



铸自主真“传祺”，谱发展新乐章

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年度业绩预增公告, 预计实现归属于上市公司股东净利润 55 亿至 65.6 亿, 同比增长 30%-55%。
- **布局日益完善, 打造广汽天下。** 经过多年战略布局, 广汽集团坚持合资合作与自主创新共同发展, 已经形成了以整车 (汽车、摩托车) 制造为中心, 涵盖上游的汽车研发、零部件和下游的汽车商贸服务、汽车金融、汽车保险、汽车租赁、汽车物流等完整的产业链条, 成为国内产业链最为完整的汽车集团之一。
- **旗舰级豪华大 7 座 GS8 挑战自主天花板, 自主品牌盈利强。** 广汽集团 2016 年全年实现汽车销量 165 万辆, 较上年同期 129.97 万辆同比增长 27%, SUV 车型增长比例最高, 全年累计实现销量 80.65 万辆, 同比增长 88%, 其中自主品牌广汽乘用车 2016 年全年销量同比增速达 91%, 占集团乘用车销量比重达到 22%。广汽传祺“旗舰级豪华大 7 座 SUV” GS8 在上市第二个月单月销量即达到 6500 辆, 在手订单超过 3 万辆, 创造同等价位 (20 万元级别) 中国品牌高端车型最好销售成绩, 逼近汉兰达、锐界, 形成大 7 座 SUV 三强鼎立格局, 17 年推出的 GS7 (5 座版 GS8)、GM8 (7 座商务) 车型有望延续优良基因, 继续谱写自主新篇章。我们预计广汽本部 2016-2018 年盈利水平在 6 亿 (扭亏为盈)、20 亿和 40 亿的水平, 成为国资背景自主品牌中盈利能力最强的车企。
- **广汽本田营销初见成效, 广汽丰田稳增长。** 2016 年广汽本田加强了产品和营销的战略布局, 实现了全年销量 63.88 万辆, 同比增长 10%。2016 年 8 月新推出的大型豪华 SUV 冠道将再次夯实广汽本田在 SUV 市场的实力, 12 月单月销量达 5805 辆, 占当月广汽本田销量总额的 8.1%, 随着广汽讴歌的 CDX AWD 四驱版车型的上市, 进一步带动广本高端品牌的销量。广汽丰田汉兰达 2016 年累计销售 92,000 台, 同比增长 22.33%, 持续领跑大中型 SUV 细分市场, 中级车雷凌车系同比增长 26.55%, 位列国内合资品牌紧凑级车销量前十, 两款车型成为广丰业绩主要拉升力。
- **广汽菲克、广汽三菱华丽转身迎新生。** 广汽菲克 2016 年销量创新高, 成为广汽集团又一收入增长点, 菲翔和致悦两款轿车的低销量曾一度使广汽菲克的业绩低迷。在经历了 2015 年的转型期后, 2016 年广汽菲克凭借国产 Jeep 为广汽集团带来全新增量贡献; 广汽三菱也有望依靠全新欧蓝德扭转颓势。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.95 元、1.39 元和 1.92 元, 对应 PE 为 25 倍、17 倍和 12 倍。150 亿增发摊薄后 17-18 年 EPS 分别为 1.25 和 1.72 元, 对应 PE 为 19 倍和 14 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。2017 年 2 月 2 日广汽集团 (02238.HK) 收盘价 10.8 港元 (9.72 元人民币), 17-18 年摊薄后 PE 为 7.8 倍、5.7 倍, 建议积极关注。
- **风险提示:** 新推车型产品质量、销量或不及预期; 合资车型产品导入进展或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	29418.22	49889.36	69412.13	89994.43
增长率	31.47%	69.59%	39.13%	29.65%
归属母公司净利润 (百万元)	4232.35	6154.94	8971.03	12364.91
增长率	32.85%	45.43%	45.75%	37.83%
每股收益 EPS (元)	0.66	0.95	1.39	1.92
净资产收益率 ROE	10.16%	13.99%	13.61%	16.40%
PE	36	25	17	12
PB	3.89	3.47	2.32	2.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

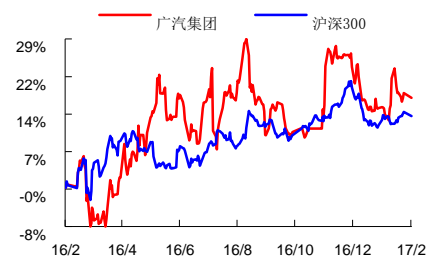
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	64.53
流通 A 股(亿股)	42.40
52 周内股价区间(元)	18.67-25.97
总市值(亿元)	1,532.67
总资产(亿元)	826.09
每股净资产(元)	6.68

相关研究

目 录

1 集团概况：广泛布局谱传奇，雄踞行业显“汽”度	1
1.1 股权结构.....	1
1.2 集团业务分布：布局日益完善，打造广汽天下.....	1
1.3 业绩状况：收入稳增长，SUV 成主力.....	2
2 整车品牌：自主合资齐发力，口碑销量创新高	3
2.1 广汽传祺：自主品牌谱传奇，腾飞跨越新时代.....	3
2.2 广汽本田：营销初见成效，冠道拉动业绩.....	6
2.3 广汽丰田：业绩稳中有进，突破产能阻碍.....	8
2.4 广汽菲克：华丽转身迎新生，国产 Jeep 献增量.....	9
2.5 广汽三菱：厚积薄发，欲扬先抑.....	10
2.6 产能规模.....	11
3 150 亿定增促发展	12
4 盈利预测与投资建议	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 广汽集团股权结构	1
图 2: 广汽集团业务分布概览	2
图 3: 广汽集团各品牌销量占比	2
图 4: 广汽集团乘用车各类型销量占比	2
图 5: 中国新车质量研究评比分数	3
图 6: 广汽传祺车型概览	3
图 7: 2016 年 SUV 品牌前十位销量 (万辆)	4
图 8: 广汽乘用车 2012-2016 销量	4
图 9: 广汽传祺 2017 新车 GS7、GM8 概况	4
图 10: 广汽集团营业收入及增速	5
图 11: 广汽乘用车营业收入及增速	5
图 12: 广汽集团本部净利润及净利率	6
图 13: 广汽乘用车单车平均收入及预测	6
图 14: 2016 年 6-11 月广汽本田各车型销量	7
图 15: 广汽本田冠道与同级车型对比	8
图 16: 广汽菲克国产 Jeep 车型对比	9
图 17: 2016 年广汽菲克各车型销售状况	9
图 18: 2015-2016 广汽菲克各车型销售占比	9
图 19: 2016 年广汽三菱各车型销售状况	10
图 20: 2015-2016 广汽菲克各车型销售占比	10

