



Research and
Development Center

多业务同步进入发力期

—— 广汽集团（601238.sh）首次覆盖报告

2013年09月12日

邢海芝

汽车行业分析师

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

广汽集团 (601238.sh)



首次评级

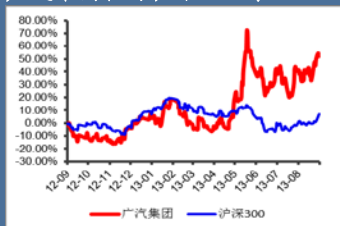
邢海芝 行业分析师

执业编号: S1500510120007

联系电话: +86 10 63081259

邮箱: xinghaizhi@cindasc.com

广汽集团相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2013.9.11)

收盘价(元)	9.02
52周内股价波动区间(元)	4.87-10.20
最近一月涨跌幅(%)	11.08
总股本(亿股)	64.35
流通 A 股比例(%)	9.39
总市值(亿元)	580.44

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

多业务同步进入发力期

2013年09月12日

本期内容提要:

- ◆ **公司传统日系业务正在复苏, 新合营企业后来居上, 自主品牌业务步入快速增长阶段。**公司传统日系合资业务包括广汽本田、广汽丰田等正处于稳步复苏过程中; 菲亚特重返中国市场势在必得, 含控股的克莱斯勒在内, 其旗下有诸多产品未来有望引进中国, 2013年将是广汽菲亚特全面提升的一年, 未来有望成为公司最大的业绩驱动因素; 广汽三菱产能供给瓶颈有望在年底得到缓解, 并进入盈利状态; 广汽自主品牌业务步入快速提升阶段, 未来合并业务亏损有望逐步收窄。
- ◆ **行业未来发展将支撑优势企业增长。**2013-2014年, 行业已步入周期性恢复增长的阶段, 这将支撑企业短期销量的增长。长期来看, 乘用车行业未来也将进入全方位竞争阶段, 具有成熟产品、制造、营销能力的企业将具有竞争优势, 我们看好公司业务架构及其较强竞争优势下的盈利释放潜力。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 预计广汽集团 2013-2015 年实现归属于母公司净利润分别约 23.81 亿元、39.70 亿元和 50.54 亿元, 同比分别增长 110.06%、66.72%和 27.30%, 相应的 EPS 分别约为 0.37 元、0.62 元和 0.79 元。基于绝对估值计算得出公司价值约为 536.64 亿元, 折合每股价值 8.33 元, 略低于当前股价, 但综合考虑公司估值因素以及未来中长期发展的竞争优势和盈利的超预期可能, 我们首次覆盖公司, 给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 行业景气增长恢复进一步超预期; 公司含合营公司新产品销量超预期增长。
- ◆ **风险因素:** 宏观经济风险; 新产品市场风险; 中日关系等外部事件影响的风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	10,984.27	12,963.86	17,648.69	21,150.98	26,336.02
增长率 YoY %	25.64%	18.02%	36.14%	19.84%	24.51%
归属母公司净利润(百万元)	4,271.62	1,133.58	2,381.24	3,970.01	5,053.92
增长率 YoY%	-0.52%	-73.46%	110.06%	66.72%	27.30%
毛利率%	5.85%	8.76%	11.83%	14.83%	15.89%
净资产收益率 ROE%	15.61%	3.76%	7.47%	11.58%	13.29%
每股收益 EPS(元)	0.69	0.18	0.37	0.62	0.79
市盈率 P/E(倍)	14	51	24	15	11
市净率 P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2013 年 09 月 11 日收盘价

目 录	
投资聚焦	1
公司传统日系合资企业业务正稳步复苏	3
日系车企中国战略再提升, 市场份额稳步提升	3
广汽本田、广汽丰田 2013 年开始都将推出全新产品	5
与菲亚特和三菱的新合资企业再次发力势在必得	7
广汽菲亚特未来有望成为公司最大的业绩驱动因素	7
广汽三菱未来增速预计最快	8
自主品牌业务步入快速提升阶段	9
广汽乘用车未来发展雄心勃勃	9
广汽吉奥增长潜力尚未释放	12
行业未来发展将支撑优势企业增长	13
2013-2014 年, 行业已步入周期性恢复增长的阶段	13
全方位的行业竞争格局将使具有优势的企业相对受益	13
盈利预测、估值与投资评级	14
盈利预测及假设	14
公司估值	16
投资评级: 首次覆盖给予“增持”评级	18
风险因素分析	18
附文: 公司基本情况分析	19
公司概况	19
公司业务及盈利结构	19
公司主要业务板块及产能情况	20

表 目 录

表 1: 主要日系汽车企业 2013 年前后中国市场规模情况	4
表 2: 广汽菲亚特产品推出及预计情况	8
表 3: 广汽三菱产品推出及预计情况	9
表 4: 2013 年上半年主要自主品牌企业销量规模及盈利情况对比 (万辆, 亿元)	11
表 5: 广汽乘用车产品推出及预计情况	11
表 6: 广汽集团近年及未来三年主营业务经营情况 (预测)	15
表 7: 广汽集团近年及未来三年投资收益情况 (预测)	16
表 8: 广汽集团 FCFE 估值法参数与估值结果	17
表 9: 广汽集团 FCFE 估值敏感性分析	17
表 10: 同类公司相对估值比较	17
表 11: 公司业务板块架构及产能一览	20

图 目 录

图 1: 日系车及乘用车近年增长变化比较 (%)	5
图 2: 日系车近年市场份额变化	5
图 3: 广汽本田近年汽车细分产品销量变化	6
图 4: 广汽本田及日系车和乘用车近年增速变化	6
图 5: 广汽丰田近年汽车细分产品销量变化	7
图 6: 广汽丰田及日系车和乘用车近年增速变化	7
图 7: 广汽乘用车近年分类产品销量变化情况 (万辆)	10
图 8: 广汽乘用车品牌拓展重要事项情况	10
图 9: 广汽吉奥近年主要产品销量变化情况 (辆)	12
图 10: 广汽吉奥近年主要产品市场份额变化情况 (%)	12
图 11: 近 10 年 GDP 增速与汽车行业增速对比 (%)	13
图 12: 主要乘用车企业近年产能变化情况 (万辆, %)	13
图 13: 1992 年以来乘用车行业增速变化 (%)	14
图 14: 主要乘用车企业近年市场集中度变化情况 (%)	14
图 15: 广汽集团股权结构图	19
图 16: 广汽集团主要业务单元收入占比情况	20
图 17: 广汽集团近年盈利结构变化情况 (亿元)	20

投资聚焦

核心观点和投资逻辑

我们对广汽集团的业务和价值进行了分析。日系车企在经过“钓鱼岛风波”后, 中国战略并未因此受太大影响, 反而有进一步加强的态势, 目前日系品牌市场份额已呈现稳步提升, 公司传统日系合资企业广汽本田、广汽丰田也都已开始实施了产能扩张和推出新产品的计划。考虑日系品牌的全球竞争力, 我们认为公司传统日系合资业务正处于稳步复苏过程中。

其次, 新合营企业也有望后来居上, 其中广汽菲亚特 2012 年底投产, 2013 年将是全面提升的一年, 未来规划国内市场份额 2%, 预计 2014 年广汽菲亚特将对公司业绩产生正的贡献。菲亚特重返中国市场属于势在必得, 含控股的克莱斯勒在内, 其旗下有诸多产品未来有望引进中国, 也因此, 其有望成为公司未来最大的业绩驱动因素。广汽三菱产能供给瓶颈有望在年底得到缓解。依托既有优势, 广汽三菱快速赢利的可能性较大。

第三, 自主品牌业务步入快速提升阶段。广汽乘用车上市后依托于公务车市场的示范效应, 销量规模提升迅速, 2013 年预计可达到 9.3 万辆左右。受此拉动, 公司合并业务亏损也有望逐年收窄。广汽乘用车未来发展雄心勃勃, 但目前新产品的研发和推出进度依然依然需要关注。

行业方面, 2013-2014 年, 行业已步入周期性恢复增长的阶段, 但长期来看。乘用车行业未来也将进入全方位竞争阶段, 具有成熟产品、制造、营销能力的企业将具有竞争优势, 我们看好公司业务架构及其较强竞争优势下的盈利释放潜力。

与市场不同之处

我们认为行业中长期依然可以维持在 13%左右的复合增长, 这提供了广汽集团等企业未来业务规模和利润大幅增长的空间和预期。其次, 我们也认为行业中短期依然有较大的周期性特征, 即公司业绩增长存在短期大幅向上的供给和需求双方面的支撑。就公司来看, 我们认为日系品牌汽车复苏已属于确定性事件, 同时, 我们看好广汽菲亚特重返中国市场后的决心和能力, 其有望实现对公司利润的快速和有力支撑。另外, 我们认为公司自主品牌已步入规模化增长阶段, 亏损的压力会持续减小。

股价催化剂

行业景气增长恢复进一步超预期; 公司含合营公司新产品销量超预期增长。

盈利预测、估值与投资评级

我们预计广汽集团 2013-2015 年实现归属于母公司净利润分别约 23.81 亿元、39.70 亿元和 50.54 亿元, 同比分别增长 110.06%、66.72%和 27.30%, 相应的 EPS 分别约为 0.37 元、0.62 元和 0.79 元, 净资产收益率分别约为 7.47%、11.58%

