....	6
图 3:	可比公司新产品销量增量贡献率.....	9
图 4:	丰田、本田美国汽车市场占有率.....	10
图 5:	J.D.POWER 2011 年美国地区新车品质排名.....	10
图 6:	2011 年中国市场对全球前五大车企的销量贡献率.....	11
图 7:	丰田 HEV 混合动力车型美国市场销量及占比.....	12
图 8:	菲亚特全球销量结构.....	14
图 9:	我国狭义乘用车销量及增速.....	16
图 10:	自主品牌市场份额受到挤压.....	17
图 11:	自主品牌面临的竞争环境.....	17
图 12:	广汽自主品牌面临的自身挑战.....	18
图 13:	广汽传祺首款 SUV GS5.....	19
图 14:	广汽传祺首款轿车.....	19
图 15:	重卡行业销量及增速.....	20
图 16:	重卡行业市场格局.....	21
图 17:	福田汽车、中国重汽的毛利率、净利润率水平.....	21
图 18:	2011 年主要轻卡企业销量.....	22
图 19:	“一通三龙”大中客销量及市场占有率.....	23
表格 1:	广汽集团股权结构.....	5
表格 2:	广汽集团盈利结构.....	6
表格 3:	广汽丰田历年销量.....	7
表格 4:	广汽本田历年销量.....	8
表格 5:	部分合资公司的轿车 1.6L 以下排量销量占比比较.....	8
表格 6:	部分主流中高级轿车近三年年均销量比较.....	11
表格 7:	丰田全球 2015 中期战略.....	11
表格 8:	丰田中国“云动”计划主要内容.....	12
表格 9:	本田中国中期战略主要内容.....	13
表格 10:	三菱进口 SUV 车型.....	14
表格 11:	广汽集团乘用车合资公司销量预测.....	15
表格 12:	部分自主品牌起步阶段的研发模式比较.....	18
表格 13:	广汽集团商用车销量.....	19
表格 14:	广汽日野重卡战略规划.....	22
表格 15:	2011 年主流客车企业大中客产品结构.....	23
表格 16:	广汽集团部分乘用车合资零部件公司简介.....	24
表格 17:	公司主要盈利贡献预测.....	25
表格 18:	A 股主要整车上市公司估值比较.....	25

投资视角概述

广汽集团 2011 年实现汽车销量 74 万余辆，其中狭义乘用车 72.5 万辆，是我国第六大狭义乘用车销售集团。核心资产包括广汽丰田、广汽本田、广汽菲亚特等合资乘用车企业，此外，广汽三菱也将于近期挂牌成立，目前的盈利资产主要包括广汽丰田、广汽本田以及相关零部件合资企业。我们估计广汽丰田、广汽本田合计贡献了集团 11 年近 90% 的投资收益。

广汽乘用车合资资源依然优质。与市场关注丰田、本田产品竞争力不同，我们更愿意从二者的中国市场战略去解读、描述其在中国市场表现的现在与未来。因为我们认为，技术、产品定位、成本控制、渠道营销、管理水平等对于丰田、本田来说，并不存在绝对的优劣势，对它们而言，要想在成长的中国市场上取得成功，深入了解中国汽车消费者的偏好变化，采取更为开放的本土化策略、更为积极的产品市场投放策略，或许更为关键。考察丰田、本田中国市场的中期战略发现，二者均把加速新产品投放节奏、强化产品竞争力、本土化等作为了未来的战略重点，广汽丰田、广汽本田作为二者在中国重要合资企业，未来无疑有望进入新产品的密集投放期。

广汽集团乘用车合资领域另一看点是广汽菲亚特、广汽三菱。菲亚特、三菱在中国市场上虽然由于各种原因一直处于边缘化状态，但不可否认，二者分别在紧凑型轿车、SUV 领域具有较强的竞争实力。与中方共同的市场诉求，使得我们认为未来广汽菲亚特、广汽三菱在产品研发、管理等方面将更为本土化，通过积极的市场营销手段，二者的市场表现值得期待。

广汽自主品牌：存在成功的可能性。广汽自主品牌起步较晚，目前仍处于大幅亏损状态。我们通过研究自主品牌面临的生存环境与广汽自主研发模式、产品定位、品牌塑造等方面后认为，优秀的管理与适当的产品定位使得广汽自主品牌具有成功的可能性。

广汽商用车：短期难以破局。整体而言，我们认为，商用车行业经过多年充分的市场竞争，格局已较为稳定，客车行业甚至进入了行业格局不断优化的寡头垄断竞争阶段，企业之间的竞争早已进入技术、品牌、渠道、营销、融资服务等多方面综合实力比拼的时代。这意味着，在行业成长空间逐渐缩小、周期特征增强的市场环境中，广汽集团要想在商用车板块有所作为，单纯通过合资或者兼并重组的方式复制乘用车板块的经验，或许短期内难以破局。

广汽零部件：合资仍是重点。考虑到广汽自主品牌定位于中高端、短期内难有显著规模效应的现实，我们认为广汽集团当前集中资金、研发资源突破发动机等动力总成的零部件策略是适当的。

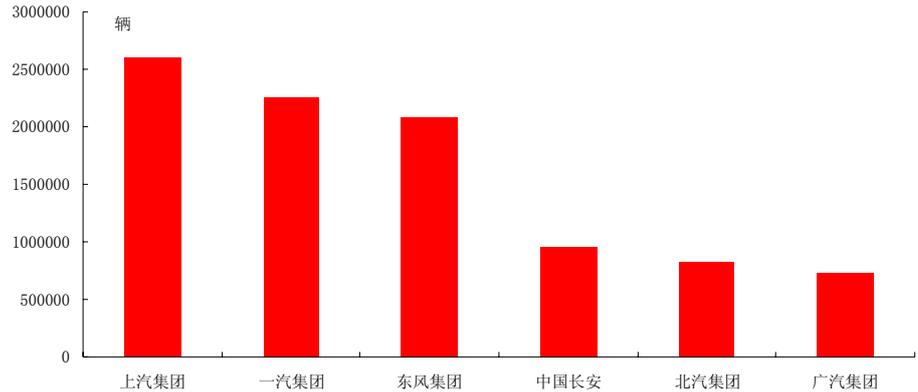
投资策略：预计公司 12~14 年 EPS 分别为 0.71 元、0.95 元、1.17 元，对应 PE 分别为 11.6 倍、8.7 倍、7.1 倍，估值水平处于中位区间。基于以下理由，我们给予公司“增持”评级。1) 中国汽车市场依然具有较好的成长性，当前板块估值具有较好的安全边际；2) 合资公司业绩向上弹性的确定性较高；3) 控股股东的增持承诺将在短期内支撑二级市场价格。

风险提示：行业需求不景气；集团自主品牌亏损超预期。

“大广汽”版图已然成型

广州汽车集团股份有限公司（简称广汽集团）成立于 2005 年 6 月，前身为广州汽车集团有限公司。2011 年集团实现汽车销量 74 万余辆，其中狭义乘用车 72.5 万辆，是我国第六大狭义乘用车销售集团。

图 1： 广汽集团是我国第六大狭义乘用车销售企业



资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

股权结构

为理清集团资产结构、打通融资通道，支持集团未来自主品牌乘用车等业务的发展，广汽集团于 2010 年 8 月份在港交所通过介绍上市的形式、换股吸收合并骏威汽车实现 H 股上市；之后 2012 年 3 月份通过换股吸收合并广汽长丰实现 A 股 IPO 上市。

由于两次上市均采用“换股+现金选择权”的模式，广汽集团目前尚未在资本市场进行直接股权融资。公司 3 月 29 日发布公告称，控股股东广州汽车工业集团有限公司在公司 A 股上市首日增持 6210 万股，并承诺在年内继续通过上交所增持至多总股本 2%（含上市首日增持部分）的 A 股股权。

表格 1： 广汽集团股权结构

股东名称	持股数（万股）	占比
广州汽车工业集团有限公司	361740.35	56.21%
万向集团公司	15699.68	2.44%
中国机械工业集团有限公司	14522.80	2.26%
其他 A 股股东	30209.15	4.69%
H 股股东	221330.02	34.39%
合计	643502.00	100%

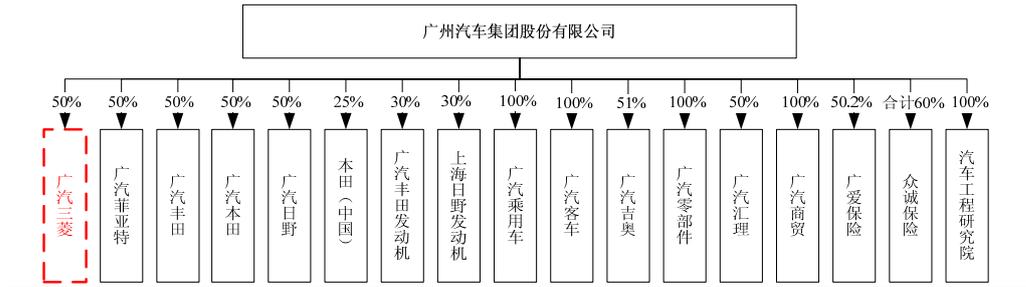
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：数据截止日期为 2012 年 3 月 27 日。