表 目 录

表 1: 2017 广汽传祺新车型介绍	5
表 2: 广汽传祺 2015-2019 年销售概况及预测	6
表 3: 广汽本田 2015-2019 年销售概况及预测	7
表 4: 广汽丰田 2015-2019 年销售概况及预测	8
表 5: 广汽菲克 2015-2019 年销售概况及预测	10
表 6: 广汽三菱 2015-2019 年销售概况及预测	11
表 7: 广汽集团各品牌产能概况	11
表 8: 广汽集团定增项目概况	12
表 9: 分业务收入及毛利率	13
附表: 财务预测与估值	15

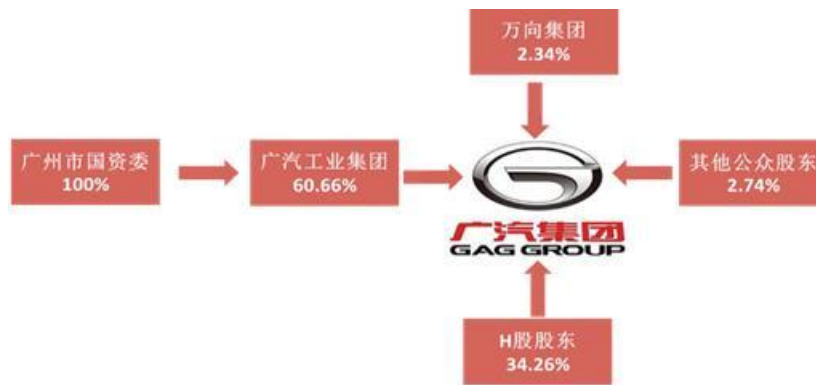
1 集团概况：广泛布局谱传奇，雄踞行业显“汽”度

广州汽车集团股份有限公司是一家大型国有控股股份制企业集团，由广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团公司、广州钢铁企业集团有限公司、广州市长隆酒店有限公司共同发起设立，是中国汽车行业首家在集团层面引入多家合资伙伴，进行改制设立股份公司的企业。2010年8月，广汽集团H股在香港联合交易所成功挂牌上市。2012年3月，广汽集团登陆A股市场，成为首家A+H股整体上市的大型国有控股汽车集团。

1.1 股权结构

公司的控股股东为广汽集团，持股 60.66%，实际控制人为广州市国资委。目前公司股票主要在H股流通。

图 1：广汽集团股权结构

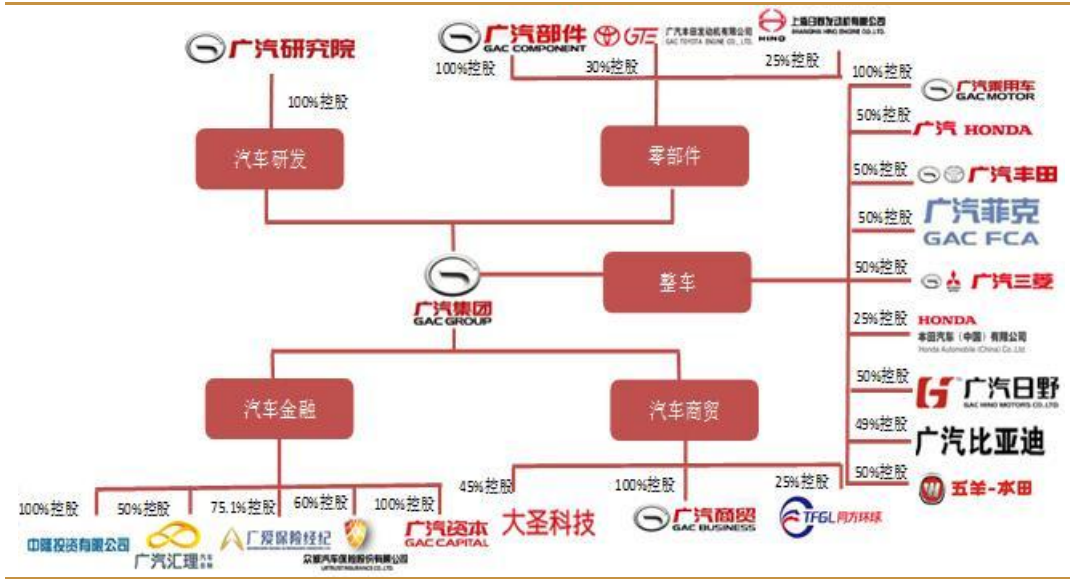


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 集团业务分布：布局日益完善，打造广汽天下

经过多年战略布局，广汽集团坚持合资合作与自主创新共同发展，已经形成了以整车（汽车、摩托车）制造为中心，涵盖上游的汽车研发、零部件和下游的汽车商贸服务、汽车金融、汽车保险、汽车租赁、汽车物流等完整的产业链条，成为国内产业链最为完整的汽车集团之一。

图 2：广汽集团业务分布概览

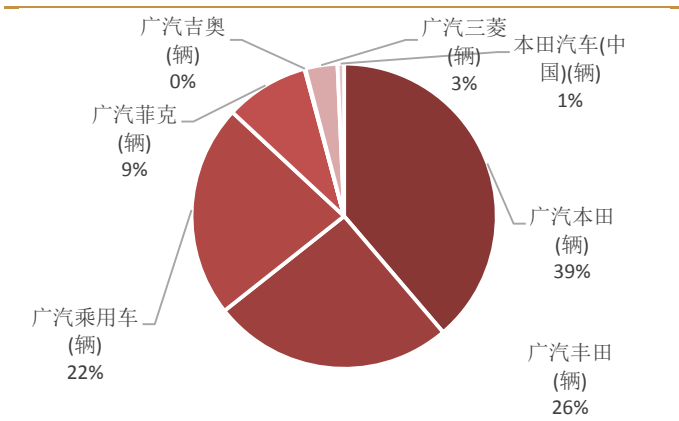


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 业绩状况：收入稳增长，SUV 成主力

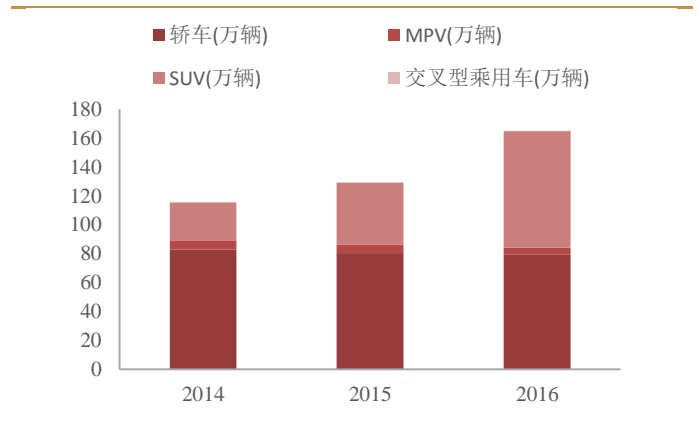
广汽集团 2016 年全年实现汽车销量 165 万辆，较上年同期 129.97 万辆同比增长 27%。其中，公司 2015 年乘用车分别实现产、销量万辆 165.78 和 164.74 万辆，分别同比增长 31% 和 27%。具体而言，其中 SUV 车型增长比例最高，全年累计实现销量 80.65 万辆，同比增长 88%。预计 2016 年全年营业收入将达到 500 亿元，同比增长 70%。