和 13.29%。

基于绝对估值计算得出公司价值约为 532.64 亿元, 折合每股价值 8.33 元, 略低于当前股价, 同时, 基于可比同类公司的相对估值来看, 公司股价基本合理。但如果从中长期看, 特别是考虑到未来国内乘用车市场新的竞争格局和特征下, 广汽集团的综合业务竞争优势将愈发明显。依赖于合营公司不断增长的现金流, 加上自主品牌的后发优势, 公司业务有望走入良性发展的阶段, 公司业绩也有望不断地实现超预期增长。综合估值和公司因素, 我们首次覆盖公司, 给予“增持”评级。

核心假设及风险

行业方面, 我们认为 2013 年汽车行业将走出低谷, 进入景气行恢复周期, 预计 2013 年-2015 年行业销量增速分别为 18%、20%和 10%; 广汽乘用车在 GS5 以及 GA3 等新品的带动下, 2013 年销量有望达到 9.3 万辆, 增长 140%, 2014 年、2015 年预计分别为 13.00 万辆和 17.00 万辆, 增长分别为 41%和 31%。受此拉动, 公司合并报表业务有望在 2012 年亏损 16.87 亿元的基础上, 2013 年减亏到 13.72 亿元, 2014-2015 年预计亏损有望继续收窄。同时, 受日系车复苏以及新合营公司后来居上的影响, 公司投资收益 2013-2015 年也有望分别实现 37.13 亿元、47.77 亿元和 58.37 亿元, 同比分别增长 40.16%、28.91%和 22.19%。

风险因素包括: 宏观经济和外部政策风险; 新产品市场的风险; 中日关系波动影响日系车的增长。

公司传统日系合资企业业务正稳步复苏

日系车企中国战略再提升, 市场份额稳步提升

作为政治问题钓鱼岛事件对日系品牌的影响应当是阶段性的, 且在逐步淡化过程中。

2012年日系车在国内的销量从上年的280.7万辆下降到250.4万辆, 下降了9.44%, 同期国内乘用车的销量增速为7.07%, 市场份额也因此大幅下滑, 由上一年的19.40%下降到16.41%, 钓鱼岛事件显然是导致这一变化的最主要因素。尽管这一事件的影响目前还尚未完全消除, 且中日关系目前也尚未看到明显恢复的迹象, 但作为政治事件, 我们认为其带来的影响主要也是基于民族感情上的, 对日系车的品牌认可度并不会受到多大影响, 且作为事件总归有个从出现到解决和结束的过程。随着时间对事件阴霾的逐步消除, 基于这一因素对日系车销量的影响将会继续得到淡化。

日系品牌正改变在中国相对保守化的策略, 准备“团结一致搞好中国市场”。

事实上, 日系车在中国市场份额的下降从真正的原因上讲, 还是在于日系品牌在近年国内较为保守的本土化策略。从数据上看, 早在2008年日系车在国内市场份额就达到最高的30.83%, 也是近年来最高的份额, 但2009年开始, 日系车份额就开始明显下降, 达到21.26%, 2010年和2011年又分别继续下降到了19.54%和19.40%, 也就是说, 日系车份额的下降早在2009年就开始了。这期间, 一方面是自主品牌的快速崛起侵蚀了一部分原有日系车的市场, 另一方面, 随着金融危机的过去, 欧美等汽车企业逐步恢复了竞争力, 并在节能等技术上开始突破, 同时在中国市场的布局力度开始加大。而反观日系品牌, 在达到30%以上的市场份额后, 尽管以丰田、本田以及日产为代表的企业也发布了令人振奋的产能扩张计划, 但似乎是未感觉到有明显竞争对手的威胁, 其产能扩张实施的进度特别是新产品的投放明显不及预期, 其中广汽本田、广汽丰田2009年、2010年分别也只有1-2款产品推出, 马自达、三菱以及铃木更是近乎止步不前。因此, 在自主品牌的崛起, 欧美企业发力中国市场的时候, 日系品牌开始被欧美车企超越, 市场份额同时下滑。可以认为, 钓鱼岛事件引发的困局只是让日系车雪上加霜, 加剧了其下滑趋势而已。

但是, 我们也看到, 2012年开始, 本田中国、丰田中国等都相继推出了新的中国战略。在2011年底的日本东京汽车展上, 本田汽车社长伊东孝绅承认, 面对过去两年中国车市消费结构发生的巨大变化, 本田汽车应对较为迟缓, 正因为这样, 本田汽车进行了全面的反省, 并制定了一系列计划, 包括仿效丰田汽车, 提高本田汽车中国总部在全球的地位, 同时加大本土化研发的力度, 进一步推出适应中国市场需求的产品。另外, 为谋求新市场的空间, 将加大推出如混合动力汽车、新能源汽车等。丰田汽车也表示中国战略、“云动计划”不变, 并提出了要从“丰田中国”向“中国丰田”转变, 进一步加速丰田的本土化。还有日产汽车, 事实上已经在中国大范围加紧了产能建设, 2013年也将是新产品密集投放的一年。在2012年广州车展上, 丰田、本田、日产等参加的阵容都明显提升, 在车展发布会现场, 一众日系车企领导在台上手握着手、大喊口号, 高调表示其团结一致搞好中国市场的决心。事实上, 相对之前的将在日本和北美销售的产品直接引进中国市场, 2013年新推出的

产品, 如广本凌派、东本杰德、广丰新 Yaris 和东日全新骊威等均是专为中国本土设计并制造的车型。

表 1: 主要日系汽车企业 2013 年前后中国市场规划情况

本田	2012 年上半年, 本田汽车在北京高调发布了中期战略规划, 计划从 2013 年到 2015 年投放 10 款以上的新车型和全新改款车型。到 2015 年, Honda 品牌车型的销量将比 2011 年翻一番。本田汽车同时发布了“我动未来动”的全新品牌口号。2013 年, 分别推出杰德和凌派, 被视作本田强化紧凑级车市场的重要标志, 同时, 高端品牌讴歌也首次公布了国产计划。
日产	到 2012 年底, 日产中国产能已接近翻倍。2013 年也将是东风日产车型密集投放的一年, 除了众所瞩目的换代天籁车型外, 楼兰和骊威改款款车型也将于上半年推出, 此外, 启辰 E50 也有望在 2013 年上市。
丰田	在之前提出振兴中国市场的“云动计划”之后, 2012 年底再提“中国丰田”概念。投资 6.89 亿美元在常州设立丰田全球最大研发中心, 这也是丰田在本土以外唯一为实现混合动力国产化而设立的研发中心。2013 年丰田在华销量目标为 90 万辆, 虽然低于 2012 年销量目标, 一旦完成将创下丰田在华销售新高。车型方面, 丰田在华合资公司一汽丰田和广汽丰田将各自投入一款小型车, 助力上述销售目标的实现。
马自达	去年马自达在华销量是 18.7 万辆, 同比减少了 13%, 今年的目标是同比增长 7%至 20 万辆。未来三年在华将总共投放 8 款全面搭载创驰蓝天的车型, 目标达到每年产销 40 万辆, 南北两个马自达各 20 万辆。
三菱	2011 年, 三菱汽车在华整体销量 6 万辆 (包括东南汽车及变更前的广汽长丰), 2012 年只有 4 万辆, 进口三菱约 1.5 万辆。2015 年, 三菱汽车在中国欲实现的销售目标是 30 万辆。

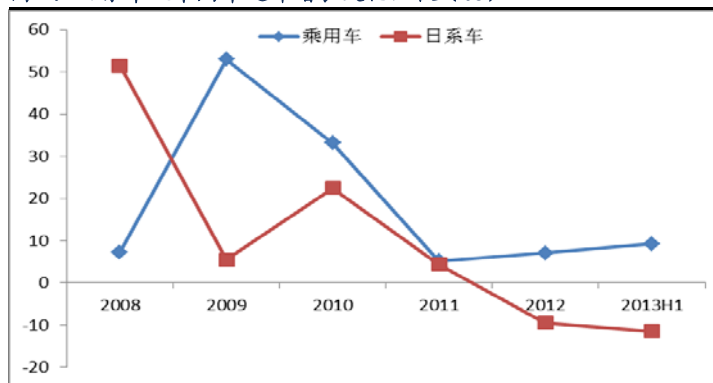
资料来源: 信达证券研发中心整理

日系车全球竞争力不容小觑, 2013 年开始日系车份额已开始逐步回升。

尽管之前受地震以及中日关系的影响, 2012 年丰田汽车再次成为全球汽车销量的龙头, 这也显示了日系车企在全球汽车市场的地位。日系车由于经济性、外观、内饰以及精准的市场定位和丰富的品牌系列等因素, 都使得其在全球市场尤其是中国市场有着广泛地品牌效应和客户基础。

