

# 未来三年内基本面将持续改善

## 买入

目标价格：9.00 元

### 投资要点:

公司基本面面临持续改善，预计 12/13/14 年净利润 13.1/33.6/59.9 亿元，EPS 分别为 0.20/0.52/0.93 元，对应 PE 20/12/7 倍，由于有大股东增持及资产基础，即使中日关系恶化，股价向下空间不大，若中日关系缓和，基本面持续改善带来向上空间巨大，1 年内目标价 9 元。

### 报告摘要:

- 广汽本田进入产品导入周期。** 本田产品投放周期性明显，2011-2012 年产品空窗期，加上日本地震及钓鱼岛事件影响利润下滑，随着 2013-2 年进入产品投放密集期，利润将有明显恢复，预计 12/13/14/15 年公司利润在 18.3/31.1/45/48.6 亿元，即 2014 年回到 2010 年高峰期水平。
- 丰田缓慢复苏、混合动力离普及渐行渐近。** 广汽丰田的利润会以较慢速度恢复，但我们预计未来 3-5 年混合动力车型会逐步占到丰田销量比例 10% 以上，并对公司品牌力有较大支撑，广汽丰田 2012/13/14/15 年净利润为 28/29/32/34 亿元，2015 利润约为 2010 年高点 46 亿元的 74%
- 菲亚特集团是全球第七大集团，至 2015 年将有 7 款车型投放中国。** 菲亚特集团是目前全球十大汽车集团最后一个进入中国的公司（之前南汽不计），车型储备相当丰富且对中国市场十分重视，广汽作为其在中国唯一合作伙伴享有较强的话语权和议价能力，预计 13/14/15 年广菲的净利润分别为 1.9/13.2/27.6 亿元
- 三菱将陆续投放 3 款 SUV，受益 SUV 行业增长。** 三菱 2013 年计划销售 10 万台，实现略微盈利，公司未来投放的全是 SUV 产品。目前国内合资 SUV 的平均月销量在 6300 台，到 2014 年我们预计下滑到 5100 台，盈利能力仍超越轿车，公司将受益 SUV 行业高盈利。
- 本部 2013 年将减亏 8 亿元。** 自主乘用车盈亏平衡点在 8 万台/年，我们预计从 2013 年开始，GS5 销量将贡献 6 万台左右，加上传祺的销量和传祺的小车销量，本部将从之前亏损 8-9 亿上升到盈亏平衡。

主要经营指标	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润	13.1	33.7	59.9	72.2
净利润增长率	-68.7%	157.3%	77.7%	20.5%
EPS	0.2	0.52	0.93	1.12

### 汽车研究组

#### 分析师:

**庞琳琳(S125020911020)**

电话: 010-88085971

Email: panglinlin@hysec.com

#### 研究员助理:

**何亚东**

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

## 目录

一、本部减亏、日系复苏、新品牌放量三架马车持续发力.....	4
(一)、本田丰田贡献主要利润，本部贡献主要亏损.....	4
(二)、公司 A 股流通盘 2.9 亿，大股东增持约 0.9 亿.....	5
(三)、本田、丰田产品线布局仍有较大成长空间.....	5
(四)、日系车安全性并没有明显劣势.....	6
二、本田进入新产品密集投放期.....	7
(一)、本田从 2011-2012 产品空窗期进入 2013-2014 产品导入期.....	7
(二)、新雅阁更换 CVT 变速箱及新发动机，外形重新设计.....	8
(三)、广汽本田 2014 年盈利恢复到历史高点.....	10
三、丰田缓慢复苏，混合动力渐行渐近.....	10
(一)、丰田在中国市场市占率不到全球一半，成长空间巨大.....	10
(二)、混合动力渐行渐近，日系品牌力将得到支撑.....	12
(三)、2013 新雅力士尺寸增大，内饰改进明显.....	15
(四)、丰田利润缓慢回升，2015 年接近历史高点的 70%.....	16
四、菲亚特及 JEEP 车型 2015 年增加到 7 款.....	17
(一)、菲亚特-克莱斯勒集团是全球第七大汽车集团.....	17
(二)、广汽菲亚特 2013 年扭亏，2015 年净利润到 27.6 亿.....	18
五、广汽三菱-充分受益于我国 SUV 市场增长.....	19
(一)、三菱 2 年内导入 3 款 SUV，劲炫价格优势较大.....	19
(二)、suv 竞争加剧，但车型利润仍然优于轿车.....	20
(三)、三菱 2013 年盈利，2015 年达到 18 亿元.....	23
六、自主品牌大幅减亏在望.....	23
七、投资建议-强烈推荐.....	25

## 插图

图 1 广汽集团主要业务板块.....	4
图 2 广汽集团股权结构.....	5
图 3 广汽本田产品导入规划.....	8
图 4 广汽本田市占率.....	8
图 5 国内各品牌竞争力及产品线情况对比.....	6
图 6 新老雅阁外观对比.....	9
图 7 新雅阁发动机及变速箱.....	10
图 8 丰田在美国市占率.....	11
图 9 各大厂商全球及中国市占率对比.....	11
图 10 本田在美国市占率.....	12
图 11 广汽丰田车型导入规划.....	12
图 12 普锐斯在各国汽车销量占比.....	13
图 13 美国普锐斯销量.....	14
图 14 日本普锐斯销量.....	15
图 15 广汽丰田历史市占率.....	15
图 16 新老雅力士内饰对比.....	16
图 17 新雅力士外形.....	16
图 18 广汽菲亚特车型导入规划.....	18
图 19 广汽菲亚特拟上市车型一览.....	18
图 20 广汽菲亚特销量及盈利预测.....	18
图 21 广汽三菱产品导入规划.....	19
图 22 SUV 在狭义乘用车中占比.....	20
图 23 SUV 分价位区间销量.....	20
图 24 广汽乘用车产品导入规划.....	24
图 25 GS5 上市以来月度销量.....	24
图 26 传祺近 1 年来销量.....	25

## 表格

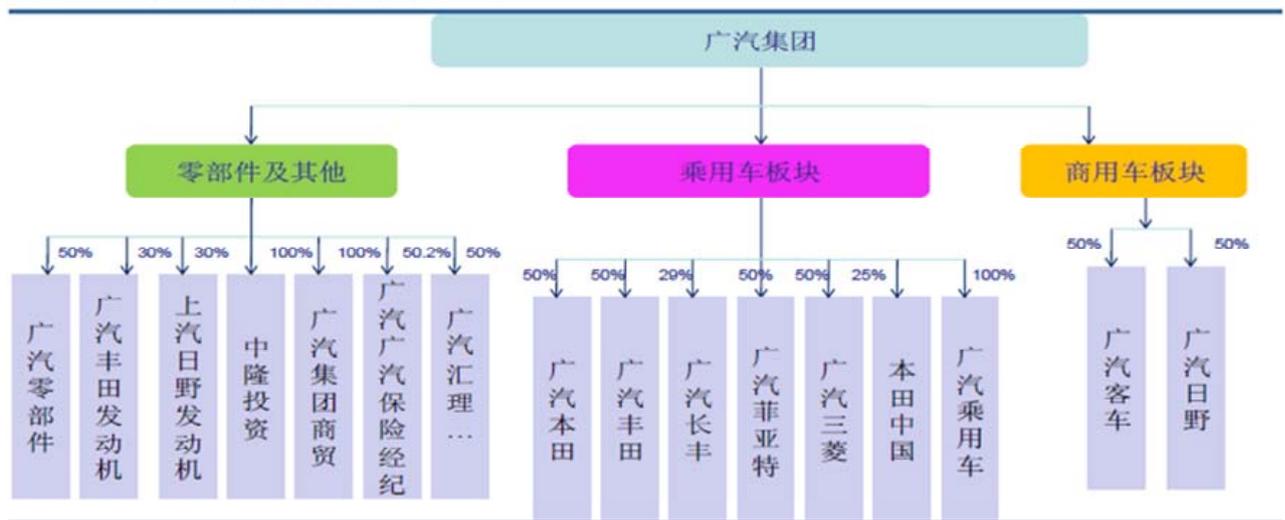
表格 1 广汽集团 2011 年利润构成.....	4
表格 2 新雅阁尺寸和同级别车对比.....	9
表格 3 新老雅阁动力总成对比.....	9
表格 4 广汽本田销量及利润预测.....	10
表格 5 凯美瑞各车型价格.....	13
表格 6 各国普锐斯价格对比.....	14
表格 7 新老雅力士尺寸对比.....	16
表格 8 广汽丰田销量及利润预测.....	16
表格 9 2008-2011 全球车企销量排行.....	17
表格 10 广汽三菱销量及盈利预测.....	23
表格 11 拆分盈利预测.....	25