资产结构

广汽集团在乘用车领域主要有广汽本田、广汽丰田、广汽菲亚特，以及即将成立的广汽三菱等四家合资公司。在自主品牌乘用车领域，主要包括广汽乘用车（传祺品牌）、广汽吉奥等两家公司。此外，广汽集团在商用车领域也有所布局，主要有广汽客车、广汽日野等两家公司。截至 2011 年底，广汽集团长期股权投资为 143.65 亿元，占其总资产的 32.4%，占非流动资产的 64.0%。

图 2： 广汽集团主要资产



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：1、广汽本田、广汽零部件、广汽客车的股权比例为集团通过骏威（香港）、中隆投资间接或直接合计持有；2、广汽三菱尚未挂牌成立。

盈利结构

2011 年，广汽集团实现销量 74 万余辆，其中广汽丰田、广汽本田共计实现销量 63 万辆，占比在 85%左右。以 2011 年单车平均盈利 1.3 万元粗略估算，二者贡献了广汽集团近 90%的投资净收益。集团自主品牌乘用车由于起步较晚，产品研发、生产、渠道建设、营销推广等均处于初期阶段，目前为止仍处于大幅亏损状态。

表格 2：广汽集团盈利结构

利润项/亿元	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
经营利润	-14.66	-7.39	-7.10	-4.49
投资净收益	46.50	57.79	43.90	33.26
营业外净收入	8.73	4.81	-4.42	0.62
税前利润总额	40.57	55.21	32.38	29.38
归属母公司净利润	42.72	42.94	20.30	15.97

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：2011 年投资净收益项中含公允价值变动净收益-44.55 万元。

乘用车合资资源依然优质

缘于市场的快速成长与可选产品的不断丰富，近几年消费者越来越成熟、理性是中国汽车市场的重要特征之一，二次汽车消费的比例提升已是必然趋势，这对于急需提高产品竞争力、弥补品牌影响力下滑的丰田、本田等而言，是需要严肃正视的挑战。

然而，对于丰田或者本田，甚至是长期失意于中国市场、一直处于边缘化状态的菲亚特、三菱，我们都无意更多地研究它们旗下每款车型的市场竞争力，而是更希望能从这些全球车企巨头的中国市场战略上向投资者描述它们在中国的未来，试图通过对其历史策略的研究去理解他们的现在与未来。因为我们认为，技术、产品定位、成本控制、渠道营销、管理水平等对于丰田等车企来说，并不存在绝对的优劣势，对它们而言，要想在成长的中国市场上取得成功，深入了解中国汽车消费者的偏好变化，采取更为开放的本土化策略、更为积极的产品市场投放策略，或许更为关键。也就是说，它们对于中国市场的判断与所采取的市场策略决定了其产品的技术配置与定位，即如何以合适的价格卖合适的产品。

丰田、本田中国市场战略积极调整

过去几年广汽丰田、广汽本田销量表现差强人意

评价车企竞争力的指标有多种，但在成长的中国汽车市场中，我们认为，连续观察市场占有率或许比观察净利润水平更为重要，背后的逻辑在于我们认为市场占有率的变化趋势更能反映车企的市场战略是否积极、有效，尤其是对于日系合资公司而言。

广汽丰田的主力车型凯美瑞、汉兰达虽然过去几年在各自的细分市场中均有不俗的表现，但由于产品更新换代周期较长、新车型市场投放节奏慢等原因，广汽丰田在过去几年的销量增速表现大幅落后行业整体水平已是不争的事实。2011 年公司实现销量 27.4 万辆，同比增长仅 1.85%，落后行业增速 7.11 个百分点。

表格 3：广汽丰田历年销量

车型	2006	2007	2008	2009	2010	2011
轿车						
凯美瑞	64708	170294	152834	156229	161411	143720
雅力士	0	0	19170	17892	27062	19324
SUV						
汉兰达	0	0	0	35466	80956	94635
MPV						
逸致	0	0	0	0	0	16738
合计/单位：辆	61255	170294	172004	209587	269429	274417
公司同比增速	--	178.01%	1.00%	21.85%	28.55%	1.85%
丰田中国销量增速*	78.80%	61.20%	18.90%	16.59%	23.72%	3.52%
行业同比增速	34.60%	25.52%	7.00%	47.25%	34.25%	8.96%

资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：丰田中国销量仅包括一汽丰田、广汽丰田，不含进口车型。

相对于广汽丰田，广汽本田的市场处境则更为严峻，自 2005 年以来的销量增速即持续大幅落后于行业水平。尽管广汽本田的主力车型雅阁销量长期占据中高级轿车市场的头把交椅，但锋范、飞度等车型在市场容量最大的紧凑型轿车市场中的表现较为一般，2011 年虽然推出了合资自主品牌车型理念 S1，仍未能有效地抵消雅阁、奥德赛等由于产品老化带来的销量下滑，整体销量下滑 6.15%，首次出现负增长。

表格 4：广汽本田历年销量

车型		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MPV	奥德赛	27544	35777	45827	28872	28395	45816	30404
	雅阁	114000	123183	118024	170517	175361	171728	160735
	飞度	89229	59234	63320	49886	48640	33575	21043
轿车	思迪	0	41903	68128	52889	36	3	0
	锋范	0	0	0	4066	113191	132645	123502
	歌诗图	0	0	0	0	0	2264	1914
	理念 S1	0	0	0	0	0	0	24696
合计/单位：辆		230773	260097	295299	306230	365623	386031	362294
公司同比增速		14.21%	12.71%	13.53%	3.70%	19.39%	5.58%	-6.15%
本田中国销量增速*		20.31%	26.60%	30.46%	11.16%	20.18%	11.15%	-0.97%
行业同比增速		22.46%	34.60%	25.52%	7.00%	47.25%	34.25%	8.96%

资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：本田中国销量仅包括广汽本田、东风本田，不含进口车型。

广汽丰田、广汽本田受制于日方合作伙伴的保守市场策略

对于广汽丰田、广汽本田市场表现不佳的原因，诚如我们在章节综述中所言，产品技术配置可能只是二者市场竞争力下滑的表象原因，因为在产品技术方面，对于丰田、本田来说是难言短板的。以中国消费者耳熟能详的缸内直喷技术为例，对丰田等日系车企而言并不稀缺，丰田在上世纪 90 年代末即已推出多款不同排量的汽油缸内直喷发动机，并装车量产，而本田的 VCM 断缸技术从专业的角度看，研发难度也并不比缸内直喷等技术容易。因此，我们推测，对于中国汽车消费市场成长性、竞争环境认识不足而导致的保守市场战略或许是更为核心的原因。

进入 2009 年，由于财政、税收补贴政策对 1.6L 以下小排量车型消费的引导，以中小城市为主体的消费群体对于小排量车型的需求迅速爆发，上海大众、上海通用等小排量紧凑车型较为丰富的企业受益明显。反观丰田、本田，由于技术路线、决策迟钝等原因，则未能跟上市场节奏，与此前在中国市场中的表现相去甚远。

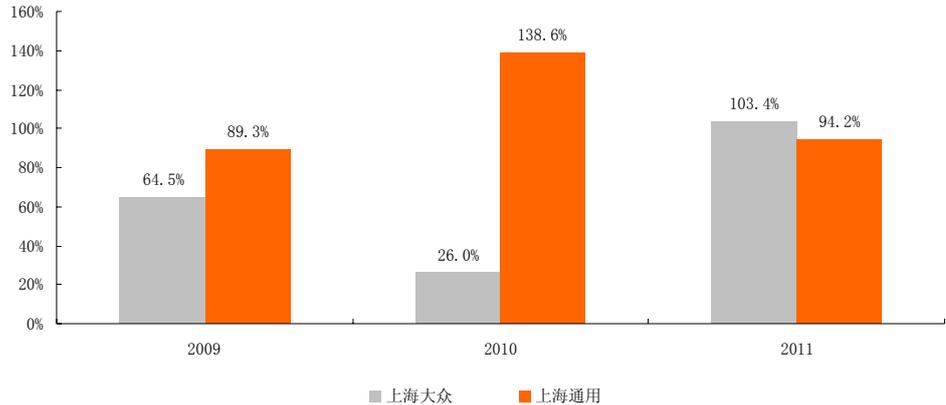
表格 5：部分合资公司的轿车 1.6L 以下排量销量占比比较

合资公司	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
广汽丰田	11.9%	14.1%	10.3%	11.2%
广汽本田	50.6%	47.6%	44.7%	38.0%
上海大众	56.8%	53.7%	46.6%	31.0%
上海大众*	65.4%	63.5%	57.6%	46.1%
上海通用	73.7%	66.8%	64.8%	66.1%
行业平均	70.8%	71.3%	69.3%	61.5%