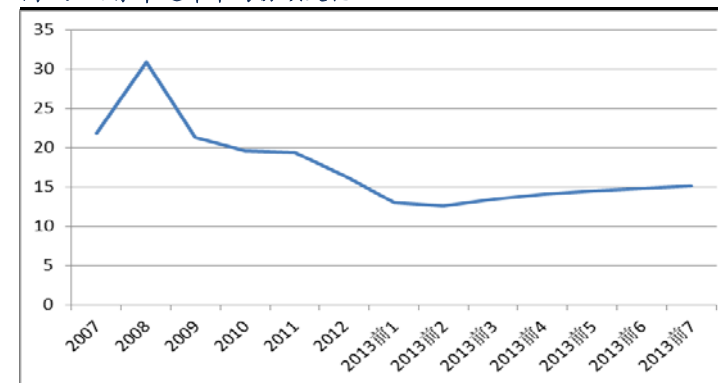
战略调整效应的逐步显现, 以及频繁推出的新车型, 正成为提升销量和增加市场份额的驱动因素。事实上, 从 2013 年 3 月份起, 日系车市场份额已经开始缓慢提升, 由前 2 月的 12.54%提高到 13.43%, 之后到前 4、5、6、7 月份分别提高到 14.08%、14.46%、14.78%和 15.14%, 全年有望超过 2012 年 16.41%的水平。

图 1: 日系车及乘用车近年增长变化比较 (%)



来源: caam, 信达证券研发中心

图 2: 日系车近年市场份额变化



来源: caam, 信达证券研发中心

广汽本田、广汽丰田 2013 年开始都将推出全新产品

广汽本田新理念及凌派将带动公司销量增长。

广汽本田成立于 1998 年, 目前产能总计约为 48 万辆, 其中广州黄埔 24 万辆, 增城一期、二期分别 12 万辆。公司持有广汽本田 50% 股权。广汽本田 2008 年增长只有 3.7%, 2009 年依托于锋范的上量, 总销量达到 36.56 万辆, 增长也达到 19.39%。但随后的 2010 年和 2011 年, 也分别有歌诗图和理念 S1 上市, 但由于当时公司总产能也就只有 36 万辆, 因此也并未放量, 两年的总销量分别为 38.60 万辆和 36.23 万辆。2012 年由于钓鱼岛因素更是下降到了 31.64 万辆, 公司也并未有新产品推出。

未来三年 (2013-2015 年), 广汽本田计划每年向市场推出三款车型, 其中 2013 年, 将推出新理念、第九代雅阁等, 同时中级车 Concept C (即凌派) 也已开始投放。理念作为与 Honda 并行的品牌, 5 月份正式开始投放, 预计下半年将开始放量。而对于目前较火热的 SUV 市场, 公司未来也将推出 3 款车型, 分别覆盖小型 SUV、紧凑级 SUV 及中型 SUV。此外, 对于新能源车型, 将在 2015 年投产飞度混动版。

另外, 今年 5 月, 广汽本田第三工厂暨发动机工厂动工仪式在广州增城举行。该厂计划于 2015 年初建成投产, 投产初期的年产能 12 万辆, 未来将扩大到 24 万辆, 加上现有的 48 万辆产能, 届时广汽本田的总产能将达到 72 万辆。公司计划 2020 年销量达到 100 万辆。

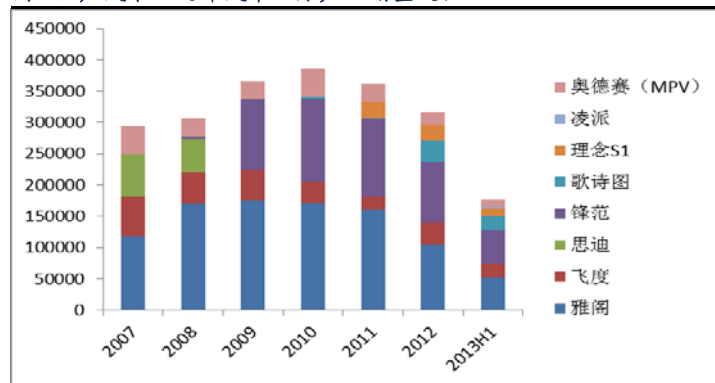
广汽丰田下半年预计将推出一款全新针对中国市场的紧凑型车。

广汽丰田成立于 2004 年, 公司持有广汽丰田 50% 股权。广汽丰田的凯美瑞一直是其主打产品, 但在 2007 年达到最高销量 17.03 万辆后, 一直未有突破, 基本维持在 15-16 万辆的水平。公司 2008 年推出了雅力士产品, 但绝对销量规模一直不高,

直到 2009 年汉兰达的推出, 销量才又快速提升, 2009 年、2010 年销量增速分别达到 20.96 万辆和 26.94 万辆, 同比分别增长 21.85%和 28.55%。之后, 尽管 2011 年公司推出了 MPV 产品逸致, 但绝对销量也并不大。2012 年, 更新换代后的新凯美瑞尽管提升很快, 但基本也是替代老凯美瑞的下降, 总量并未有提升, 2012 全年, 广汽丰田更是以只有 65%的全年目标完成率垫底日系合资品牌。

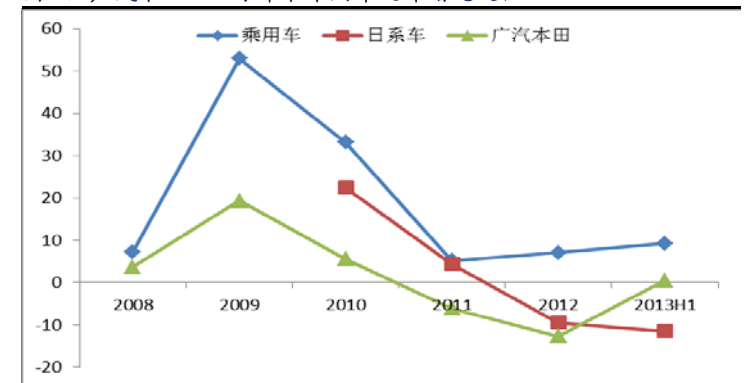
在丰田中国战略下, 2013 年, 广汽丰田也将推出一款全新小型车, 该车型也是丰田公司专门为中国市场打造的, 预计下半年将带来增量。广汽丰田目前总产能约为 38 万辆, 分别是位于南沙的一期 26 万辆、二期 12 万辆, 未来将建第三工厂, 届时产能将达到 60 万辆, 但目前 关于该工厂的建设尚未有明确信息。

图 3: 广汽本田近年汽车细分产品销量变化



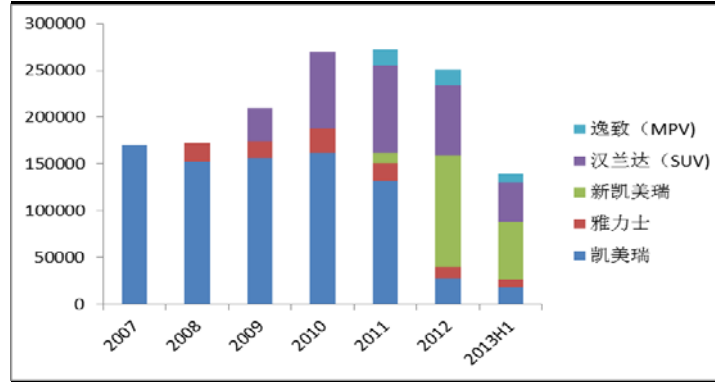
来源: caam, 信达证券研发中心

图 4: 广汽本田及日系车和乘用车近年增速变化



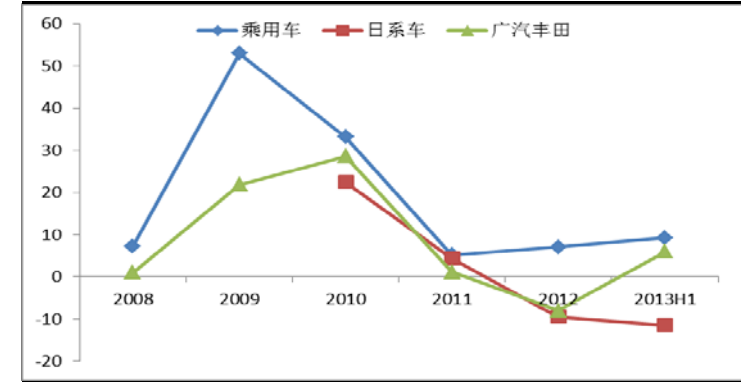
来源: caam, 信达证券研发中心

图 5: 广汽丰田近年汽车细分产品销量变化



来源: caam, 信达证券研发中心

图 6: 广汽丰田及日系车和乘用车近年增速变化



来源: caam, 信达证券研发中心

与菲亚特和三菱的新合资企业再次发力并势在必得

广汽菲亚特未来有望成为公司最大的业绩驱动因素

菲亚特重返中国市场, 旗下诸多产品有望引进中国。

菲亚特集团早在 1999 年就进入中国, 并与南汽合作, 但由于双方在产品引进以及市场看法等方面存在差异, 合资公司经营一直未达预期, 最终以 2007 年菲亚特彻底撤出中国告终。由于之前过分依赖西欧和巴西两大市场, 菲亚特在 2010 年被雷诺和铃木超越, 已经跌出了全球前十名。同时, 在欧债危机的影响下, 菲亚特在本土意大利的销量也开始下滑。因此, 重新开拓中国及印度和俄罗斯这些的新兴市场就成为菲亚特的重点战略选择。2009 年之后, 菲亚特重返中国, 并与广汽集团开展全方位的合作, 此番重返中国, 菲亚特的面临的压力和持有的决心显然完全不同, 可以预计未来将会有更多地菲亚特旗下的产品通过广汽菲亚特平台被引入中国。