## 一、本部减亏、日系复苏、新品牌放量三架马车持续发力

### 1、本田丰田贡献主要利润，本部贡献主要亏损

从业务类型划分，广汽集团主要包括乘用车板块，商用车板块，零部件及其它板块。

图 1 广汽集团主要业务板块



资料来源：公司公告

从盈利贡献角度，主要可以分为并表主营业务利润，合营公司利润，联营公司利润，公司并表主营业务主要是总部，广汽乘用车，广汽研究院等，对利润影响较大的是广汽乘用车，广汽乘用车从 2010 年底投产，2011 年亏损约 8.7 亿元，2012 年预计仍亏损 7-8 亿元，此外广汽研究院每年研发费用约 10 亿元，通过资本化处理后，亏损额度约为 4-5 亿元，这两块构成了并表主营业务的绝大部分，剩下部分集团总部，广汽商贸等业务合计亏损约 1-2 亿元，总体亏损在 14 亿元左右，但每年政府补贴在 5-10 亿元，因此最终亏损额在 5 到 10 亿元。

投资收益占到公司利润贡献的 100% 以上，其中主要是合营公司收益，来源为广汽本田和广汽丰田，2011 年两者贡献基本相当，其他合营公司主要是广汽日野，五羊本田盈利贡献较小且相抵可基本忽略。

联营公司主要利润来源是广汽丰田发动机，广州英泰，广州电装等零部件配套企业，以及主营出口的本田中国等，零部件利润主要随当年丰田本田销量波动而变化，本田中国利润贡献较小，未来预计将保持稳定。

表格 1 广汽集团 2011 年利润构成#

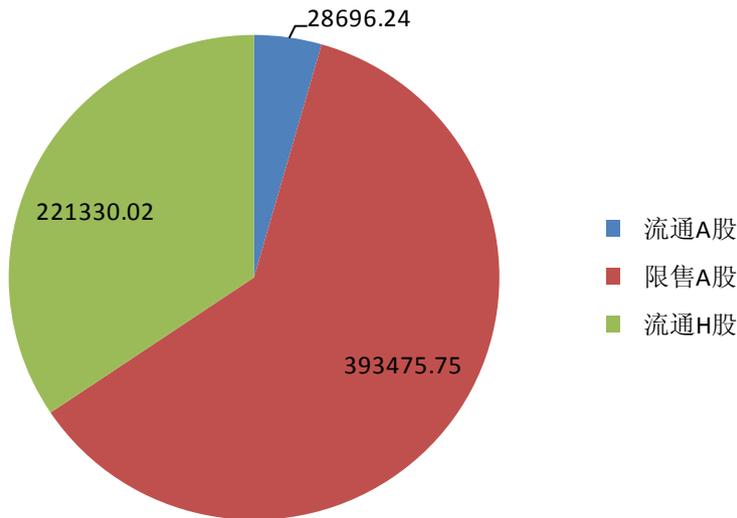
并表主营业务利润	-5.81	营业利润	-14.22	总部，广汽乘用车、广汽研究院、广汽商贸、中隆投资等
		其他收入	8.4	政府补贴 10 亿，其它支出如捐赠等-1.6 亿
合营公司贡献利润	38.72	广汽本田	约 19	广汽丰田、广汽本田、五羊本田（五羊本田中方占股 50%，
		广汽丰田	约 19	2011 年权益利润约 5000 万）、广汽日野
		五羊本田	约 0.5	
		广汽日野	约-0.5	
联营公司贡献利润	7.66	零部件	6.61	丰田发动机约 1.8、其余包括广州英泰、广州电装等
		整车	1.04	本田中国、广汽长丰
所得税收益（费用）	1.1			新投产企业处于亏损状态，增加与抵扣相关的递延所得税资产
合计	41.67			

资料来源：公司公告

## 2、公司 A 股流通盘 2.9 亿，大股东增持约 0.9 亿

广汽目前总股本 64.35 亿股，其中 A 股总部分 42.22 亿股，其中 2.87 亿股为流通 A 股，其余主要为大股东持有的非流通股，H 股总股本 22.13 亿股，全部为流通股。公司流通 A 股量极小，从 2012 年 3 月份开始，大股东通过在二级市场增持，截止目前已经累计增持 A 股 8770 万股，占流通 A 股的 30.6%。

图 2 广汽集团股权结构



资料来源：wind

## 3、本田、丰田产品线布局仍有较大成长空间

如果我们以车型的数量为横坐标，借此衡量汽车企业产品线的丰富程度，以单车型平均销量为纵坐标，借此衡量汽车企业产品的竞争力，以 2012 年前 8 月的数据为基础进行分析，我们可以看到，在产品丰富程度上，广汽本田和广汽丰田均位于第三梯队，在产品竞争力上，均位于第二梯队，这说明公司仍有较大的成长潜力。从产品竞争力上看，南北大众，上海通用处于第一梯队，单车型月均销量超过 9000 台，而两个丰田，两个本田，东风日产，北京现代，长安福特马自达等均位于第二梯队，单车型月均销量在 5000-7000 台之间，而自主品牌基本都位于 4000 台以下。即使不考虑单车型销量的提升，仅仅是产品线的扩充就有巨大的成长空间，如果丰田和本田分别从 4 款车和 6 款车增加为 10 款车，则增长率为 150% 和 60%，



**表格 3 美国道路交通安全局碰撞测试-中高级车#**

Year/Make/Model	Overall	Frontal Crash	Side Crash	Rollover	Recommended Technologies
<a href="#">2013 Audi A4 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	
<a href="#">2013 BMW 328i 4 DR RWD</a>	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	
<a href="#">2013 Buick Lacrosse 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Buick Regal 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Honda Accord 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	
<a href="#">2013 Hyundai Sonata 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	
<a href="#">2013 Lexus ES300H 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Toyota Camry 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Volkswagen Passat 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2012 Ford Fusion 4 DR AWD</a>	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	

资料来源：美国道路安全局

**表格 4 美国道路交通安全局碰撞测试-中级车**

Year/Make/Model	Overall	Frontal Crash	Side Crash	Rollover	Recommended Technologies
<a href="#">2013 Chevrolet Cruze 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Ford Focus 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Hyundai Elantra 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Kia Forte 4 DR FWD</a>	★★★★☆ ▲	★★★★☆	★★★★☆ ▲	★★★★☆	
<a href="#">2013 Kia Optima 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	
<a href="#">2013 Toyota Corolla 4 DR FWD</a>	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2013 Volkswagen Jetta 4 DR FWD</a>	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	
<a href="#">2012 Honda Civic 4 DR FWD</a>	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	

资料来源：美国道路安全局

我们认为，本部减亏，日系复苏，以及新品牌放量将是驱动公司前进的三架马车，这三架马车都从 2013 年开始发力，其形成合力的结果就是广汽将进入三年期的基本面持续改善周期，目前股价未充分反映这三股合力对公司的影响，预计强烈推荐。

## 二、本田进入新产品密集投放期

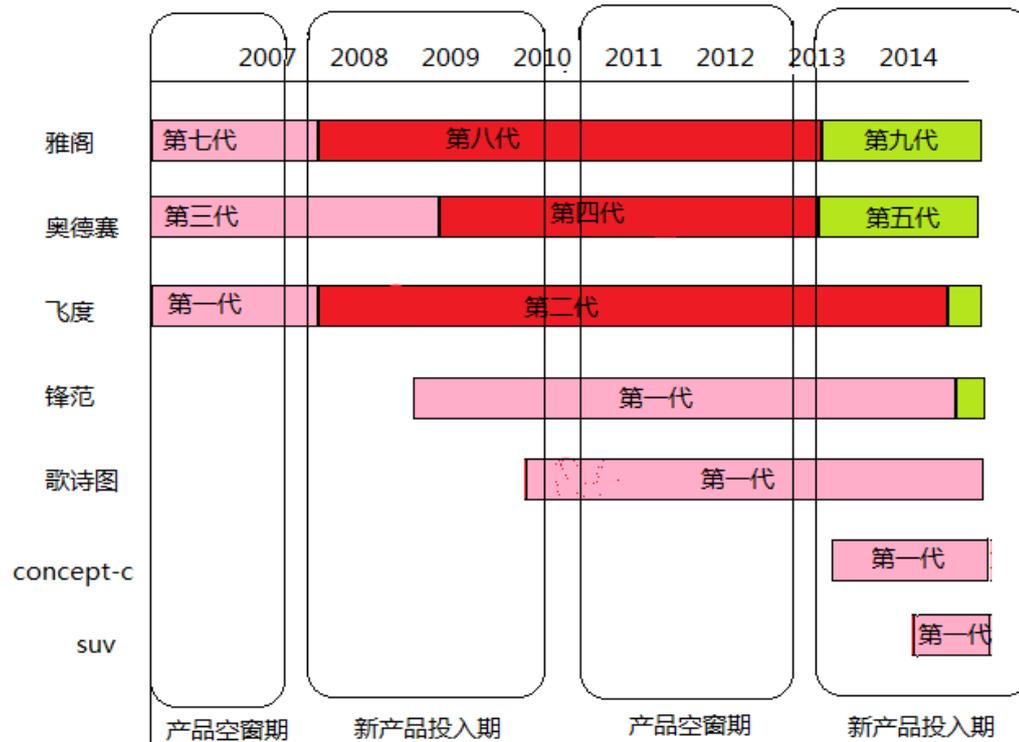
### 1、本田从 2011-2012 产品空窗期进入 2013-2014 产品导入期