图 3：广汽集团各品牌销量占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：广汽集团乘用车各类型销量占比



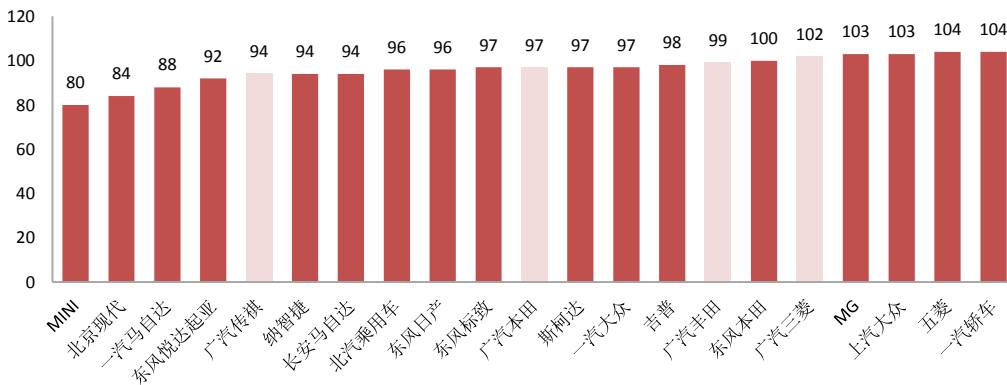
数据来源：公司公告，西南证券整理

广汽本田与广汽丰田具有传统优势，销量占比较大，分别达到 39% 和 26%。自主品牌广汽传祺（广汽乘用车有限公司）开始发力，2016 年全年销量同比增速达 91%，占比达到 22%。

2 整车品牌：自主合资齐发力，口碑销量创新高

目前，广汽集团旗下已有八大合资车企和一家自主汽车品牌。据 J.D.Power 亚太公司发布的 2016 年中国新车质量研究 (IQS) 报告显示，广汽集团旗下自主汽车品牌广汽传祺和合资汽车品牌广汽本田、广汽丰田、广汽三菱全部优于行业全国平均水平。其中，广汽传祺以 94 分获得中国品牌第一名；广汽本田和广汽丰田也位居前列；广汽三菱同样取得较好成绩，位列主流车平均线以上。

图 5：中国新车质量研究评比分数



注：分数越低，表明发生故障的频率越小，质量越高。

数据来源：J.D.Power，西南证券整理

2.1 广汽传祺：自主品牌谱传奇，腾飞跨越新时代

广汽传祺引领中国汽车自主品牌。广汽传祺是广汽集团的首款自主车型，定位中高端市场，致力于开发适合国人驾驶习惯与道路特点的车型。2010年9月13日，广汽集团迎来了“传祺”的正式下线，第一款GA5诞生。目前，广汽传祺已拥有十款车型，其中包括GA5 PHEV和GA3S两款插电式混合动力新能源车。

图 6：广汽传祺车型概览

<p>传祺GA5</p>  <p>上市时间：2010.9</p>	<p>传祺GS5</p>  <p>上市时间：2012.3</p>	<p>传祺GA3</p>  <p>上市时间：2013.7</p>	<p>传祺GS5 Super</p>  <p>上市时间：2014.10</p>	<p>传祺GA6</p>  <p>上市时间：2014.12</p>
<p>传祺GS4</p>  <p>上市时间：2015.4</p>	<p>传祺GA5 PHEV</p>  <p>上市时间：2015.12</p>	<p>传祺GA8</p>  <p>上市时间：2016.4</p>	<p>传祺GA3S</p>  <p>上市时间：2016.8</p>	<p>传祺GS8</p>  <p>上市时间：2016.10</p>

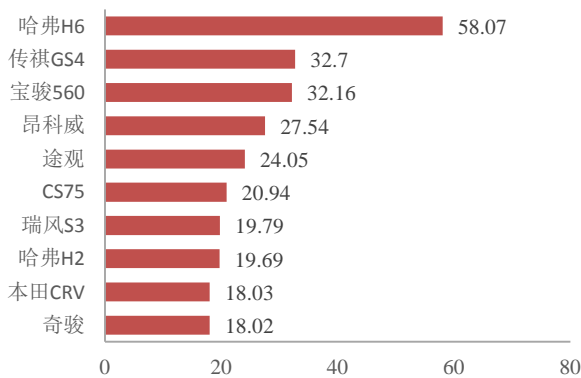
数据来源：汽车之家，西南证券整理

广汽传祺缔造销量传奇。广汽传祺 2016 年全年实现销量 37 万辆，同比增长 91%，创下中国自主汽车品牌的销量神话。

传祺 GS4 作为紧凑型 SUV，自 2015 年上市以来，销量一直居高。GS4 2016 年全年销量达到 32.7 万辆，仅次于哈弗 H6，成为我国 SUV 市场 2016 年第二畅销车型。

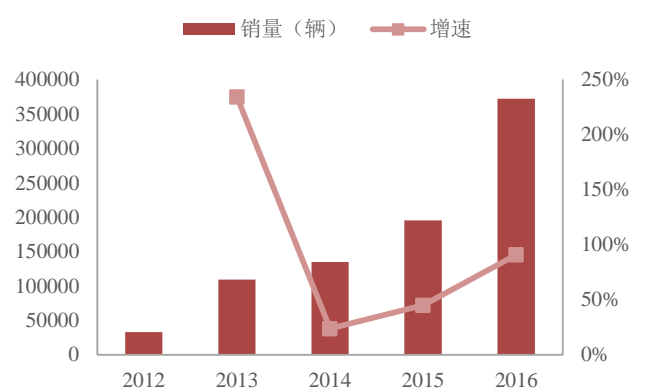
2016 年 12 月，广汽传祺“旗舰级豪华大 7 座 SUV”GS8 在上市第二个月单月销量即达到 6500 辆，在手订单超过 3 万辆，创造同等价位中国品牌高端车型最好销售成绩，逼近汉兰达、锐界，形成大 7 座 SUV 三强鼎立格局。

图 7：2016 年 SUV 品牌前十位销量 (万辆)



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 8：广汽乘用车 2012-2016 销量



数据来源：Wind，西南证券整理

广汽传祺 2017 年欲推出多款新车，其中包括 4 款全新车型和 3 款新能源车。“硬派 5 座 SUV”传祺 GS7 有望于今年一季度正式上市。GS7 的诞生将与 GS8 构成高端 SUV 产品矩阵，全面满足消费者对于中高端 SUV 市场的多元化需求。新款 MPV 车型传祺 GM8 也预计于今年三季度上市。同时，广汽传祺今年也将推出 GS4 PHEV、GS4 EV 和 GA6 PHEV 三款新能源车型，积极拓宽新能源之路。新款车型的上市不仅将丰富现有车型，也表明了广汽传祺进军高端 SUV 市场的决心。