事实上, 除了精于小车的菲亚特品牌之外, 菲亚特集团旗下还有阿尔法·罗密欧、法拉利、玛莎拉蒂等一系列豪华品牌, 以及蓝旗亚这样的中高端品牌。另外, 菲亚特目前已经控股克莱斯勒 52% 的股权, 这也使得广汽与菲亚特的合作实际上已经变成是广汽-菲亚特-克莱斯勒的合作。克莱斯勒旗下除了克莱斯勒品牌众多轿车等, 还有像 Jeep 这样在中国具有广泛影响力和认可度的 SUV 产品, 另外, 具有鲜明美国汽车风格的道奇汽车也属于克莱斯勒旗下, 这些都有望在未来引进中国并在广汽菲亚特本土化生产。因此, 广汽与菲亚特的合作的前景和空间都相较以往合资要大得多, 同时对于广汽集团摆脱对日系车的依赖有重大战略性意义。

广汽菲亚特 2012 年底投产, 2013 年将是全面提升的一年, 未来规划国内市场份额 2%。

广汽菲亚特成立于 2010 年 3 月, 其中广汽集团和菲亚特集团各占 50% 股份。公司首期 14 万辆产能已于 2012 年 9 月正式投产, 首款产品是定位于中级车的轿车产品菲翔。2012 年和 2013 年上半年其销量分别为 1.13 万辆和 1.85 万辆, 加之下半年还要推出的新产品, 公司全年计划销售有可能达到 8 万辆。

2013 年, 广汽菲亚特将其作为全面提升的一年, 一是持续推出适合市场的产品, 二是继续完善渠道和提升产能。产品上, 公司拥有两个平台、将推出四款车型, 平均每年能够推出一款新车。包括在菲翔的基础上, 下半年继续推出菲翔两厢版, 同时, 2014 年推出菲跃的国产车型, 以及 Jeep 系列的指南者的国产, 其中菲跃是基于克莱斯勒旗下道奇产品作为原型的一款产品。上述产品都出自于与菲翔相同的 CUSW 平台。未来, 我们认为, 菲亚特将 Jeep 品牌其他车型, 即大切诺基的平台如自由客、牧马人以及另外一款小于指南者和自由客的 SUV 等车型引进中国本土化生产的可能性也很大。产能方面, 广汽菲亚特的后期扩产也在进行中, 首期 14 万辆产能经过增加一些设备就可以达到 30 万辆。公司计划在 2015 年左右形成约 50 万辆产能规模, 中国市场份额也要能达到 2%, 而这其中绝大部分将由广汽菲亚特的国产车承担。

广汽菲亚特预计 2014 年将对公司业绩产生正的贡献。

尽管今年有望达到 8 万辆的销售规模, 但就公司短期业绩方面, 由于新工厂开办初期较大的摊销折旧费用比, 我们预计其真正盈利乐观也将从 2014 年开始。

表 2: 广汽菲亚特产品推出及预计情况

车型	排量	上市时间 (预计)	价格区间
菲翔 (轿车)	1.4T	2012 年 9 月	9.88-15.88 万元
菲翔两厢版	1.4T	2013 年四季度	
菲跃 (SUV)	2.4L/3.6L	2012 年上半年 (进口) / 2014 年 (国产)	22.98-37.58 万元
Jeep 指南者 (SUV)	2.0L/2.4L	进口已在售, 2014 年国产	22.19-28.19 万元
自由客、牧马人等		未来	

资料来源: 信达证券研发中心整理

广汽三菱未来增速预计最快

广汽三菱产能供给瓶颈有望在年底得到缓解。

广汽三菱是广汽集团以广汽长丰的原有资产和人员为基础与三菱合资组建的 50:50 的公司, 公司已于 2012 年 10 月挂牌。广汽三菱目前的产能约为 5 万辆, 主要就是原广汽长丰位于长沙的基地。公司现有产能已不能满足现有生产的两款产品, 预计扩产后 2013 年底产能可达到 13 万辆左右, 在渠道上, 其 4S 店的数量也将由年初的额 60 家左右扩大到年底的 130 家左右。

另，按照公司的规划，未来三到五年将达到 30 万辆的生产能力，要成为三菱汽车在全球最大级别的生产销售基地，甚至五年内更要成为中国最大的 SUV 制造厂家。

依托既有优势，广汽三菱快速赢利的可能性较大。

产品方面，公司也将陆续投产多款战略车型，包括 2012 年底推出的劲炫 ASX，以及今年 8 月推出的帕杰罗劲畅。前者是广汽三菱成立后推出的首款车型，也是原进口车型国产化后的一款新车；后者帕是一款新一代的三菱帕杰罗 Sport 车型，也是介于三菱欧蓝德与帕杰罗之间的车款，比欧蓝德有更好的越野性能，但比帕杰罗则更城市化、更舒适。未来，广汽三菱计划推出的是一款小型 SUV 车，以及国产化另一款早已在中国市场进口销售的欧蓝德，同时，轿车产品也被纳入规划当中。2012 年，广汽三菱销售了 0.25 万辆，包括 0.14 万辆的帕杰罗和 0.11 万辆的劲炫，2013 年上半年由于劲炫的增量贡献，公司总计销售了 1.4 万辆，全年预计可完成 4 万辆的销售规模。

尽管三菱曾经一段时间因为质量问题产品竞争力出现下降，并受经济危机的影响，甚至退出了曾具有较大影响力的 WRC 拉力赛和达喀尔拉力赛，但我们认为，这对三菱在中国市场的品牌认可度并未有根本性的影响。我们认为，由于相比广汽菲亚特，广汽三菱是基于原广汽长丰的工厂进行扩充，因此前期的开办费用等相对要小，尽管其公布的新产品线相对并不丰富，但其快速实现正赢利的可能性也较大。

表 3: 广汽三菱产品推出及预计情况

车型	排量	上市时间（预计）	价格区间
帕杰罗	3.0L	已在售	29.80-41.50 万元
ASX 劲炫（SUV）	1.6L/2.0L	，进口已在售，2012 年底	11.83-21.88 万元
帕杰罗（劲畅）	2.4L/3.0L	2013 年 8 月	36.80-39.80 万元（进口）；20.88-30.88 万元（国产）
三菱 Mirage（全球战略小型车）		2014 年	
欧蓝德（SUV）		2014 年	19.98-34.48 万元（进口）
轿车		未来	

资料来源：信达证券研发中心整理

自主品牌业务步入快速提升阶段

自主品牌业务主要是公司的合并报表业务，包括 100%持股的广汽乘用车和持股 51%的广汽吉奥，另外还有持股 100%的广汽商贸、广汽客车、广汽部件等，我们这里主要讨论前两者。

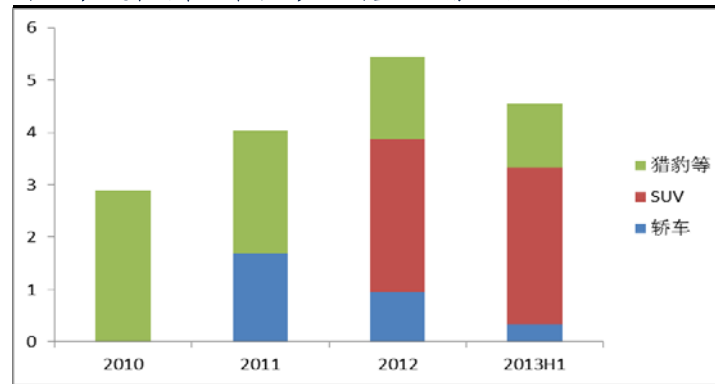
广汽乘用车未来发展雄心勃勃

广汽乘用车上市后依托于公务车市场的示范效应, 销量规模提升迅速。

广汽乘用车成立于 2008 年 7 月, 2010 年 9 月竣工暨首款车下线。与国内其它做自主品牌的企业相比, 广汽乘用车属于后来者, 与大部分企业从低端做起的策略不同, 广汽乘用车一开始的定位就聚焦在 B 级车市场, 甚至明确以公务用车为主打市场, 先后推出的产品有传祺 GA5、GS5 (SUV 版) 和 GA3, 其中前面两款车的销售价格最低都在 10 万元以上, 高配达到了近 23 万元。凭借公务车的示范效应和较好的性能、品质, 传祺上市至今, 已被广东、广西、福建、浙江、四川、重庆、陕西等多个省区市的党政机关或企事业单位选为公务用车, 今年 6 月, 广汽传祺获得解放军总装备部的采购大单。

销量方面, 2011 年传祺销售了 1.7 万辆, 2012 年达到 3.88 万辆, 随后截止到 2013 年上半年就达到了 4.32 万辆, 全年加上猎豹系列, 广汽乘用车自主品牌销量预计可达到 9.3 万辆左右。(猎豹等产品系原广汽长丰体系内产品, 2012 年归入广汽乘用车)

图 7: 广汽乘用车近年分类产品销量变化情况 (万辆)



来源: caam, 信达证券研发中心

注: 2012 年前猎豹等产品系属长丰生产。

图 8: 广汽乘用车品牌拓展重要事项情况

时间	事项
2010年9月	亚运会指定礼宾接待车
2011年1月	广东省两会会议接待车
2011年5月	意大利领事馆专用车
2011年8月	泰达国际论坛用车
2011年10月	广州市番禺区公安分局用车
2012年1月	重庆电视台新闻采访车
2012年2月	入选2012年党政国家机关公务用车目录
2012年4月	泸州公安系统警务用车
2012年7月	福州市政府机关公务用车
2012年9月	广州市第二批公安系统用车
2013年6月	获得解放军总装备部采购大单
...	...