本田产品导入近年来存在明显的周期性，从 08 年到 2010 年上半年，先后完成了雅阁，飞度，奥德赛的换代，并新导入了锋范及歌诗图车型，从 2010 年下半年直到 2013 年上半年 2 年半时间，本田没有车型换代或新增车型。从 2013 年开始，本田将进入新的产品导入周期，将在 2013、2014 两年完成两款全新车型导入，以及现有 4 款车型的换代。

从历史上看，本田的市占率在逐年下滑，我们认为这是本田产品线相对缺乏，而国内汽车市场竞争激烈所致，本田作为全球第九大汽车企业，同时支撑东风本田和广汽本田两家合资公司，在车型的选择上有些捉襟见肘，因

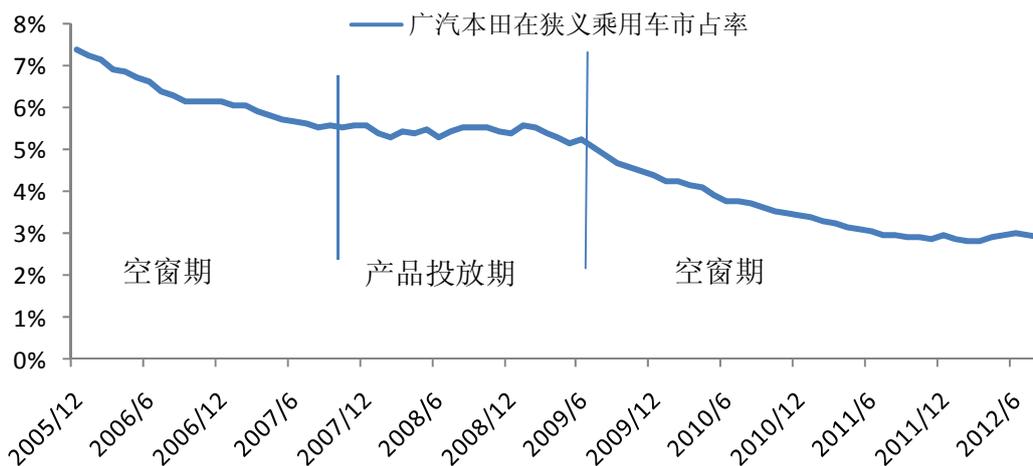
此近年来份额被大众，通用等大的品牌侵蚀。随着本田进入新的产品导入周期，我们认为公司市占率将改变逐步下滑的态势，进入稳定增长周期。

图 4 广汽本田产品导入规划



资料来源：公司公告、宏源证券整理

图 5 广汽本田市占率



资料来源：CAAM

资料来源：宏源证券

## 2、新雅阁更换 CVT 变速箱及新发动机，外形重新设计

2013 年本田最大的事件之一就是雅阁换代，第九代雅阁车长较第八代雅阁减少了 98mm,车宽增加 4mm,高度降低 14mm.,更加强调操控性能，但通过优化尺寸，乘坐空间没有减少。

表格 5 新雅阁尺寸和同级别车对比

车型	第九代雅阁	第八代雅阁	凯美瑞	天籁	帕萨特
长(mm)	4862	4960	4825	4850	4870
宽(mm)	1849	1845	1825	1795	1843
高(mm)	1466	1480	1480	1475	1472
轴距(mm)	2776	2800	2775	2775	2803

资料来源：汽车之家

图 6 新老雅阁外观对比



资料来源：太平洋汽车网

第九代雅阁在动力总成方面有了较大变化，从北美车型上看，2.4L 发动机改为缸内直喷发动机 K24W2，压缩比较之前的 10.5:1 提升为 11.1:1,并且可以加 93#汽油，达到 138Kw,245Nm,较原来的发动机动力性有所提高，并在自然吸气发动机中超越同级别车型。此外，变速箱从 5 速自动升级为 CVT，进一步降低了油耗。不论是从外型上，还是内在上，新雅阁都较 2012 年的新凯美瑞有更大的实质性提升，我们预计新雅阁会较新凯美瑞的市场反响好很多。

表格 6 新老雅阁动力总成对比#

	第八代雅阁 (2.4L)	第九代雅阁 (2.4L)	凯美瑞 (2.5L)	帕萨特 (2.0T)	天籁 (2.5L)
功率 (kw)	132	138	135	147	136
扭矩 (Nm)	225	245	235	280	232

变速箱	5 速自动	CVT	6 速自动	6DCT	CVT
-----	-------	-----	-------	------	-----

资料来源：易车网

图 7 新雅阁发动机及变速箱



资料来源：爱卡汽车

本田 concept-c 是一款针对中国市场设计的中级车，其对标车型就是东风本田的思域，定位较广汽本田的锋范略高，广汽本田计划该车将和锋范形成黄金组合，同时增大在 13-18 万级别车型中的产品竞争力。

### 3、广汽本田 2014 年盈利恢复到历史高点

本田 2010 年达到利润高峰约 45 亿元，2011 年下滑到 39 亿元，我们预计 12/13/14/15 年公司利润在 18.3/31.1/45/48.6 亿元，即 2014 年回到 2010 年高峰期水平。

表格 7 广汽本田销量及利润预测

车型	2012		2013		2014		2015	
	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润
雅阁 (18-23)	100000	80000	120000	144000	140000	210000	140000	210000
奥德赛 (22-30)	20000	26000	30000	45000	30000	45000	30000	45000
锋范 (9-12)	92000	27600	80000	40000	90000	45000	90000	45000
飞度 (8-12)	35000	0	35000	0	35000	0	35000	0
歌诗图 (25-35)	33000	49500	44400	66600	48000	72000	48000	72000
concept-c			30000	15000	84000	42000	84000	42000
A 级 suv					36000	36000	72000	72000
一款新车型							?	?
总计	280000	183100	339400	310600	463000	450000	499000	486000

资料来源：宏源证券

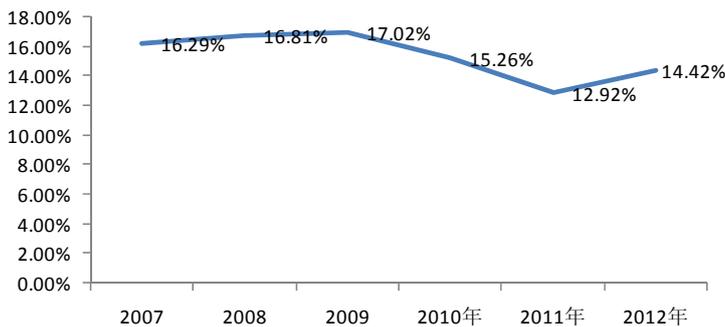
## 三、丰田缓慢复苏，混合动力渐行渐近

### 1、丰田在中国市场市占率不到全球一半，成长空间巨大

对比 2011 年全球各大汽车品牌在世界范围内的市占率，以及在中国的市占率，从这个角度看，丰田在中国市占率只有 3.7% 的表现远低于世界平均 9.9% 水平，客观上说，自从 2010 年丰田在美国出现安全事件之后，丰田近年来重心更多的放在美国市场，但进入 2012 年以来，丰田在美国市场已经逐步复苏，丰田客观上具备了逐步加大对新型市场投入力度的可能性。

