



股票代码	601238.CH	2238.HK
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 6.60	港币 6.50
目标价	人民币 6.14	港币 6.63
上/下浮比例	-7%	1%
目标价格基础	15倍 2013年市 盈率	13倍 2013年市 盈率
板块评级	中立	中立

# 广汽集团

## 2013年，有望从谷底恢复

广汽集团是国内第六大汽车工业集团，乘用车板块是公司业务重心，其中广汽本田和广汽丰田是现有销量和利润的主要来源；而伴随菲亚特、三菱、Jeep等品牌的相继导入和新车的密集投放，广汽菲亚特和广汽三菱有望成为公司未来主要增长看点。2012年，由于钓鱼岛事件、新品牌亏损等负面拖累，广汽集团盈利大幅缩水。我们认为2013年将是公司由谷底恢复的一年，若菲翔、劲炫等新车如期爬坡上量，则菲亚特和三菱两大新合资企业有望分别实现减亏和扭亏；另一方面，旗下日系车销售有望复苏，但复苏的进度和程度存有不不确定性。我们首次覆盖给予公司持有评级，A、H股目标价格分别为6.14元和6.63港币。

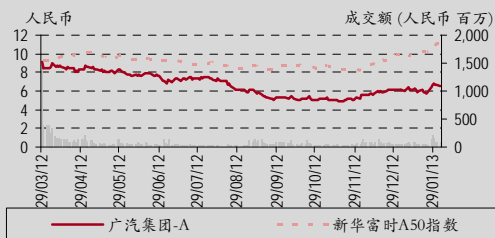
### 本报告要点

- 公司盈利结构分析。
- 菲亚特、三菱品牌前景展望

### 主要催化剂/事件

- 中日关系缓和，日系车需求反弹
- 新车销量超预期。

### 股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	-	9	27.2	-
相对新华富时A50指数	-	(1)	1.2	-

发行股数(百万)	6,435
流通股(%)	8
流通股市值(人民币 百万)	42,471
3个月日均交易额(人民币 百万)	73
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
广州汽车工业集团有限公司	59

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2013年2月4日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车：汽车

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120004

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120041

楼佳

(8621) 2032 8525

Jia.lou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512060001

### 支撑评级的要点

- 2008-2012年，由丰田和本田两大日系品牌主导的广汽集团的销量年复合增长率仅为8%，远低于行业复合增速20%及主要竞争对手。我们认为除外部环境的影响外，这与日系自身保守封闭的在华策略有很大关系。
- 我们认为，广汽集团寄望于新的合作伙伴菲亚特和三菱，来减少对原有日系品牌的依赖度，寻求更均衡的产品和盈利组合。我们预计未来几年，菲亚特、Jeep、三菱等新品牌有望迎来新车的密集投放。
- 我们认为2013年如市场环境正常，日系车销售将实现复苏，但复苏进度和程度存有不不确定性。目前中性预计广汽丰田和广汽本田均实现10%左右的销量增长。
- 我们预计，2013年广汽菲亚特有望实现7万台的销量目标，亏损额有望从去年8亿元减至4亿元。2014年如Jeep品牌新车如期导入，则有望扭亏为盈。
- 我们预计，2013年广汽三菱在SUV新车劲炫、帕杰罗劲畅的推动下，销量有望达到5万台的盈亏平衡点。

### 评级面临的主要风险

- 日系车销售存在不确定性；新车投放进度或销量不达预期。

### 估值

- 我们预计公司2012-2014年每股收益分别为0.18元、0.41元和0.62元，当前A股和H股股价对应2013年预计市盈率分别为16.1倍和12.7倍，我们认为估值偏贵。分别基于15倍和13倍2013年市盈率，给予A股和H股目标价6.14元和6.63港币，首次评级**持有**。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	8,742	10,984	12,522	14,776	17,140
变动(%)	24	26	14	18	16
净利润(人民币 百万)	4,294	4,272	1,138	2,635	4,017
全面摊薄每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
变动(%)	111.5	(0.5)	(73.4)	131.7	52.4
核心每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
变动(%)	111.5	(0.5)	(73.4)	131.7	52.4
全面摊薄市盈率(倍)	9.9	9.9	37.3	16.1	10.6
核心市盈率(倍)	9.9	9.9	37.3	16.1	10.6
每股现金流量(人民币)	(0.10)	(0.04)	(0.07)	(0.02)	0.07
价格/每股现金流量(倍)	(67.7)	(147.9)	(98.6)	(390.0)	93.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(66.4)	(32.1)	(26.6)	(34.8)	(37.5)
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.070	0.123	0.187
股息率(%)	3.0	3.0	1.1	1.9	2.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**股价表现—H股**


(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-	(9)	20.4	(17.6)
相对恒生中国企业指数	-	(11)	8.2	(22.4)

发行股数(百万)	6,435
流通股(%)	33
流通股市值(港币 百万)	41,828
3个月日均交易额(港币 百万)	49
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
广州汽车工业集团有限公司	59

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2013年2月4日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	8,742	10,984	12,522	14,776	17,140
变动(%)	24	26	14	18	16
净利润(人民币 百万)	4,294	4,272	1,138	2,635	4,017
全面摊薄每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
变动(%)	111.5	(0.5)	(73.4)	131.7	52.4
核心每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
变动(%)	111.5	(0.5)	(73.4)	131.7	52.4
全面摊薄市盈率(倍)	7.8	7.9	29.5	12.7	8.4
核心市盈率(倍)	7.8	7.9	29.5	12.7	8.4
每股现金流量(人民币)	(0.10)	(0.04)	(0.07)	(0.02)	0.07
价格/每股现金流量(倍)	(53.5)	(116.9)	(77.9)	(308.3)	73.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(45.5)	(22.2)	(18.6)	(23.7)	(23.9)
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.070	0.123	0.187
股息率(%)	3.8	3.8	1.3	2.4	3.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 目录

投资摘要及估值 .....	4
公司概况 .....	6
乘用车合资品牌 .....	11
乘用车自主品牌 .....	21
零部件板块.....	23
商用车板块.....	25
盈利展望 .....	27

## 投资摘要及估值

广汽集团成立于1997年，是我国第六大汽车工业集团。作为投资控股类企业，集团主要通过下属子公司经营四大业务板块：乘用车、零部件、商用车以及其他（汽车金融保险及摩托车等）业务。乘用车板块是公司的业务重心，其中广汽本田和广汽丰田是现有销量和盈利的主要来源，而尚处于起步培育期的广汽菲亚特和广汽三菱则是公司未来的主要增长看点。

从销量增速来看，2008-2012年由丰田和本田两大日系主导的广汽集团的年复合增长率仅为8%，远低于行业复合增速20%以及主要竞争对手增长水平。我们认为，过去几年在与德系、美系、韩系等竞争对手的角逐中，日系品牌节节败退，这其中不排除外部环境影响（如2011年日本地震、2012年钓鱼岛冲突），但日系自身保守封闭的态度也难辞其咎：无论在产能扩建还是新车型、新技术导入等方面，丰田、本田等日系品牌都远远落后于以大众、通用为首的欧美系对手。

目前来看，我们认为在政治环境趋于明朗化之前，日系车企可能会维持相对谨慎的在华策略。就广汽集团而言，我们认为公司寄望于新合资伙伴菲亚特-克莱斯勒和三菱的发展，来减少对原有日系品牌的依赖度，并寻求更合理的产品和盈利组合。

从经营业绩来看，2012年无疑是广汽集团处境艰难的一年：在钓鱼岛事件的冲击下，两大日系合资盈利大幅缩水，而尚处投入期的菲亚特、三菱以及自主品牌传祺亏损额加重，综合影响导致公司业绩陷入低谷，同比大幅下滑70-80%。我们认为，2013年将是广汽集团从谷底恢复的一年，伴随新车菲翔、劲炫 ASX 等的爬坡上量，广汽菲亚特和广汽三菱有望分别实现减亏和扭亏；另一方面，旗下广汽本田和广汽丰田销售有望实现复苏，但复苏的程度和进度存有不确定性。

整体而言，我们预计广汽集团2012-14年归属母公司净利润分别为11.4亿元、26.4亿元和40.2亿元，对应每股收益分别为0.18元、0.41元和0.62元。

### 估值与评级

目前广汽集团A股和H股股价对应2013年市盈率分别为16.1倍和12.7倍，其中A股估值明显高于行业平均水平和主要整车集团，H股估值与行业平均水平相当。我们认为，虽然广汽集团今年从谷底恢复是大概率事件，并且中长期来看，菲亚特、Jeep、三菱等新车型的密集导入为公司带来新的增长点；但短期内新合资公司仍处于培育期，尚不能贡献盈利增量；另一方面，日系车市场环境仍然存有不确定性。

综合考虑上述因素，我们首次覆盖广汽集团给予**持有**评级，分别基于15倍和13倍2013年市盈率，给予A股和H股目标价6.14元和6.63港币。

**图表 1.A 股和 H 股汽车板块主要上市公司估值表**

公司名称	评级	每股收益 (人民币)				每股收益增长 (%)			市盈率 (倍)			净资产收益率 (%)		
		2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
<b>A 股上市公司</b>														
上海汽车	买入	1.83	1.95	2.06	2.23	6.3	5.6	8.3	8.6	8.2	7.6	17.7	16.0	15.0
江淮汽车	买入	0.48	0.43	0.53	0.68	(11.3)	25.7	28.0	20.9	16.6	13.0	9.0	10.4	12.3
长安汽车	买入	0.21	0.32	0.63	0.86	55.8	93.6	37.9	26.8	13.9	10.1	9.7	16.0	18.5
福田汽车	持有	0.41	0.51	0.57	0.63	24.3	11.8	10.5	14.7	13.1	11.9	10.1	10.1	10.3
江铃汽车	买入	2.17	1.79	2.00	2.56	(17.5)	11.6	28.4	10.2	9.1	7.1	19.0	18.7	20.6
宇通客车	买入	1.68	2.06	2.29	2.67	22.8	11.3	16.6	13.5	12.2	10.4	20.3	18.9	18.6
中国重汽	买入	0.86	0.09	0.75	0.98	(89.6)	732.2	30.6	140.2	16.8	12.9	1.0	8.1	9.9
潍柴动力-A	买入	2.80	1.63	2.23	2.99	(41.8)	37.0	34.1	16.2	11.8	8.8	12.5	14.7	16.6
福耀玻璃	持有	0.76	0.77	0.85	0.93	2.0	9.7	10.1	10.9	10.0	9.1	21.9	21.0	20.2
威孚高科	买入	1.77	1.24	1.65	2.21	(30.0)	33.3	33.9	33.3	25.0	18.7	9.8	11.9	14.0
一汽富维	持有	2.02	1.77	2.02	2.47	(12.5)	13.8	22.4	10.8	9.5	7.7	13.0	13.0	13.9
华域汽车	买入	1.16	1.22	1.30	1.39	5.4	6.6	6.9	8.4	7.9	7.3	16.7	15.7	14.9
悦达投资	买入	1.33	1.27	1.41	1.62	(4.4)	10.4	14.9	12.2	11.1	9.6	23.6	21.3	20.2
长城汽车-A	买入	1.13	1.87	2.35	2.99	65.7	25.9	27.2	15.2	12.0	9.5	26.9	27.3	27.9
中国汽研	买入	0.31	0.46	0.52	0.57	48.7	12.3	9.6	18.3	16.3	14.8	10.1	10.3	10.3
中原内配	持有	1.07	1.28	1.62	1.93	19.8	26.4	18.9	21.0	16.6	14.0	9.1	10.5	11.3
A 股平均						2.7	66.7	21.1	23.8	13.1	10.8	14.4	15.2	15.9
广汽集团-A		0.66	0.18	0.41	0.62	(73.4)	131.7	52.4	37.3	16.1	10.6	4.0	8.5	11.8
<b>H 股上市公司</b>														
潍柴动力-H	买入	2.80	1.63	2.23	2.99	(41.8)	37.0	34.1	16.2	11.9	8.8	12.5	14.7	16.6
东风汽车集团	持有	1.22	0.99	1.26	1.47	(18.8)	27.7	16.3	10.0	7.8	6.7	16.0	17.3	17.1
庆铃汽车	买入	0.14	0.13	0.14	0.17	(11.3)	12.7	21.8	13.8	12.2	10.0	4.3	4.8	5.7
中升控股	买入	0.74	0.40	0.83	1.15	(46.3)	108.3	38.4	26.0	12.5	9.0	10.0	17.5	20.0
大昌行	持有	0.72	0.53	0.56	0.76	(26.8)	5.1	36.3	17.1	16.2	11.9	11.0	10.5	12.8
长城汽车-H	买入	1.13	1.87	2.35	2.99	65.7	25.9	27.2	13.3	10.5	8.3	26.9	27.3	27.9
吉利汽车	买入	0.19	0.22	0.26	0.30	16.1	17.6	19.5	15.3	13.0	10.9	15.8	15.8	16.1
华晨汽车	持有	0.36	0.46	0.53	0.63	26.3	17.2	18.8	18.9	16.2	13.6	21.7	19.6	18.7
中国重汽	持有	0.36	0.09	0.27	0.34	(76.3)	211.6	25.7	50.9	16.3	13.0	1.3	3.8	4.6
H 股平均						(12.6)	51.5	26.5	20.2	13.0	10.3	13.3	14.6	15.5
广汽集团-H		0.66	0.18	0.41	0.62	(73.4)	131.7	52.4	29.5	12.7	8.4	4.0	8.5	11.8