资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：由于桑塔纳志俊未披露分排量销售数据，我们分其 1.6L 排量占比为 0%、80%两种情况统计，表格中“上海大众”行对应前者，“上海大众*”行对应后者。

图 3： 可比公司新产品销量增量贡献率



资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：新产品指两年内推出的车型。

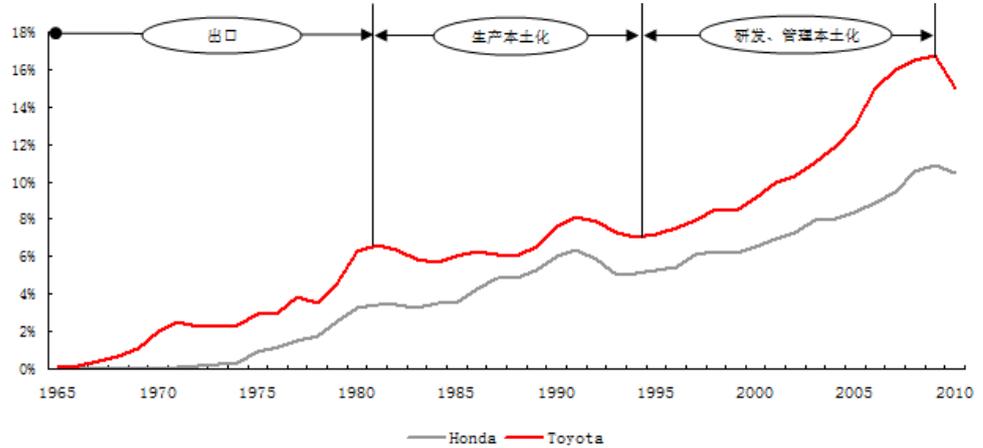
此外，对于广汽丰田、广汽本田而言，由于日方自身有平衡在华合资企业产品结构的诉求，也使得二者在新产品的市场投放中均面临着掣肘。这一点对于广汽本田的影响尤为明显，因为本田的产品线相对不甚丰满，加之本土化研发未能有效跟进，所以要支撑广汽丰田、东风本田两家合资公司的车型需求，显得有些力不从心。这也可以部分解释为何广汽本田自 2005 年以来即大幅落后行业增速。

丰田、本田具有优秀的基因

虽然自 2009 年以来，丰田、本田在中国市场整体表现均不甚理想，但仅仅依据其在中国市场上所表现出的保守经营理念，就对二者未来的长期趋势做出悲观的判断，可能有失公允。事实上，这种保守的经营理念并非近年来才出现，换个角度去认识丰田、本田的经营理念，也可以认为这是一种步步为营的稳健经营思路。

观察丰田、本田在成熟的美国市场上的表现，或许能为我们提供一个良好的窗口。二者自上世纪 6、70 年代开始以出口的模式进入美国市场，期间经历了生产本土化、研发、管理本土化的过程，至 2009 年出现丰田“刹车门”事件而达到历史高点，其市场成长性已然较好地证明了二者具有良好的自我战略调整能力，体现了企业在产品研发、成本控制、品牌塑造方面的优秀素质，尤其是在精细生产、成本控制方面的优势。这种优秀的成本控制能力为丰田、本田在企业利润诉求、长期产品研发、品牌塑造等方面提供了较大的可操作空间。

图 4： 丰田、本田美国汽车市场占有率

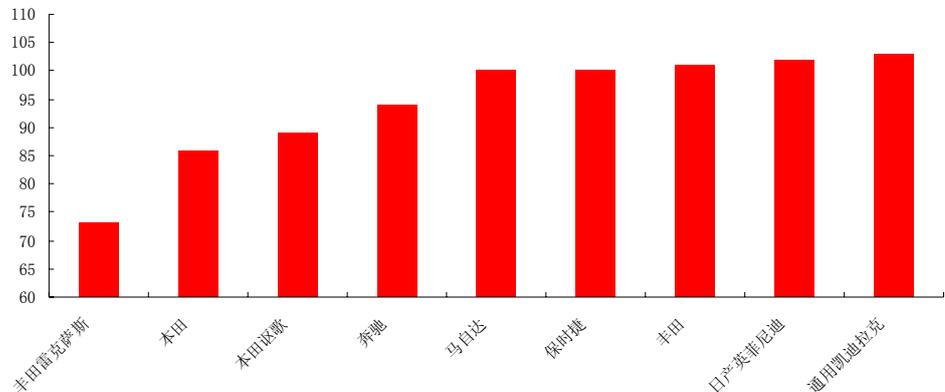


资料来源: WardsAuto, 华泰联合证券研究所

注: 数据含商用车

在较为权威的 J.D.POWER 2011 年美国市场新车品质排名中, 丰田雷克萨斯、本田、本田讴歌分列前三名, 为我们提供了一个观察丰田、本田在产品可靠性、生产控制方面优势的具体案例。

图 5: J.D.POWER 2011 年美国地区新车品质排名



资料来源: J.D.POWER, 华泰联合证券研究所

注: 数值越低, 每百辆车故障数越少。

在中国市场上, 丰田、本田尽管面临民族情绪等带来的品牌认可度问题, 但我们同样也能观察到二者的产品竞争力。比较市场上部分主流中高级轿车, 可以发现雅阁、凯美瑞虽然过去三年进入产品生命周期的末期, 但较之其他品牌同级别的竞争车型, 二者仍颇具竞争优势。

表格 6：部分主流中高级轿车近三年年均销量比较

车型	2009 年	2010 年	2011 年	年均销量
本田雅阁	175,361	171,728	160,735	169,275
丰田凯美瑞	156,229	161,411	143,720	153,787
日产新天籁	108,504	140,842	156,165	135,170
大众帕萨特	112,065	130,971	68,061	121,518
通用新君越	--	104,377	103,369	103,873
通用新君威	79,930	79,836	78,886	79,551

资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：2011 年大众 NMS 上市，故年均销量采用 09、10 年平均值。

丰田、本田的中国市场战略正在调整

丰田：调整全球战略重心

在丰田汽车的海外市场战略中，美国市场一直处于核心位置，但随着在美国市场的成长空间逐渐缩小，丰田汽车经过 2008 年以来的调整，市场战略正逐步向新兴经济体转移。2011 年 3 月，丰田汽车发布了“2015 年中期举措”计划。

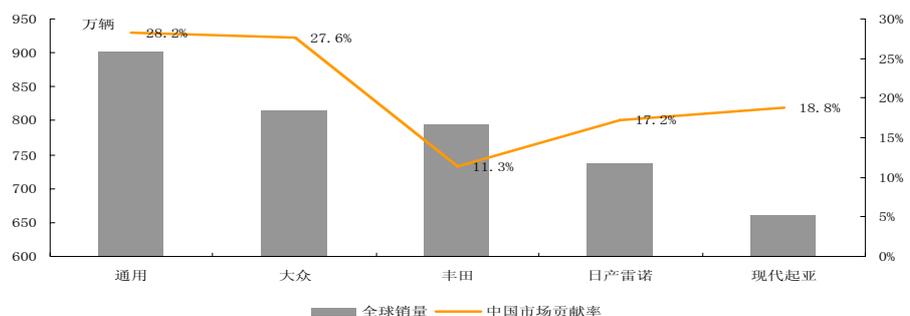
表格 7：丰田全球 2015 中期战略

战略重点	简介
强化产品力	1、开发“优质汽车”，大幅提高设计和质感，建立以本地化汽车生产为主的体制；2、确立雷克萨斯“真正全球豪华品牌”的地位，加强在新兴市场的推广。
环保汽车	1、推广全球化环保汽车，推动高效率汽油发动机的研发；2、计划 2015 年前投产约 10 款混合动力新车。
新兴市场	1、未来十年主攻中国、印度等新兴市场；2、加强新型国际多用途车和新开发小型车等本地化生产车型发展。
全球销售比例	1、实现在日本、欧美和新兴市场取得良好平衡的事业结构；2、2015 年全球销售计划比例：日美欧 50%、新兴市场 50%；3、2015 年全球汽车销售目标计划超过 900 万辆。

资料来源：华泰联合证券研究所

继 2011 年 3 月发布全球愿景规划之后，针对中国市场竞争能力下滑的现状，丰田汽车于今年初发布了丰田中国“云动”计划。在未来三年，丰田汽车将向中国导入不包括中期改款车型在内的 20 款全新车型。