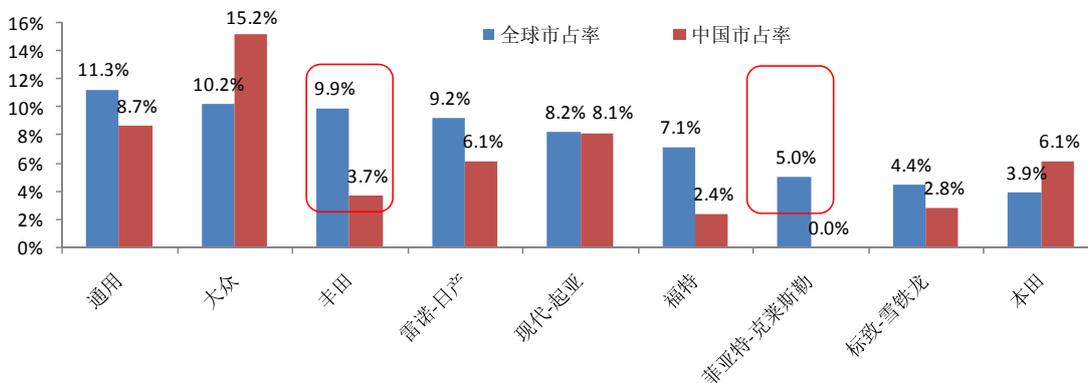
2012 年 3 月，丰田发布了云动计划，按照计划，2012 年在中国销量超过 100 万台，2015 年达到 160-180 万台，对应符合增长率超过 17%，应该说比较激进，能够看出丰田对中国市场的期望，不过随着钓鱼岛事件的发生，我们认为丰田在中国的战略应该会偏向于谨慎，短期内大规模投放车型和投资可能性在减小。

图 8 丰田在美国市占率



资料来源：盖世汽车网、宏源证券

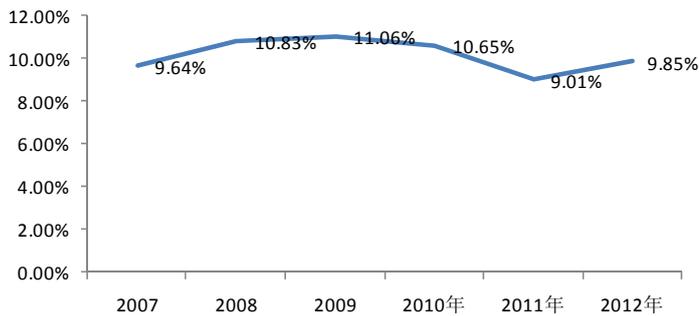
图 9 各大厂商全球及中国市占率对比



资料来源：盖世汽车网、宏源证券

需要说明的是，本田在中国表现较世界平均水平好，不过参考本田在美国市场的市占率，能够达到 10% 左右，相比其在中国的市占率并不算高。

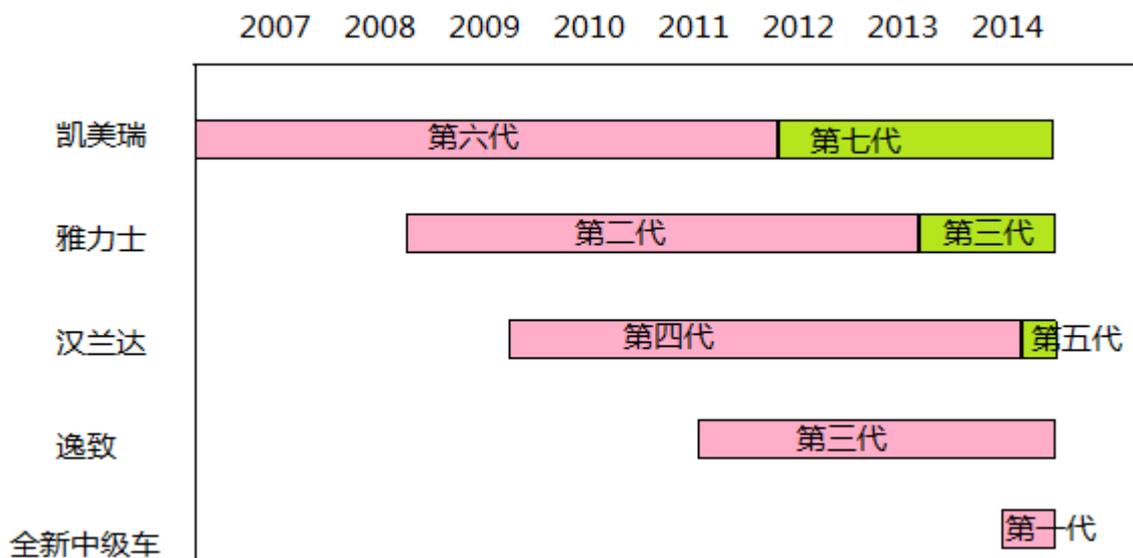
图 10 本田在美国市占率#



资料来源：盖世汽车网、宏源证券

## 2、混合动力渐行渐近，日系品牌力将得到支撑

图 11 广汽丰田车型导入规划



资料来源：宏源证券

丰田推进的这项“云动计划”中，要在 2015 年前向中国市场投放 20 款新车。提出了三步走的战略计划，其中包括传统动力车型的销量增长，实现搭载国产混合动力总成的混合动力车在一汽丰田、广汽丰田实现批量化国产，确定以节能新能源车为主体的事业发展战略，加大对新能源投入力度，让更多人有机会体验新能源车，最终要实现节能新能源车型在丰田整体销售中占据 20% 的份额。

据我们了解，目前在美国销售的凯美瑞中，有 20% 是混合动力，而在日本则全部是混合动力，新混合动力凯美瑞的价格较对应的传统动力车型贵 4 万元，按照节油率 30% 计，每年如果跑 2 万 km，常规车型需要油费大约 1.6 万元，而混合动力车型能节约 5000 元，总增加成本约需 8 年收回，已经具备了一定的竞争力，不过目前凯美瑞 2.5L 的销量占比较小只有 6%，消费者还不太认可凯美瑞卖到 22 万元以上（毕竟大众帕萨特，迈腾等品牌影响力这两年更加强大），如果凯美瑞有 2.0 排量对应的混合动力车型，价格向 2.0 普通动力基础加 4 万看齐，即价格下探到 23.38 左右，混合动力的凯美瑞销量一定会有明显增长。

此外，中国的特殊国情适合混合动力车型的使用。因为混合动力车型省油主要体现在两点：

- 1、在车速变化频繁的情况下，通过匹配电动机和发动机来获得最好的经济性
- 2、在减速制动过程中，通过电机回收能量。

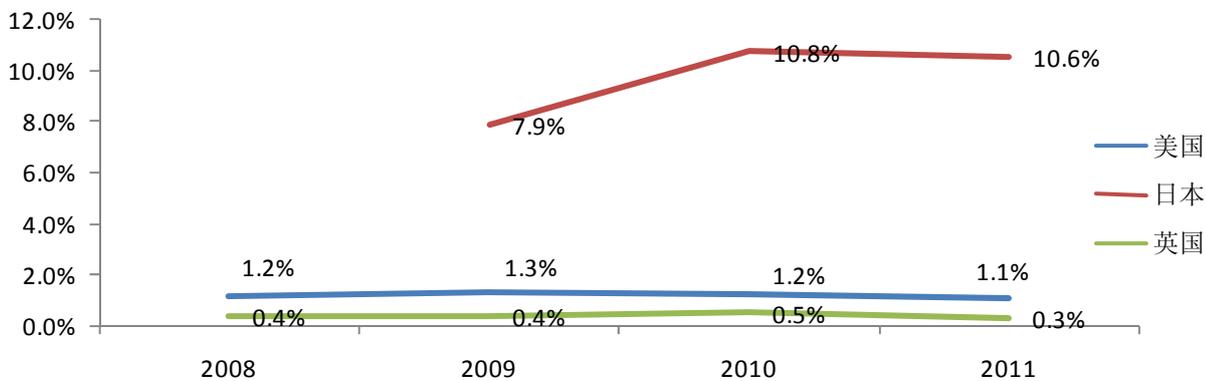
客观的说，在城市交通中混合动力较传统能源汽车优势巨大，因为城市中面临频繁启动减速，而在高速工况下，混合动力的优势相对不明显。相对于其他的节油技术，例如涡轮增压-节油 10%，混合动力节油效果更好，更适应城市工况，我们认为的是目前最适合中国国情的汽车节能技术。

表格 8 凯美瑞各车型价格

凯美瑞	价格	销量占比
2.0 经典版	19.38	90%
2.0 豪华版	19.98	
2.0 豪华导航版	20.58	
2.5 豪华版	21.98	6%
2.5 至尊导航版	24.98	
2.5 旗舰版	27.48	
2.5 混合动力豪华版	25.98	4%
2.5 混合动力至尊版	28.98	
2.5 混合动力旗舰版	32.98	