来源: 公司网站, 信达证券研发中心

尽管在未考虑基础研发费用分摊的情况下, 广汽乘用车有望 2013 年盈利, 但我们认为这种盈利的可持续性尚依赖于后续产品的持续推出和销量规模的进一步提升。

自主品牌乘用车的盈利一直是一道绕不过去的坎, 可以说, 自主品牌成功的标致主要就是看能否真正实现盈利, 当然, 盈利的前提是企业的销量要达到一定的规模。目前, 国内自主品牌乘用车能够实现盈利的寥寥无几, 特别是那些依托于合资企业发展的大企业集团实现自主品牌盈利更是没有, 原因就在于面对外资竞争对手不断持续的新产品投放, 自主品牌企业的再投入压力包括研发投入和产能投入的压力始终存在; 同时行业效率的提升, 利润率的降低对单一平台产品盈利的规模化门槛也越来越高。从规模的方面看, 自主品牌企业如长安、上汽 2012 年自主品牌乘用车 (不含交叉型) 销量分别达到了 10.53 万辆 (不含上汽通用五菱) 和 23.07 万辆, 另外江淮轿车销量也达到了 15.36 万辆, 而事实上, 这三家企业的自主品牌轿车业务

目前为止都尚未能够说真正实现盈利。

尽管广汽乘用车业务如果不考虑基础研发费用分摊的情况下, 似乎 2013 年可以盈利, 但如上述原因, 我们认为这种盈利还有赖于未来产品的可持续推出和销量规模的继续扩大。从广汽集团合并业务的层面, 我们认为实现盈利可能更需要一些时间。

表 4: 2013 年上半年主要自主品牌企业销量规模及盈利情况对比 (万辆, 亿元)

	上汽集团	长安汽车	广汽集团
自主品牌轿车/SUV/MPV	9.07	25.72	4.56
微车 (交叉型)	75.49	37.03	0
销量合计	84.56	62.75	4.56
总收入	2461.45	197.51	82.47
总成本	2429.29	202.48	89.44
营业利润 (总收入-总成本)	32	-4.97	-6.97

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

注: 上汽集团为合并报表业务剔除华域汽车、上柴股份数字。

广汽乘用车未来发展雄心勃勃, 但目前主要还是在开发进程中。

广汽乘用车目前产能主要是番禺基地的 10 万辆, 但目前其已经开始了二期扩能工作, 预计明年 8 月底可达到 20 万辆左右的产能规模。未来规划方面, 广汽乘用车同样雄心勃勃, 计划到 2015 年要形成 40 万辆产能, 30 万辆销售的目标, 其中二工厂的基地已经进入选址进程中。销售方面, 广汽乘用车计划 2014 年销量达到 12 万~15 万辆, 2015 年将达到 20 万~25 万辆, 2017 年将冲刺 50 万辆目标。

配合上述目标, 广汽乘用车将每年至少推出一款新车, 覆盖中型、紧凑型、经济型轿车以及 SUV、MPV 等细分市场, 并适时进入豪华级轿车市场。这其中包括 7 月份推出的 A 级车平台 GA3, 以及 2014 年底基于该平台的 GS3 (小型 SUV) 等多款产品。在既有车型升级方面, 2014 年年底, 传祺 GA5 也将推出第二代车型。同时, 筹备已久的 C 级轿车也有望于 2015 年推出, 届时同平台还将开发更多 MPV、SUV 产品。

表 5: 广汽乘用车产品推出及预计情况

车型	排量	上市时间 (预计)	价格区间
GA5	1.8L/2.0L	2010 年 9 月	10.08-20.18 万元
GS5 (SUV)	1.8L/2.0L	2012 年 3 月	10.88-22.98 万元
GA3	1.6L	2013 年 7 月	7.58-11.98 万元
GS51.8T 版、GA52013 款		2014 年下半年	

GS3	2014 年下半年
C 级车	2015 年

资料来源: 信达证券研发中心整理

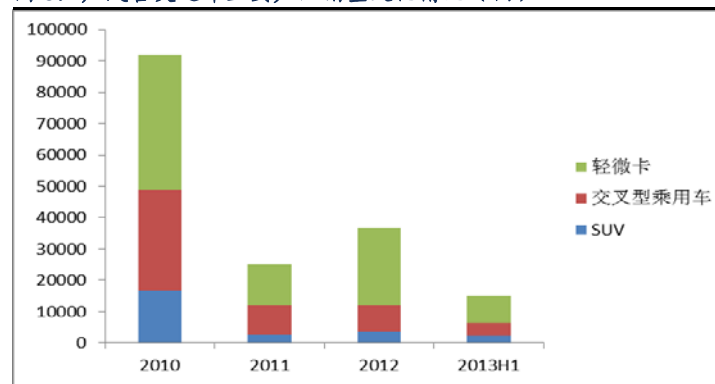
广汽吉奥增长潜力尚未释放

广汽吉奥作为广汽集团规模扩张的平台, 未来将承担重要的作用。

广汽吉奥是 2010 年广汽集团与吉奥控股合资设立的企业, 注册资本 12.6 亿元, 其中广汽集团以现金出资控股 51%, 吉奥控股以吉奥现有汽车业务资产为出资。吉奥控股于 2003 年成立, 是主要专注于经济型细分汽车市场的民营汽车生产企业, 目前拥有杭州萧山、台州路桥、山东东营三大整车生产基地, 年设计生产能力为 30 万台皮卡、SUV 和微客。该公司成立后受汽车行业周期性的影响, 以及自身资源的制约, 其增长一直不快, 2010 年最高的销量曾达到 9.20 万辆, 但随后的 2011 年、2012 年则只有分别 2.50 万辆和 3.68 万辆, 不论从绝对规模还是市场份额等方面看都还较小。

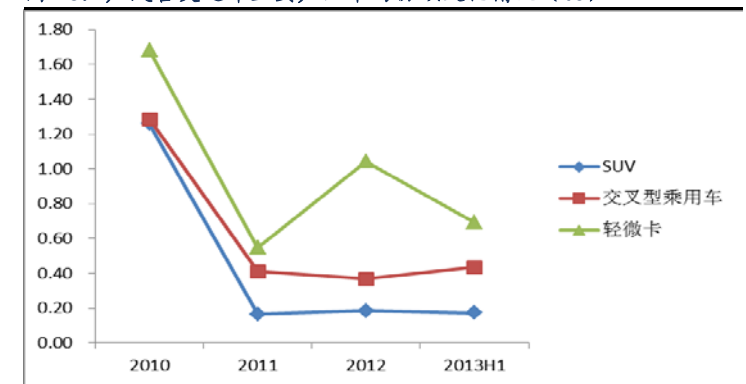
广汽集团收购吉奥汽车显然是看重后者在微车上的资源和产能, 这对于其短期做大集团规模是不错的选择。双方也承诺, 合资公司成立后将吉奥汽车原有整车资产和业务进行整合, 未来累计投资将达 60 亿元, 逐步形成 50 万台整车生产能力。产品方面, 到 2013 年将形成三大新车平台, 包括皮卡和 SUV 平台、MPV 平台与微车平台, 涵盖各个细分市场。

图 9: 广汽吉奥近年主要产品销量变化情况 (辆)



来源: caam, 信达证券研发中心

图 10: 广汽吉奥近年主要产品市场份额变化情况 (%)



来源: caam, 信达证券研发中心

短期来看, 广汽吉奥除产能优势外, 产品、制造、营销等能力都尚待提升, 对公司也难以形成利润贡献。

目前看, 广汽集团能够给与广汽吉奥的支持还主要是资金方面, 广汽吉奥作为完全独立生存的, 其产品及开发能力还需要自身慢慢积累和提升, 包括制造能力、营销能力等乘用车规模化生产必备的竞争要素也需要实践中增强。因此, 短期来看, 受

制于这些因素及较低的产能利用率, 我们认为, 广汽吉奥的盈利还尚不能看到, 但由于规模较小, 其对公司的盈利负担也不会太大。

行业未来发展将支撑优势企业增长

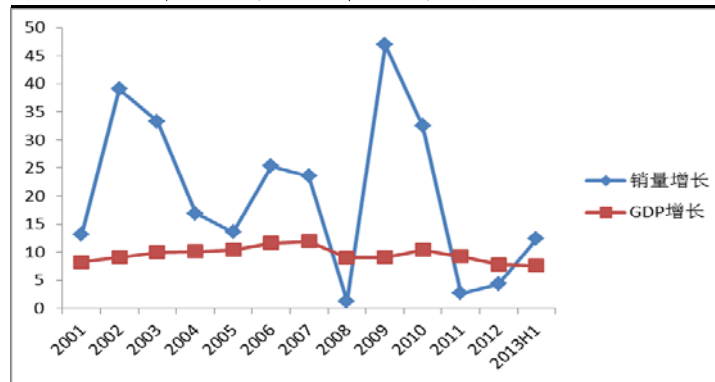
2013-2014 年, 行业已步入周期性恢复增长的阶段

对于汽车行业, 我们认为 13 年需求有 15% 以上的增长是可以预期的, 至少是概率比较大的, 这主要是基于行业需求已经有两年接近零增长, 相对于经济总量两年分别 9.3% 和 7.8% 的增长, 实际上可以认为汽车的潜在需求至少被抑制了约 17.83% ($9.3\% * 7.8\%$), 考虑到汽车行业与经济总量的相关系数 (历史回归约为 1.5 倍), 这一抑制的程度还会更大。当然, 这里面也有前期需求被一定程度地透支的因素, 但总体应不影响结论的成立。