图 6：2011 年中国市场对全球前五大车企的销量贡献率



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 8：丰田中国“云动”计划主要内容

战略重点	简介
环保技术	推行“节能的传统汽车和新能源汽车”并驾齐驱的全方位战略；在中国推出涡轮增压总成，以实现降低排放和油耗的目的，该总成将由全新涡轮增压发动机和变速箱组成。
产品研发	将针对中国消费者的需求开展本土化的产品企划、研发、生产，为中国各阶层消费者提供能够满足不同需求、令顾客感到怦然心动的商品，创造超越中国消费者期待的汽车。
市场计划	关注中国消费者需求，顺应国家政策，实施三步走战略。第一步，2012 年销量超过 100 万；第二步，2015 年销量达到 160 万---180 万辆；第三步，实现新能源车型在丰田整体销售中占据 20% 的份额。

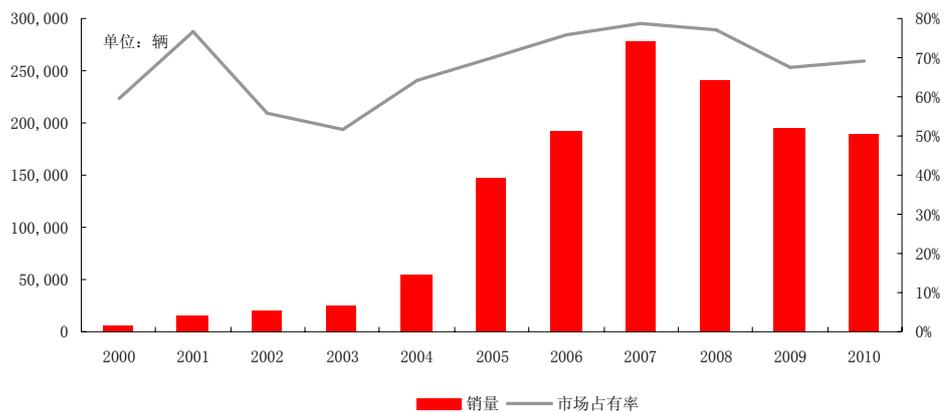
资料来源：华泰联合证券研究所

混合动力能否成就丰田的中国市场未来？

从丰田发布的全球中期愿景以及针对中国市场云动计划来看，显然丰田汽车在长期的技术方向选择上更加倾向于混合动力等新能源方向，传统发动机节能技术只是作为一种中期过渡的妥协，积极强化在混合动力技术方面的领先优势、通过本土化生产培育市场对丰田而言是长期的战略选择。

丰田在混合动力技术方面的优势无需质疑，自 2000 年进入美国市场以来，丰田混合动力车型的市场占有率可谓绝对领先。那么，丰田的长期混合动力战略面临的真正挑战即是混合动力车型的市场需求何时启动，进一步说，即丰田如何降低混合动力车型的生产成本。根据目前的相关数据，以凯美瑞车型为例，若混合动力车型的成本增加额在 2 万以内，则消费者的购置意愿将大幅提高。显然，这取决于丰田的本土化策略是否能够如期有效地执行。在这一点上的判断上，我们从丰田所处的全球以及中国市场环境出发，认为应该给予积极的认识，丰田常熟研发中心的成立或许是较好的印证。

图 7： 丰田 HEV 混合动力车型美国市场销量及占比



资料来源：美国能源部，华泰联合证券研究所

本田：转变更为务实

相对于丰田强调中长期的混合动力市场培育策略而言，本田的市场策略在短期内则更为直接。从年初发布的中国市场中期策略来看，加速产品投放、本土化开发、新一代传统发动机节能技术（缸内直喷）的应用成为 2015 年前的战略重点。在产品投放上，广汽本田明年将推出第 9 代雅阁与全新研发的“CONCEPT C” A+级轿车。

表格 9：本田中国中期战略主要内容

战略重点	简介
产品投放	从 2013 年到 2015 年，本田将连续投放 10 款以上的新车型和全新改款车型；改变产品研发思路，增加投放专门针对中国市场研发的新产品，以更好地满足中国顾客的需求，强化本土化研发；进一步强化零部件的本地化采购，提高成本竞争力。
提升产能能力	2012 年 7 月，东风本田第二工厂将正式投产，新工厂将导入全球最先进的生产技术，并成为具备优良环保性能的人性化先进工厂。广汽本田也在筹划建设第三生产线，计划于 2014 年投产。在销售网络扩展方面，Honda 将以内陆城市为中心进一步扩大销售网络。
加速技术升级	首先对汽油发动机实现全面升级，到 2015 年，在中国销售的所有本田品牌车型都将更新为新一代动力总成技术——“Earth Dreams Technology”（即缸内直喷）；接下来加快推广普及混合动力车型，在混合动力导入方面，第一步是推广 Honda 独创的 IMA 技术，然后投放适合中大型车的混合动力系统，以及插电式混合动力系统等。

资料来源：华泰联合证券研究所

菲亚特、三菱丰富集团产品线

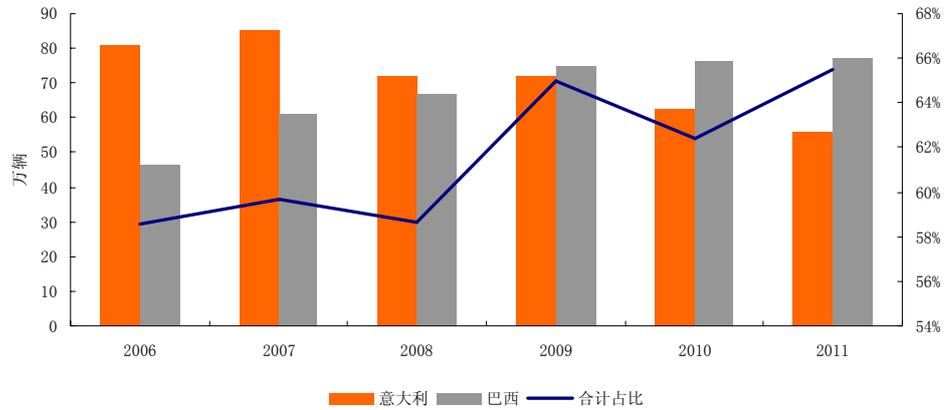
过去几年，面对中国汽车消费市场的快速成长，丰田、本田保守的中国市场战略使得广汽丰田与广汽本田的销量表现难尽人意，市场占有率持续下滑，这在很大程度上促使了广汽集团谋求更多合资机会以实现中期成长的战略意图。而菲亚特、三菱作为在中国市场上的长期失意者，在可选优质中方合作伙伴有限、国家合资产业政策收紧的背景下，也有赶“末班车”的心理，广汽菲亚特与即将成立的广汽三菱正是在中外双方共同的市场诉求下应运而生。

广汽菲亚特：或是小型车领域的新锐

菲亚特需要中国市场

菲亚特是一家意大利著名车企，旗下品牌包括法拉利等豪华品牌，在普通小型车领域，菲亚特朋多、菲亚特 500 等是其最为核心的车型之一。目前意大利、巴西是菲亚特最为主要的市场，2011 年二者合计占比为 65.52%，其次是西欧市场。在中国市场上，虽然菲亚特较早即与南汽成立了合资公司，但由于双方在管理文化、产品市场投放等方面的分歧严重，最终以合资公司解散告终，在广汽菲亚特投产之前，菲亚特在中国市场中仅在商用车领域有所涉猎。

图 8: 菲亚特全球销量结构



资料来源: 华泰联合证券研究所

合资公司后备产品丰富

根据广汽菲亚特的规划,在整车计划方面将分两阶段推进,首期规划为 14 万辆产能,第二期规划为 25 万辆产能。同时,在发动机项目方面,首期规划为 22 万台,第二期规划为 30 万台。从目前公开的信息来看,广汽菲亚特的首款定位于 A+级轿车的菲翔有望于下半年上市,其目标竞争车型为大众速腾、朗逸等热销紧凑车型。作为广汽菲亚特的首款车型,虽然在品牌认知度方面稍显欠缺,但通过本土化改造以及可能的积极定价策略,其市场表现仍然值得期待。

在未来的产品规划方面,广汽菲亚特目前通过进口方式销售的车型主要包括菲亚特 500、Bravo 博悦、Freemont 菲跃等三款车型,我们预计经过一段时间的品牌培育,三款车型经过适当的本土化改造之后,有望陆续投产。

广汽三菱: SUV 实力不可小觑

由于此前对合资公司缺少话语权,三菱在中国市场的产品投放策略一直处于消极状态,其具有竞争力的 SUV 产品主要依赖于进口,受关税等成本影响,销量水平一直处于低位。随着广汽集团吸收合并广汽长丰的完成,广汽三菱将有望于今年底成立,双方各占 50%的股权,先期产能为 30 万辆。我们认为,基于平等股权的合作将有望加速三菱在中国市场的产品投放节奏。

表格 10: 三菱进口 SUV 车型

车型	价位/万元	车型	价位/万元
劲炫	18.38~26.80	EX 劲界	21.80~38.20
帕杰罗	38.50~63.00	帕杰罗劲畅	33.80~41.80