资料来源: 万得, 彭博, 中银国际研究

\*市盈率按照 2 月 4 日收盘价计算

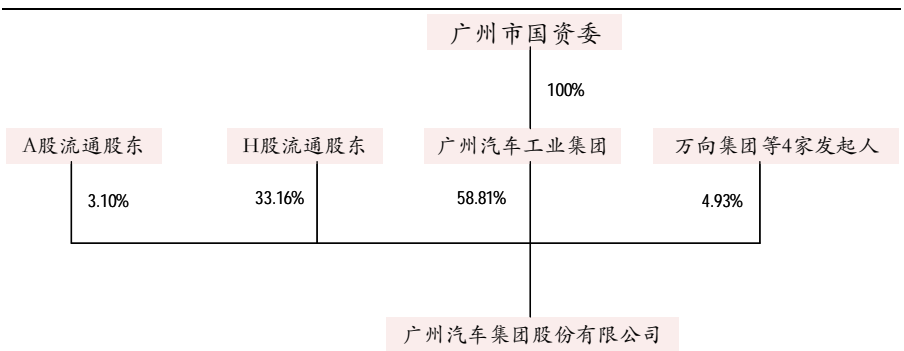
## 公司概况

广汽集团是我国第六大汽车工业集团，前身是成立于1997年6月的国有独资企业广州汽车集团有限公司；2005年6月由大股东广汽工业联合万向集团、中国机械工业集团、广州钢铁及长隆集团四家企业作为共同发起人，对原广汽集团有限公司进行股份制改造；2010年8月广汽集团对旗下上市子公司骏威汽车进行私有化，并以介绍方式实现H股整体上市；2012年3月又通过换股吸收合并广汽长丰，实现A股IPO，成为首家A+H整体上市的大型国有控股汽车集团。

## 股权结构

广汽集团实际控制人为广州市国资委，其通过全资拥有的广汽工业集团（含子公司）持有广汽集团58.81%的股份，万向集团等4家原始发起人合计持有4.93%股权；其余股份为公众持有的流通股，包括H股33.16%和A股3.10%。

图表 2. 广汽集团股权结构

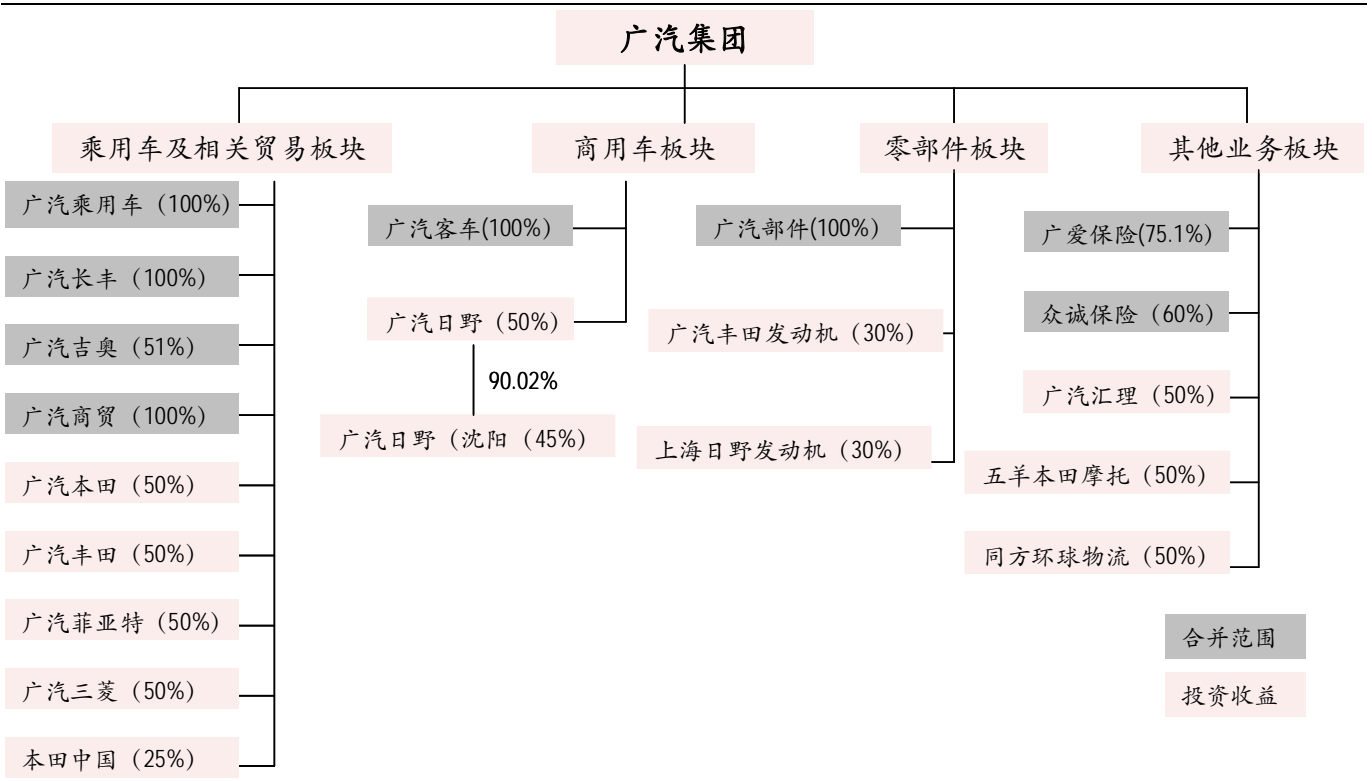


资料来源：公司资料，中银国际研究

注：4家发起人股东分别是万向集团（2.44%）、中国机械工业集团（2.26%）、广州钢铁（0.12%）及长隆集团（0.11%）；A股及H股流通股东不包含广汽集团所持有的流通股。

## 经营情况概述

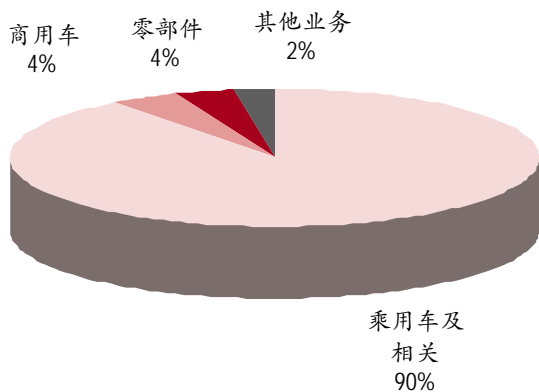
作为投资控股类企业，广汽集团主要通过下属合并子公司和合联营公司经营四大业务板块：乘用车及相关贸易业务、零部件业务、商用车业务以及其他（汽车金融保险及摩托车等）业务。其中，乘用车板块是公司的业务重心，具体包括两大日系合资品牌广汽本田、广汽丰田，新成立的合资公司广汽菲亚特、广汽三菱，以及自主品牌传祺等；零部件板块是仅次于乘用车板块的业务板块，以内部配套为主，兼顾出口外销；商用车和其他业务板块目前规模较小，且基本处于微亏或微利状态，对公司整体盈利影响有限。

**图表 3. 广汽集团业务板块及下属主要子公司**


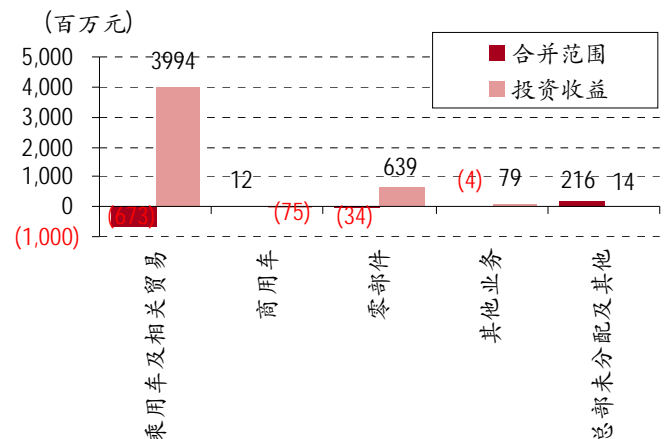
资料来源：公司资料，中银国际研究

从合并层面收入贡献来看，90%来自乘用车及相关贸易板块，其中以全资子公司广汽商贸经销自有乘用车形成的贸易收入为主；商用车、零部件以及保险等其他业务板块规模较小，合计贡献收入占比仅10%左右。

从利润贡献来看，合并层面业务以自主品牌乘用车为主，目前处于经常性亏损状态；公司盈利基本来自合联营企业贡献的投资收益，其中乘用车板块的两大合资品牌广汽丰田、广汽本田贡献比重在85%左右，其余15%基本由零部件板块的广丰发动机和广汽部件旗下的十余家合联营公司贡献。另外，新合资公司广汽菲亚特和广汽三菱由于建设培育期费用支出较大，目前处于亏损阶段；但中长期来看，是公司的主要增长看点。

**图表 4. 广汽集团 2011 年销售收入分板块列示**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 5. 广汽集团 2011 年净利润（含少数股东损益）拆分**


资料来源：公司数据，中银国际研究

## 产能布局

截至 2012 年底，广汽集团具备整车 145.4 万台、发动机 85 万台、变速器 20 万台以及摩托车 100 万台的年生产能力。

乘用车方面，公司下属各子公司合计产能达到 139 万台，包括广汽乘用车（自主品牌传祺）10 万台、广汽吉奥（微客及 SUV）13 万台、广汽长丰 5 万台，广汽本田 48 万台、广汽丰田 38 万台、本田中国 6 万台、广汽菲亚特 14 万台以及广汽三菱 5 万台产能。

商用车方面，广汽客车年产能约 2,000 台、广汽吉奥（皮卡）4 万台、广汽日野（含日野沈阳）约 2.2 万台，合计产能共 6.4 万台。

发动机方面，包括广丰发动机 50 万台和上海日野发动机 3 万台产能。另外，去年下半年广汽菲亚特和广汽乘用车发动机工厂逐步投产，产能规模分别为 22 万台和 10 万台。

图表 6. 广汽集团旗下整车及部分零部件生产布局（截至 2012 年底）

	生产基地	产能(台)	投产或收购时间
<b>乘用车</b>			
广汽乘用车	广州番禺	100,000	2010 年
广汽吉奥(乘用车)		130,000	2010 年底收购
广汽长丰*	湖南永州	50,000	2009 年收购
广汽本田	广州黄埔	240,000	1999 年
	广州增城一期	120,000	2006 年
	广州增城二期	120,000	2011 年底
	小计	480,000	
广汽丰田	广州南沙一期	260,000	2006 年
	广州南沙二期	120,000	2009 年
	小计	380,000	
本田中国	广州经济技术开发区	60,000	2005 年
广汽菲亚特	湖南长沙	140,000	2012 年 6 月底
广汽三菱	湖南长沙星沙	50,000	2012 年 4 季度扩建改造后投产
<b>乘用车小计</b>		<b>1,390,000</b>	
<b>商用车</b>			
广汽客车	广州白云区	2,000	1993 年
广汽吉奥(皮卡等)		40,000	
广汽日野	广州从化	16,000	2009 年
广汽日野(沈阳)	辽宁沈阳	6,000	2008 年收购
<b>商用车小计</b>		<b>64,000</b>	
<b>摩托车</b>			
五羊-本田摩托		1,000,000	2011 年收购
<b>发动机</b>			
广丰发动机	广州南沙	500,000	2005 年
上海日野	上海	30,000	2010 年
广汽菲亚特发动机	湖南长沙	220,000	2012 年 6 月底
广汽乘用车	广州番禺	100,000	2012 年
<b>发动机小计</b>		<b>850,000</b>	
<b>变速器</b>			
杭维客	杭州萧山	200,000	2009 年收购

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

\*广汽长丰目前正在注销办理中, 未来生产基地可能会转让给长丰集团



## 销量与市场份额

2012年广汽集团（含下属子公司）汽车总销量共计71万台；其中乘用车销售70.5万台，涵盖中高级轿车、经济型轿车、SUV和MPV等，主要由两大日系合资品牌广汽丰田和广汽本田以及自主品牌传祺、长丰、吉奥等贡献；商用车（不含皮卡）销量7,355台，由旗下广汽客车和广汽日野完成销售。