图 9：广汽传祺 2017 新车 GS7、GM8 概况



传祺 GS7
 定位：5 座中型 SUV
 发动机：2.0T 涡轮增压
 最大功率：148kW
 最大扭矩：320Nm
 轴距：2720 毫米



传祺 GM8
 定位：7 座 MPV
 发动机：有望搭载 2.0T 发动机
 传动系统：6 速手自一体变速箱

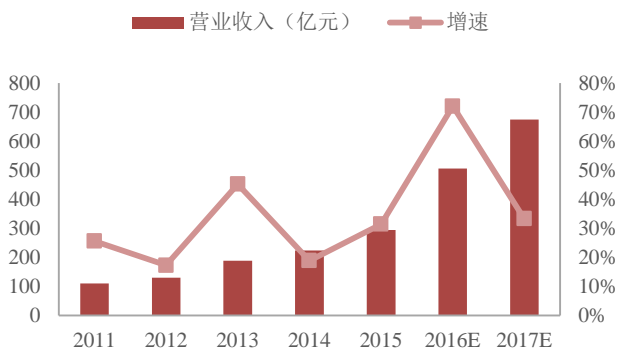
数据来源：西南证券整理

表 1: 2017 广汽传祺新车型介绍

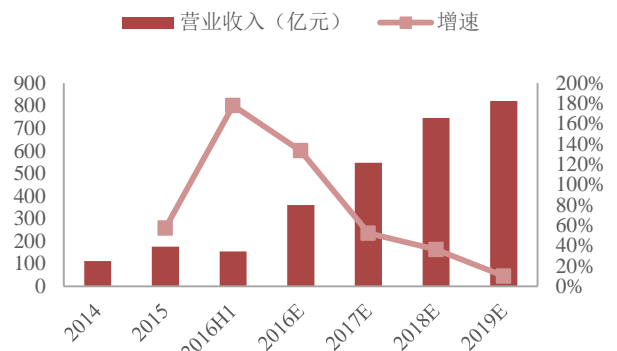
新款车型	定位	配置
传祺 GS7	中型 SUV	搭载广汽自主研发 2.0T 涡轮增压发动机 (代号 4B20M1), 最大功率 148 千瓦, 峰值扭矩 300 牛米; 6 速手自一体变速器; 第二代 i-4WD 智能适时四驱。
传祺 GS3	小型 SUV	搭载 1.3T 发动机, 最大功率 101 千瓦, 峰值扭矩 202 牛米; 5 速手动或 7 速双离合变速器; 前部底盘采用麦弗逊式独立悬挂, 后部配备扭力梁式非独立悬挂。
传祺 GA4	A+级 三厢轿车	预计搭载 1.3T 涡轮增压发动机, 发动机最大功率为 101 千瓦, 峰值扭矩为 202 牛米
传祺 GM8	MPV	预计将采用 2 2 3 的座椅布局, 配备天窗、电动调节真皮座椅、自动空调、“智联传祺”车联网系统、电动侧滑门等配置。
传祺 GS4PHEV	插电式混动紧凑型 SUV	搭载由 1.5L 阿特金森循环自然吸气发动机和 G-MG 机电耦合系统组成的插电式混动系统
传祺 GA6PHEV	插电式混动中型轿车	内饰相比燃油版有所不同, 换装了旋钮式的换挡机构, 动力上则搭载了与 GS4 PHEV 相同的动力总成。
传祺 GS4EV	纯电动紧凑型 SUV	搭载最大动力输出为 143Ps 的电动机, 峰值扭矩 250 牛米。根据官方的资料显示, 该车的百公里加速时间为 11.8 秒, 最高行驶速度可达到 150km/h。

数据来源: 西南证券整理

广汽集团 2016 年第三季度实现营业收入 343.87 亿, 同比增长 81.43%, 预计全年营业收入可达 500 亿元, 同比增长 70%, 创近年新高。广汽集团的营业收入大幅增长, 主要得益于自主品牌广汽传祺的畅销。2016 年上半年, 广汽乘用车实现营业收入 154.2 亿元, 同比增长 178%, 占广汽集团 2016 年上半年营业收入的 72%。

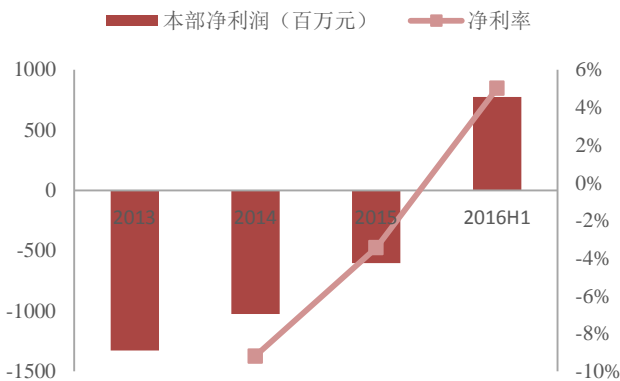
图 10: 广汽集团营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

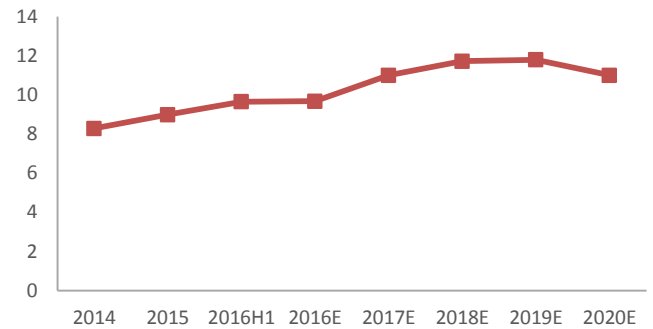
图 11: 广汽乘用车营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2016 年上半年, 广汽集团本部净利润首次实现由负转正, 达到 7.73 亿元。随着广汽传祺的强势崛起, 自主品牌开始为广汽集团带来利润, 扭转了原来广汽集团依靠合营品牌盈利的局面。同时, 广汽乘用车的单车平均收入逐年上升, 2016 年上半年达到 9.6 万元/辆。我们预计 2016 年全年广汽传祺单车平均收入将达到 9.7 万, 2017 年至 2019 的单车收入预计为 11 万、11.7 万和 11.8 万。

图 12: 广汽集团本部净利润及净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 广汽乘用车单车平均收入及预测


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

预计 2017 年, 在多款新车型的带动下, 广汽传祺的销量将达到 49 万辆, 营业收入将突破 500 亿元。到 2019 年, 广汽传祺的销量有望达到 69 万辆。