资料来源: 华泰联合证券研究所

由于三菱的产品竞争力主要集中在 SUV 方面,我们预计,广汽三菱的初期产品重心也将主要集中在市场增长最快的 SUV 领域,从目前的公开信息看,对标日产逍客等

SUV 车型的 ASX 劲炫有望成为广汽三菱的首款产品，未来可能导入的产品则包括帕杰罗劲畅、Colt 等。

总结：等待 2013 年

2012 年，虽然广汽丰田有新上市的第七代凯美瑞车型，并且改变了过去“垂直换代”的市场策略，但由于产品配置未见有效提升，从目前的情况来看，难有超预期的表现。广汽本田 4 月份虽推出了 2.4L 排量的歌诗图车型，市场反应较好，但由于雅阁车型进入换代阶段，今年销量或难以维持 2011 年的水平。因此，整体而言，我们认为广汽丰田、广汽本田虽受低基数影响，但由于产品竞争力短期未有改观，2012 年市场表现仍难以超越行业增速水平。进入 2013 年，随着广汽本田、广汽菲亚特、广汽三菱进入密集的产品投放期，集团将有望迎来显著的业绩拐点。由于目前我们尚没有充足的证据判断 2014 年广汽旗下各合资公司的新车型投放计划，因此，2014 年销量预测也是基于现有车型的判断。

表格 11：广汽集团乘用车合资公司销量预测

公司	车型	2011A	2012E	2013E	2014E
广汽丰田	凯美瑞	143720	160000	180000	194400
	雅力士	19324	22000	24000	25000
	逸致	16738	20000	22000	25000
	汉兰达	94447	97000	110000	120000
广汽丰田合计	274417	299000	336000	364400	
广汽本田	雅阁	160735	150000	180000	207000
	飞度	21043	25000	25000	24000
	锋范	123502	130000	130000	150000
	歌诗图	1914	32000	65000	80000
	奥德赛	30404	30000	35000	39200
	理念 S1	24696	35000	35000	38500
广汽本田合计	362294	402000	470000	538700	
广汽菲亚特	菲翔	0	5000	60000	70000
广汽三菱	劲炫	0	2000	30000	45000
合计/辆		636711	708000	896000	1018100

资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：销量预测基于可预见的投产车型。

自主品牌：打造长期内生竞争力的关键

由于广汽集团自身的汽车工业基础非常薄弱，利用自身国企背景的优势，采取外延式的合资、并购策略占据中国汽车市场一席之地具有其历史必然性。然而，也正是因为自身技术、产品方面的极度弱势，使得广汽集团在合资公司话语权处于相对弱势地位。因此，对广汽集团而言，打造自主品牌、提升长期的内生竞争力具有重要的意义。根据其“十二五”规划目标，自主品牌收入要力争达到集团总收入的 20%。

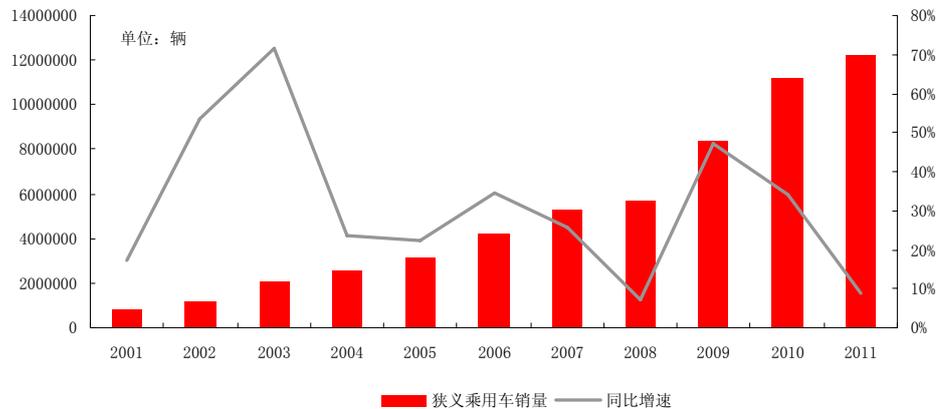
广汽自主品牌包括传祺 Trumpchi 和广汽吉奥，本部乘用车传祺起步相对较晚，2011年才推出第一款定位于中高级轿车市场的车型，当年实现销量 1.7 万辆，目前仍处于大幅亏损状态。下面我们将从自主品牌面临的生存环境与广汽自主研发模式、产品定位、品牌塑造等方面去探讨其成功的可能性，并主要针对传祺品牌。

广汽自主品牌面临的市场环境

需求增速中枢下行。过去 10 多年来，城镇人口主导的汽车消费需求极大地推动了我国汽车工业的发展，2011 年狭义乘用车销量达到 1220 万辆，仅考虑城镇人口，千人保有量已达到 80 辆左右。若今后三年狭义乘用车保持 12% 的复合增速水平，则到 2014 年底城镇居民千人保有量将达到 120 辆左右，而美国、日本、韩国的普及规律均表明，120 辆左右的千人保有量水平将是一个国家汽车市场成长性的拐点。

由于我国经济存在着显著的区域差异性，未来一段时间中西部地区的汽车消费市场仍颇具成长空间，部分农村地区也已经跨入低端汽车消费门槛，使得我国汽车市场可能与成熟市场曾经的路径有所不同，但基于对庞大的基数水平、资源约束、经济转型尚需时日等因素的认识，我们认为销量增速中枢下行、周期特征显著增强的结论仍具有较高的可信度。

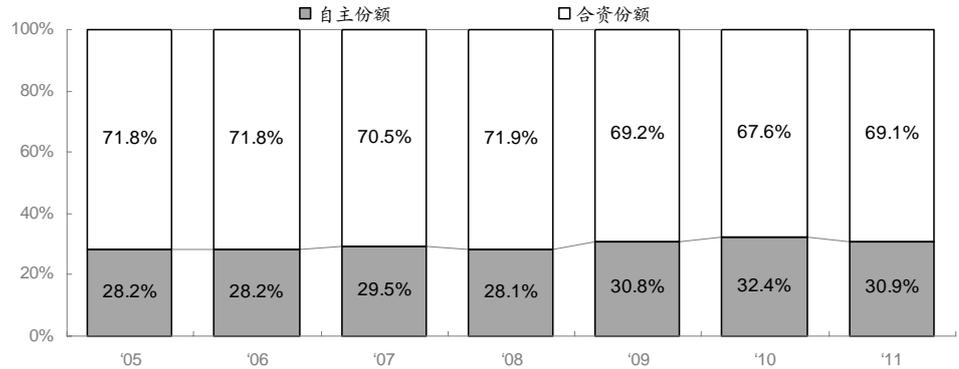
图 9： 我国狭义乘用车销量及增速



资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

自主品牌车企市场份额受到挤压，面临着产品研发、成本控制、品牌塑造等全方位的竞争。虽然在市场快速成长的带动下，我国自主品牌车企所取得了显而易见的成就，市场份额整体而言呈上升趋势，尤其是在 09~10 年国家小排量消费政策的刺激下，提升尤为明显，但基础薄弱使得其每一步都如履薄冰。进入 2011 年以来，随着相关政策的逐步取消，自主品牌受合资品牌产品结构向下延伸、渠道下沉等市场策略的冲击，发展尤为艰难，2011 年市场份额大幅下滑 1.5 个百分点。

图 10: 自主品牌市场份额受到挤压



资料来源: 乘联会, 华泰联合证券研究所

图 11: 自主品牌面临的竞争环境



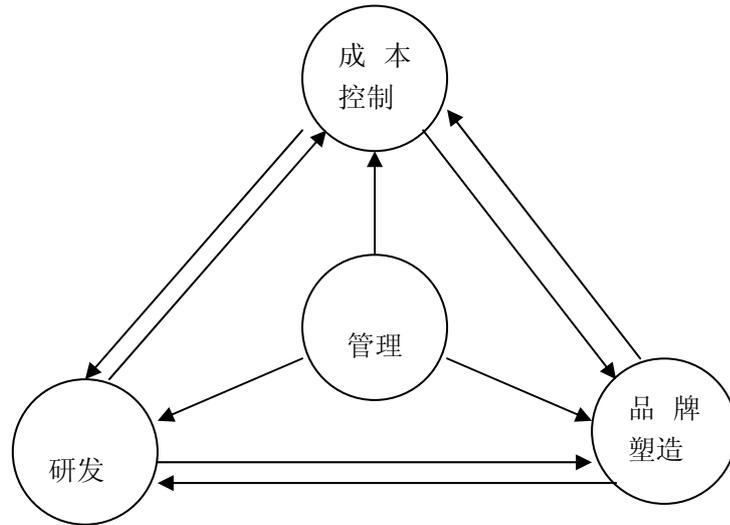
资料来源: 奇瑞汽车, 华泰联合证券研究所

广汽自主品牌具备成功的可能性

比较民营自主品牌与国有自主品牌的发展历程, 可以发现, 具有技术、资金优势的国企在自主品牌培育方面鲜有成就, 而民营企业经历过去 10 多年的野蛮成长, 以吉利、长城、比亚迪等为代表的车企已具备了相当的竞争力。这给我们的启示是, 管理水平决定了企业能否有效地平衡产品研发、成本控制、品牌塑造三者的关系, 从而有效地提升市场竞争力。