图表 7. 广汽集团各分部销量列示

(台)	2009	2010	2011	2011年 同比(%)	2012年	2011年 同比(%)
广汽本田	365,623	386,031	362,294	(6.1)	316,405	(12.7)
广汽丰田	209,587	269,429	274,417	1.9	250,088	(8.9)
广汽长丰	30,139	39,048	31,196	(20.1)	26,072	(16.4)
本田汽车(中国)	28,299	25,009	24,249	(3.0)	29,034	19.7
广汽乘用车	-	-	17,006		32,611	
广汽吉奥(含皮卡)	-	-	24,984		36,808	
广汽菲亚特					11,290	
广汽三菱					2,491	
<b>乘用车小计</b>	<b>603,509</b>	<b>719,517</b>	<b>734,146</b>	<b>2.0</b>	<b>704,799</b>	<b>(4.0)</b>
广汽日野	1,810	2,911	4,549	56.3	5,752	26.4
广汽客车	1,302	1,793	1,699	(5.2)	1,603	(5.7)
<b>商用车小计</b>	<b>3,112</b>	<b>4,704</b>	<b>6,248</b>	<b>32.8</b>	<b>7,355</b>	<b>17.7</b>
<b>汽车合计</b>	<b>606,621</b>	<b>724,221</b>	<b>740,394</b>	<b>2.2</b>	<b>712,154</b>	<b>(3.8)</b>
广丰发动机	355,591	395,988	277,264	(30.0)	385,471	39.0
上海日野发动机	11,592	22,305	21,587	(3.2)	16,267	(24.6)
<b>发动机小计</b>	<b>355,591</b>	<b>418,293</b>	<b>298,851</b>	<b>(28.6)</b>	<b>401,738</b>	<b>34.4</b>
五羊-本田摩托(广州)	-	-	900,099		950,999	5.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

从增速来看, 2008-2012年广汽集团整体销量的年复合增长率仅为7.9%, 远低于行业及主要竞争对手, 我们认为这与近些年以丰田、本田为代表的老牌日系合资企业新品匮乏、竞争力和市场地位削弱有很大关系。

从市场份额来看, 最近五年广汽集团市场占有率逐年走低, 2012年降至3.7%, 与上汽、东风、一汽、长安等前五大汽车集团差距进一步拉开。

图表 8. 我国主要汽车集团 2008-2011 年销量及市场份额列示

汽车集团	销量(万台)					复合 增速(%)	市场份额(%)					旗下主要合资品牌
	2008	2009	2010	2011	2012		2008	2009	2010	2011	2012	
上汽集团	172	271	356	397	446	26.9	18.4	19.8	19.7	21.4	23.1	通用、大众
东风集团	153	194	272	306	308	19.0	16.4	14.3	15.1	16.5	15.9	PSA、本田、日产
一汽集团	132	190	256	260	265	19.0	14.1	13.9	14.2	14.1	13.7	大众、丰田
长安集团	120	187	238	201	196	13.1	12.8	13.7	13.2	10.9	10.1	福特、马自达、铃木、PSA
北汽集团	77	124	149	153	169	21.7	8.3	9.1	8.2	8.2	8.8	现代、奔驰
<b>广汽集团</b>	<b>53</b>	<b>61</b>	<b>72</b>	<b>74</b>	<b>71</b>	<b>7.9</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	<b>本田、丰田、菲亚特、三菱</b>
华晨集团	29	35	50	57	64	22.3	3.1	2.6	2.8	3.1	3.3	观致、路虎
长城汽车	13	23	40	49	62	48.8	1.4	1.7	2.2	2.6	3.2	宝马
奇瑞汽车	36	50	68	64	56	12.1	3.8	3.7	3.8	3.5	2.9	-
吉利汽车	22	33	42	43	49	22.0	2.4	2.4	2.3	2.3	2.5	-
<b>行业</b>	<b>934</b>	<b>1364</b>	<b>1806</b>	<b>1851</b>	<b>1931</b>	<b>19.9</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	

资料来源: 《中国汽车工业产销快讯》, 中银国际研究

## 业绩

根据盈利预警，广汽集团 2012 年归属母公司净利润在 8.5-12.8 亿元，同比大幅下滑 70-80%。由于前 3 季度公司实现归属母公司净利润 18.4 亿元，故第 4 季度单季亏损额高达 5.6 亿-9.8 亿元。

我们认为公司 4 季度乃至全年业绩的大幅下滑，一方面受到去年 9 月钓鱼岛事件的冲击，作为盈利支柱的两大日系品牌广汽丰田和广汽本田销量和盈利骤然萎缩；另一方面，新成立的合资公司广汽菲亚特和广汽三菱，以及自主品牌传祺尚处起步期，在品牌培育、网络建设、新车广告宣传等方面费用开支较大，皆处在亏损阶段，对公司整体业绩形成不小的拖累。此外，我们估计 2012 年政府补贴等营业外收入较 2011 年呈现大幅减少。

## 乘用车合资品牌

### 广汽本田

广汽本田是1998年由广汽集团和日本本田技研工业株式会社共同出资组建的合资公司。截至2012年底，广汽本田拥有黄埔工厂、增城工厂两大生产基地，合计产能48万台。另外，增城三期工程（三工厂）和发动机工厂建设去年已获批，预计2014年有望投产。

图表9. 广汽本田生产布局（含规划）

生产基地	产能	（预计）投产时间	生产车型
黄埔基地	24万	1999年（滚动发展，至2004年扩充至24万台）	飞度、锋范、理念S1
增城基地一期	12万	2006年9月	奥德赛、雅阁
增城基地二期	12万	2011年底	歌诗图、雅阁
增城基地三期	24万	2014年（初期12万）	-
发动机工厂	24万	2014年	配套新工厂投放的车型

资料来源：公司资料，中银国际研究

产品方面，目前广汽本田在售产品包括中高级轿车歌诗图、雅阁，MPV奥德赛，A级轿车锋范以及A0级轿车飞度、理念S1等六大系列。从销量结构来看，目前雅阁和锋范是主力车型，两者合计销售比重超过60%。

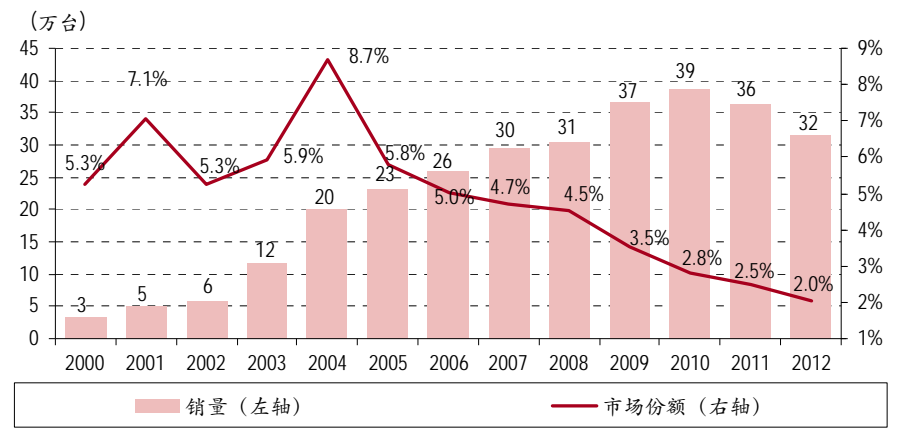
图表10. 广汽本田在售车型部分参数及竞争车型

在售车型	细分类别	指导价（万元）	排量	推出时间	竞争车型
雅阁	B级车	18.68-34.28	2.0L, 2.4L, 3.5L	1999年（第六代）	凯美瑞、天籁、迈腾、帕萨特
奥德赛	MPV	22.98-28.28	2.4L	2002年	艾力绅、别克GL8、马自达8
飞度	A0级车	7.98-11.98	1.3L, 1.5L	2004年9月	嘉年华、雅力士、马自达2、威驰
锋范	A级车	9.68-15.98	1.5L, 1.8L	2008年12月	POLO、K2、瑞纳、骊威
歌诗图	B级跨界车	25.98-42.88	2.4L, 3.5L	2010年10月	思铂睿、大众CC、
理念S1	A0级车	6.98-9.98	1.3L, 1.5L	2011年4月	启辰D50、思铭、宝骏630

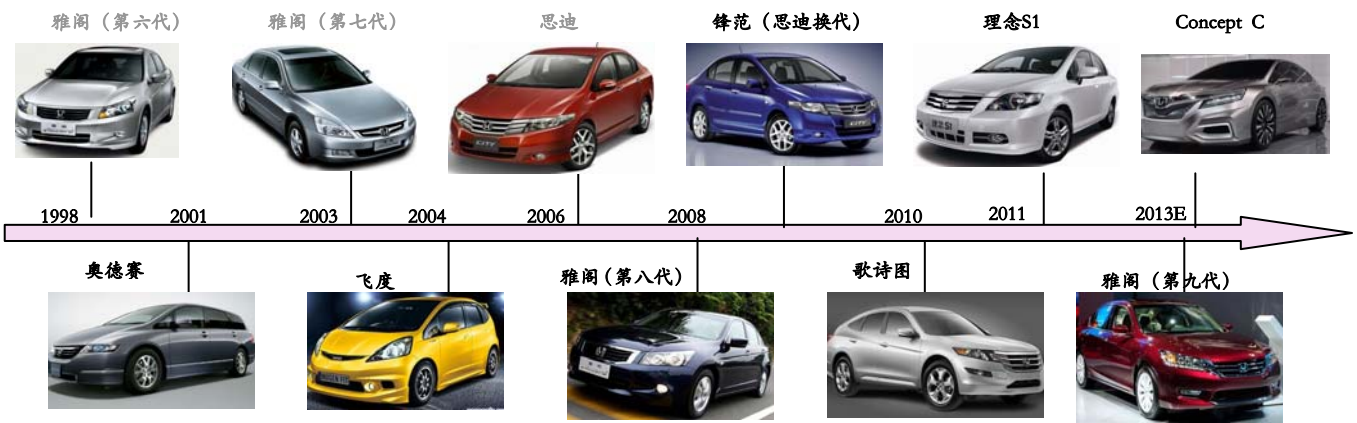
资料来源：公开资料，中银国际研究

### 发展历程

从公司发展历程来看，在成立早期阶段（2000-2004年），广汽本田凭借雅阁、奥德赛等车型的热销，产销规模节节攀升，在乘用车市场一直保持5%以上的市场份额。然而从2005年开始，广本的市场占有率逐年萎缩，从2004年8.7%的峰值一路降至2012年的2.0%；尤其是过去两年里，受外部环境（地震、钓鱼岛事件）和自身竞争力减弱两方面影响，销量和份额持续下跌。

**图表 11. 广汽本田历年销量及在乘用车市场的份额变化**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 12. 广汽本田历年新车型推出情况**


资料来源：汽车之家网站，公司资料，中银国际研究

注：灰色字体为已停产车型

我们认为，广汽本田市场地位的削弱主要源自两方面因素。首先，与竞争对手相比，本田在新品导入和产品更新换代方面较为迟缓。自1999年成立至今的13年里，广汽本田仅投放了雅阁、奥德赛、飞度、锋范、歌诗图等6款车型，且现有主力车型雅阁、奥德赛、锋范等均已上市至少4年，处于产品生命周期尾声，在产品换代及新品导入方面公司没有把握好节奏。其次，我们认为本田在华相对保守的扩张策略令公司错失了中国汽车市场高速发展的良机。2009-2010年，公司的产能利用率一直处于100%以上的满负荷状态，产能瓶颈直至2011年底才得以缓解；相比之下，通用、大众等竞争对手扩张相对激进，通过技改、新建等手段保证了产能相对需求的同步扩张，从而实现了销量的快速增长。

### 经营情况

与销量相对应，广汽本田的盈利状况在2010年达到阶段性高点，我们测算当年的单车均价在14.5万元左右，净利率也在接近9%的高点。2011年，公司销量和收入分别下滑6%和11%，净利润估计降幅在15%左右，我们认为除了地震因素外，业绩的下滑亦受到雅阁、奥德赛等盈利主力车型日渐老化以及降价促销等的负面影响。

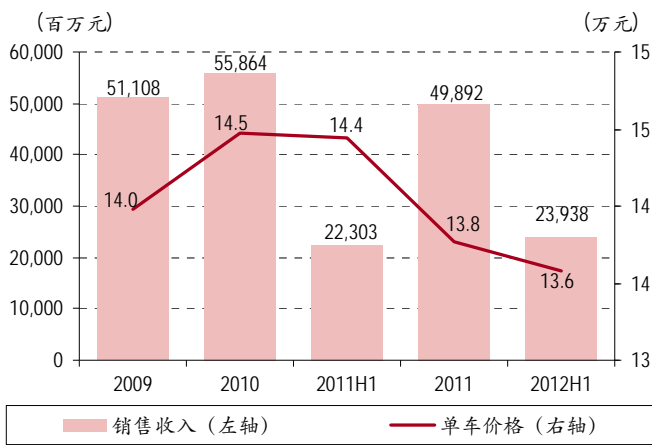
去年9月钓鱼岛事件风波让原本步履艰难的广汽本田在4季度遭遇重挫。1-8月公司累计销量同比实现8.7%的正增长，其后急转直下，导致全年下滑12.7%至31.6万台；销售结构亦呈现加速下移：盈利主力雅阁销量同比大幅下滑35.2%，虽然高端车型歌诗图新增2.4L排量后销量有所起色，但也难抵主力车型的下滑；另一方面，飞度等低端车型销售占比提高。综合考虑车型结构下移以及钓鱼岛事件等负面影响，我们估计去年广汽本田净利润在24亿元左右，同比下降幅度超过40%。