表 2: 广汽传祺 2015-2019 年销售概况及预测

各车型销量 (辆)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
传祺 GA3	21,173	8,274	8,000	8,000	7,200
传祺 GA5	2,334	23			
传祺 GA6	9,764	12,746	15,000	15,000	14,000
传祺 GA8		2,809	8,000	10,000	10,000
传祺 GS4	131,253	327,006	290,000	250,000	250,000
传祺 GS5	5,615	183			
传祺 GS5 速博	21,439	7,434	7,000	7,000	5,000
传祺 GS8		9,006	100,000	140,000	160,000
GS7			50,000	140,000	160,000
GM8			8,000	45,000	50,000
GE3 新能源			4,000	12,000	20,000
GA5 增程式	1,281	3,378	8,000	10,000	20,000
合计销量 (辆)	192,859	370,859	498,000	637,000	696,200
销量增速	65.8%	92.3%	34.3%	27.9%	9.3%
单车平均收入 (万元)	8.99	9.65	11.00	11.72	11.79
营业收入 (万元)	1,778,076	3,599,427	5,479,637	7,463,000	8,208,733

数据来源: 中汽协, 西南证券

2.2 广汽本田: 营销初见成效, 冠道拉动业绩

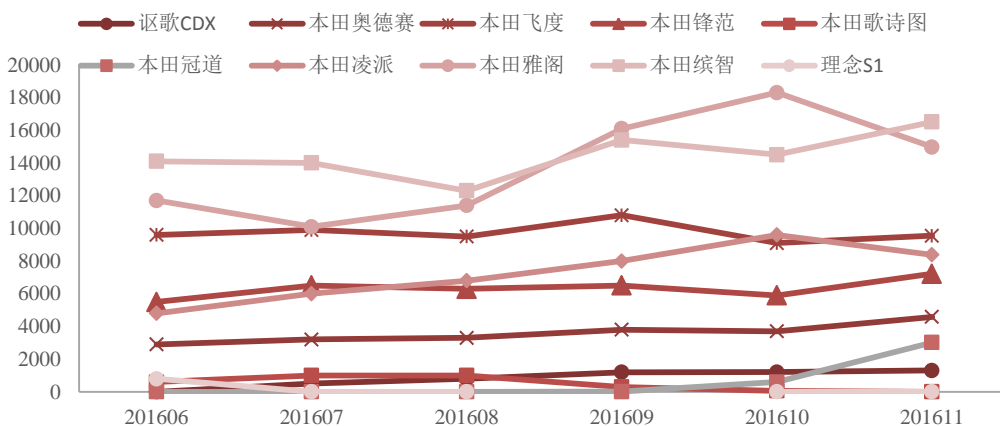
2016 年广汽本田加强了产品和营销的战略布局, 实现了全年销量 63.88 万辆, 同比增长 10%。广汽本田 2016 年销量远超最初预计的 62 万辆, 并将 2017 年的销量成绩定为 69 万辆, 2020 年争取达到 100 万辆。

表 3: 广汽本田 2015-2019 年销售概况及预测

各车型销量 (辆)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
奥德赛	45,230	40,029	40,000	38,000	35,000
飞度	95,974	113,596	110,000	110,000	100,000
锋范	50,302	70,841	80,000	80,000	80,000
歌诗图	13,329	6,130	5,000	5,000	5,000
冠道		9,445	40,000	60,000	80,000
理念 S1	3,514	4,173	4,000	4,000	4,000
凌派	116,759	87,405	85,000	80,000	80,000
雅阁	128,122	133,601	138,000	140,000	140,000
讴歌 CDX		6,842	18,000	25,000	30,000
缤智	126,838	164,084	160,000	180,000	180,000
雅阁混动版		2,645	4,000	8,000	16,000
合计销量 (辆)	580,068	638,791	684,000	730,000	750,000
销量增速	20.8%	10.1%	7.1%	6.7%	2.7%
单车平均收入 (万元)	11.96	12.05	12.36	12.14	12.20
营业收入 (万元)	6,932,691	7,696,144	8,457,239	8,861,365	9,150,936

数据来源: 中汽协, 西南证券

广汽本田积极导入新车型提高产品竞争力。2016 年导入的新雅阁锐混动, 进一步增强了雅阁车型的市场竞争力。雅阁 1-11 月累计销售 12.31 万, 成为广汽本田旗下轿车的领跑者。缤智的市场表现也十分抢眼, 2016 年 1-11 月累计销售达 14.80 万辆, 成为了广汽本田旗下 SUV 车型的领跑者。

图 14: 2016 年 6-11 月广汽本田各车型销量


数据来源: 搜狐汽车, 西南证券整理

2016 年 8 月新推出的大型豪华 SUV 冠道将再次夯实广汽本田在 SUV 市场的实力。截止 2016 年 12 月, 冠道累计销售 9445 辆, 12 月单月销量达 5805 辆, 占当月广汽本田销量总额的 8.1%。2017 年, 广汽本田还将推出冠道 1.5T 发动机的车型。我们认为, 未来冠道将成为广汽本田业绩增长的有力拉动点。而随着广汽讴歌的 CDX AWD 四驱版车型的上市, 也进一步带动了高端品牌的销量。

图 15: 广汽本田冠道与同级车型对比

	冠道 定价: 22-33万 发动机: 2.0T L4 进气形式: 涡轮增压 最大马力: 272PS 最大扭矩: 370Nm 轴距: 2820mm 最高车速: 208km/h
	汉兰达 定价: 24-43万 发动机: 2.0T L4 进气形式: 涡轮增压 最大马力: 220PS 最大扭矩: 350Nm 轴距: 2790mm 最高车速: 175km/h
	昂科威 定价: 22-33万 发动机: 2.0T L4 进气形式: 涡轮增压 最大马力: 169PS 最大扭矩: 250Nm 轴距: 2750mm 最高车速: 190km/h

数据来源: 西南证券整理

2.3 广汽丰田: 业绩稳中有进, 突破产能阻碍

广汽丰田业绩稳步增长。广汽丰田 2016 年实现销量 421,800 台, 较上年增长 4.64%。这一业绩超额完成 41 万辆的年度目标。其中, 中级车雷凌车系成为广汽丰田 2016 年最主要的增长点, 全年共售出 159,071 辆, 较 2015 年同比增长 26.55%, 位列国内合资品牌紧凑型车销量前十。“豪华大 7 座”全新汉兰达全年累计销售 92,000 台, 同比增长 22.33%。持续领跑大中型 SUV 细分市场, 带动 7 座 SUV 热潮。两款车型成为广汽丰田业绩的主要拉升力。

广汽丰田受制于产能限制, 2016 年末导入新款车型, 销量增速也较为缓慢。广汽丰田目前设计产能 38 万辆, 新生产线处于工厂建设阶段, 预计 2018 年初完成, 新增产能 22 万辆。2017 年, 广汽丰田将扩充新能源车型, 导入领志 EV (纯电动)。同时, 预计今年将完成凯美瑞的更新换代, 并计划于 2018 年导入小型 SUV 车型。