资料来源：汽车之家

图 12 普锐斯在各国汽车销量占比



资料来源：宏源证券

从普锐斯在各国销售的情况看，目前在汽车销量中占比达到 1.1%，在日本汽车销量中占比达到 10.6%，但是在英国汽车销量中占比只有 0.3%，主要是英国普锐斯的价格较美国贵了约 4 万元。目前普锐斯在中国的销量占比基本是 0%，价格是主要原因，此次凯美瑞混合动力版价格下探到 25 万元区间，虽然仍较贵，但已经离大众需求的平衡线 20 万元左右迈进了一大步。

结合普锐斯在日本，美国的推广历史，我们可以看到混合动力车型的放量往往是惊人的，如果一项补贴政策出台，或者厂家推出了廉价的新车型，则月销量有可能从 5000 台一跃升至 30000 台。考虑到混合动力能够节油 30%-50%，较欧美系的涡轮增压等 10% 的节油率有明显优势，我们预计随着油价的持续上涨和混合动力车型成本逐步下降，未来 3-5 年间将是混合动力大规模推广前期，以凯美瑞为例，混合动力车型有望占到 20% 左右，未来 5-20 年将是混合动力大规模推广阶段，日系车型有望大规模推广混合动力。

表格 9 各国普锐斯价格对比

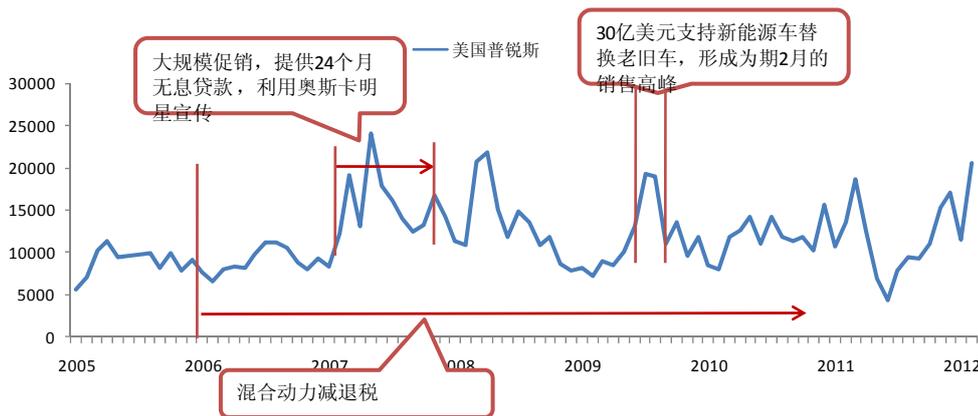
	国别	城市	2012年款普锐斯CVT标准版1.8L排量		所在国2011人均GDP (PPP 购买力平价) (国际元)
			当地货币计	税后人民币 (元)	
	日本	东京	2212,082万日元	17.8万	36,040
	美国	纽约	26,940美元	17.1万	49,601
	美国	旧金山	25,031美元	15.9万	49,601
	美国	华盛顿	24,100美元	15.2万	49,601
	英国	伦敦	21,600英镑	21.7万	36,605
	德国	法兰克福	23,690欧	18.8万	38,696
	中国	香港	223,680港币	18.3万	50,716
	新加坡	新加坡	184,988新币	93.7万	61,047
	中国	北京	25.9万元	25.9万	9,143
	法国	巴黎	28,450欧	22.6万	35,613
	印度	德里	3209,538卢比	36.8万	4,240
	巴西	圣保罗	无普锐斯出售	无	12,465

说明

1. 比较对象为丰田普锐斯1.8L基本款。
2. 价格为计入税费等之后的上路价。
3. 所在国人均GDP平价数据来自IMF报告www.imf.org。
4. 汇率转换根据<http://finance.sina.com.cn/forex/8月27日牌价>。
5. 购买力平价又称相对购买力，这一指标能在经济学上对各国国内生产总值GDP进行合理比较，其计价单位是国际元。

来源: 新浪财经

图 13 美国普锐斯销量



资料来源: 宏源证券

图 14 日本普锐斯销量



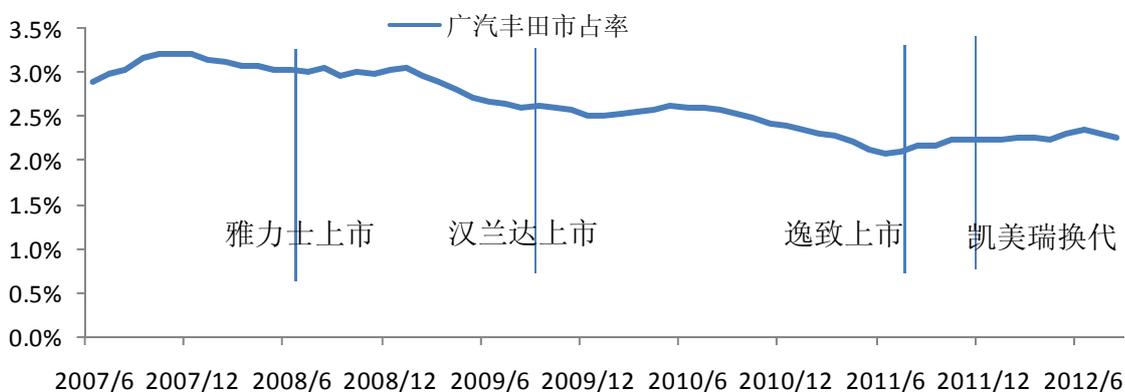
资料来源: 宏源证券

从美国和日本的情况看, 普锐斯的销量井喷分别发生在 2007 年和 2009 年, 一旦价位突破临界线, 月销量能迅速井喷, 若假设中国比美国市场在新能源车型上滞后 5-10, 则 2012-2017 年将是中国混合动力车型初步普及期, 丰田的混合动力车型销量占比有望提升到 20% 左右, 由于销量基数不大, 盈利能力贡献有限, 但对于品牌美誉度将有明显支撑。

### 3、2013 新雅力士尺寸增大, 内饰改进明显

广汽丰田 2013 年没有新增车型, 只有雅力士换代。从历史上看, 新车型的投放或换代, 都能带来丰田市占率的企稳或回升, 考虑到新的雅力士在成本上较老款降低 1.5 万元左右, 车身长度增长 100mm, 内饰设计更加实用美观, 换句话说将目前雅力士的极大缺点都有明显改观, 我们认为新雅力士有望打破老款销量瓶颈, 月销量达到 5000 台的水平。

图 15 广汽丰田历史市占率



资料来源: CAAM

表格 10 新老雅力士尺寸对比

	新雅力士	老雅力士
长度	3885	3785
宽度	1695	1695
高度	1510	1530
轴距	2510	2460

资料来源：汽车之家

图 16 新老雅力士内饰对比



资料来源：汽车点评网

图 17 新雅力士外形



资料来源：汽车点评网

#### 4、丰田利润缓慢回升，2015 年接近历史高点的 70%

根据我们盈利预测，广汽丰田 2012/13/14/15 年净利润为 28/29/32/34 亿元，2015 利润约为 2010 年高点 46 亿元的 74%

表格 11 广汽丰田销量及利润预测

车型	2012		2013		2014		2015	
	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润

新汉兰达	75000	127500	65000	117000	65000	117000	65000	117000
新凯美瑞 (18-23)	145000	159500	145000	174000	145000	174000	145000	174000
逸致(15-25)	18000	0	18000	0	18000	0	18000	0
新雅力士 (7-11)	13000	-2600	27000	2700	60000	12000	60000	12000
中级别车 (10-15)					30000	15000	72000	36000
至少一款新车型								?
	251000	284400	255000	293700	318000	318000	360000	339000