图表 13. 广汽本田在售车型销量情况

车型	销量(台)			增速(%)			销售占比(%)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
雅阁	171,728	160,735	104,114	(2.1)	(6.4)	(35.2)	44.5	44.4	32.9
奥德赛	45,816	30,404	20,900	61.4	(33.6)	(31.3)	11.9	8.4	6.6
飞度	33,575	21,043	35,920	(31.0)	(37.3)	70.7	8.7	5.8	11.4
锋范	132,648	123,502	96,913	17.2	(6.9)	(21.5)	34.4	34.1	30.6
歌诗图	2,264	1,914	33,982	-	(15.5)	1675.4	0.6	0.5	10.7
理念 S1	-	24,696	24,576	-	-	(0.5)	-	6.8	7.8
合计	386,031	362,294	316,405	5.6	(6.1)	(12.7)	100.0	100.0	100.0

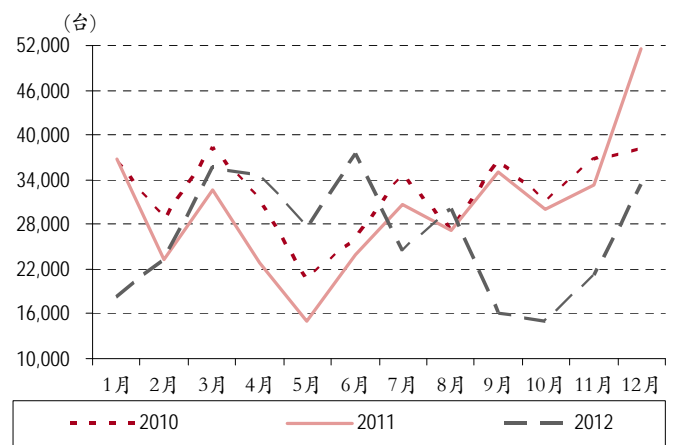
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14. 广汽本田销售收入及单车均价变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 15. 广汽本田近三年月度销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

展望2013年，我们认为广汽本田乃至整个日系品牌能否重拾升势，很大程度上取决于政治环境。就广本而言，今年有多款新车、改款车推出，其中一款针对中国市场开发的全新A+级轿车（Concept C）有望于8月问世，第九代雅阁预计9月推出；另外，年底还可能投放理念换代车型。整体而言，我们认为在中日关系相对稳定的情况下，今年广汽本田业绩相比2012年将有所改观；预计总销量有望同比增长10.6%至35万台左右。

图表 16. 广汽本田 2013-14 年新车型规划

新车型	上市时间 (预计)	备注
Concept C	2013年8月	全新紧凑型 A+级轿车，尺寸比思域略大；专门为中国市场开发
第九代雅阁	2013年9月	搭载了本田全新的 2.4L Earth Dreams 发动机
理念 S1 升级换代	2013年底	外观和内饰都更具个性化
理念 SUV	2014年	与本田 CR-V 同级别
本田小型 SUV	2014年	基于飞度平台开发

资料来源：公开资料，中银国际研究预测

## 广汽丰田

广汽丰田成立于2004年9月，是广汽集团与丰田汽车公司按50:50的股比共同投资和经营的合资公司。公司目前在广州南沙拥有两条生产线，合计产能36万台，主要生产凯美瑞、雅力士、汉兰达和逸致四款车型。

图表 17. 广汽丰田生产布局

生产基地	产能	投产时间	生产车型
广州南沙一期	24万	2006年	凯美瑞、雅力士
广州南沙二期	12万	2009年	汉兰达、逸致

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

## 产品线

我们认为，与广汽本田或一汽丰田相比，广汽丰田的产品线较为单薄，且对单一车型过分依赖，2006-2008年公司销量基本来自凯美瑞，直至2009年中推出汉兰达，凯美瑞的销售比重才有所下降。另外两款车型雅力士和逸致上市以来销量表现不尽如人意：其中雅力士所在的小型(A0级)轿车，并非合资品牌的主攻市场，雅力士在价格和品质方面并无特别优势，月销量仅保持在1,000-2,000台的水平；对于2011年6月上市的逸致E'Z，虽然是广汽丰田按中高级车标准精心打造的全国首款集“轿车、SUV、MPV”于一体的时尚多功能车FUV,但由于较高的定价策略，至今销量表现平平。

图表 18. 广汽丰田在售车型及主要竞争车型

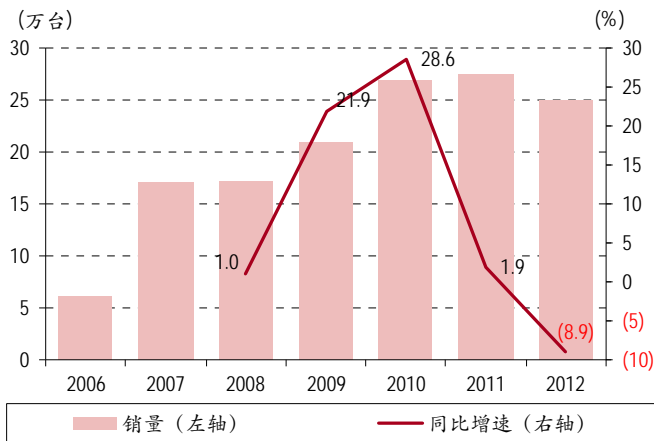
在售车型	细分类别	指导价(万元)	排量	推出时间	竞争车型
凯美瑞	B级车	17.98-32.98	2.0L, 2.5L	2006年6月	雅阁、天籁、迈腾、帕萨特
雅力士	A0级车	8.70-10.68	1.3L, 1.6L	2008年6月	威驰、飞度、马自达2、POLO
汉兰达	中大型SUV	24.88-42.98	2.7L, 3.5L	2009年6月	全新胜达、锐界(进口)
逸致	MPV	14.98-23.98	1.6L, 1.8L, 2.0L	2011年6月	马自达5(进口)、途安

资料来源: 公开资料, 中银国际研究

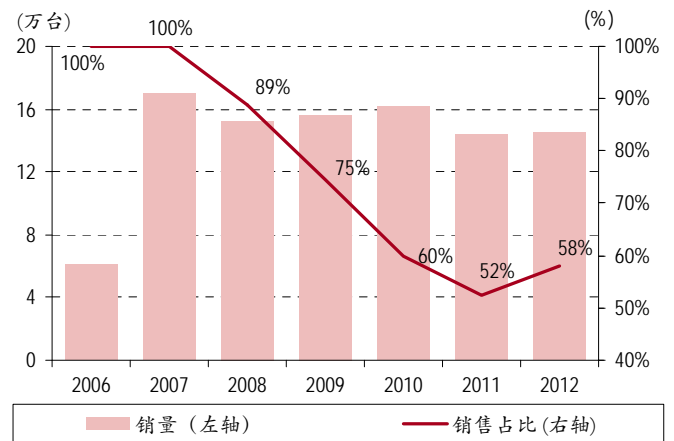
图表 19. 广汽丰田历年新车型推出情况



资料来源: 汽车之家网站, 公司资料, 中银国际研究

**图表 20. 广汽丰田历年销量及增速**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 21. 主力车型凯美瑞历年销量及销售比重**


资料来源：公司数据，中银国际研究

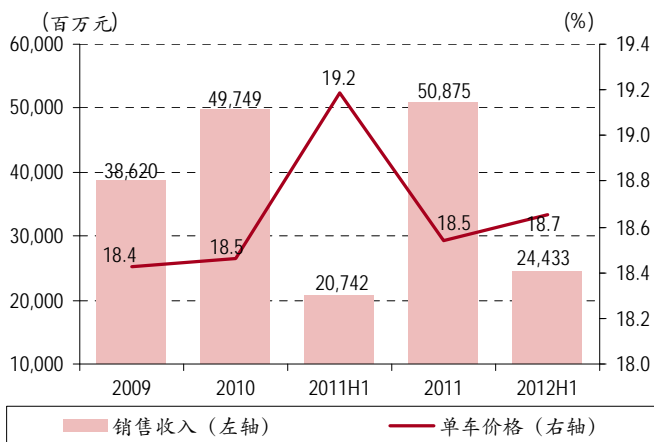
**图表 22. 广汽丰田在售车型销量情况**

车型	销量(台)			增速(%)			销量占比(%)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
凯美瑞	161,411	143,720	145,402	3.3	(11.0)	1.2	59.9	52.4	58.1
雅力士	27,062	19,324	12,341	51.3	(28.6)	(36.1)	10.0	7.0	4.9
汉兰达	80,956	94,635	75,059	128.2	16.9	(20.7)	30.0	34.5	30.0
逸致	0	16,738	17,286	-	-	3.3	-	6.1	6.9
合计	269,429	274,417	250,088	28.6	1.9	(8.9)	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 经营情况

我们认为，虽然在车型数量和产销规模方面，广汽丰田落后于广汽本田，但近几年凭借“凯美瑞+汉兰达”的产品组合，广汽丰田的单车均价和盈利结构要优于广汽本田。

**图表 23. 广汽丰田销售收入及单车均价变化**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 24. 广汽丰田近三年月度销量**


资料来源：公司数据，中银国际研究

2012年，公司原本寄望于全新凯美瑞的推出，挽回2011年因地震丢失的份额，因此在年初制定了较为激进的目标—总销量35万台，同比增长近30%。我们认为，即使不考虑4季度钓鱼岛突发事件的冲击，实现目标的难度依旧很大。在竞争异常激烈的高中级车市场，凯美瑞不仅面对雅阁、天籁等劲旅，近年来以帕萨特、迈腾为首的欧美系B级车来势凶猛。面对激烈竞争，丰田此次采取了“新老凯美瑞”并行销售的策略，拉开价格区间，以此促进销量。然而新凯美瑞上市以来销量表现一直不温不火，上半年月均基本在万台上下徘徊，下半年又不幸遭遇钓鱼岛风波，最终全年凯美瑞销量14.5万台，低于原定20万台的目标。去年广汽丰田总销量25万台，同比下降8.9%；考虑到规模效应的缩减效应，我们估计净利润下滑幅度接近30%。

从今年情况来看，我们认为与其他日系合资公司相比，广汽丰田的新品相对较少，全新车型仅有一款雅力士换代，其余主要以年度改款为主，因此销量贡献主力仍依赖于凯美瑞和汉兰达两款车型。整体来看，今年的销量走势很大程度上还取决于政治环境。如中日关系平稳，我们预计广丰销量有望恢复至2011年水平，即27-28万台，同比增长10%左右。

### 广汽菲亚特

广汽菲亚特成立于2010年3月，是广汽集团与菲亚特-克莱斯勒集团按50:50的出资比例建立而成。长沙基地已于去年6月底投产，现具备年产14万台整车和22万台发动机的生产能力；按照规划，预计到2015年总产能将扩充至25万台整车和30万台发动机。

#### 现有产品

目前广汽菲亚特旗下产品主要包括国产菲翔 (Viaggio)，以及进口渠道的三款车型，分别是菲亚特500 (A0级轿车) 博悦 (A级轿车) 和菲跃 (SUV)。

图表 25. 广汽菲亚特现有车型 (含进口) 列示

车型	细分类别	排量	指导价(万元)	渠道	竞争车型
菲亚特500	A0级轿车	1.4L	16.98-26.88	进口	奥迪A1、宝马mini、奔驰Smart等
博悦	A级轿车	1.4T	16.39-20.79	进口	奥迪A3、本田Insight等
菲跃	SUV	2.4L	24.98-27.48	进口	标致4008、科帕奇、锐界等
菲翔	A级轿车	1.4T	10.88-15.88	国产	朗逸、速腾、高尔夫、新福克斯、科鲁兹等

资料来源: 公开资料, 中银国际研究

菲翔是合资公司针对中国市场，基于菲亚特-克莱斯勒下的全新平台 (CUSW) 开发的首款轿车，瞄准了国内市场规模最大但竞争也异常激烈的紧凑型家轿市场。目前，在该市场的几款主力车型诸如大众朗逸、速腾，福特福克斯，通用科鲁兹等月销均超过2万。就菲翔而言，自去年9月份上市以来，月销量分别为934台、2,184台、4,075台和4,097台，目前仍处在爬坡阶段。我们认为作为后来者，菲翔的竞争力和品牌认可度与主要竞争对手还存有一定差距；如成熟阶段月销能够稳定在6,000-7,000台的水平，对首款菲翔来说已经是相当不错的成绩。



### 新车型导入

按照规划，为填补未来两年 30 万台的产能规模，菲亚特集团将每年向合资公司导入至少 1-2 款的全新车型。我们认为，除菲亚特品牌外，另一品牌阿尔法罗密欧以及克莱斯勒集团旗下的克莱斯勒、Jeep 等品牌都有望择机导入国内市场。值得一提的是，日前广汽集团与菲亚特-克莱斯勒集团签署了关于在华扩大生产及销售乘用车产品的框架协议；据此协议，Jeep 品牌有望于 2014 年起在国内投产。我们估计，除 Jeep 品牌目前在华进口销售的四款车型可供国产化外，合资公司也有可能将首款 Jeep 产品定位于一款针对中国市场、基于全新平台开发的 SUV 车型。