我们相信广汽集团制造出一款具有相当水平的自主品牌产品已不存在太大的难度, 真正考验广汽自主品牌的是企业流程标准的制定、管理体系的建设。在这一点上, 虽然广汽与上汽、一汽等国有车企一样囿于资本属性, 但多年丰富的合资经验培养出的管理人才仍是我们不可忽视的优势之一。成熟的管理人才无疑是广汽自主事业起步阶段最直接有效的力量, 也是快速复制丰田、本田精细管理、精益生产等成功模式的关键。

图 12： 广汽自主品牌面临的自身挑战



资料来源：华泰联合证券研究所

多数自主品牌早期的研发模式虽然形式上有所不同，或逆向研发，或引进技术平台，但实质上均走了一条整合外部资源、快速出成果的道路。基础的薄弱决定了广汽自主研发的研发难免重复前人之路，广汽传祺引入的便是菲亚特阿尔法罗密欧 156 平台。通过引进成熟的平台，对于短期内提高广汽整车系统定义、集成能力具有重要的意义，但长期来看，其效果仍有待进一步观察，能否形成内生的研发能力有赖于持续的资金投入与技术方向选择。

表格 12： 部分自主品牌起步阶段的研发模式比较

企业	开始时间	研发模式	优势	劣势
吉利	1995 年	逆向研发	出成果快	基础研发能力薄弱
奇瑞	1995 年	逆向研发和外包	出成果快、较强集成研发能力	核心研发能力相对薄弱
长安	1998 年	正向研发	集成研发能力积累	研发周期较长
比亚迪	2002 年	逆向研发	出成果快	基础研发能力薄弱
上汽	2005 年	外购	出成果快、风险相对较小	创新和延伸研发能力薄弱
一汽	2005 年	仿制	出成果快、风险相对较小	创新和延伸研发能力薄弱

资料来源：华泰联合证券研究所

从产品定位上看，广汽自主品牌着眼于中高端市场，试图通过产品的高配置提升定价区间，避开竞争激烈的低端市场。我们认为，广汽自主品牌的此种策略是较为符合自身实际情况的。原因在于低端车型的竞争已经非常激烈，对于广汽集团的成本控制能力要求非常高，与比亚迪、长城汽车等民营企业的成本控制能力相比，广汽集团现有的体制以及零部件产业链的缺失使得其在低端乘用车领域鲜有比较优势。而在 B 级车

等领域，虽然短期内广汽也面临着诸多挑战，但从长期的品牌塑造角度去衡量，选择开发介于自主品牌与合资品牌之间价位的车型不失为上策。

广汽乘用车目前投放市场的车型主要有售价在 10.98 万~18.98 万元的 1.8L、2.0L 传祺乘用车，以及售价 12.38 万~22.98 万元的 2.0L、1.8T 传祺 SUV GS5。由于定价区间较高，品牌认知度尚处培育阶段，2011 年传祺品牌共销售 1.7 万辆，与公司当前形成的 10 万辆总产能相比，距离盈亏平衡点仍有较大距离。而在此同时，公司还将再投资 10 亿元用于乘用车项目二期建设，二期规模为整车 20 万辆/年，发动机 25 万台/年，至 2013 年建成投产后，公司自主品牌乘用车产能将达到整车 30 万辆/年，发动机 35 万台/年。我们判断，由于费用摊销等压力的缓解，随着产能利用率的适度上升，今明两年的亏损有望减少。

图 13： 广汽传祺首款 SUV GS5



资料来源：广汽乘用车，华泰联合证券研究所

图 14： 广汽传祺首款轿车



资料来源：广汽乘用车，华泰联合证券研究所

商用车：积极求变

广汽集团商用车板块概述

目前，广汽集团在商用车（不含皮卡）领域的布局主要包括广汽日野、广汽客车，产品涉及重卡、轻卡、客车等。其中，广汽日野成立于 2007 年 11 月，是在重组广州羊城汽车有限公司和沈阳沈飞日野汽车制造有限公司的基础之上，由广汽集团与丰田旗下控股子公司日野自动车株式会社合资组建而成，注册资本 15 亿元，中外双方各占 50% 股权。2011 年，公司主要商用车产品实现销量 6245 辆，其中广汽日野重卡实现销量 4008 辆。

表格 13： 广汽集团商用车销量

公司	车型	2009 年	2010 年	2011 年
广汽日野	重卡	270	1721	4008
	羊城牌轻卡	1535	1036	410
广汽客车	大客	5	154	128
	客车	1302	1793	1699
合计/辆		3112	4704	6245

资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

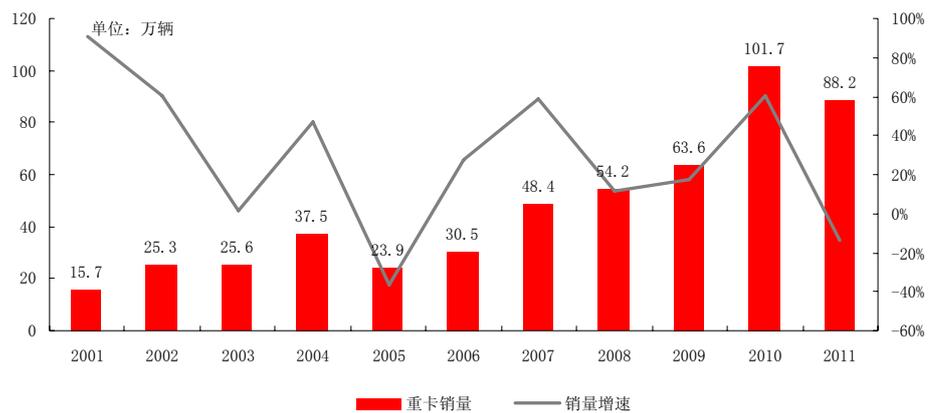
整体而言，我们认为，商用车行业经过多年充分的市场竞争，格局已较为稳定，客车行业甚至进入了行业格局不断优化的寡头垄断竞争阶段，企业之间的竞争早已进入技术、品牌、渠道、营销、融资服务等多方面综合实力比拼的时代。这意味着，在行业成长空间逐渐缩小、周期特征增强的市场环境中，广汽集团要想在商用车板块有所作为，单纯通过合资或者兼并重组的方式复制乘用车板块的经验，或许短期内难以破局。

短期难以破局

重卡

行业需求向上的弹性空间有限。过去的 10 年，重卡行业在以房地产、基建为主导的投资需求拉动下，成长迅速，特别是在“四万亿”投资的推动下，达到了阶段性的历史高点。然而，过去以投资、出口为主导的经济高速增长模式现在看来已经越来越难以继，向内需型经济转型迫在眉睫。横向比较日本等国家重卡销量趋势，此前的研究表明，在固定资产投资增速下滑的背景下，物流运输对于重卡需求的推动作用将逐渐显现，但长期的增速下滑、周期特征越发明显却是不争的事实。

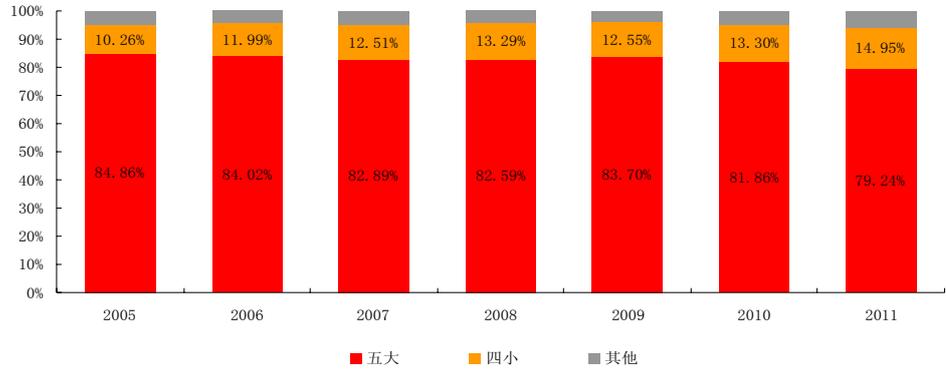
图 15：重卡行业销量及增速



资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

自我国重卡市场启动以来，虽有福田汽车等依靠整合零部件、渠道资源的方式迅速崛起，但自 2005 年以来，从前 9 大重卡厂家稳定的总市场份额来看，鲜有外部竞争者突破此种格局。这背后的逻辑虽有技术原因，但我们推测，规模效应、渠道等要素或许更为关键。在重卡需求向上弹性空间有限、周期加剧的行业阶段，这一点对于新进入者来说将尤为明显。