供给方面, 依据对上市公司融资时点、投资进度、资产结构等的考察, 行业产能在 2012 年底已集中完成或接近尾声, 其中 2013 年相对 2012 年主要合资轿车企业的产能增长就约在 30%。同时企业特别是合资企业如长安福特、上海通用、东方日产等近年推出新产品热情明显变高, 众多新产品蓄势待发, 自主品牌如长安、江淮、海马等也较多新产品预计 13 年上市, 而这些都是都将为行业的恢复性增长提供重要支撑和动力。

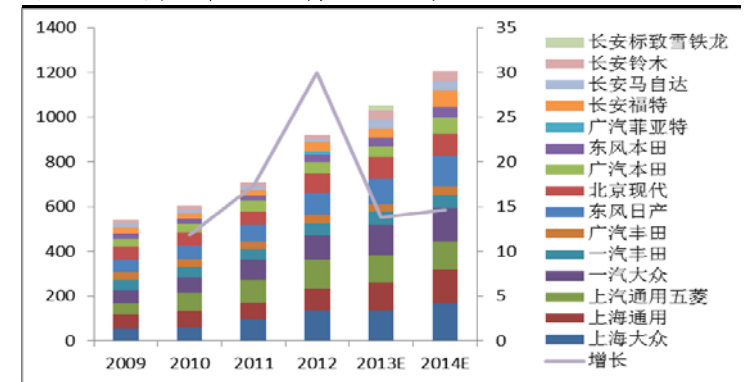
(具体阐述可参见我们的《2013 年汽车行业投资策略报告》2012.12.24)

图 11: 近 10 年 GDP 增速与汽车行业增速对比 (%)



来源: wind, 信达证券研发中心

图 12: 主要乘用车企业近年产能变化情况 (万辆, %)



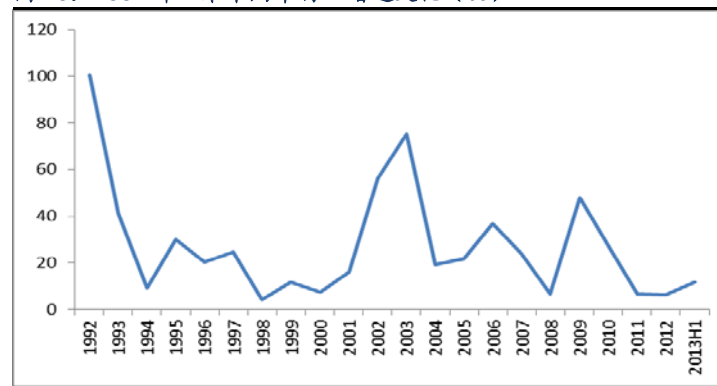
来源: 信达证券研发中心整理

全方位的行业竞争格局将使具有优势的企业相对受益

尽管汽车特别是乘用车行业未来还将会继续有较大的增长空间，我们在上述所提到相关的研究报告中也提到未来 5-10 年，国内汽车行业的长期销量复合增长依然可以维持在 13%左右，但不可否认，行业增长的黄金期已过。以轿车为例，1992 年，国内轿车市场规模仅为 8.11 万辆，2000 年达到了 60.75 万辆，9 年复合增速约为 25%，从 2000 年到 2010 年十年时间，轿车行业销量达到了 948 万辆，十年复合增速约为 31.62%。而随后的 2011 年、2012 年，增速分别只有 6.62%和 6.15%，今年全年的预期大约为 15%。因此，在行业产能新一轮规模化扩张的背景下，这样一个增长背景必然会造成行业竞争状态发生一些改变，行业内企业的盈利能力也会发生变化。

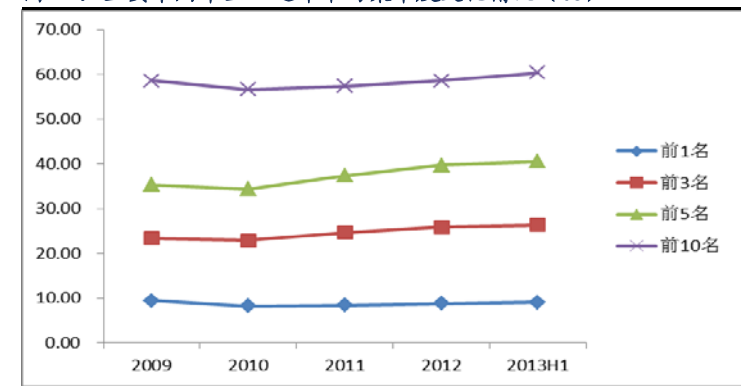
我们认为，尽管未来行业增长速度依然可以乐观，但企业的增长已不太可能完全是基于市场需求的拉动，即过去靠增量的增加几乎所有的企业只要采取跟随性策略即能获得一定的增长和利润，这种状况已不可持续。未来，在竞争更加激烈的背景下，那些具有成熟的产品优势包括平台优势、制造的成本效率优势、营销创新优势等企业将会脱颖而出，在享受行业增量的同时，更能够获得相对的市场份额，即未来市场的集中度将会逐步提升，不排除个别品牌和企业因为在“大潮时裸泳”而在浪潮退去后被打在沙滩上。

图 13: 1992 年以来乘用车行业增速变化 (%)



来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 主要乘用车企业近年市场集中度变化情况 (%)



来源: caam, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

综合正文分析，我们对公司未来三年经营预期有如下主要判断和假定：

- 1、行业方面，2013 年汽车行业将走出低谷，进入景气行恢复周期，预计 2013 年、2014 年行业销量增速分别为 18%、20%

和 10%;

2、广汽乘用车 2013 年在 GS5 以及 GA3 等的带动下, 销量有望达到 9.3 万辆 (2013H1 为 4.56 万辆), 增长 140%, 2014 年、2015 年预计分别可实现 13.00 万辆和 17.00 万辆, 增长分别为 41%和 31%。广汽吉奥同期内预计将仍以稳定增长为特征, 2013-2015 年销量分别可实现 3.15 万辆、4.0 万辆和 5.1 万辆;

3、前期由于原材料价格相对低位, 公司综合毛利润率 2013 年上半年达到 11.19%, 比 2012 年提高了 3.07 个百分点。未来公司销量持续提升下, 规模化效应会进一步有所体现, 同时由于短期原材料成本上涨几率依然不大, 因此, 我们假定公司综合毛利润率 2013-2015 年分别为 11.83%、14.83%和 15.89%;

4、费用方面, 公司 2012 年和 2013 上半年的期间费用比分别为 18.28%和 15.82%, 其中销售费率分别为 6.11%和 5.44%, 管理费率分别为 10.52%和 8.15%。公司费用占比相对有所下降, 我们认为这主要是公司主动控制的结果, 同时也因为前期产品推广和开发的力度已有所降低, 因此短期内公司费用支出将会预期缩减。但我们也认为, 未来随着新一轮产能扩张和新产品的投入, 公司各项费用占比可能在 2015 年后继续升高。这里假定 2013-2015 年销售费率分别为 6.50%、6.42%和 6.30%, 管理费率分别为 9.35%、9.87%和 9.45%;

5、投资收益依然是公司最重要的利润来源。我们预计广汽本田在 2012 年 31.64 万辆销量的基础上, 2013-2015 年可分别实现 39 万辆、48 万辆和 56 万辆; 广汽丰田在 2012 年 25 万辆销量的基础上, 2013-2015 年可分别实现 30 万辆、35 万辆和 40 万辆; 广汽菲亚特在 2012 年 1.13 万辆销量的基础上, 2013-2015 年可分别实现 8 万辆、11 万辆和 15 万辆; 广汽三菱在 2012 年 0.25 万辆销量的基础上, 2013-2015 年可分别实现 4.5 万辆、7 万辆和 10 万辆;

5、其它假定同 2012 年公司情况。

根据我们的公司研究模型得出的结果, 预计广汽集团 2013-2015 年实现营业收入分别约 176.49 亿元、211.51 亿元和 263.36 亿元, 同比增长分别为 36.14%、19.84%和 24.51%; 实现归属于母公司净利润分别约 23.81 亿元、39.70 亿元和 50.54 亿元, 同比分别增长 110.06%、66.72%和 27.30%, 相应的 EPS 分别约为 0.37 元、0.62 元和 0.79 元, 净资产收益率分别约为 7.47%、11.58%和 13.29%。

表 6: 广汽集团近年及未来三年主营业务经营情况 (预测)

合并业务	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
销量, 万辆	3.88	9.30	13.00	17.00
YoY, %	128.04	139.81	39.78	30.77
广汽乘用车				
收入, 亿元	49.83	103.70	136.50	167.45
毛利润率, %	8.00	13.00	16.00	17.00