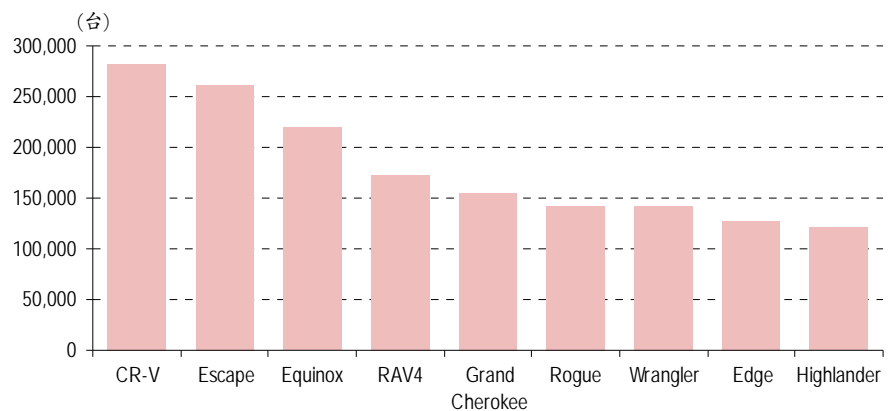
Jeep 品牌以专业生产 SUV 著称，也是目前国内最畅销的进口品牌之一，其在国内销售的主要车型包括硬派越野型 SUV 牧马人、全尺寸 SUV 大切诺基以及紧凑型 SUV 指南者、自由客；其中大切诺基、牧马人等车型不仅在国内受欢迎度高，也是美国市场年销量超过或接近 15 万台的畅销车型。近两年，得益于中国 SUV 市场的爆发式增长，Jeep 品牌在国内也实现了突飞猛进发展。据公开资料显示，去年 Jeep 在国内进口销量突破 5 万台，同比翻番。我们认为，Jeep 品牌在国内具有不错的口碑，特别是在 SUV 细分领域品牌认可度高；我们预计，待国产化后，产品售价有望进一步降低，届时 Jeep 品牌年销有望突破 10 万台。

图表 26. Jeep 品牌目前在华进口销售的四款车型

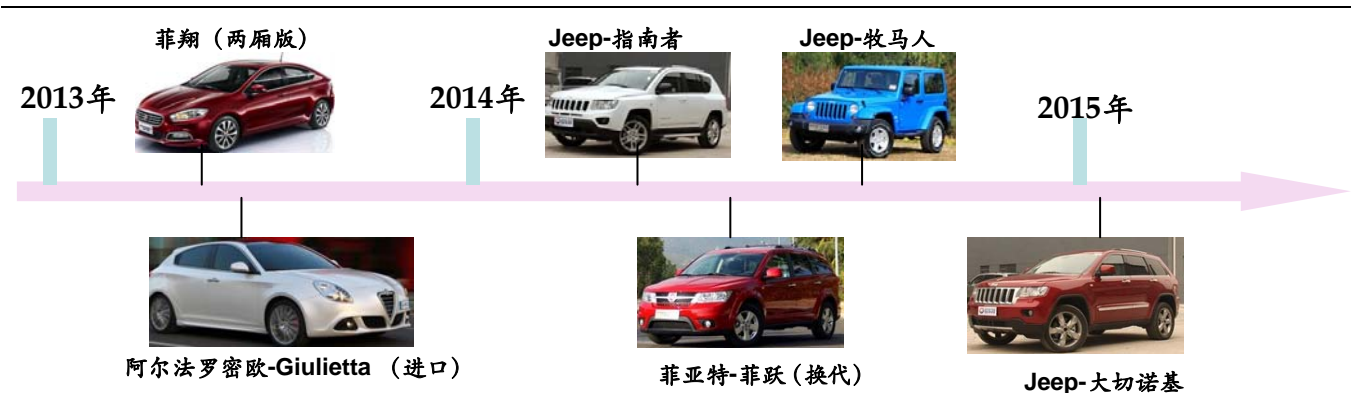
车型	细分类别	排量	长宽高(mm)	轴距(mm)	指导价(万元)	国产对标车型
指南者(Compass)	紧凑型 SUV	2.0L, 2.4L	4448*1812*1663	2,635	22.19-28.19	CR-V、途观、RAV4、翼虎、IX35
自由客 (Liberty)	紧凑型 SUV	2.4L	4424*1808*1667	2,635	24.59-27.09	CR-V、途观、RAV4、翼虎、IX35
牧马人(Wrangler)	越野型 SUV	3.6L	4223*1873*1840	2,424	44.99-56.99	-
大切诺基(Grand Cherokee)	全尺寸 SUV	3.6L, 5.7L, 6.4L	4822*1943*1781	2,915	56.99-119.99	普拉多、汉兰达、楼兰

资料来源: 公开资料, 中银国际研究

图表 27. 美国畅销 SUV 车型 2012 年销量



资料来源: marklines, 中银国际研究

**图表 28. 广汽菲亚特 2013-15 年部分车型的可能导入时间表**


资料来源：汽车之家网站，公司资料，中银国际研究预测

### 发展前景和盈利

整体而言，我们认为，广汽菲亚特是目前广汽集团旗下唯一非日系的合资品牌；从中方角度出发，通过这一品牌有助于广汽摆脱目前对日系品牌的依赖度、寻求更加平衡的品牌组合；而从外方来看，菲亚特-克莱斯勒迫切希望扩大在中国市场的份额来增强其在全球市场的地位。我们认为，在双方利益一致的前提下，随着具有竞争力的产品的陆续导入，广汽菲亚特有望成为国内合资品牌的后起之秀。

就短期而言，由于初期新合资公司的产品线相对单薄，而品牌培育、销售网络建设等方面都需要大量资金投入。按照现有菲亚特小型车的产销测算，我们估计目前公司 14 万台产能的盈亏平衡点在 10 万台左右。去年合资公司的首款车菲翔是从 9 月才开始批发销售，累计销量 1.1 万台；考虑到新工厂折旧费用（约 2 亿元）、品牌及网络建设费以及新车上市广告宣传费用等，我们估计 2012 年合资公司的亏损额在 8 亿元左右。

2013 年，按目前菲翔月销 5,000 台左右计算，预计单款车年销量能达到 5-6 万台，加上半年或将推出菲翔（两厢版），我们预计明年合资公司销量（不含进口）有望实现 7 万台的目标；虽然仍低于 10 万台的盈亏平衡点，但我们预计有望大幅减亏。2014 年，如 Jeep 品牌顺利按计划引入并国产化，则合资公司盈利指日可待。

**图表 29. 广汽菲亚特销量和盈利预测表**

销量	2012	2013E	2014E	2015E
菲翔(含两厢版)	11,290	70,000	85,000	90,000
菲跃			10,000	18,000
Jeep 品牌			15,000	60,000
销量合计(台)	11,290	70,000	110,000	168,000
净利润(百万元)	(800)	(400)	100	600

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 广汽三菱

广汽三菱于 2012 年 10 月正式挂牌成立，它是以原广汽长丰相关资产为平台，由广汽集团、三菱汽车及三菱商事三方共同投资组建而成，其中广汽集团持有 50% 股权。新合资公司的生产基地是在原有长丰星沙工厂基础上改造而成，目前扩建工程仍在有序推进，预计到今年年底产能将由目前 5 万台扩充至 10 万台规模。

产品方面，除原先已国产的越野型 SUV 帕杰罗外，全新 SUV 劲炫 ASX 已于去年 11 月问世，这是一款瞄准 13-20 万价格区间的经济型 SUV。从市场格局来看，劲炫所切入的市场恰恰是目前主流自主品牌 SUV（15 万元以下）和主流合资品牌 SUV（20 万元以上）的空白细分领域，市场竞争程度相对缓和，主要竞品包括日产逍客以及新上市的别克昂科拉和标致 3008。

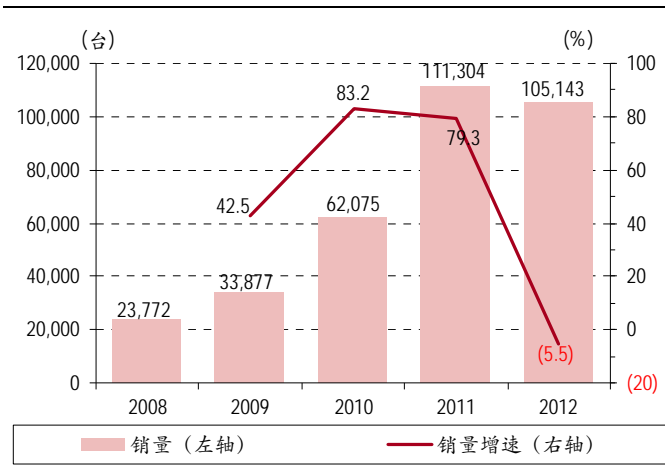
图表 30. 广汽三菱在售车型基本参数列示

车型	细分类别	排量	长宽高(mm)	轴距(mm)	指导价(万元)
劲炫 ASX	小型 SUV	1.6L, 2.0L	4295*1770*1615	2,670	12.88-21.88
帕杰罗	越野型 SUV	3.0L	4830*1885*1855	2,780	29.80-39.86

资料来源: 公开资料, 中银国际研究

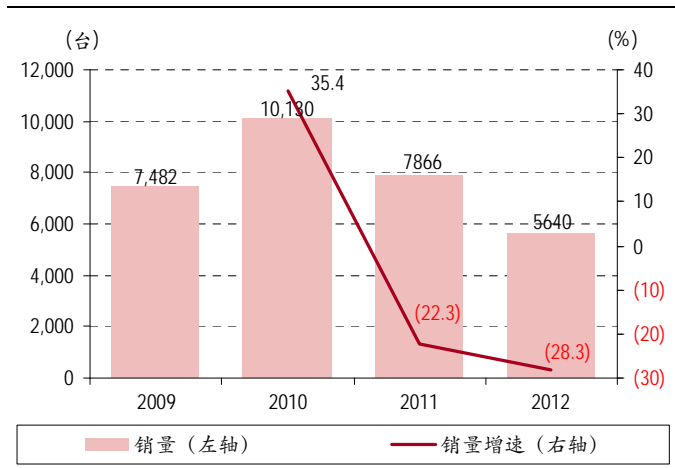
从早先上市的日产逍客销量情况分析，自 2008 年上市以来，销量节节攀升，到 2012 年上半年月均销量已突破万台；后受到钓鱼岛事件冲击，销量受损，目前已基本恢复到月销 7,000-8,000 台水平。我们认为，作为后来者的劲炫与逍客同属日系，相似度较高；而劲炫定价具有相当的竞争力。我们预计，在中日关系相对稳定的前提下，劲炫销量有望达到月均 4,000-5,000 的水平。对于另一款在售产品帕杰罗早在 2009 年就导入广汽长丰，但由于车型老化且售价缺乏竞争力，近两年销量表现持续不佳。

图表 31. 三菱劲炫主要竞争对手日产逍客销量及增速



资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

图表 32. 帕杰罗历年销量列示



资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

图表 33. 三菱劲炫 ASX 主要竞争对手参数情况

车型	上市时间	排量	长宽高(mm)	轴距(mm)	指导价(万元)
日产逍客	2008 年 3 月	1.6L, 2.0L	4315*1783*1606	2,630	13.98-21.98
别克昂科拉	2012 年 10 月	1.4T	4278*1774*1646	2,555	14.99-19.69
标致 3008	2013 年 1 月	1.6T, 2.0L	4428*1840*1652	2,613	15.97-21.47

资料来源: 公开资料, 中银国际研究

新品方面，我们认为由于三菱品牌在 SUV 系列的产品储备丰富且口碑较好，因此未来合资公司导入产品的重点可能将集中在 SUV 领域。按目前已公布的规划，预计帕杰罗劲畅和欧蓝德有望在今年和明年相继投放上市。

图表 34. 广汽三菱拟导入的部分新车型图示



资料来源：汽车之家网站、中银国际研究

盈利方面，我们认为虽然广汽三菱也是去年新成立的合资公司，但由于其生产基地是在原有广汽长丰厂房基础上扩建而成，故建设投资额明显低于广汽菲亚特，折旧负担相对较小。此外，广汽三菱的经销网络是在整合原有广汽长丰帕杰罗销售点和进口三菱网点的基础上搭建，故网络建设方面的支出也比广汽菲亚特低。综合考虑，我们预计今年如果广汽三菱销量能够达到5万的预期目标，则有望实现盈亏平衡。

图表 35. 广汽三菱销量和盈利预测表

销量(台)	2012	2013E	2014E	2015E
帕杰罗	5,640	8,000	10,000	10,000
劲炫 ASX	1,094	45,000	60,000	75,000
欧蓝德			15,000	50,000
<b>销量合计</b>	<b>6,734</b>	<b>53,000</b>	<b>85,000</b>	<b>135,000</b>
净利润 (百万元)	(600)	0	150	500

资料来源：产销快讯，中银国际研究预测

## 乘用车自主品牌

与国内主流自主品牌相比，广汽自主品牌传祺属于后来者，从全资子公司广汽乘用车 2008 年成立至今，不足 5 年时间。在发展模式上，广汽采取了与上汽、北汽相类似的方式，即购买海外汽车集团的产品和技术平台，再结合自主研发。