图 16: 重卡行业市场格局

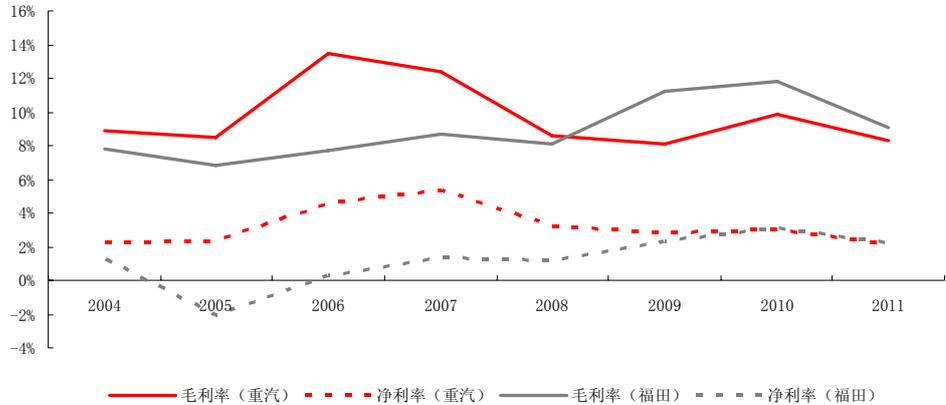


资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

注: “五大”指一汽、东风、重汽、福田、陕汽; “四小”指红岩、北奔、江淮、华菱。

另外, 重卡行业由于需求低端化使得主要厂家即使已经具有较好的规模效应, 但由于产品的差异化竞争不足, 盈利能力依然非常薄弱, 如重汽、福田等净利率水平即使在 2010 年等需求旺盛的年份净利率也仅在 3% 左右、毛利率在 10% 左右。

图 17: 福田汽车、中国重汽的毛利率、净利率水平



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

注: 福田汽车的盈利含轻卡等。

随着国家排放法规的升级, 对于重卡企业的研发能力要求越来越高, 这对于广汽日野等具有技术优势的企业来说是一定的利好, 但放在全球的技术供给层面上来看, 我们认为技术短期内仍难以成为动摇重卡竞争格局的关键要素。原因在于前 9 大重卡厂家均以各种合资的方式已经或即将引进外资技术平台, 如福田-戴姆勒、重汽-曼、东风-雷诺等, 对于华菱等相对较小的重卡企业来说, 其合资伙伴的选择余地也较为广泛。

广汽日野的重卡产品定位介于国产高端重卡与进口重卡之间, 价格在 35 万~60 万元之间, 客户多为对运输效率要求较高的物流集团客户等。虽然长期来看, 日野重卡较

为契合我国重卡行业技术升级的趋势，但正如我们前述分析，在主流重卡企业通过合资加速技术升级、广汽日野零部件国产化配套率较低的影响下，公司产品的性价比优势并不突出。因此，我们认为，广汽日野在重卡领域短期内仍不具备挑战主流重卡企业的力量，未来的前景取决于公司本土化建设、销售渠道建设、品牌营销推广等是否积极有效。

表格 14：广汽日野重卡战略规划

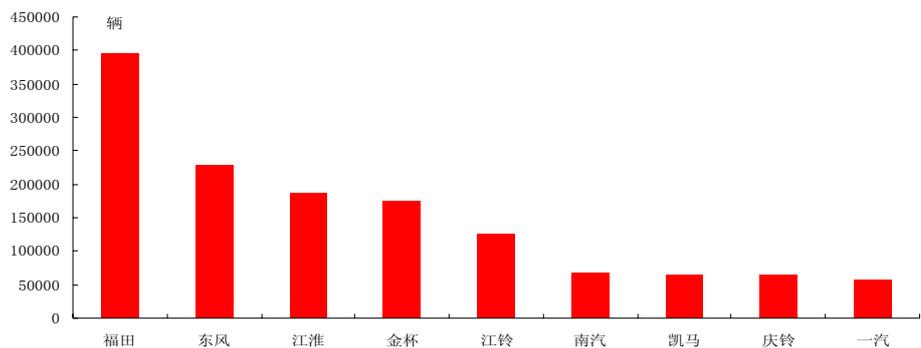
	导入期（至 2011 年）	发展期（2013 年）	突破期（2016 年）	跨越期（2017 年）
业务战略	进入中高端重卡，开始全线布局。	补齐产品资源、提升产品竞争力，提升销量规模	塑造国际品质、高科技品牌的形象，争取进入重卡第一阵营。	完成国际重卡市场的战略布局与国内重卡市场的领先占位。
产品发展	700 系列产品	700 系列产品 8 种车型，28 种产品	?	?
品牌运作	初步建立品牌认知，完成基本品牌开发工作。	完成品牌开发，形成完善的品牌概念，并逐步开展系统的品牌开发和传播工作	深化品牌运营价值链的研究与应用，进行第三次品牌开发工作，品牌规划日趋科学完善	品牌运作系统化、全球化，实现真正领先的品牌占位。
品牌传播	品牌传播朴素、原始，主要集中在产品品牌名称及产品识别上，品牌传播方式较单一。	整合传播思想，初步形成系统的品牌营销理论与能力	进一步提升品牌知名度与美誉度，加强品牌运营与管理能力。	-----

资料来源：广汽日野，华泰联合证券研究所

轻卡

公司的轻卡产品主要是五羊牌轻卡，处于竞争激烈的低端轻卡区域，2011 年实现 410 辆。由于轻卡与重卡的行业属性共同点较多，因此我们对公司轻卡的市场前景判断与重卡的逻辑类似，在规模效应、技术升级等行业壁垒渐高的背景下，公司轻卡产品短期难有市场前景。

图 18： 2011 年主要轻卡企业销量



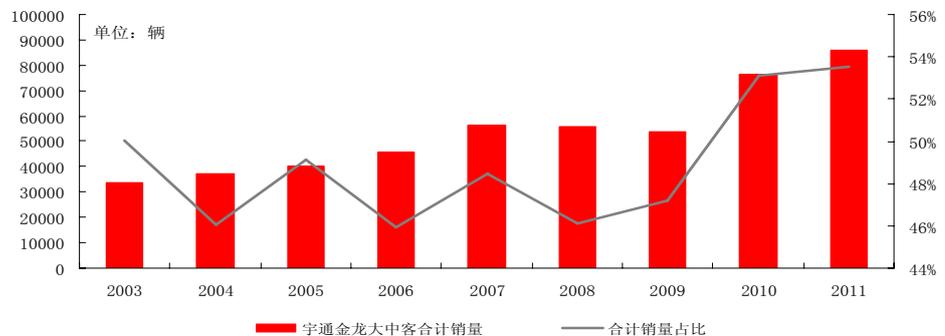
资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：部分厂家可能含皮卡数据。

客车

2011年，广汽客车实现各类客车1699辆，产品结构主要集中在公交车领域，在公路客运、团体客运等座位客车领域基本属于空白。虽然客车行业的周期波动性相对于重卡、轻卡而言较小，但竞争格局较之二者却更为稳定，且呈不断优化之势。若说排放法规、燃油经济性要求等引发的技术升级可能会对重卡、轻卡行业的格局产生一定的影响，那么，这一点对于客车行业格局的影响则微乎其微。原因在于客车行业的规模效应因素使得整车厂鲜有自配发动机等动力总成者，排放法规等技术升级要求对于整车厂的影响基本相同，且宇通客车等龙头在新能源动力系统方面的布局也在进一步强化客车行业未来的竞争格局。因此，基于类似重卡、轻卡的判断逻辑，我们认为广汽客车短期内难以在市场空间更为广阔的公路客车领域有显著突破。

图 19: “一通三龙”大中客销量及市场占有率



资料来源: 中客网, 华泰联合证券研究所

表格 15: 2011年主流客车企业大中客产品结构

企业	座位客车	卧铺客车	公交车
宇通客车	72.69%	4.27%	22.83%
厦门金旅	89.83%	0.26%	9.91%
厦门金龙	81.86%	0.90%	17.24%
苏州金龙	72.96%	0.61%	26.43%
中通客车	70.96%	0.20%	28.84%
行业平均	69.57%	1.48%	28.60%
广汽客车	59.72%	0.00%	39.52%
北汽福田	57.54%	0.00%	42.46%
安凯客车	35.46%	7.30%	57.17%
亚星客车	20.91%	0.00%	79.09%

资料来源: 中客网, 华泰联合证券研究所

零部件：合资是重点

扁平化的外部配套是长期趋势

零部件供应链管理是整车品质控制的关键环节之一，从配套关系上看，均可归为一体化的内部配套、扁平化的外部配套两种体系，两种配套模式难以用孰优孰劣的标准简单衡量，需要考虑市场成长阶段的历史产业环境与企业自身的成长阶段。