广汽吉奥	销量, 万辆	3.68	3.15	4.00	5.10
	YoY, %	47.51	-14.42	26.98	27.50
	收入, 亿元	21.12	16.88	20.50	26.10
	毛利润率, %	9.27	9.65	10.98	11.56
合计	销量, 万辆	7.72	12.50	17.10	22.30
	YoY, %	76.81	61.94	36.80	30.41
	收入, 亿元	129.64	176.49	211.51	263.36
	YoY, %	18.04	36.14	19.84	24.51
	毛利润率, %	8.76	11.83	14.83	15.89

资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 7: 广汽集团近年及未来三年投资收益情况 (预测)

投资收益	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
投资收益, 万元	26.44	37.06	47.77	58.37
YoY, %	-43.15	40.16	28.91	22.19
其中: 广汽本田, 万辆	31.64	39.00	48.00	56.00
单车净利, 万元	0.90	1.05	0.98	0.95
贡献收益, 亿元	14.30	20.48	23.52	26.60
广汽丰田	25.01	30.00	35.00	40.00
单车净利, 万元	0.87	1.00	0.93	0.90
贡献收益, 亿元	10.91	15.00	16.28	18.00
广汽菲亚特	1.13	8.00	11.00	15.00
单车净利, 万元	-3.49	-0.60	0.50	0.80
贡献收益, 亿元	-1.97	-2.40	2.75	6.00
广汽三菱	0.25	4.50	7.00	10.00
单车净利, 万元	0.00	0.30	0.50	0.75
贡献收益, 亿元	0.00	0.68	1.75	3.75

资料来源: caam, 信达证券研发中心

公司估值

FCFE 估值

采用信达企业股权自由流折现法 (FCFE) 对公司进行估值, 计算得出公司价值约为 532.64 亿元, 折合每股价值 8.33 元。在对公司的绝对估值中, 除股权资本成本以外, 永续增长率以及公司未来收入增长率对估值结果的影响是比较大的, 综合来看, 基于绝对估值的估值区间约在 8.17 元-9.02 元之间。

表 8: 广汽集团 FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均资产 Beta	1.04	研究期经营价值	174.23 亿元
股票 Beta	1.0832	TV	209.97 亿元
无风险利率	3.70%	其它价值	152.03 亿元
市场收益率	10.70%	合计	532.64 亿元
TV 增长率	3%	总股本	64.3502 亿股
股权资本成本 K	11.28%	每股价值	8.33 元/股

资料来源: 信达证券研发中心

表 9: 广汽集团 FCFE 估值敏感性分析

K \ 永续增长率 g	9.00%	10.00%	11.28%	12.00%	13.00%
1.00%	9.50	8.57	7.65	7.23	6.74
2.00%	10.13	9.02	7.96	7.48	6.93
3.00%	10.96	9.60	8.33	7.79	7.16
4.00%	12.14	10.37	8.82	8.17	7.44
5.00%	13.90	11.45	9.46	8.66	7.80

资料来源: wind, 信达证券研发中心

相对估值

公司基于 2013 年每股收益的 PE 约为 24 倍, 略高于同类可比公司均值的 20 倍, PB 看, 当前公司 PB 约为 1.8 倍, 与同类可比公司均值的 1.9 倍相比基本一致。

表 10: 同类公司相对估值比较

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PS	PB (倍)
		2012	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E		
长安汽车	10.02	0.30	0.67	0.99	33	15	10	0.9	2.8

江淮汽车	9.3	0.38	0.52	0.89	24	18	10	0.3	1.9
海马汽车	4.28	0.10	0.19	0.28	44	23	15	0.5	1.0
广汽集团	9.02	0.18	0.37	0.62	50	24	15	2.5	1.8
均值					38	20	13	1.0	1.9

资料来源: wind, 信达证券研发中心

投资评级：首次覆盖给予“增持”评级

总体来看，尽管公司短期有诸多业绩增长型驱动因素，但不论是基于绝对估值还是基于同类可比公司的相对估值，公司目前股价基本已反映了基本面变化的预期，即公司未来业绩支撑的双驱动特征，一方面是合营公司增长的稳定性进一步提高，另一方面则是自主品牌同步进入发力状态。实际上，这也是自 2012 年底到目前公司二级市场股价有超过 80% 涨幅的主要原因。

但我们也认为，如果从中长期看，特别是考虑到未来国内乘用车市场新的竞争格局和特征下，广汽集团的综合业务竞争优势将愈发明显。依赖于合营公司不断增长的现金流，加上自主品牌的后发优势，公司业务有望走入良性发展的阶段，公司业绩也有望不断地实现超预期增长。

综合估值和公司因素，我们给予“增持”评级。

风险因素分析

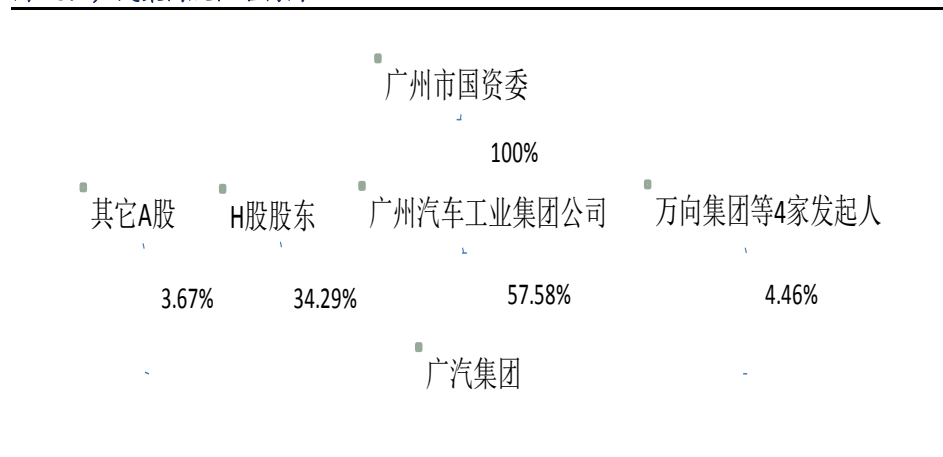
- 1、受国家整体经济环境包括外部政策的影响，行业增长当前还存在一定的不确定性因素。
- 2、公司自主品牌业务尽管已取得了一定的增长，但其市场保有量快速扩大带来的质量、信誉等风险也会同步增大，如出现问题将会对公司后续的增长产生影响。
- 3、日系车市场再次因出现外部事件影响而导致相关合营企业中国战略发生变化。

附文：公司基本情况分析

公司概况

广汽集团是我国第六大汽车企业，2012 年全集团销量（含合营公司）为 66.75 万辆。2010 年 8 月，公司通过借壳骏威汽车实现 H 股上市，随后 2012 年 3 月，又通过收购长丰汽车股权以及换股加吸收合并的方式实现 A 股上市，因此，公司也是首家实现看 A+H 股整体上市的汽车企业。目前，公司控股股东为广州汽车工业集团有限公司，持股 57.58%，实际控制人为广州市国资委。公司另外的主要股东主要有 H 股股东占 34.29%，万向集团、中国机械工业集团公司等四家发起人股东占 4.46%，而 A 股股东只占了剩下 3.67%。

图 15：广汽集团股权结构图



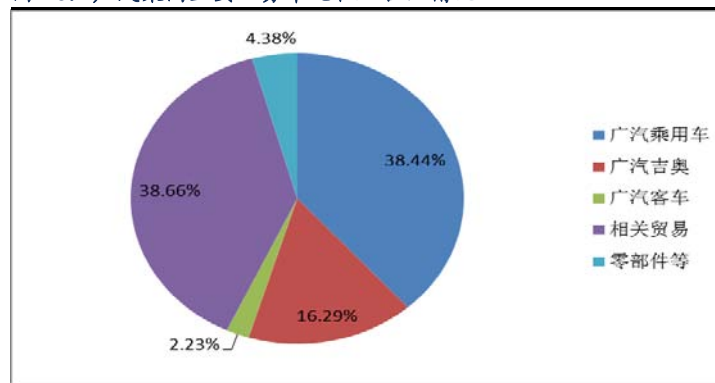
来源：公司公告。

公司业务及盈利结构

广汽集团包括乘用车及相关贸易、商用车、零部件及其它如摩托车、金融等业务，其中乘用车及相关贸易的营业收入约占到了公司总收入的 90%以上。另外，作为长期股权投资业务，广汽本田、广汽丰田以及 2010 年之后成立的广汽菲亚特、广汽三菱等也是公司重要的业务和利润来源。

广汽集团成立以来，盈利基本都是来自于广汽本田和广汽丰田的投资收益，其中 2011 年、2012 年和 2013 年上半年其投资收益占到其营业利润的比重分别达到了 146.07%、276.28%和 160.24%。也就是说，广汽集团合并业务一直亏损，而亏损的主要原因就在于自主品牌在达到规模化销售之前的投入成本和费用较大所致。就短期来看，公司合并业务实现盈利的可能性依然不大，但亏损的程度预计会越来越小。