图表 36.国内主要自主品牌汽车发展概况对比

整车企业	自主品牌	首款轿车推出时间	起步发展模式	销量（狭义乘用车口径）		
				2011	2012	增速(%)
上汽集团	荣威/MG	2007 年	外购平台（罗孚）	162,004	200,017	23.5
一汽集团	奔腾	2006 年	技术合作（马自达\丰田）	112,816	77,356	(31.4)
长安集团	长安	2006 年	自主研发+外包	204,344	230,744	12.9
北汽集团	北汽	2012 年	外购平台（萨博）	-	20,652	-
广汽集团	传祺	2010 年底	外购平台（阿发罗密欧）	17,006	38,780	128.0
奇瑞汽车	奇瑞	1999 年	自主研发	600,732	530,474	(11.7)
吉利汽车	帝豪/英伦/全球鹰	1997 年	自主研发	432,752	491,444	13.6
长城汽车	长城/哈弗	2008 年	自主研发	365,075	487,370	33.5
比亚迪	比亚迪	2003 年	逆向研发	448,484	456,056	1.7

资料来源:公开资料,中银国际研究

## 产品布局

在产品布局上，广汽传祺从中高端产品切入市场，再逐步上下延伸完善产品序列，从而实现从低端到高端，从轿车、SUV 再到 MPV 的全系列覆盖。目前在售两款产品，分别是 2010 年底上市的轿车传祺 GA5 和 2012 年 4 月上市 SUV 传祺 GS5。我们预计今年下半年将推出一款 A 级轿车（传祺 GA3），搭载广汽自主研发的 1.6L 发动机；另一款定位高于现款传祺 GA5 的 C 级轿车预计将于 2014 年投放市场，主攻公务车市场。

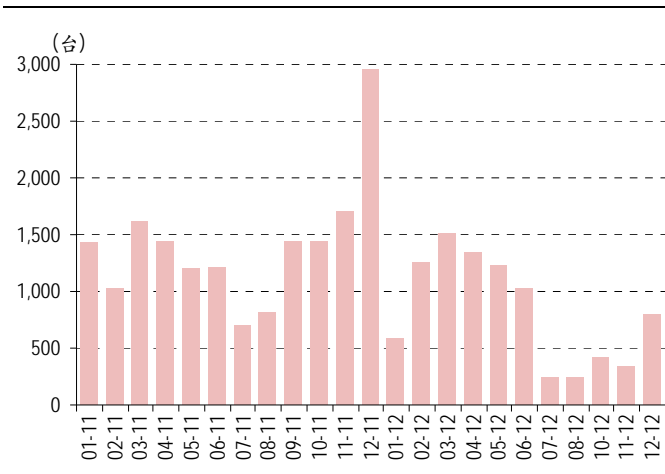
图表 37.广汽集团传祺品牌产品布局（含规划）

	车型	(预计) 上市时间	排量	指导价 (万元)	备注
目前在售	传祺 GA5	2010 年 12 月	1.8L,2.0L	10.58-18.98	基于菲亚特旗下阿法罗密欧 166 平台开发
	传祺 GS5	2012 年 4 月	1.8T,2.0L	12.38-22.98	今年 1 月增配 1.8T 款，以同级别合资品牌 SUV 为竞争对手
未来计划	传祺 GA5	2013 年 4 月	1.8T	-	
	传祺 GA3	2013 年 7 月	1.6L	预售 6-8 万	搭载自主研发的 1.6L 发动机，竞争车型包括日产骐达、丰田卡罗拉等
	传祺 C 级车	2014 年	-	-	定位高于现款传祺，主打公务车市场，竞争车型包括雅阁、凯美瑞、天籁等

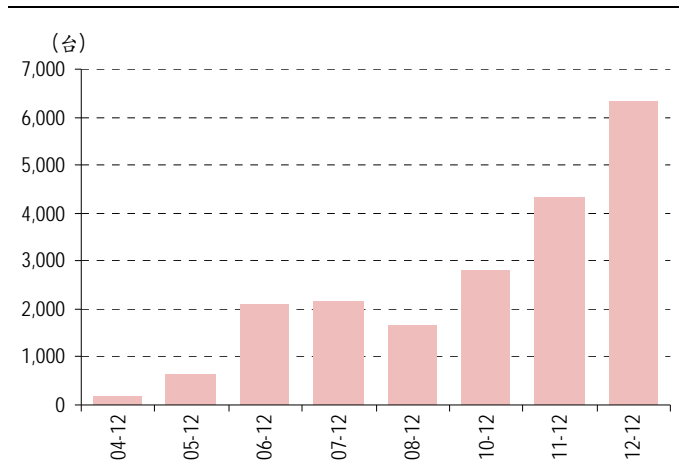
资料来源:公开资料,中银国际研究

## 销量及预计

从市场表现来看，传祺首款轿车推出之际恰逢国内自主品牌进入增速放缓的调整期，2011 年传祺 GA5 仅销售 1.7 万台，进入 2012 年销量进一步滑落至不足万台。我们认为，虽然该款轿车在销量表现上并不如意，但良好的品质和完善的售后服务体系为传祺品牌赢得了较好的口碑和形象。有了口碑和品质积累，去年 4 月上市的首款 SUV 车型传祺 GS5 实现了量上的突破，自上市以来，销量一路攀升，去年 12 月销量已突破 6,000 台，并跻身主流畅销中高端 SUV 阵营。

**图表 38. 广汽传祺轿车上市以来月销量列示**


资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

**图表 39. 广汽传祺 GS5 上市以来月度销量列示**


资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

2012 年广汽传祺销量约 3.3 万台, 较 2011 年 1.7 万台虽然同比翻番, 但距离 10 万台的年产能仍有显著缺口。从制造层面看 (不含研发支出等), 我们估计目前传祺品牌的盈亏平衡点在 7-8 万台左右。2013 年, 我们预计传祺销量有望达到 6.5-7 万台, 增量贡献主要来自传祺 GS5 (今年 1 月新增 1.8T 款, 动力系统更强劲, 有效填补目前 17-20 万左右 SUV 细分市场) 以及下半年计划推出 A 级轿车 GA3。

盈利方面, 我们预计在销量大幅增长的推动下, 广汽乘用车 (传祺品牌) 有望减亏。但另一方面, 考虑到自主品牌在产能扩充、网络渠道以及技术研发等方面的持续投入, 预计未来两年扭亏为盈难度较大。

**图表 40. 广汽自主品牌传祺销量及盈利预测**

销量(台)	2012	2013E	2014E
传祺 GA5	9,612	8,000	8,000
传祺 GS5	22,999	50,000	60,000
传祺 GA3		10,000	30,000
传祺 C 级车			5,000
<b>销量合计</b>	<b>32,611</b>	<b>68,000</b>	<b>103,000</b>
净利润 (百万元)	(800)	(500)	(300)

资料来源: 产销快讯, 中银国际研究预测

## 零部件板块

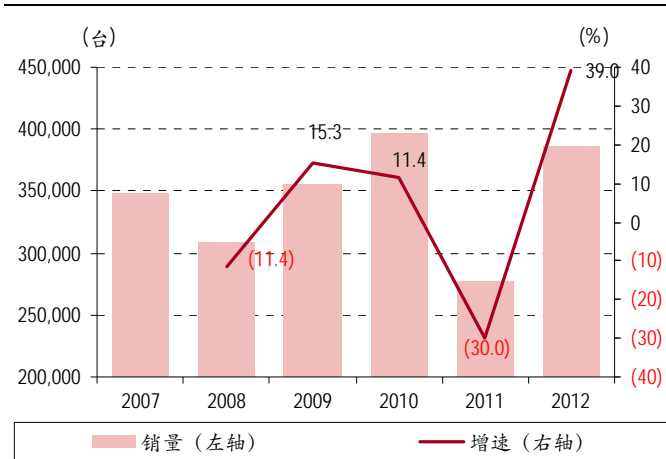
广汽集团的零部件板块是仅次于乘用车板块的盈利主体，我们估计盈利贡献比重在15%左右。广汽零部件资产涵盖发动机、变速箱以及各种内外饰件系统，主要为集团旗下的主机厂提供配套。除了广丰发动机和上海日野发动机是直接由广汽集团和外方共同投资设立，其余零部件参、控股公司主要是通过集团的全资子公司广汽部件间接持有。

### 广丰发动机

广汽丰田发动机成立于2004年，由广汽集团和丰田汽车共同投资设立，广汽持股比例30%。广丰发动机是国内第一个以海外市场为主要目标的汽车发动机工厂，面向全球提供发动机及配件。目前具备年产50万台发动机的生产能力，产品主要包括AZ-FE系列和AR系列。广丰发动机有将近50%产品出口至海外市场，包括日本、泰国和台湾等地；国内市场主要配套广汽丰田的凯美瑞、汉兰达以及一汽丰田的RAV4等车型，其中广汽丰田采用的发动机有70%以上是采购自广丰发动机。

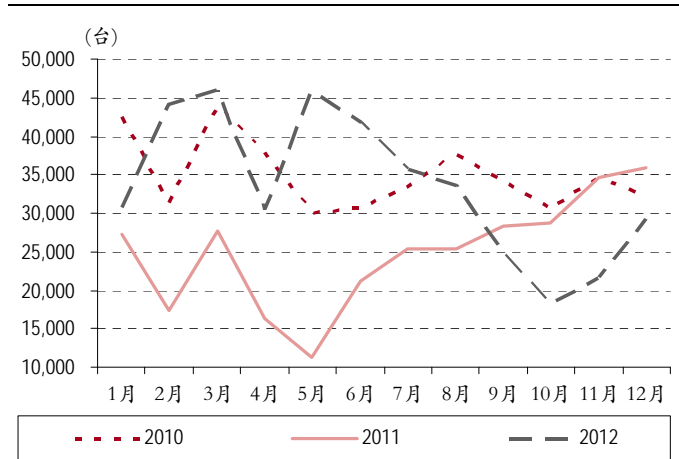
从近几年的销量表现来看，2010年广丰发动机共销售近40万台发动机，2011年受日本地震和产品切换（AR系列发动机投产）等影响，销量大幅下滑30%；2012年实现恢复性增长。整体而言，我们认为，广丰发动机海外配套市场相对稳定，国内市场主要取决于下游配套车型（凯美瑞、汉兰达、Rav4等）的销量走势。

图表 41. 广丰发动机 2007-2012 年销量及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 42. 广丰发动机最近三年月销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 广汽部件

广汽部件（全称“广汽集团零部件有限公司”）成立于2000年8月，由广汽集团对旗下零部件公司重组而成，作为广汽集团的零部件产业的投资平台。广汽部件先后与东京座椅、电装、普利司通、丰田纺织、斯坦雷、昭和、丰田通商等国际知名零部件集团共同组建了十余家合资公司，包括广州电装、广州樱泰内饰件、广州斯坦恩电器、广汽荻原模具等；产品涵盖汽车内外饰件系统、热交换系统、照明系统、底盘和传动系统等。

客户方面，目前除了主要配套集团旗下两大合资品牌广汽丰田、广汽本田外，还有部分投资企业供货东风本田、东风日产等外部日系企业。另外，为配套集团旗下新成立的两大合资公司广汽菲亚特和广汽三菱，广汽部件于2011年先后与合作伙伴在长沙成立了内外饰件、车身体及底盘等合资公司。

广汽部件（含旗下参、控股公司）是广汽集团零部件板块盈利的主要来源，我们估计盈利比重占一半左右。

图表 43. 广汽部件旗下主要控股、参股公司

公司名称	成立时间	持股比例 (%)	主要合资外方	主要产品	销售收入(百万元)	
					2010年	2011年
广州华德汽车弹簧	1993年	100	-	弹簧	303	326
广州昭和汽车零部件	1994年	31.45	日本昭和、兼松	减震器、动力转向系统	1,620	1,550
广州三叶电机	1999年	26	日本三叶	雨刮系统、车窗升降机	1,106	1,176
广汽提爱汽车内饰	2001年	48	东京座椅 (TST)	座椅系统、内饰件	4,398	3,851
广州斯坦雷电器	2002年	30	日本斯坦雷、本田技研	灯具	1,418	1,205
广州电装	2003年	40	日本电装	空调系统、散热器	2,917	2,021
广州樱泰汽车饰件	2004年	25	丰田纺织	座椅、门饰、车顶饰件	3,858	3,868
杭维柯变速器	1996年	33.3	Iveco、杭齿轮	变速器	172	165
广爱兴零部件	2005年	32	东京座椅 (TST)、台湾全兴	门饰、遮阳板	610	585
广州德爱康纺织内饰	2005年	48	东京座椅技术(TST)	汽车座椅套	254	218
广州中精汽车部件	2005年	40	中央精机	铝轮圈及车轮总成	1,157	1,355
广州林骏内饰件	2008年	49	日本林天连布	地毯、行李箱等汽车饰件	472	456
广州普利司通	2004年	48	普利司通	汽车座垫聚氨酯制品	219	247
广汽荻原模具冲压	2009年	90	日本荻原	冲压模具,汽车夹具,检具	-	106
广汽优利得内饰系统	2008年	50	台湾全兴工业(GSK)	座椅和门内饰板	8	82
长沙卡斯马汽车	2011年	49	麦格纳国际	车身体及底盘	-	30
长沙广汽东阳	2011年	51	台湾东阳	保险杠、外饰件	-	-
长沙广汽江森内饰	2011年	48	江森自控	座椅、门板、仪表台等	-	-