资料来源: 宏源证券

## 四、菲亚特及 jeep 车型 2015 年增加到 7 款

### 1、菲亚特-克莱斯勒集团是全球第七大汽车集团

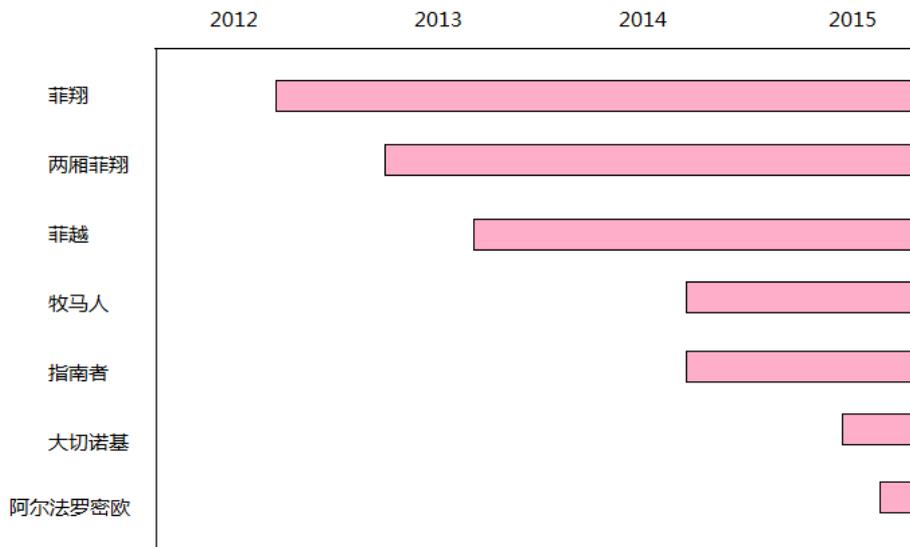
菲亚特克莱斯勒集团 2011 年是全球销量排名第 7 大的集团, 超过标致雪铁龙及本田, 而目前广汽是菲亚特在国内唯一的合作伙伴, 从新产品导入的速度上, 我们能看到菲亚特克莱斯勒对中国市场的重视, 从新产品导入的力度上看, 我们能看出来菲亚特克莱斯勒强大的产品线储备。

表格 12 2008-2011 全球车企销量排行

全球车企销量	2008	2009	2010	2011
丰田	897	781	841.8	795
通用	836.7	748	838.5	902.6
大众	622	629	714	815.6
雷诺-日产	602.4	566	670.8	739.2
现代-起亚	420	463	574	660
福特(不含沃尔沃)	504.8	437	531.3	569.5
<b>菲亚特-克莱斯勒</b>	<b>402.3</b>	<b>347</b>	<b>368.4</b>	<b>404.4</b>
标致-雪铁龙	327.2	320	360.2	354.9
本田	376.9	339.2	355.5	309.5
宝马	143.5	128.5	146.1	166.9

资料来源: 宏源证券

图 18 广汽菲亚特车型导入规划#



资料来源：宏源证券

图 19 广汽菲亚特拟上市车型一览



资料来源：宏源证券

## 2、广汽菲亚特 2013 年扭亏，2015 年净利润到 27.6 亿

根据我们测算，13/14/15 年广菲的利润分别为 1.9/13.2/27.6 亿元。

图 20 广汽菲亚特销量及盈利预测

车型	2012		2013		2014		2015	
	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润
菲翔 (11-16)	10000	*	72000	14400	72000	36000	72000	36000
菲翔 2 厢版 (11-16)			24000	4800	36000	18000	36000	18000

菲越 (17-22)	36000	36000	36000	36000
jeep 指南者 (18-28)	20000	30000	60000	90000
jeep 牧马人 (36-50)	6000	12000	18000	36000
jeep 大切诺基 (45-100)			12000	60000
阿尔法罗密欧			10000	
合计	10000	-60000	96000	19200
			170000	132000
			234000	276000

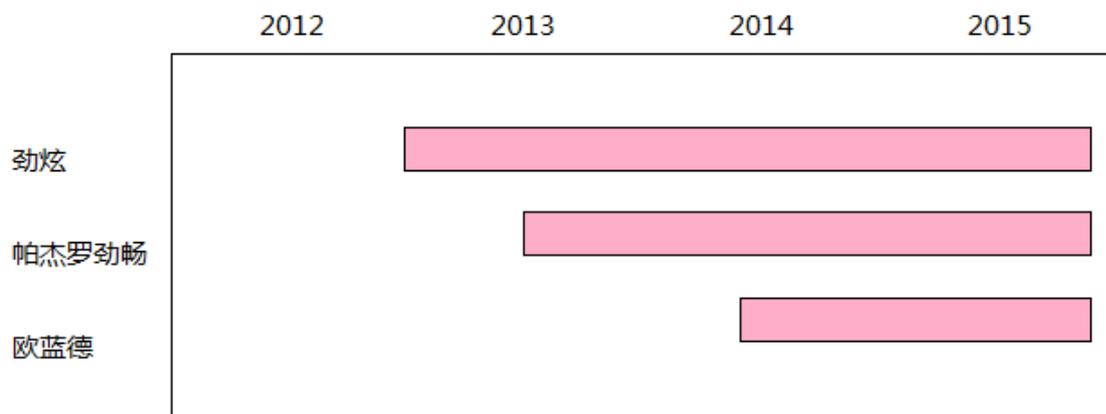
资料来源: 宏源证券

## 五、广汽三菱-充分受益于我国 SUV 市场增长

### 1、三菱 2 年内导入 3 款 SUV，劲炫价格优势较大

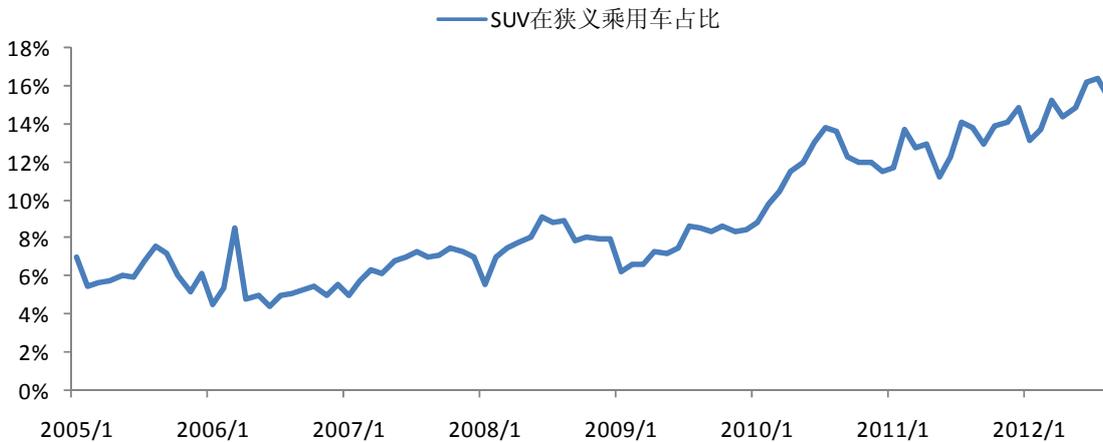
三菱是专注于 SUV 的汽车企业，其早起在中国市场投放的帕杰罗等车型具有深远的影响和良好的口碑，未来广汽上三菱的车型也全部是 SUV，我们认为公司的产品将充分受益 SUV 行业持续 25%以上的高增长。广汽三菱劲炫于 2012 年底上市，定价 12.88-21.88 万元，是合资车型首次将 SUV 价格下探到 13 万元范围内，具有相当不错的竞争力，但考虑到广汽三菱目前 4S 店只有 110 家左右，预计月销量在 5000 台。2013 年将上市帕杰罗劲畅，定价预计在 30-40 万元，由于车型定位在运动型越野 SUV，预计月销量在 2500 台，2014 年上市欧蓝德，定位于城市 SUV，定价在 18-30 万元，保守预计月销量在 4500 台。

图 21 广汽三菱产品导入规划



资料来源: 宏源证券

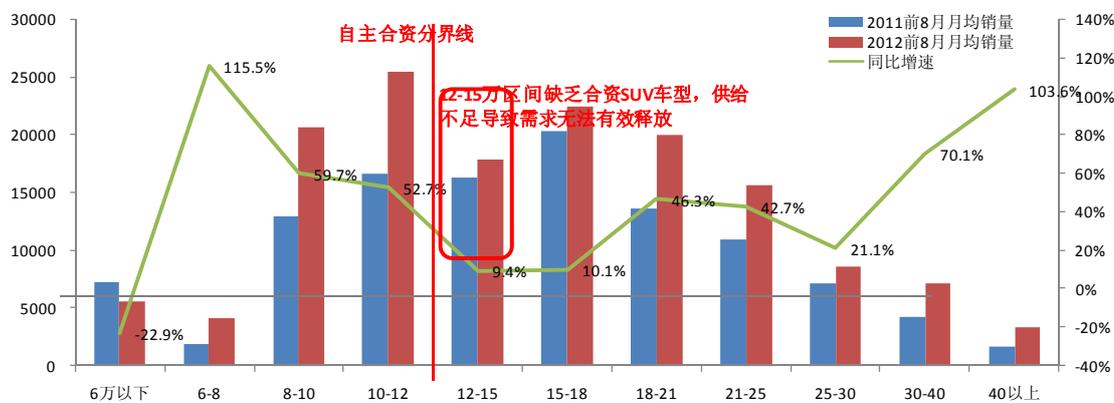
图 22 SUV 在狭义乘用车中占比



资料来源: CAAM

对比 2012 年 SUV 市场和 2011 年可以发现, 需求分布的顶点从 15-18 万市场下移到了 10-12 万区间, 主要是长城哈弗系列带动了 10-12 万区间市场, 值得注意的是, 12-15 万区间市场增长 9.4%, 低于周围价格区域, 并且不符合正态分布规律, 主要原因是 12-15 万区间缺乏有竞争力的 SUV 车型, 自主品牌难以支撑此价格的 SUV, 而合资又缺乏相应价格的产品。我们预计劲炫将受益于产品定位的优势, 月销量达到 5000 台难度不大。