预计到 2019 年, 广汽丰田销量总量将达到 51.4 万辆, 单车平均收入维持在 14 万以上, 营业收入有望达到 728 亿元。

表 4: 广汽丰田 2015-2019 年销售概况及预测

各车型销量 (辆)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
汉兰达	75,205	92,000	110,000	98,000	90,000
凯美瑞	121,291	94,957	80,000	100,000	120,000
雷凌	122,533	133,139	135,000	130,000	120,000
雷凌普混	3,166	25,932	30,000	40,000	50,000
逸致	9,414	6,675	5,000	5,000	5,000
致炫	64,724	63,443	60,000	50,000	50,000
凯美瑞混动	6,755	5,654	6,000	12,000	16,000
领志 EV 17 年			1,000	2,000	3,000
小型 SUV 18 年				20,000	60,000
合计销量 (辆)	403,088	421,800	427,000	457,000	514,000

各车型销量 (辆)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销量增速	7.7%	4.6%	1.2%	7.0%	12.5%
单车平均收入 (万元)	13.55	14.76	14.97	14.70	14.17
营业收入 (万元)	5,460,490	6,224,009	6,393,427	6,716,059	7,281,964

数据来源: 中汽协, 西南证券

2.4 广汽菲克: 华丽转身迎新生, 国产 Jeep 献增量

广汽菲克 2016 年销量创新高, 成为广汽集团又一收入增长点。菲翔和致悦两款轿车的低销量曾一度使广汽菲克的业绩低迷。在经历了 2015 年的转型期后, 2016 年广汽菲克凭借国产 Jeep 为广汽集团带来全新增量贡献。

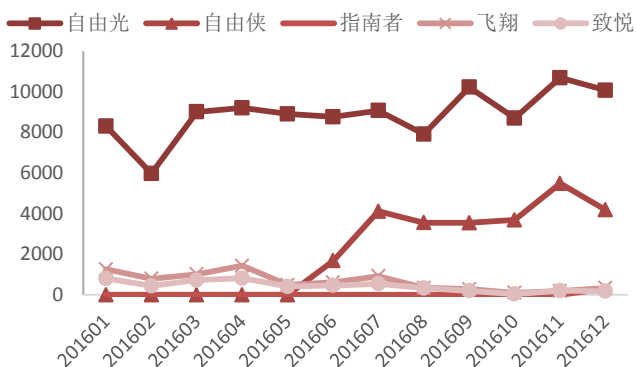
图 16: 广汽菲克国产 Jeep 车型对比

自由光	自由侠	指南者
		
上市时间: 2015.11 定位: 中型SUV 售价: 20.98-31.58万	上市时间: 2016.5 定位: 小型SUV 售价: 12.48-20.28万	上市时间: 2016.12 定位: 紧凑型SUV 售价: 15.98-24.18万

数据来源: 西南证券整理

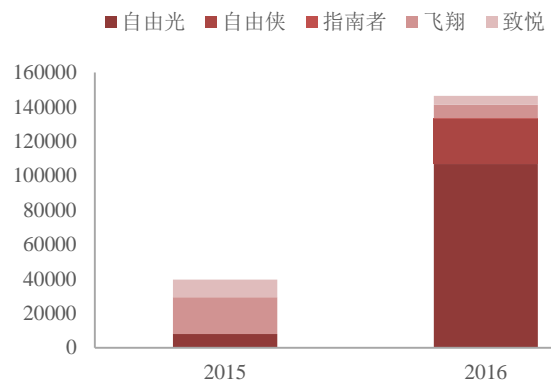
国产 Jeep 已成广汽菲克主力, 菲亚特销量持续走低。2016 年广汽菲克累计售出 146,439 辆, 其中国产车型全年销售 133,391 辆, 占总销量 91%。尽管广汽菲克凭借国产 Jeep 获得快速增长, 但是体量仍然较小, 全年销量不足 20 万辆。广汽菲克产能 32.8 万辆, 实际产量低于 15 万, 产能利用率低于 50%。广汽集团投入大量资金建设广汽菲克工厂, 并且将于 2017-2018 年推出 K8, 即自由光 7 座版本。预计 2017 年广汽菲克最低销量为 22 万辆。

图 17: 2016 年广汽菲克各车型销售状况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 2015-2016 广汽菲克各车型销售占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

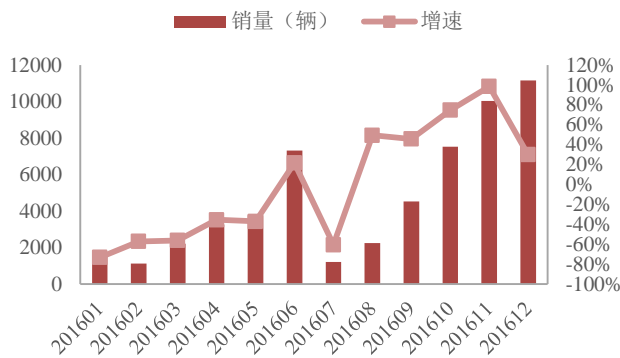
表 5: 广汽菲克 2015-2019 年销售概况及预测

各车型销量 (辆)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
菲翔	21,399	7,835	5,000	5,000	5,000
致悦	10,082	5,213	5,000	5,000	5,000
指南者		300	80,000	120,000	120,000
自由光	8,007	106,827	100,000	100,000	90,000
自由侠		26,264	50,000	80,000	70,000
K8 (自由光 7 座)				20,000	50,000
合计销量 (辆)	39,488	146,439	240,000	330,000	340,000
销量增速	-42.0%	270.8%	63.9%	37.5%	3.0%
单车平均收入 (万元)	12.17	17.11	16.53	15.87	16.00
营业收入 (万元)	480,463	2,505,784	3,966,624	5,236,051	5,441,312

数据来源: 中汽协, 西南证券

2.5 广汽三菱: 厚积薄发, 欲扬先抑

广汽三菱 2016 年全年销量达到 55,888 辆, 同比下降 0.76%。从整体来看, 广汽三菱销量从 8 月份开始回暖后, 9 月、10 月、11 月的增速一直在持续扩大。前 11 个月的累计销量达到 44,740 辆, 同比增幅也从前 7 个月 -39.47% 发展成 -6.28%, 12 月单月销量突破 1.1 万辆, 达 11,148 辆, 同比增长 29.93%。

图 19: 2016 年广汽三菱各车型销售状况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 2015-2016 广汽菲克各车型销售占比


数据来源: 西南证券整理

广汽三菱在 2016 年推出了新劲炫和欧蓝德两款新车型。劲炫此前一直是品牌的主力车型, 在更新后产品力得到大幅提升。欧蓝德作为将是带领广汽三菱重返增长轨道的主要力量。2016 年 9 月欧蓝德上市首月销量就突破 1000 辆, 达到 1479 辆, 占当月广汽三菱总销量的 32.74%。