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测



## 商用车板块

广汽集团商用车资产板块主要由全资子公司广汽客车、广汽吉奥（皮卡）以及合资公司广汽日野构成。与乘用车板块相比，广汽集团商用车产销规模较小，对集团整体盈利影响非常有限。

图表 44. 广汽集团商用车板块布局

子公司	持股比例(%)	地理位置	年产能(台)	生产车型
广汽客车	100%	广州白云区	2,000	包括混动、纯电动在内的城市公交、公路客车及团体客车等
广汽日野	50%	广州从化基地 沈阳基地	16,000 6,000	日野牌重卡、牵引车，羊城牌轻卡和驱动桥等关键总成 日野多功能商用车客车（含底盘）
广汽吉奥	51%	路桥基地	40,000	吉奥皮卡等

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

### 广汽客车

广汽客车前身骏威客车，2007年由广汽集团将下属老牌羊城汽车的轻客业务以重组方式并入骏威客车，2008年又合并广汽五十铃客车，并组建成现在的广汽客车。目前广汽客车产品涵盖从6米到12米，包括混动、纯电动在内的各种动力的城市公交车、公路客车以及团体客车，在广州市中高端客车市场具有较高的份额。

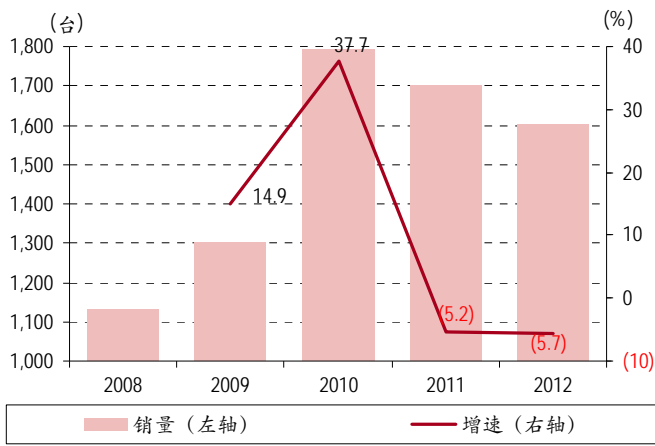
最近3年广汽客车产销基本稳定在1,600-1,800台左右，较2,000台的年产能，产能利用率基本维持在80%以上的较高水平。但由于规模效应不显著，且主要面向公交等盈利能力偏弱的市场，故近年来始终在盈亏平衡点上下徘徊。

### 广汽日野

广汽日野成立于2007年11月，由广汽集团和日野自动车株式会社按50:50的出资比例共同设立。目前公司拥有从化和沈阳两大生产基地，其中从化基地是在原有广州羊城汽车工厂基础上改扩建而成，现主要生产日野中重卡、羊城轻卡等，年产能1.6万台；沈阳基地是在保留原有商用车系列产品的基础上引进日野多能量产商用车，目前年产能客车（含底盘）6,000台左右。

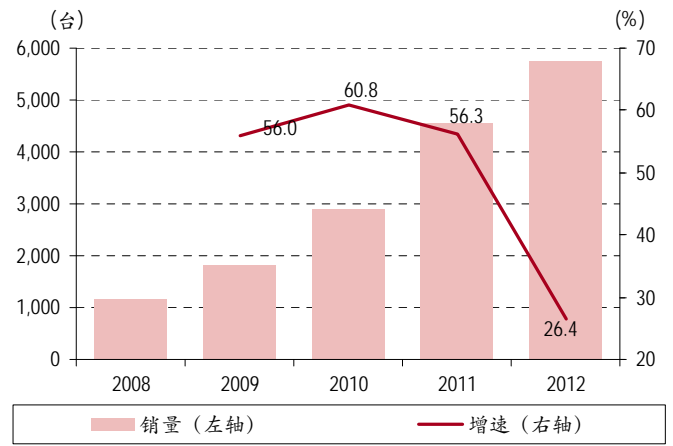
自2009年首款日野700系列重卡投产以来，广汽日野产销实现大幅增长，年销量由2009年不到2,000台攀升到2012年接近6,000台，特别是2011-12年在重卡行业整体低迷的情况下呈现逆势上扬。但另一方面，从经营层面来看，由于产能利用率偏低，且产品尚处在投入开拓期，故整体业绩仍在亏损状态。我们估计2012年亏损额在1-2亿元。预计今年如销量继续增长，有望减亏。

图表 45. 广汽客车 2008-2012 年销量及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 46. 广汽日野 2008-2012 年销量及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

## 盈利展望

从现有盈利结构看，广汽集团无疑是一家以日系品牌为主要利润来源的汽车集团。而过去几年在与德系、美系、韩系等竞争对手的角逐中，日系品牌节节败退。我们认为这其中不排除外部环境的影响（如 2011 年日本地震、2012 年钓鱼岛冲突），但日系保守的在华策略也难辞其咎：无论在产能扩建还是新车型、新技术导入等方面，以丰田、本田为代表的日系合资企业都远远落后于以大众、通用为首的欧美系。

展望未来，钓鱼岛问题悬而未决，中日关系仍存有变数。我们认为在政治环境趋于明朗化之前，日系车企可能会维持相对谨慎的在华策略。就广汽集团而言，我们认为公司寄望于新的合资伙伴菲亚特和三菱，来减少对原有日系品牌的依赖度，寻求更合理的盈利组合。因此，广汽菲亚特和广汽三菱将成为公司中长期的主要增长看点。

## 新车型投放

我们预计，2013-2015 年广汽集团将进入新车的密集投放期，包括广本、广菲、三菱以及自主品牌传祺等都有多款新车或改款车型陆续上市。具体来看，2013 年将贡献增量的车型包括本田的雅阁换代、CONCEPT C (A+级轿车)、菲亚特的菲翔 (A 级轿车)、三菱的劲炫 (SUV) 以及传祺品牌的 GS5(SUV) 和 GA3 (A 级车) 等。2014 年则有望成为广汽集团的 SUV 产品年，预计将有 5-6 款全新 SUV 车型相继上市，包括本田小型 SUV、理念 SUV (与 CRV 同级别)、菲亚特菲跃、全新 Jeep 品牌的两款 SUV 以及三菱的欧蓝德等。

整体而言，我们认为新车的密集投放毫无疑问为车企带来增长点，但最终能否转化为业绩的释放还取决于新品的市场反馈和销量表现。

图表 47. 广汽集团旗下主要乘用车公司新车投放计划

上市时间	广汽本田	广汽丰田	广汽菲亚特	广汽三菱	广汽传祺
2012 年下半年			菲翔	劲炫 ASX	
2013 年	Concept C (A+级轿车) 雅阁换代 理念 S1 换代	全新雅力士 逸致改款 Venza (进口)	菲翔 (两厢版) 阿法罗密欧 (进口)	帕杰罗劲畅	传祺 GS5 1.8T 传祺 GA5 1.8T 传祺 GA3
2014 年	理念 SUV 本田小型 SUV	全新汉兰达	Jeep 全新平台 SUV Jeep 品牌牧马人 菲跃 (SUV)	欧蓝德 (SUV) Mirage (小型车)	传祺全新 C 级车

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

## 盈利预测

我们认为，2012 年是广汽集团处境最为艰难的一年。新合资品牌和自主品牌的亏损拖累，以及传统日系品牌在钓鱼岛冲突下盈利的大幅缩水，令公司经营陷入谷底，业绩同比大幅下滑 70-80%。我们认为，2013 年是公司从谷底恢复的一年，一方面在中日关系相对稳定的情况下，广汽本田和丰田销量和盈利有望恢复性增长；另一方面，伴随新车菲翔、劲炫等的爬坡上量，两大新合资品牌有望实现减亏或者扭亏。

### 销量

2013年，我们预计广汽集团总销量有望达到91.5万台，较2012年71.2万台增长28%。具体来看，我们预计20万台的增量主要来自广汽菲亚特、广汽三菱和广汽乘用车（传祺），其中菲亚特和三菱主要依托去年9月和11月上市的两款新车菲翔和劲炫拉动增长，全年销量有望达到7万台和5万台的既定目标；传祺除GS5继续增长外，下半年新车GS3有望贡献一定增量，全年销量有望较2012年继续翻番。

关于两大日系合资品牌丰田和本田，我们认为今年销量恢复的进度和程度主要取决于中日政治环境，目前看仍有一定不确定性；暂中性预计两者实现10%左右的恢复性增长。对于广汽本田，虽然今年有多款新车上市，但考虑到都是3、4季度投放上市，因此预计今年贡献增量有限，待明年有望放量。

图表 48.. 广汽集团整车销量及预测

整车企业	销量(台)					增速(%)			
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2011	2012	2013E	2014E
广汽本田	386,031	362,294	316,405	350,000	400,000	(6.1)	(12.7)	10.6	14.3
广汽丰田	269,429	274,417	250,088	275,000	300,000	1.9	(8.9)	10.0	9.1
广汽长丰*	39,048	31,196	26,072	15,000	15,000	(20.1)	(16.4)	(42.5)	0.0
本田汽车(中国)	25,009	24,249	29,034	30,000	32,000	(3.0)	19.7	3.3	6.7
广汽乘用车	-	17,006	32,611	68,000	103,000	-	91.8	108.5	51.5
广汽吉奥(含皮卡)	-	24,984	36,808	45,000	50,000	-	47.3	22.3	11.1
广汽菲亚特	-	-	11,290	70,000	110,000	-	-	520.0	57.1
广汽三菱	-	-	2,491	53,000	85,000	-	-	2,027.7	60.4
<b>乘用车小计</b>	<b>719,517</b>	<b>734,146</b>	<b>704,799</b>	<b>906,000</b>	<b>1,095,000</b>	<b>2.0</b>	<b>(4.0)</b>	<b>28.5</b>	<b>20.9</b>
广汽日野	2,911	4,549	5,752	7,000	8,000	56.3	26.4	21.7	14.3
广汽客车	1,793	1,699	1,603	1,750	1,750	(5.2)	(5.7)	9.2	0.0
商用车小计	4,704	6,248	7,355	8,750	9,750	32.8	17.7	19.0	11.4
<b>汽车合计</b>	<b>724,221</b>	<b>740,394</b>	<b>712,154</b>	<b>914,750</b>	<b>1,104,750</b>	<b>2.2</b>	<b>(3.8)</b>	<b>28.4</b>	<b>20.8</b>

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

注: 广汽菲亚特和广汽三菱为2012年下半年新增企业; 自广汽三菱成立后, 广汽长丰只包括猎豹品牌销量, 不再含帕杰罗销量。

### 投资收益

广汽集团的盈利基本全部来自合联营公司贡献的投资收益，主要包括乘用车板块的四大合资企业以及配套的零部件板块。如前分析，我们认为未来很长一段时间，广汽本田和广汽丰田仍将是公司利润的主要来源；广汽菲亚特和广汽三菱短期内较难产生盈利正贡献，但中长期来看，将成为未来公司盈利的主要增长看点。

2013年，我们预计广汽本田和广汽丰田在销量同比增长10%的情况下，净利润贡献收益有望分别由从2012年的12亿元和15亿元恢复至16亿元和18亿元；对于广汽菲亚特和广汽三菱，如菲翔和劲炫销量表现如期，则今年有望分别实现减亏和扭亏。另外，零部件合资公司贡献的收益有望随集团内下游配套主机厂实现恢复。商用车和其他业务板块整体规模较小，对投资收益影响非常有限。

**图表 49. 广汽集团投资收益拆分表**

(人民币, 百万)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
广汽本田	2,437	2,050	1,200	1,575	2,000
广汽丰田	2,308	2,100	1,500	1,788	2,100
本田中国	13	2	10	10	10
广汽菲亚特	(5)	(150)	(400)	(200)	50
广汽三菱	-	-	(300)	0	75
其他	22	(8)			
<b>乘用车及贸易小计</b>	<b>4,820</b>	<b>3,994</b>	<b>2,010</b>	<b>3,173</b>	<b>4,235</b>
<b>零部件板块小计</b>	<b>977</b>	<b>639</b>	<b>400</b>	<b>550</b>	<b>800</b>
<b>商用车板块小计</b>	<b>(95)</b>	<b>(75)</b>	<b>(100)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
<b>其他业务小计</b>	<b>(14)</b>	<b>79</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
<b>投资收益-合联营贡献</b>	<b>5,688</b>	<b>4,636</b>	<b>2,390</b>	<b>3,753</b>	<b>5,065</b>
其他收益	91	14	15	15	15
<b>投资收益总计</b>	<b>5,779</b>	<b>4,651</b>	<b>2,405</b>	<b>3,768</b>	<b>5,080</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

注: 2011 年除各业务板块小计数据摘自公告外, 其余数据为中银国际估值值;

### 合并层面业务

广汽集团合并层面主要业务集中在自主品牌乘用车板块, 以传祺为主。我们预计今年传祺销量有望翻番, 合并层面业务有望实现减亏。但另一方面, 考虑到广汽自主品牌在产能扩充、网络渠道以及技术研发等方面的持续投入, 我们预计未来两年合并业务扭亏为盈难度较大。