图 23 SUV 分价位区间销量



资料来源: 宏源证券

## 2、suv 竞争加剧, 但车型利润仍然优于轿车

截止 2012 年 8 月份国内合资品牌 suv 共有车型 15 款 (实际为 21 款, 但其中 6 款月销量不足千台, 不属于有效车型不计入), 自主品牌共有车型 15 款 (实际为 37 款, 但其中 22 款月销量不足千台, 不属于有效车型不计入), 从 8 月份开始到 2014 年初, 新上市合资品牌 suv 为 12 款, 自主品牌 suv 为 8 款, 未来新上市车型合资品牌占多数, 竞争更加激烈。

合资车型目前在售共 21 款, 其中销量超千台的有 15 款车型, 在合资车型中销量占比达到 98%, 自主品牌车型共 37 款, 其中销量超千台的也是 15 款车型, 在自主车型中销量占比达到 90.7%, 如果以月销量超千台为成功与否衡量标准的话, 合资车型成功率为 71%, 而自主车型成功率为 40%, 合资品牌车型成功率明显较高, 自主品牌投入了很多不能为企业带来盈利的车型。此外, 目前合资品牌超千台车型的平均销量为 6321 台, 而

自主品牌超千台车型的平均月销量为 3717 台，合资品牌在 6000-9000 台销量规模有多款车型，而自主品牌除了哈弗，比亚迪 S6 和奇瑞瑞虎以外，销量均位于 4000 台及以下，反应出自主品牌缺乏有竞争力的产品。考虑到未来 1 年合资品牌新上 12 款车型，结合目前合资品牌车型成功率和新投放车型的具体情况，可以预见新上市的都是月销量有望达到 5000 台甚至以上的有竞争力的车型，2014 年初合资品牌的月销量中枢将下滑 1200 台左右。而自主品牌投放车型数量为 8 款，考虑到自主品牌成功率较低，我们认为自主 SUV 市场变化相对幅度较小。

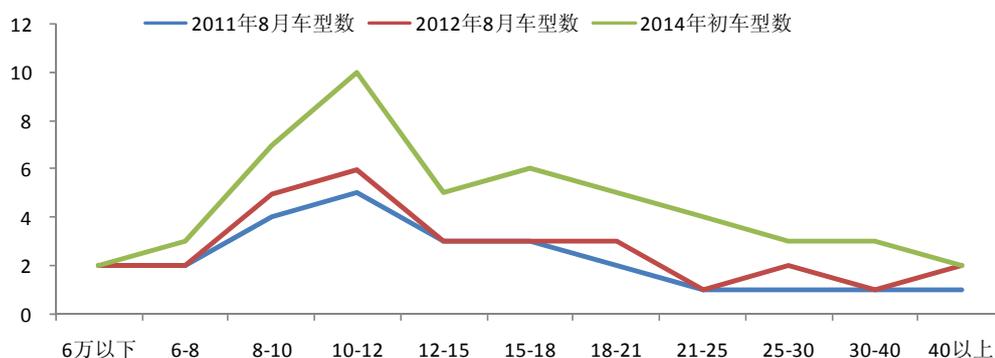
表格 13 SUV 车型数量 (有效)

价格	2011 年 8 月车型数	2012 年 8 月车型数	2014 年初车型数
6 万以下	2	2	2
6-8	2	2	3
8-10	4	5	7
10-12	5	6	10
12-15	3	3	5
15-18	3	3	6
18-21	2	3	5
21-25	1	1	4
25-30	1	2	3
30-40	1	1	3
40 以上	1	2	2
总计	25	30	50

资料来源：宏源证券

注：此处 SUV 车型对成熟车型只计入月销量超过千台的车型，对未上市的车型则一律视为可能超过千台予以计入

图 24 历年 SUV 车型(有效) 供给量



资料来源：宏源证券

图 25 2012 年底-2014 年初 SUV 新车型情况

名称	品牌	上市时间	主销价格区间	变速箱	发动机	备注
翼博	长安福特	2013.5	10-12	5速手动/6速DSG?	1.5	嘉年华同平台
劲炫	广汽三菱	2012.12	12-15	手动/CVT	1.6/2.0	
encore	上海通用	2012.10	15-18	手动/自动	1.4T	

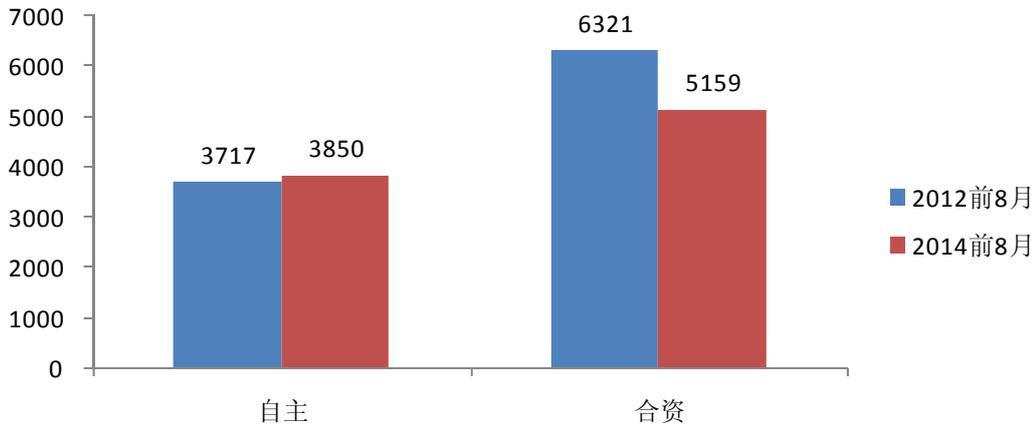
3008	东风标致	2012.12	15-18	6速自动/5速手动	1.6T/2.0	和宝马集团共同开发,同 minicooper 及的老宝马一系同样发动机
yeti	斯柯达	2013.12	18-21		1.4T/1.8T	和途观同 PQ35 平台,但是比国产加长轴距后的途观比轴距减少了 100mm, 属于紧凑型 SUV
CX-5	长安马自达	2013 年	18-21	6速手自一体	2.0	
翼虎	长安福特	2013.1	21-25	6速自动 (selectshift)	1.6T/2.0T	同福克斯同平台
新胜达 (ix45)	北京现代	2012.12	21-25	6速手动/自动	2.0GTDI/2.4GDI	
CX-7	一汽马自达	2013.7	21-25	5速手自一体	2.5	
帕杰罗劲畅	广汽三菱	2013	25-30		3.0	
奥迪 Q3	一汽奥迪	2013.1	30-40		2.0T/1.8T	同途观的 PQ35 平台
BLK	北京奔驰	2013.12	30-40			紧凑型 SUV
M4	长城汽车	2012.8	6-8	5速手动		
SX7	吉利英伦	2013.3	8-10		1.8/2.0/2.3	同全球鹰 GX7 外形接近
CS35	长安汽车	2012.12	8-10	4速自动/5速手动	1.6	
X3	奇瑞瑞麒	2013	10-12	5速手动/cvt	1.8/2.0	奇瑞: 2012 年不推出新车型, 主要进行内部流程升级等, 2013 年主打 SUV 市场
EX8	吉利帝豪	2013.11	10-12	6速手动/自动/6速 DCT	2.0 柴油/2.4 汽油	和全球鹰 GX7 同平台, 是 7 座 SUV, 略大于汉兰达
代号 S301 车型	长安汽车	2013.12	10-12			同 S6 大小接近
奔腾 X7	一汽轿车	2013.3	12-15	6速手动/自动	2.0/2.3	和奔腾 B70 共平台
H7	长城汽车	2013.11	15-18	6速自动	2.0T/2.0/1.5T	较目前 H6 增大, 长宽高分别为 4800/1938/1785mm, 轴距为 2915mm, 最小离地间隙 210mm