在市场、企业成长初期，整车厂往往倾向于一体化的内部配套模式，这种模式使得企业在成长的市场中具备更为迅速的产品研发优势，同时也为整车厂尽可能地掘取产业链价值提供了可能性，美国、日本、韩国的本土汽车公司在初期均多为此种模式。

当本土市场进入成熟阶段时，产业链一体化的策略往往会给整车厂带来沉重的管理负担，在成本控制、快速市场反应能力等方面难有进一步的边际效应，剥离非核心的零部件产业、引入外部配套的竞争机制成为普遍的选择，如通用、福特等。丰田等日系车企的零部件配套体系虽然较为封闭，整车厂与部分大型零部件企业存在资本联系，但这些零部件供应商也早已进入全球竞争行列，且整车厂也在逐步扩大供应商的选择范围。所以，从全球范围来看，随着市场、企业的成熟，零部件体系向扁平化的外部配套发展是一种长期趋势。

合资是现实的选择

正如我们前述，整车厂采取一体化内部配套模式的阶段往往在市场、企业的快速成长阶段，那么换句话说，就是是否采用这种模式根本在于整车的产销规模。考虑到广汽自主品牌定位于中高端，短期内难有显著规模效应的现实，我们认为广汽集团当前集中资金、研发资源突破发动机等动力总成的零部件策略是适当的，这也是目前国有车企在乘用车零部件配套体系建设方面普遍采用的模式。目前，广汽集团的零部件体系主要是围绕着广汽丰田、广汽本田等配套的日系合资企业，未来随着集团产销规模的扩大，公司零部件合资体系有望进一步扩大。

表格 16：广汽集团部分乘用车合资零部件公司简介

公司	成立时间	产能	广汽股权比例
广州提爱思汽车内饰系统有限公司	2001年7月	年产52万套汽车座椅	48%
广州斯坦雷电气有限公司	2002年9月	07年产60万台套汽车灯具	30%
广州电装有限公司	2003年6月	年产56万台套轿车空调系统	40%
广州广爱兴汽车零部件有限公司	2005年9月	年产50万台套汽车内饰件	32%
广州林骏汽车内饰件有限公司	2004年4月	年产70万台套地毯等饰件	49%
广州普利司通化工制品有限公司	2004年7月	年产45万台套汽车座垫	48%
广州樱泰汽车饰件有限公司	2004年9月	年产40万台套汽车饰件	25%
广州中精汽车部件有限公司	2005年2月	年产100万个铝轮圈及车轮总成	40%
广州捷士多铝合金有限公司	2004年8月	年产2.4万吨铝合金	33.3%
广州帕卡汽车零部件有限公司	2005年8月	年产40万台套隔音件	45%
广州昭和汽车零部件有限公司	1994年	年产48万台套减震器等	31.45%
武汉林骏汽车饰件有限公司	2008年4月	年产72万台套汽车饰件	25%
长沙卡斯马汽车系统有限公司	2011年5月	----	49%

长沙广汽东阳汽车零部件有限公司	2011年3月	---	51%
长沙广汽江森汽车内饰系统有限公司	2011年4月	年产40万台套汽车饰件	48%

资料来源：广汽集团，华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

由于受来自合资公司投资收益增长、自主品牌项目费用摊销压力下降及产能利用率提升的影响，我们预计公司2012~2014年EPS分别为0.71元、0.95元、1.17元，对应PE分别为11.6倍、8.7倍、7.1倍，估值水平处于中位区间。基于以下理由，我们给予公司“增持”评级。

- 1) 中国汽车市场依然具有较好的成长性，当前板块估值具有较好的安全边际；
- 2) 公司受益于丰田、本田中国市场战略调整，以及广汽菲亚特、广汽三菱的增量贡献，业绩向上弹性的确定性较高；2011年，由于受日本地震影响，丰田、本田零部件供应链中断，广汽丰田、广汽本田4~7月份的销量下滑严重，下半年二者为提升市场份额，均采取了较大的促销力度，导致去年公司投资收益下滑较为严重。今年随着二者新产品的推出以及整体销量恢复正常，广汽集团的投资收益实现一定的反弹。
- 3) 控股股东的增持承诺将在短期内支撑二级市场价格。公司3月29日发布公告称，控股股东广州汽车工业集团有限公司在公司A股上市首日增持6210万股，并承诺在年内继续通过上交所增持至多总股本2%（含上市首日增持部分）的股权。（注：公司实际流通A股股本为2.87亿股。）

表格 17：公司主要盈利贡献预测

公司	持股比例	12年销量	12年盈利 贡献	13年销量	13年盈利 贡献	14年销量	14年盈利 贡献
广汽丰田	50%	29.9万辆	20.9亿元	33.6万辆	23.5亿元	36.4万辆	25.5亿元
广汽本田	50%	40.2万辆	28.1亿元	47万辆	32.9亿元	53.9万辆	37.7亿元
广汽菲亚特	50%	0.5万辆	-1.0亿元	6万辆	1.5亿元	7万辆	1.8亿元
广汽三菱	50%	0.2万辆	-0.2亿元	3万辆	0.9亿元	4.5万辆	1.35亿元
其他	--	--	4.2亿元	--	5.1亿元	--	6.6亿元
投资收益合计			52.1亿元		63.9亿元		72.9亿元

资料来源：华泰联合证券研究所

注：销量预测基于可预见的投产车型。

表格 18：A股主要整车上市公司估值比较

公司	12年EPS	12年PE	13年EPS	13年PE
上汽集团	2.05	7.46	2.38	6.42
悦达投资	1.55	7.66	1.85	6.42
江铃汽车	2.23	10.31	2.62	8.78
宇通客车	1.87	12.33	2.32	9.94
长城汽车	1.34	11.84	1.50	10.57

资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

注：由于汽车行业强周期特征，我们认为基于两年期的估值比较是合适的。

风险提示

行业需求不景气；集团自主品牌亏损超预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	21893	26938	30953	39349	营业收入	10984	12166	14116	17339
现金	17140	21589	24969	32344	营业成本	10342	11064	12328	14339
应收账款	763	601	767	1020	营业税金及附加	170	188	218	268
其他应收款	362	636	738	907	营业费用	613	650	771	937
预付账款	925	582	765	1077	管理费用	1259	1360	1543	1940
存货	1537	1644	1832	2131	财务费用	57	64	60	52
其他流动资产	1167	1886	1881	1872	资产减值损失	2	5	5	4
非流动资产	22444	24231	27467	27803	公允价值变动收	-0	-0	-0	-0
长期投资	14365	15000	16000	15122	投资净收益	4651	5210	6389	7291
固定资产	3275	5571	7405	8278	营业利润	3184	4044	5580	7090
无形资产	2159	2486	2806	3104	营业外收入	1046	500	500	400
其他非流动资产	2645	1174	1256	1300	营业外支出	173	150	150	158
资产总计	44337	51169	58419	67153	利润总额	4057	4394	5930	7332
流动负债	5972	5540	6641	7676	所得税	-110	-44	-73	-121
短期借款	1793	2000	2500	3000	净利润	4167	4439	6003	7453
应付账款	1850	1314	1646	2061	少数股东损益	-104	-100	-100	-100
其他流动负债	2328	2226	2496	2615	归属母公司净利	4272	4539	6103	7553
非流动负债	8230	8448	8594	8840	EBITDA	3749	4665	6408	8090
长期借款	484	734	934	1134	EPS (元)	0.69	0.71	0.95	1.17
其他非流动负	7746	7713	7660	7706					
负债合计	14202	13988	15235	16516					
少数股东权益	976	876	776	676	主要财务比率				
股本	6148	6435	6435	6435	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	6623	8944	8944	8944	成长能力				
留存收益	16388	20926	27029	34582	营业收入	25.6%	10.8%	16.0%	22.8%
归属母公司股	29159	36306	42408	49961	营业利润	-36.8%	27.0%	38.0%	27.1%
负债和股东权	44337	51169	58419	67153	归属母公司净利	-0.5%	6.3%	34.5%	23.8%
					获利能力				
					毛利率(%)	5.8%	9.1%	12.7%	17.3%
					净利率(%)				38.9%
					ROE(%)	14.6%	12.5%	14.4%	15.1%
					ROIC(%)	43.6%	43.9%	48.9%	54.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.0%	27.3%	26.1%	24.6%
					净负债比率(%)	18.20	19.55	22.54	25.03
					流动比率	3.67	4.86	4.66	5.13
					速动比率	3.41	4.57	4.38	4.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.25	0.26	0.28
					应收账款周转率	17	16	19	18
					应付账款周转率	7.77	6.99	8.33	7.74
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.66	0.71	0.95	1.17
					每股经营现金流	-0.04	-0.05	0.05	0.11
					每股净资产(最	4.53	5.64	6.59	7.76
					估值比率				
					P/E	13.86	11.6	8.70	7.10
					P/B	2.03	1.63	1.40	1.18
					EV/EBITDA	10	8	6	5

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。