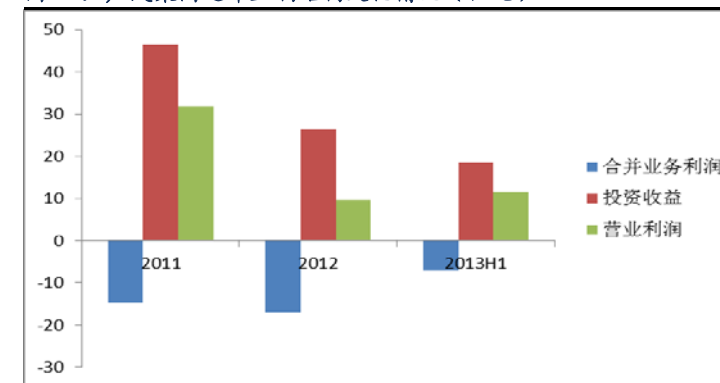
图 16: 广汽集团主要业务单元收入占比情况



来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 部分业务情况系我们推算判断所得。

图 17: 广汽集团近年盈利结构变化情况 (亿元)



来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司主要业务板块及产能情况

广汽集团合并报表业务主要是自主品牌广汽乘用车, 另外还有 2010 年收购的持股 51% 的广汽吉奥, 以及广汽客车、广汽部件和广汽商贸等, 其中广汽乘用车和广汽吉奥的产能分别为 20 万辆和 30 万辆, 生产的产品分别是传祺系列轿车、SUV 和奥轩 (SUV)、星旺交叉型乘用车等。

广汽集团的合营公司主要包括广汽本田、广汽丰田、广汽菲亚特、广汽三菱等, 持股分别都是 50%, 其目前包含已建设未投产的产能分别为 48 万辆、58 万辆、30 万辆和 13 万辆。广汽本田成立后先后推出的产品包括雅阁、飞度、思迪、锋范、歌诗图、理念 S1、凌派以及奥德赛 (MPV) 等; 广汽丰田成立后先后推出的产品包括凯美瑞、雅力士、新凯美瑞以及汉兰达 (SUV) 和逸致 (MPV) 等; 广汽菲亚特目前推出的产品主要是一款飞翔轿车, 预期要推出的是菲跃 Jeep 指南者, 皆为 SUV 车型; 广汽三菱是基于原广汽长丰长沙基地的资源而组建的新公司, 除生产原有的猎豹系列外, 还生产帕杰罗和帕杰罗劲炫, 也皆为 SUV 车型。

表 11: 公司业务板块架构及产能一览

	类别	公司	持股比例 (%)	地点	产能	说明
合并业务	乘用车	广汽乘用车	100	番禺	10 万辆, 二期到 20 万辆	2010 年, 2013 年底
		广汽吉奥	51	台州、杭州、东营	30 万辆	2010 年底收购
	商用车	广汽客车	100	广州	0.2 万辆	1993 年
	零部件	广汽部件	100			

	其它	广爱保险经纪	50.2				
		众诚汽车保险	60				
投资 收益	乘用车	广汽本田	50	黄埔、增城 1 期、2 期	24+12+12, 合计 48 万辆	1999 年、2006 年、2011 年底	
		广汽丰田	50	南沙 1 期、2 期、3 期	26+12+20, 合计 58 万辆	2008 年、2009 年、2015 年	
		广汽菲亚特	50	长沙	14 万辆, 技改后可扩至 30 万辆	2012 年 6 月, 2015 年计划建成 50 万辆	
		广汽三菱	50	长沙	5 万辆, 年底可形成 13 万辆	2012 年, 未来三到五年计划至 30 万辆	
		本田汽车(中国)	25	广州	6 万辆	2005 年	
		商用车	广汽日野	50	广州、沈阳	1.6+0.6, 合计 2.2 万辆	2009 年、2008 年收购
		零部件	广丰发动机	30		50 万台	
			日野发动机	30		3 万台	
			广汽菲亚特发动机			22 万台	2012 年 6 月
		其它	五羊本田摩托	50		100 万台	2011 年收购
	广汽汇理金融		50				

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	21,893.23	20,274.38	20,590.16	21,511.59	25,359.25
现金	17,140.09	15,542.41	15,689.48	15,426.97	18,721.13
应收账款	63.60	58.97	97.07	111.67	134.57
其它应收款	763.22	1,022.99	970.68	1,011.02	1,332.60
预付账款	924.63	364.75	233.41	812.05	671.32
存货	1,536.70	1,397.42	1,711.69	2,262.05	2,611.80
其他	1,465.00	1,887.84	1,887.84	1,887.84	1,887.84
非流动资产	22,443.79	29,107.35	31,839.22	34,390.02	36,869.59
长期投资	14,364.63	16,861.94	18,456.83	20,267.66	22,280.82
固定资产	3,274.96	4,298.21	4,948.11	6,494.95	7,129.83
无形资产	2,159.49	2,537.54	2,805.71	2,934.77	2,936.72
其他	2,644.73	5,409.67	5,628.56	4,692.64	4,522.23
资产总计	44,337.02	49,381.73	52,429.38	55,901.61	62,228.84
流动负债	5,971.71	8,867.52	10,306.13	10,580.55	12,626.07
短期借款	1,792.82	2,415.78	2,415.78	2,415.78	2,415.78
应付账款	1,850.41	2,817.24	3,890.20	4,005.55	5,246.54
其他	2,328.48	3,634.51	4,000.15	4,159.22	4,963.76
非流动负债	8,230.48	8,502.59	8,502.59	8,502.59	8,502.59
长期借款	484.38	504.79	504.79	504.79	504.79
其他	7,746.10	7,997.80	7,997.80	7,997.80	7,997.80
负债合计	14,202.20	17,370.12	18,808.73	19,083.15	21,128.67
少数股东权益	976.05	921.76	921.76	921.76	921.76
归属母公司股东权益	29,158.77	31,089.85	32,698.90	35,896.70	40,178.42
负债和股东权益	44337.02	49381.73	52429.38	55901.61	62228.84

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10,984.27	12,963.86	17,648.69	21,150.98	26,336.02
同比(%)	25.64%	18.02%	36.14%	19.84%	24.51%
归属母公司净利润	4,271.62	1,133.58	2,381.24	3,970.01	5,053.92
同比(%)	-0.52%	-73.46%	110.06%	66.72%	27.30%
毛利率(%)	5.85%	8.76%	11.83%	14.83%	15.89%
ROE(%)	15.61%	3.76%	7.47%	11.58%	13.29%
每股收益(元)	0.69	0.18	0.37	0.62	0.79
P/E	14	51	24	15	11
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.03	31.59	17.32	11.85	9.72

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10,984.27	12,963.86	17,648.69	21,150.98	26,336.02
营业成本	10,342.12	11,828.67	15,560.82	18,013.54	22,151.80
营业税金及附加	169.93	361.59	352.97	423.02	526.72
营业费用	613.29	791.58	1,147.17	1,357.89	1,659.17
管理费用	1,259.49	1,363.56	1,650.15	2,087.60	2,488.75
财务费用	57.39	198.78	287.85	287.04	292.42
资产减值损失	2.44	10.48	21.46	26.18	31.56
公允价值变动收益	-0.45	-0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,650.55	2,643.92	3,713.03	4,777.08	5,836.97
营业利润	3,183.99	957.06	2,341.30	3,732.78	5,022.57
营业外收入	1,046.18	161.11	221.16	476.15	286.14
营业外支出	172.87	118.33	120.16	137.12	125.21
利润总额	4,057.30	999.84	2,442.30	4,071.80	5,183.51
所得税	-109.91	-64.79	61.06	101.80	129.59
净利润	4,167.21	1,064.62	2,381.24	3,970.01	5,053.92
少数股东损益	-104.41	-68.96	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	4,271.62	1,133.58	2,381.24	3,970.01	5,053.92
EBITDA	5,012.14	2,163.14	3,945.62	5,768.01	7,031.60
EPS (摊薄)	0.69	0.18	0.37	0.62	0.79

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-287.16	956.08	1,437.62	-25.61	2,551.94
净利润	4,167.21	1,064.62	2,381.24	3,970.01	5,053.92
折旧摊销	507.93	668.01	932.57	1,125.46	1,277.35
财务费用	446.92	495.30	570.74	570.74	570.74
投资损失	-4,650.55	-2,643.92	-3,713.03	-4,777.08	-5,836.97
营运资金变动	-564.95	1,654.27	1,248.43	-935.70	1,460.47
其它	-193.72	-282.21	17.66	20.96	26.43
投资活动现金流	2,471.54	-716.16	52.39	1,106.05	2,085.17
资本支出	-2,144.77	-2,954.76	-2,065.75	-1,860.20	-1,738.64
长期投资	5,449.93	3,684.29	2,118.14	2,966.25	3,823.81
其他	-833.63	-1,445.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-547.43	-2,219.87	-1,342.95	-1,342.95	-1,342.95
吸收投资	279.12	19.08	0.00	0.00	0.00
借款	463.69	24.33	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,076.57	2,220.88	1,342.95	1,342.95	1,342.95
现金净增加额	1595.54	-1968.56	147.06	-262.51	3294.17

分析师简介

邢海芝, 机械学学士, 管理学硕士。1999 年毕业于, 曾在某汽车类上市公司战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业, 先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员, 从事行业和公司研究。

汽车行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
江铃汽车	000550	长安汽车	600625	一汽夏利	000927	宇通客车	600066
上汽集团	600104	福田汽车	600166	江淮汽车	600418	潍柴动力	000338
万向钱潮	000559	海马汽车	000572	威孚高科	000981	一汽轿车	000800
中国重汽	000951	金龙汽车	600686	东风汽车	600006	福耀玻璃	600660

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示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。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制, 但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。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历史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, 致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下, 信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券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, 信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

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, 信达证券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, 投资者需自行承担风险。