预计 2017 年, 欧蓝德将继续带动广汽三菱的销量上升。预计 2019 年, 广汽三菱销量有望突破 11 万, 实现营业收入 171 亿元。

表 6: 广汽三菱 2015-2019 年销售概况及预测

各车型销量 (辆)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
劲畅	5,536	4,087	4,000	20,000	30,000
劲炫	50,781	35,146	30,000	30,000	30,000
欧蓝德		16,655	40,000	50,000	50,000
合计销量 (辆)	56,317	55,888	74,000	100,000	110,000
销量增速	-10.89%	-0.76%	32.41%	35.14%	10.00%
单车平均收入 (万元)	10.91	13.30	15.10	15.63	15.51
营业收入 (万元)	614,272	743,227	1,117,752	1,562,775	1,706,575

数据来源: 中汽协, 西南证券

2.6 产能规模

广汽集团旗下的广汽本田、广汽丰田和广汽乘用车在 2016 年的产能利用率均超过 100%。其中广汽丰田的产能利用率达到 111%。较小的产能严重限制了广汽丰田的产量扩张和销量增长。近年来, 广汽集团加大产能投入建设, 2015 年 10 月, 广汽本田增城工厂产能扩大, 由原来的 48 万辆增加至 60 万辆。2016 年 6 月, 广州广汽比亚迪新能源客车项目正式投产, 增加产能 0.5 万辆。2016 年 4 月, 广汽菲克广州分厂项目投产, 新增产能 16 万辆。2016 年 6 月, 广汽乘用车一厂三期 15 万产能建设项目正式投产, 新增产能 15 万辆。目前, 广汽丰田扩大产能项目仍在建设, 预计 2018 年 1 月完工, 届时将把产能扩大至 60 万辆。

表 7: 广汽集团各品牌产能概况

项目名称	2016 年计划产能 (万辆)	2016 年实际产能 (万辆)	产能利用率	2017 年计划产能 (万辆)	2018 年计划产能 (万辆)
广汽本田 (黄埔+增城)	60.00	63.88	106%	60.00	72.00
广汽丰田	38.00	42.18	111%	38.00	60.00
广汽乘用车	35.00	37.08	106%	50.00	50.00
广汽三菱	10.00	5.59	56%	10.00	10.00
广汽菲克	32.40	14.64	45%	32.40	32.40
本田中国	6.00	1.15	19%	6.00	6.00
广汽乘用车 (杭州) (原广汽吉奥)	9.00	0.16	2%	2.00	2.00
广汽中兴	1.50	0.13	9%	1.50	1.50
乘用车合计	191.90	164.80	86%	199.90	233.90
广汽日野	1.00	0.18	18%	1.00	1.00
广汽客车	0.21	0.02	95%	0.20	0.20
广汽比亚迪	0.50	0.02	4%		
商用车合计	1.5	0.20	13.3%	1.2	1.2

数据来源: 西南证券

广汽集团发布的“十三五”规划中, 表示将秉承“内部协同创新、外部开放合作”的发展原则, 完成 1 个目标、夯实 5 大板块、突出 1 个重点、实现 3 大突破; 力争“十三五”期

末实现汽车产能 300 万辆，产能利用率达到 80%，即产销 240 万辆，成为先进的汽车集团的目标。预计 2017 年产销 180-190 万辆，十三五整体复合增速 12% 以上。预计 2018 年广汽丰田产能 60 万辆，广汽本田产能达到 72 万辆，2020 年广汽本田产能达到 100 万辆，广汽丰田到 70 万辆，广汽乘用车产能扩大到 80-100 万辆，广汽菲克将扩大产能到 50-60 万辆。

3 150 亿定增促发展

广汽集团在 2016 年 11 月发布的定增预案于 2017 年 1 月获证监会受理。此次定增募集资金不超过 150 亿元，资金一方面将用于提高自主品牌产能，另一方面用于自主品牌的技术研发。

本次非公开发行为锁价发行，**发行价格为 20.23 元/股，发行股数 741,473,055 股**，认购对象为汇垠天粤、广州国发、广金资产管理管理的广金优选 3 号基金、广州轻工和穗甬控股，均为广州市国资企业。

表 8：广汽集团定增项目概况

项目类别	序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用本次增发募集资金 (万元)
新能源与前瞻技术项目	1	新能源汽车与前瞻技术研发项目	502,367	480,000
	2	研究院一期基地扩建项目	71,051	60,000
	3	研究院二期基地建设项目	114,323	100,000
工厂与车型项目	4	广汽自主品牌新疆项目	108,695	80,000
	5	广汽杭州改造项目	330,038	220,000
	6	广汽自主品牌技改项目	353,172	250,000
	7	广汽自主品牌车型项目	387,941	215,000
	7.1	广汽乘用车 A16 项目	27,200	20,000
	7.2	广汽乘用车 A35 项目	44,477	35,000
	7.3	广汽乘用车 A5H 项目	55,293	30,000
	7.4	广汽乘用车 A10 项目	49,020	40,000
	7.5	广汽乘用车 A30 项目	99,401	15,000
	7.6	广汽乘用车 A32 项目	14,502	10,000
	7.7	广汽乘用车 A06 项目	46,193	35,000
	7.8	广汽乘用车 A7M 项目	51,855	30,000
关键零部件项目	8	广汽乘用车发动机项目	57,666	50,000
	9	广汽乘用车变速箱项目	42,762	30,000
	10	P6 变速器开发项目	20,646	15,000
	合计	1,988,661	1,500,000	

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1: 乘用车业务, 公司本部乘用车业务主要由广汽乘用车贡献, 广汽乘用车引领中国汽车自主品牌建设, 新车型 GS8/GS7/GM8 将在 2017-2018 年延续 GS4 火爆行情, 2016 年广乘完成 37 万辆销量, 我们预计 2017-2018 年销量为 49.8 万辆、63.7 万辆, 16-18 年毛利率水平分别为 20%、21.5%、23%。

假设 2: 投资收益, 公司投资收益主要由合资车厂贡献, 包括广本、广丰、广菲克以及广汽三菱, 随着广菲克、广汽三菱产能利用率快速提升, 我们预计 17-18 年将提供可观投资收益。我们预计四家合资车 2017 年销量分别为 68.4 万辆、42.7 万辆、24 万辆和 7.4 万辆, 2018 年销量分别为 73 万辆、45.7 万辆、33 万辆和 10 万辆, 16-18 年所有合营/联营公司贡献投资收益为 66 亿、77 亿和 93 亿。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.95 元、1.39 元和 1.92 元, 对应 PE 为 25 倍、17 倍和 12 倍。150 亿增发摊薄后 17-18 年 EPS 分别为 1.25 和 1.72 元, 对应 PE 为 19 倍和 14 倍。广汽自 2016 年开始, 自主、合资品牌齐发力, 2017 年广乘、广菲克、广汽三菱业绩释放, 2018 年广本、广丰产能上升及新车型引进完成增速衔接, 预计 16-18 年公司归母净利增速高达 45%、46%和 38%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