资料来源: 宏源证券

目前合资品牌平均 SUV 月销量在 86736 台, 平均单车月销量在 6321 台, 考虑到 SUV 年化同比增速 20%, 2014 年上半年车型数量从目前 15 个增加为 27 个, 则 2014 年上半年平均月销量在 5159 台, 下降约 20%, 由于 SUV 车型价位相对轿车较高, 盈亏平衡线往往在 2000 台左右, 因此在 5000 台规模的 SUV 单车利润仍然会明显超越轿车, 但单车型贡献利润随着平均销量下滑较目前将下滑 20-40%。

目前自主品牌 SUV 月销量在 61489 台, 自主品牌平均单车月销量在 3717 台, 考虑到 SUV 年化同比增速 20%, 2014 年上半年车型数量从目前 15 个增加为 23 个, 预计 2014 年上半年平均月销量在 3850 台, 增加约 4%。自主品牌 2014 年初平均月均销量在 3850 台, 相对目前基本持平, 自主品牌的车型新增量同 SUV 市场的增速较为匹配, 单车型利润不会出现大幅下滑。

图 26 自主及合资车型平均单车月销量



资料来源：宏源证券

### 3、三菱 2013 年盈利，2015 年达到 18 亿元

广汽三菱 2013/14/15 年净利润 3/13.8/18.3 亿元。

表格 14 广汽三菱销量及盈利预测#

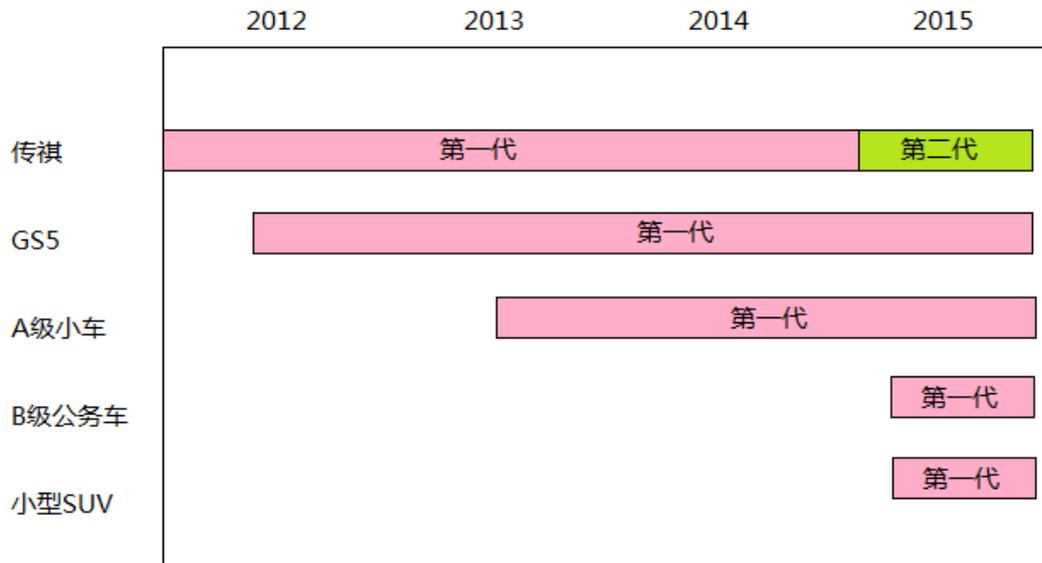
	2012		2013		2014		2015	
	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润
新劲炫 (13-21)			60000	30000	84000	42000	84000	42000
帕杰罗劲畅 (30-40)			10000	0	30000	60000	30000	60000
欧蓝德 (18-30)					24000	36000	54000	81000
总计		-45000	75000	30000	138000	138000	168000	183000

资料来源：宏源证券

## 六、自主品牌大幅减亏在望

公司目前自主品牌产能约 10 万台/年，极限产能在 15 万台/年，盈亏平衡点在 8 万台/年，从 2011 年传祺上市以来，产能利用率一直在 20-30%之间，2011 年产量约 1.7 万台，亏损 8.7 亿元，2012 年产量约 3.3 万台，预计亏损 8 亿元，随着 GS5 目前月销量冲破 5000 辆，由于目前广汽乘用车只有约 120 家 4S 店，随着到 2013 年底扩展到 170 家，广汽 GS5 的销量有望稳步提升到 7000 台以上，并且 2013.7 月将上市的一款 A 级车，定价在 8-12 万元，对标车型为凯越和卡罗拉，预计也能贡献 2000 辆左右的月销量，我们预计 2013 年广汽乘用车销量有望达到 8 万台盈亏平衡点，较 2012 年减亏 8 亿元，从 2014 年开始实现微利。

图 27 广汽乘用车产品导入规划#



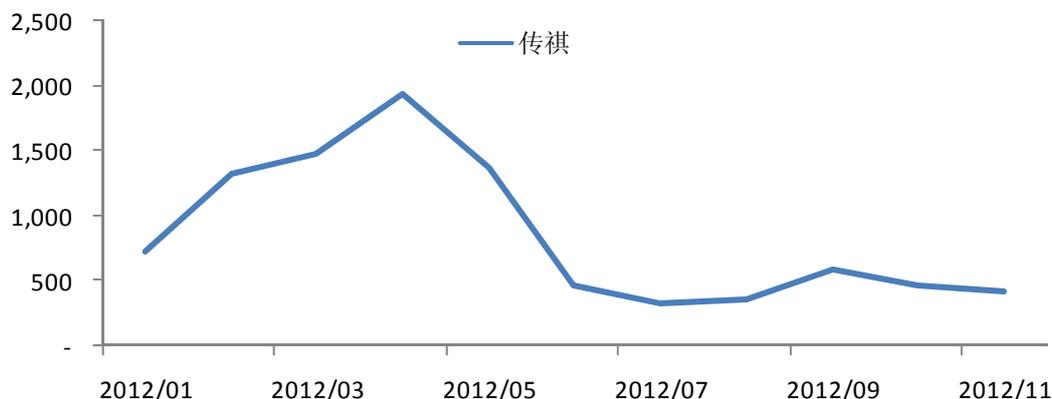
资料来源：宏源证券

图 28 GS5 上市以来月度销量



资料来源：CAAM

图 29 传祺近 1 年来销量



资料来源: CAAM

## 七、投资建议-强烈推荐

综上、预计广汽 2012/13/14 年 eps 分别为 0.20/0.52/0.93 元, 对应 PE 30/12/7 倍, 考虑到:

- 1、到公司新车型较多, 而盈利预测较为保守, 部分车型超预期的可能性较大。
- 2、混合动力预计在 3-5 年内会进入大规模普及初期 (在丰田销量中占比达到 5%-10%), 5-10 年内会大幅普及 (在丰田销量中超过 10%)。
- 3、A 股流通盘 2.8 亿股, 2012 年公司大股东增持了 0.8 亿股, 未来若股价下跌, 大股东极有可能会进一步增持, 即使增持到 75% 流通盘即 2.1 亿股, 也只需要再买入 1.3 亿股, 耗资大约 8 亿元。

我们给予强烈推荐评级, 12 个月目标价 9 元。对于大家担心的中日关系问题, 我们认为有净资产以及大股东增持的支撑, 加上公司 A 股流通盘面不大, 即使中日关系进一步恶化, 公司股价向下空间有限, 而中日关系一旦有所转机, 公司将面临估值和业绩的双双大幅回升, 股价将有 30% 以上的空间。

表格 15 拆分盈利预测

		2012		2013		2014		2015	
属性	公司	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润	销量	净利润
合营及联营公司	广汽本田	280000	183100	339400	310600	463000	450000	499000	486000
	广汽丰田	251000	284400	255000	293700	318000	318000	360000	339000
	广汽三菱		-45000	70000	30000	138000	138000	168000	183000
	广汽菲亚特	10000	-60000	96000	19200	170000	132000	234000	276000
	联营公司 (本田中国, 广丰发动机等)		60000		80000		80000		80000
	<b>投资收益合计</b>		<b>241250</b>		<b>406750</b>		<b>599000</b>		<b>722000</b>
并表范围公司	广汽乘用车		-80000		0		0		0
	并表其它业务		-70000		-120000		-50000		-50000

其他收入(主要是政府补助)	40000	50000	50000	50000
<b>并表利润合计</b>	<b>-110000</b>	<b>-70000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>总利润</b>	<b>131250</b>	<b>336750</b>	<b>599000</b>	<b>722000</b>
<b>EPS</b>	<b>0.20</b>	<b>0.52</b>	<b>0.93</b>	<b>1.12</b>

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

**何亚东:** 宏源证券研究所汽车行业研究员，清华大学汽车工程系毕业，广汽 4 年工作经验，2 年汽车行业证券研究经验。

主要研究覆盖公司：全覆盖

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。