### 营业外收入

过去两年, 广汽集团的发展得到当地政府以税收优惠、补贴等形式的大力支持。2010-2011 年公司确认的政府补贴等营业外收入分别达到 5.5 亿元和 10.5 亿元, 占同期税前利润的 10% 和 26%。我们估计 2012-2013 年公司获得的补贴收入相比 2011 年会呈现明显降低。

综合上述因素, 我们预计 2012-2014 年广汽集团归属母公司净利润分别为 11.4 亿元、26.4 亿元和 40.2 亿元, 对应每股收益分别为 0.18 元、0.41 元和 0.62 元。

**损益表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	8,742	10,984	12,522	14,776	17,140
销售成本	(7,959)	(10,518)	(11,839)	(13,749)	(15,863)
经营费用	(1,189)	(1,368)	(1,798)	(1,829)	(1,933)
息税折旧前利润	(603)	(1,409)	(1,659)	(1,487)	(1,482)
折旧及摊销	(197)	(508)	(544)	(685)	(826)
经营利润(息税前利润)	(406)	(901)	(1,115)	(802)	(656)
净利息收入/(费用)	(136)	(57)	(88)	(77)	(5)
其他收益/(损失)	6,260	5,524	2,655	4,018	5,330
税前利润	5,521	4,057	908	2,454	3,843
所得税	(2)	110	80	50	50
少数股东权益	(1,225)	104	150	131	124
净利润	4,294	4,272	1,138	2,635	4,017
核心净利润	4,294	4,272	1,138	2,635	4,017
每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
核心每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.070	0.123	0.187
收入增长(%)	24	26	14	18	16
息税前利润增长(%)	11	134	18	(10)	0
息税折旧前利润增长(%)	98	122	24	(28)	(18)
每股收益增长(%)	112	(1)	(73)	132	52
核心每股收益增长(%)	112	(1)	(73)	132	52

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	5,521	4,057	908	2,454	3,843
折旧与摊销	197	508	544	685	826
净利息费用	136	57	88	77	5
运营资本变动	(179)	(418)	577	625	1,073
税金	(2)	110	80	50	50
其他经营现金流	(6,301)	(4,602)	(2,628)	(3,999)	(5,342)
经营活动产生的现金流	(628)	(287)	(431)	(109)	455
购买固定资产净值	(1,349)	(2,205)	(1,529)	(1,529)	(1,529)
投资减少/增加	4,291	3,946	2,405	3,768	5,080
其他投资现金流	(320)	731	0	0	0
投资活动产生的现金流	2,622	2,472	876	2,238	3,551
净增权益	42	279	0	0	0
净增债务	461	464	(100)	0	0
支付股息	(553)	(676)	(1,287)	(450)	(791)
其他融资现金流	(465)	(735)	(82)	(77)	(5)
融资活动产生的现金流	(515)	(668)	(1,469)	(527)	(795)
现金变动	1,480	1,516	(1,024)	1,602	3,211
期初现金	14,144	15,624	17,140	16,116	17,718
公司自由现金流	1,995	2,184	445	2,129	4,006
权益自由现金流	2,320	2,591	256	2,052	4,001

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	15,624	17,140	16,116	17,718	20,929
应收帐款	636	1,125	1,342	1,583	1,836
库存	1,353	1,537	1,891	2,203	2,550
其他流动资产	1,990	2,091	2,176	2,176	2,176
流动资产总计	19,603	21,893	21,525	23,681	27,491
固定资产	2,908	4,150	4,361	4,530	4,658
无形资产	2,389	3,859	4,634	5,309	5,884
其他长期资产	13,351	14,435	14,435	14,435	14,435
长期资产总计	18,648	22,444	23,430	24,274	24,977
总资产	38,250	44,337	44,955	47,955	52,468
应付帐款	1,721	2,974	3,882	4,829	6,239
短期债务	1,064	2,100	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	1,439	897	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	4,224	5,972	6,882	7,829	9,239
长期借款	715	484	484	484	484
其他长期负债	7,518	7,746	7,753	7,753	7,753
股本	6,148	6,148	6,148	6,148	6,148
储备	19,413	23,011	22,861	25,046	28,273
股东权益	25,561	29,159	29,009	31,194	34,421
少数股东权益	233	976	826	695	571
总负债及权益	38,250	44,337	44,955	47,955	52,468
每股帐面价值(人民币)	4.16	4.53	4.51	4.85	5.35
每股有形资产(人民币)	3.77	3.93	3.79	4.02	4.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.25)	(2.26)	(2.12)	(2.37)	(2.87)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - A股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	(4.6)	(8.2)	(8.9)	(5.4)	(3.8)
息税前利润率(%)	(6.9)	(12.8)	(13.2)	(10.1)	(8.6)
税前利润率(%)	63.2	36.9	7.2	16.6	22.4
净利率(%)	49.1	38.9	9.1	17.8	23.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.6	3.7	3.1	3.0	3.0
利息覆盖率(倍)	(4.4)	(24.6)	(18.8)	(19.4)	(327.3)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.3	3.4	2.9	2.7	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.9	9.9	37.3	16.1	10.6
核心业务市盈率(倍)	9.9	9.9	37.3	16.1	10.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.2	9.3	34.8	15.0	9.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	(67.7)	(147.9)	(98.6)	(390.0)	93.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(66.4)	(32.1)	(26.6)	(34.8)	(37.5)
<b>周转率</b>					
存货周转天数	45.8	50.1	52.8	54.3	54.7
应收帐款周转天数	21.2	29.3	36.0	36.1	36.4
应付帐款周转天数	62.1	78.0	99.9	107.6	117.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	28.6	30.1	39.6	30.0	30.0
净资产收益率(%)	22.3	15.6	3.9	8.8	12.2
资产收益率(%)	(1.7)	(3.4)	(3.7)	(3.2)	(3.0)
已运用资本收益率(%)	(2.4)	(4.7)	(5.1)	(4.5)	(4.1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	8,742	10,984	12,522	14,776	17,140
销售成本	(7,959)	(10,518)	(11,839)	(13,749)	(15,863)
经营费用	(1,189)	(1,368)	(1,798)	(1,829)	(1,933)
息税折旧前利润	(603)	(1,409)	(1,659)	(1,487)	(1,482)
折旧及摊销	(197)	(508)	(544)	(685)	(826)
经营利润(息税前利润)	(406)	(901)	(1,115)	(802)	(656)
净利息收入/(费用)	(136)	(57)	(88)	(77)	(5)
其他收益/(损失)	6,260	5,524	2,655	4,018	5,330
税前利润	5,521	4,057	908	2,454	3,843
所得税	(2)	110	80	50	50
少数股东权益	(1,225)	104	150	131	124
净利润	4,294	4,272	1,138	2,635	4,017
核心净利润	4,294	4,272	1,138	2,635	4,017
每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
核心每股收益(人民币)	0.667	0.664	0.177	0.410	0.624
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.070	0.123	0.187
收入增长(%)	24	26	14	18	16
息税前利润增长(%)	11	134	18	(10)	0
息税折旧前利润增长(%)	98	122	24	(28)	(18)
每股收益增长(%)	112	(1)	(73)	132	52
核心每股收益增长(%)	112	(1)	(73)	132	52

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	5,521	4,057	908	2,454	3,843
折旧与摊销	197	508	544	685	826
净利息费用	136	57	88	77	5
运营资本变动	(179)	(418)	577	625	1,073
税金	(2)	110	80	50	50
其他经营现金流	(6,301)	(4,602)	(2,628)	(3,999)	(5,342)
经营活动产生的现金流	(628)	(287)	(431)	(109)	455
购买固定资产净值	(1,349)	(2,205)	(1,529)	(1,529)	(1,529)
投资减少/增加	4,291	3,946	2,405	3,768	5,080
其他投资现金流	(320)	731	0	0	0
投资活动产生的现金流	2,622	2,472	876	2,238	3,551
净增权益	42	279	0	0	0
净增债务	461	464	(100)	0	0
支付股息	(553)	(676)	(1,287)	(450)	(791)
其他融资现金流	(465)	(735)	(82)	(77)	(5)
融资活动产生的现金流	(515)	(668)	(1,469)	(527)	(795)
现金变动	1,480	1,516	(1,024)	1,602	3,211
期初现金	14,144	15,624	17,140	16,116	17,718
公司自由现金流	1,995	2,184	445	2,129	4,006
权益自由现金流	2,320	2,591	256	2,052	4,001

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	15,624	17,140	16,116	17,718	20,929
应收帐款	636	1,125	1,342	1,583	1,836
库存	1,353	1,537	1,891	2,203	2,550
其他流动资产	1,990	2,091	2,176	2,176	2,176
流动资产总计	19,603	21,893	21,525	23,681	27,491
固定资产	2,908	4,150	4,361	4,530	4,658
无形资产	2,389	3,859	4,634	5,309	5,884
其他长期资产	13,351	14,435	14,435	14,435	14,435
长期资产总计	18,648	22,444	23,430	24,274	24,977
总资产	38,250	44,337	44,955	47,955	52,468
应付帐款	1,721	2,974	3,882	4,829	6,239
短期债务	1,064	2,100	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	1,439	897	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	4,224	5,972	6,882	7,829	9,239
长期借款	715	484	484	484	484
其他长期负债	7,518	7,746	7,753	7,753	7,753
股本	6,148	6,148	6,148	6,148	6,148
储备	19,413	23,011	22,861	25,046	28,273
股东权益	25,561	29,159	29,009	31,194	34,421
少数股东权益	233	976	826	695	571
总负债及权益	38,250	44,337	44,955	47,955	52,468
每股帐面价值(人民币)	4.16	4.53	4.51	4.85	5.35
每股有形资产(人民币)	3.77	3.93	3.79	4.02	4.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.25)	(2.26)	(2.12)	(2.37)	(2.87)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - H股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	(4.6)	(8.2)	(8.9)	(5.4)	(3.8)
息税前利润率(%)	(6.9)	(12.8)	(13.2)	(10.1)	(8.6)
税前利润率(%)	63.2	36.9	7.2	16.6	22.4
净利率(%)	49.1	38.9	9.1	17.8	23.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.6	3.7	3.1	3.0	3.0
利息覆盖率(倍)	(4.4)	(24.6)	(18.8)	(19.4)	(327.3)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.3	3.4	2.9	2.7	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.8	7.9	29.5	12.7	8.4
核心业务市盈率(倍)	7.8	7.9	29.5	12.7	8.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.9	8.0	29.9	12.9	8.5
市净率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	(53.5)	(116.9)	(77.9)	(308.3)	73.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(45.5)	(22.2)	(18.6)	(23.7)	(23.9)
<b>周转率</b>					
存货周转天数	45.8	50.1	52.8	54.3	54.7
应收帐款周转天数	21.2	29.3	36.0	36.1	36.4
应付帐款周转天数	62.1	78.0	99.9	107.6	117.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	28.6	30.1	39.6	30.0	30.0
净资产收益率(%)	22.3	15.6	3.9	8.8	12.2
资产收益率(%)	(1.7)	(3.4)	(3.7)	(3.2)	(3.0)
已运用资本收益率(%)	(2.4)	(4.7)	(5.1)	(4.5)	(4.1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

上汽集团 (600104.SS/人民币 16.85, 买入)  
江淮汽车 (600418.SS/人民币 8.88, 买入)  
长安汽车 (000625.SZ/人民币 8.68; 200625.SZ/港币 7.68, 买入)  
福田汽车 (600166.SS/人民币 7.49, 持有)  
江铃汽车 (000550.SZ/人民币 18.24; 200550.SZ/港币 20.14, 买入)  
宇通客车 (600066.SS/人民币 27.84, 买入)  
中国重汽 (000951.SZ/人民币 12.62, 买入)  
潍柴动力 (000338.SZ/人民币 26.34; 2338.HK/港币 32.65, 买入)  
福耀玻璃 (600660.SS/人民币 8.43, 持有)  
威孚高科 (000581.SZ/人民币 41.24; 200581.SZ/港币 32.32, 买入)  
华域汽车 (600741.SS/人民币 10.21, 买入)  
一汽富维 (600742.SS/人民币 19.11, 持有)  
悦达投资 (600805.SS/人民币 15.57, 买入)  
东风集团股份 (0489.HK/港币 12.22, 持有)  
庆铃汽车 (1122.HK/港币 2.14, 买入)  
中升控股 (0881.HK/港币 12.80, 买入)  
大昌行 (1828.HK/港币 9.03, 持有)  
吉利汽车 (0175.HK/港币 4.09, 买入)  
比亚迪 (002594.SZ/人民币 23.54; 1211.HK/港币 26.35, 未有评级)  
长城汽车 (601633.SS/人民币 28.28; 2333.HK/港币 30.55, 买入)  
广汽集团 (601238.SS/人民币 6.60; 2238.HK/港币 6.50, 持有)  
华晨汽车 (1114.HK/港币 10.64, 持有)  
中原内配 (002448.SZ/人民币 27.00, 持有)  
中国重汽 (3808.HK/港币 5.40, 持有)

以 2013 年 2 月 4 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371