2017 年 2 月 2 日广汽集团 (02238.HK) 收盘价 10.8 港元 (9.72 元人民币), 17-18 年摊薄后 PE 为 7.8 倍、5.7 倍, 建议积极关注。

表 9: 分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	29,418.22	49,889.35	69,412.12	89,994.42
增速	31.47%	69.59%	39.13%	29.65%
营业成本	24,816.15	40,709.98	55,563.90	70,672.68
毛利率	15.64%	18.40%	19.95%	21.47%
乘用车				
营业收入	17,534.00	35,994.27	54,796.37	74,630.00
增速	57.16%	105.28%	52.24%	36.20%
营业成本	15,419.00	28,795.42	43,015.15	57,465.10
毛利率	12.06%	20.00%	21.50%	23.00%
汽车相关贸易				
营业收入	10,566.00	12,577.08	13,297.75	14,046.42
增速	9.47%	19.03%	5.73%	5.63%
营业成本	9,206.00	11,067.83	11,702.02	12,360.85
毛利率	12.87%	12.00%	12.00%	12.00%
其他				
营业收入	1,318.00	1,318.00	1,318.00	1,318.00
增速	60.15%	0.0%	0.0%	0.0%

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业成本	1,115.00	846.73	846.73	846.73
毛利率	15.40%	35.76%	35.76%	35.76%

数据来源：西南证券

5 风险提示

新推车型产品质量、销量或不及预期；合资车型产品导入进展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	29418.22	49889.36	69412.13	89994.43	净利润	4006.86	6182.77	9011.58	12420.81
营业成本	24816.15	40709.98	55563.90	70672.68	折旧与摊销	1668.89	1544.64	1815.02	1950.40
营业税金及附加	923.89	1661.94	2255.89	2932.77	财务费用	281.13	761.38	702.57	662.37
销售费用	1855.49	3242.81	4372.96	5669.65	资产减值损失	275.74	275.74	249.31	262.53
管理费用	2047.46	3492.26	4650.61	6029.63	经营营运资本变动	-3734.50	5319.79	3398.35	1421.18
财务费用	281.13	761.38	702.57	662.37	其他	2583.70	-6973.48	-8026.49	-9595.15
资产减值损失	275.74	275.74	249.31	262.53	经营活动现金流净额	5081.83	7110.82	7150.33	7122.13
投资收益	4835.17	6633.86	7775.97	9332.55	资本支出	-3530.43	-3800.00	-2300.00	-2300.00
公允价值变动损益	11.27	5.69	6.60	7.08	其他	452.18	7643.94	7615.84	9361.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3078.25	3843.94	5315.84	7061.46
营业利润	4064.81	6384.81	9399.45	13104.43	短期借款	-605.80	-1434.20	0.00	0.00
其他非经营损益	342.12	231.34	289.33	278.79	长期借款	891.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	4406.93	6616.15	9688.77	13383.23	股权融资	25.15	0.00	15000.00	0.00
所得税	400.07	433.38	677.19	962.42	支付股利	-1029.60	-1367.79	-1989.13	-2899.22
净利润	4006.86	6182.77	9011.58	12420.81	其他	-3383.65	-1265.40	-702.57	-662.37
少数股东损益	-225.49	27.82	40.55	55.89	筹资活动现金流净额	-4102.68	-4067.40	12308.30	-3561.59
归属母公司股东净利润	4232.35	6154.94	8971.03	12364.91	现金流量净额	-2061.65	6887.36	24774.47	10622.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	16472.09	23359.46	48133.93	58755.93	成长能力				
应收和预付款项	3122.82	5229.56	7106.22	9395.74	销售收入增长率	31.47%	69.59%	39.13%	29.65%
存货	1926.99	4083.26	5246.79	6839.87	营业利润增长率	50.78%	57.08%	47.22%	39.42%
其他流动资产	6485.73	8707.39	12285.40	16037.32	净利润增长率	36.87%	54.30%	45.75%	37.83%
长期股权投资	18455.87	18455.87	18455.87	18455.87	EBITDA 增长率	42.59%	44.49%	37.12%	31.89%
投资性房地产	343.96	343.38	343.57	343.51	获利能力				
固定资产和在建工程	10341.28	12499.93	12964.18	13369.06	毛利率	15.64%	18.40%	19.95%	21.47%
无形资产和开发支出	6617.33	6725.78	6758.23	6714.67	三费率	14.22%	15.03%	14.01%	13.74%
其他非流动资产	3399.73	3009.36	3123.85	3070.06	净利率	13.62%	12.39%	12.98%	13.80%
资产总计	67165.80	82413.99	114418.05	132982.03	ROE	10.16%	13.99%	13.61%	16.40%
短期借款	3934.20	2500.00	2500.00	2500.00	ROA	5.97%	7.50%	7.88%	9.34%
应付和预收款项	10038.36	15931.16	21980.89	28126.52	ROIC	34.50%	45.69%	68.77%	93.38%
长期借款	1098.84	1098.84	1098.84	1098.84	EBITDA/销售收入	20.45%	17.42%	17.17%	17.46%
其他负债	12656.96	18703.40	22635.29	25532.05	营运能力				
负债合计	27728.37	38233.41	48215.02	57257.41	总资产周转率	0.45	0.67	0.71	0.73
股本	6435.02	6453.35	7194.82	7194.82	固定资产周转率	3.71	4.88	5.62	7.36
资本公积	8948.65	8930.32	23188.85	23188.85	应收账款周转率	32.84	42.50	37.62	37.20
留存收益	23137.13	27924.28	34906.18	44371.87	存货周转率	10.49	13.06	11.69	11.52
归属母公司股东权益	38592.62	43307.95	65289.85	74755.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.43%	—	—	—
少数股东权益	844.81	872.63	913.18	969.08	资本结构				
股东权益合计	39437.43	44180.58	66203.03	75724.62	资产负债率	41.28%	46.39%	42.14%	43.06%
负债和股东权益合计	67165.80	82413.99	114418.05	132982.03	带息债务/总负债	41.77%	26.54%	21.05%	17.73%
					流动比率	1.50	1.42	1.86	1.89
					速动比率	1.40	1.28	1.72	1.75
					股利支付率	24.33%	22.22%	22.17%	23.45%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	6014.83	8690.83	11917.04	15717.20	每股收益	0.66	0.95	1.39	1.92
PE	36.21	24.90	17.08	12.40	每股净资产	6.11	6.85	10.26	11.73
PB	3.89	3.47	2.32	2.02	每股经营现金	0.79	1.10	1.11	1.10
PS	5.21	3.07	2.21	1.70	每股股利	0.16	0.21	0.31	0.45
EV/EBITDA	23.90	15.66	10.80	7.52					
股息率	0.67%	0.89%	1.30%	1.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn