



2017年06月12日

# 增持(维持评级)

当前价: 27.32 元  
目标价: 31.14 元

汽车及零部件行业研究组

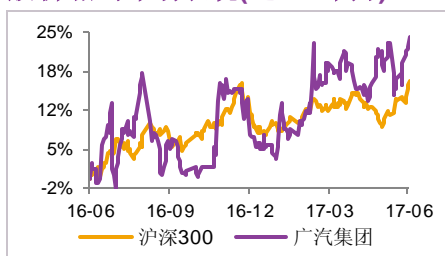
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐昊

电话: 186-0016-3976  
邮箱: xuhao@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	494.2	725.2	867.3	975.4
(+/-)	68%	48%	20%	12%
归母净利润	62.9	112.3	137.7	159.6
(+/-)	49%	79%	23%	16%
EPS(元)	0.98	1.73	2.12	2.46
P/E	24	16	13	11

资料来源: 联讯证券研究院

### 相关研究

《【联讯汽车年报点评】广汽集团: 2016年业绩大幅增长, 传祺开启“广汽模式”》  
2017-04-06

## 广汽集团(601238.SH)

# 【联讯汽车公司研究】广汽集团: 自主合资持续发力, 逆势增长续写“传祺”

### 投资要点

#### 完善产业布局, 进入高增长周期

广汽集团是国内首家 A+H 股整体上市的大型国有控股整车制造企业。2016 年, 公司实现营收 494.18 亿元, 同比增长 67.98%; 实现归母净利润 62.88 亿元, 同比增长 48.57%。公司坚持合资合作与自主创新共同发展, 目前已国内产业链最为完整的汽车企业之一。2016 年, 公司自主品牌及合资品牌汽车销量实现 165 万辆, 同比增长 26.96%, 增速位于国内百万销量汽车企业之首, 市场占有率达 5.89%。自主崛起, 合资给力, 推动公司进入高速增长期。

#### 自主合资齐发力, 逆流而上谱“传祺”

自主品牌强势崛起, 带动公司业绩超预期增长。自主品牌在经历短暂调整后, 销售逐步进入增长周期。2016 年是自主品牌爆发期, 销量首次超过千万辆, 共销售 1052.86 万辆, 同比增长 20.50%, 增速仅次于日系车。16 年广汽传祺创造了 37 万辆的销量成绩, 同比大增 93%; 17 年前 4 月, 品牌总销量 16.3 万辆, 同比增长 65%。值得注意的是, 广汽传祺除了销量上的亮眼表现以外, 产品质量的不断提高也是品牌优势之一, 根据 J.D power 发布的 PP100 指数, 广汽传祺位列自主品牌之首。

合资品牌全面开花, 持续推动公司盈利增长。2016 年本田销售 64 万辆, 同比增长 10%, 超额完成 63 万辆销售目标。随着讴歌品牌的导入, 广汽本田开启了“本田、理念、讴歌”三品牌运营新阶段, 17 年本田销量有望突破 70 万。广汽丰田实现了 43.7 万辆的销售成绩, 相比 2015 年增长 6.9%。雷凌车系成为主要增长点, 全年共销售 16.5 万辆, 同比增长 34.2%; 在中高端市场, 广丰旗下品牌凯美瑞与汉兰达也取得不错的成绩, 全新凯美瑞去年售出 10.5 万辆, 汉兰达全年销售 9.35 万辆, 高端车的畅销提高了公司整体的盈利能力。广汽菲克陆续推出自由光、自由侠和指南者三款 JEEP 品牌国产车型, 品牌营销模式逐渐从进口转为国产, 带动品牌 16 年销量劲增 365%。随着后续新车型的投放及产能扩张, 公司合资品牌将继续贡献增速。

#### 战略布局加速推进, 开启“广汽模式”

广汽集团近年来实现跨越式增长, 这与公司在战略布局上的高瞻远瞩密不可分。广汽积极布局智能网联新能源领域, 目前, 公司自主的 PHEV 技术已经完全实现国产化, 2017 年即将推出 GA3S PHEV、GS4 PHEV、GE3 等新能源车型, 规划到 2020 年实现新能源汽车 20 万辆的产能。此外, 公司投资 47 亿元的广汽智联新能源汽车产业园目前已开工建设。公司加速推进自主品牌进军国际市场。目前公司已完成中东、东南亚、东欧、非洲、美洲等五大板块 14 个国家的落子布局, 规划 19 年将进入北美市场。



#### ◇ 盈利预测和估值

公司是国内整车企业前两名的龙头企业，2016 年营业收入和 2017 年一季度营业收入都保持在同比 67%左右的增速，2017 年一季度归母净利润同比增加约 98.6%，打爆市场预期。我们调整了预期的 2017，2018，2019 年营业收入分别为 725 亿元，867 亿元，975 亿元，归母净利润为 112 亿元，138 亿元，160 亿元，EPS 分别为 1.73 元、2.12 元、2.46 元，综合考虑，我们上调公司目标价格，给予 18 倍 PE，目标价调整为 31.14 元，维持“增持”评级。

#### ◇ 风险提示

SUV 销量出现滑坡，中日关系出现不稳定情况，北美市场拓展受阻。



## 投资案件

### 投资评级与估值

公司是国内整车企业前两名的龙头企业，2016 年营业收入和 2017 年一季度营业收入都保持在同比 67%左右的增速，2017 年一季度归母净利润同比增加约 98.6%，打爆市场预期。我们调整了预期的 2017，2018，2019 年营业收入分别为 725 亿元，867 亿元，975 亿元，归母净利润为 112 亿元，138 亿元，160 亿元，EPS 分别为 1.73 元、2.12 元、2.46 元，综合考虑，我们上调公司目标价格，给予 18 倍 PE，目标价调整为 31.14 元，维持“增持”评级。

### 关键假设点

- 1、广汽乘用车自主品牌车型保持 60%以上的同比增速。
- 2、公司销售费用率保持在 6%，管理费用率保持在 4%。
- 3、自主品牌保持强势崛起的趋势，SUV 销量持续增长。

### 有别于大众的认识

- 1、市场普遍认为当长城和吉利推出中高端自主品牌魏派和领克，而广汽没有此方面计划，我们认为广汽传祺最初的定位就比吉利和长城要高，传祺在生产和设计理念方面借鉴日系车的成功经验，采用了本田和丰田的部分技术，零部件方面采用诸多合资品牌零部件。今年陆续推出高端车型，形成 38 齐发的战略布局，未来业绩成长可以期待。
- 2、市场普遍认为传祺作为自主品牌无法打开海外市场，但是我们了解到，广汽乘用车计划在 19 年之前进入北美市场，将在北美建设组装车间，并且公司将全力推进这一计划。在海外销售成功将促进传祺在国内市场上的品牌溢价。

### 股价表现的催化剂

- 1、欧蓝德，指南者，自由光，冠道，雷凌混动版以及汉兰达等热门合资车型在销售市场上出现超预期情况。
- 2、广汽吉奥在杭州的工厂将在 2017 年 10 月前改造成传祺生产线，并正式投产，预计届时将有 15 万得传祺产能投产。
- 3、GS7 作为五座版 GS8 上市预计受到市场青睐。今年年底 GM8 的上市将让传祺的车型覆盖轿车，SUV 和 MPV。今年传祺还将上市三款混动车型 GA3 PHEV，GS4 PHEV 和 GE3。

### 核心风险提示

自主品牌车型销量增速不及预期，销售费用和管理费用超出预期，SUV 市场增速放缓。



## 目 录

一、公司概况：完善产业布局，进入高增长周期.....	6
（一）大型国有控股汽车整车制造企业，A+H 整体上市.....	6
（二）“合资+自主”完善产业布局，产品线日益丰富.....	6
（三）16 年业绩大放异彩，盈利能力持续增强.....	8
二、自主合资齐发力，逆流而上谱“传祺”.....	9
（一）自主品牌强势崛起，带动公司业绩超预期增长.....	10
（二）合资品牌全面开花，持续为公司贡献盈利.....	15
三、战略布局加速推进，开启“广汽模式”.....	17
四、盈利预测及投资建议.....	18
五、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1： 公司股权结构.....	6
图表 2： 公司业务分布.....	7
图表 3： 2016 年各业务营收占比.....	7
图表 4： 2016 年各车型销量占比.....	7
图表 5： 前十家汽车企业销量、增速及市占率.....	8
图表 6： 公司营收及增速（单位：亿元）.....	8
图表 7： 归母净利润、毛利率和 ROE（单位：亿元）.....	8
图表 8： 公司投资收益与归母净利润.....	9
图表 9： 行业与公司销量增速对比.....	10
图表 10： 行业乘用车细分车型占比.....	10
图表 11： 各国乘用车市场份额.....	11
图表 12： 各国乘用车增速.....	11
图表 13： 轿车各车系市场份额.....	11
图表 14： SUV 各车系市场份额.....	11
图表 15： 公司各品牌销量占比.....	12
图表 16： 广汽传祺销量及增速（单位：辆）.....	12
图表 17： 广汽传祺产品矩阵（单位：万元）.....	12
图表 18： 新车质量研究（PP100）.....	13
图表 19： 自主 SUV 前 4 月销量排名（单位：辆）.....	13
图表 20： GS4 及主要竞品销量走势（单位：辆）.....	13
图表 21： GS8 及主要竞品销量走势（单位：辆）.....	14



图表 22: GS8 主要产品特点 .....	14
图表 23: 广汽传祺规模化生产 .....	14
图表 24: 传祺 17 年新车概览 .....	15
图表 25: 广汽本田销量 (单位: 辆) .....	16
图表 26: 广本各车型销量走势 (单位: 辆) .....	16
图表 27: 广汽丰田销量及增速 (单位: 辆) .....	16
图表 28: 广丰各车型销量走势 (单位: 辆) .....	16
图表 29: 广汽菲克销量 (单位: 辆) .....	17
图表 30: 菲克国产 SUV 销量 (单位: 辆) .....	17
图表 31: 广汽集团 “3+e” 战略 .....	17
图表 32: 广汽集团各品牌主要车型销量预测 (单位: 万辆) .....	18
图表 33: 广汽集团主要财务指标预测 .....	19
附录: 公司财务预测表 (单位: 百万元) .....	20



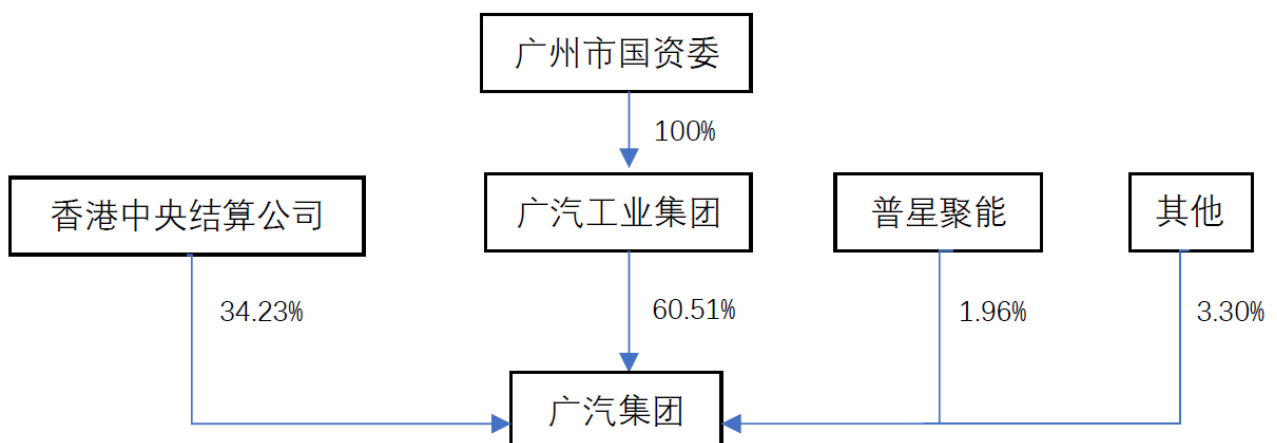
## 一、公司概况：完善产业布局，进入高增长周期

广州汽车集团股份有限公司（简称广汽集团）成立于 2005 年 6 月 28 日，其前身为成立于 1997 年 6 月的广州汽车集团有限公司。是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作为共同发起人，以发起方式设立的大型国有控股股份制企业集团。2010 年 8 月，广汽集团通过私有化骏威汽车并以介绍方式在香港联交所上市；2012 年通过换股吸收合并广汽长丰回归上海证券交易所，成为国内首家 A+H 股整体上市的大型国有控股汽车企业。2016 年，公司实现营收 494.18 亿元，同比增长 67.98%；实现归母净利润 62.88 亿元，同比增长 48.57%。母公司广汽工业集团位列 2016《财富》世界 500 强 303 位，中国企业 500 强第 64 位。

### （一）大型国有控股汽车整车制造企业，A+H 整体上市

根据公司发布的 2017 年 1 季报，目前公司发行总股本数为 6,466,062,369 股，其中 A 股股数为 4,252,762,151 股，占比 65.77%；H 股股数为 2,213,300,218，占比 34.23%。在前十名股东中，广州汽车工业集团公司持有公司股份 3,912,671,384 股，持股比例达到 60.51%，为公司的控股股东，实际控制人为广州市国资委；香港中央结算（代理人）有限公司持有公司股份 2,213,300,218 股，持股比例为 34.23%。

图表1：公司股权结构



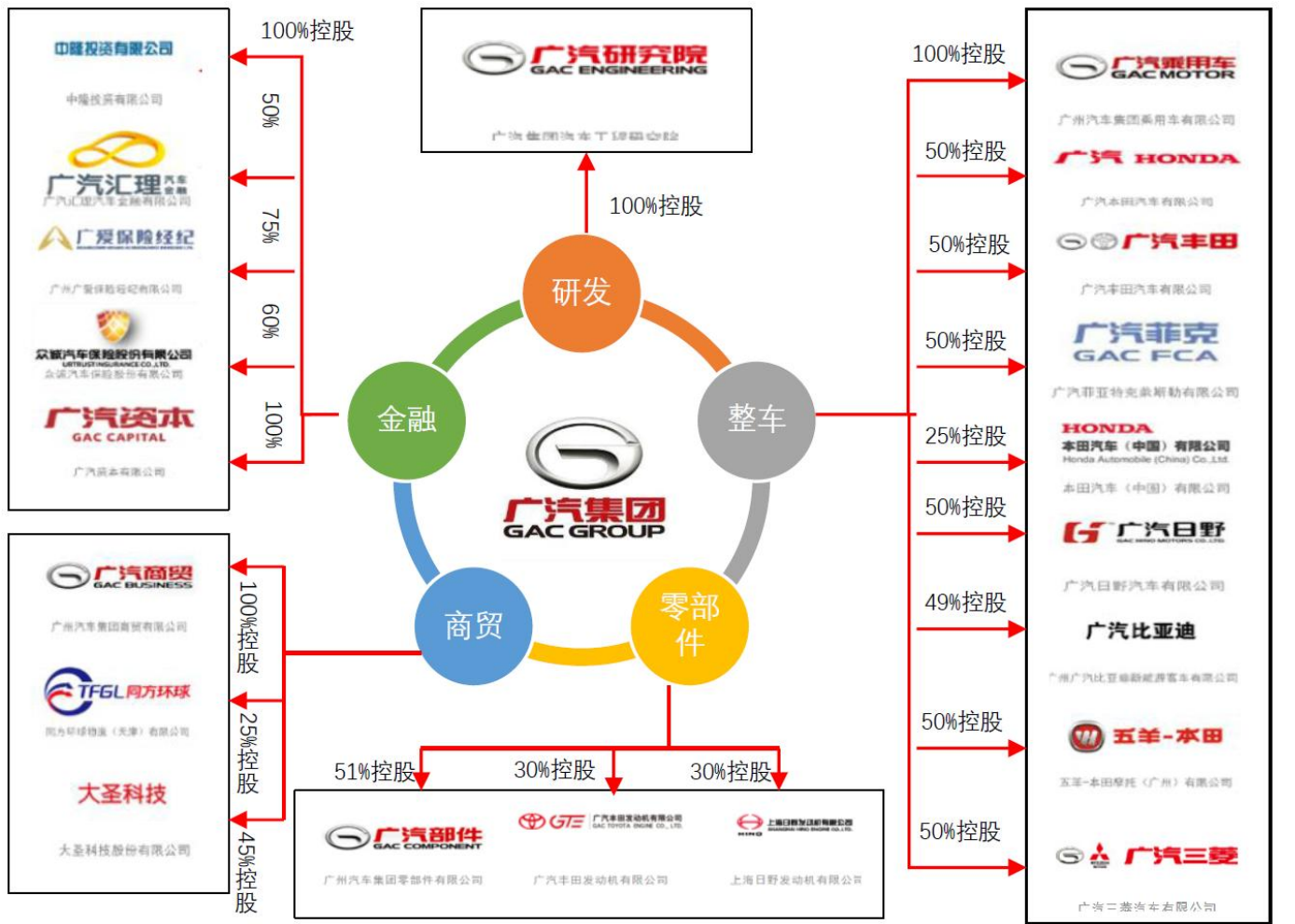
资料来源：公司公告，联讯证券

### （二）“合资+自主”完善产业布局，产品线日益丰富

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，成为国内产业链最为完整的汽车企业之一，也是国内汽车行业首家拥有保险经纪、汽车金融和保险、资本、融资租赁等多块金融牌照的企业集团。截止目前公司旗下拥有的控股、参股子公司以及合营、联营企业共 100 家。



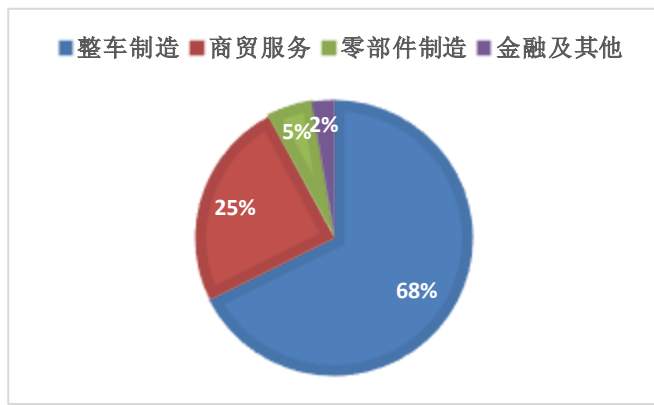
图表2：公司业务分布



资料来源：公司官网，联讯证券

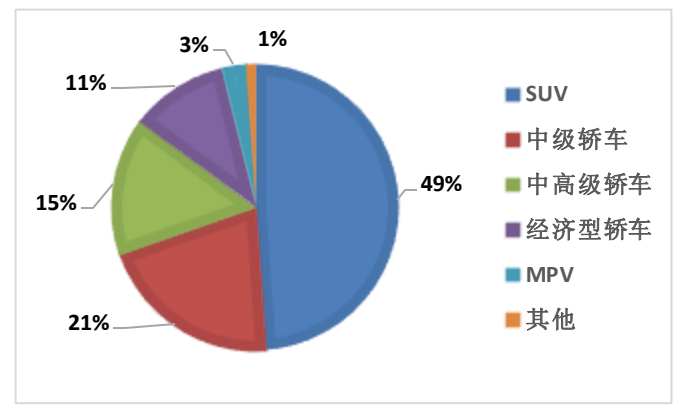
其中整车制造是公司目前的主营业务。2016年广汽乘用车实现营业收入334.19亿元，在营业总收入中占比为68%，预计2017年广汽乘用车将继续保持60%以上的增速。近年来，公司通过合资品牌引进和自主研发，不断完善公司产品结构，目前公司产品线包括轿车、SUV、MPV等全系列产品，实现了各车型、各细分市场的全面覆盖。17年公司计划推出16款全新及改款车型，其中包括9款自主产品，进一步提升产品竞争力。

图表3：2016年各业务营收占比



资料来源：公司公告，联讯证券

图表4：2016年各车型销量占比



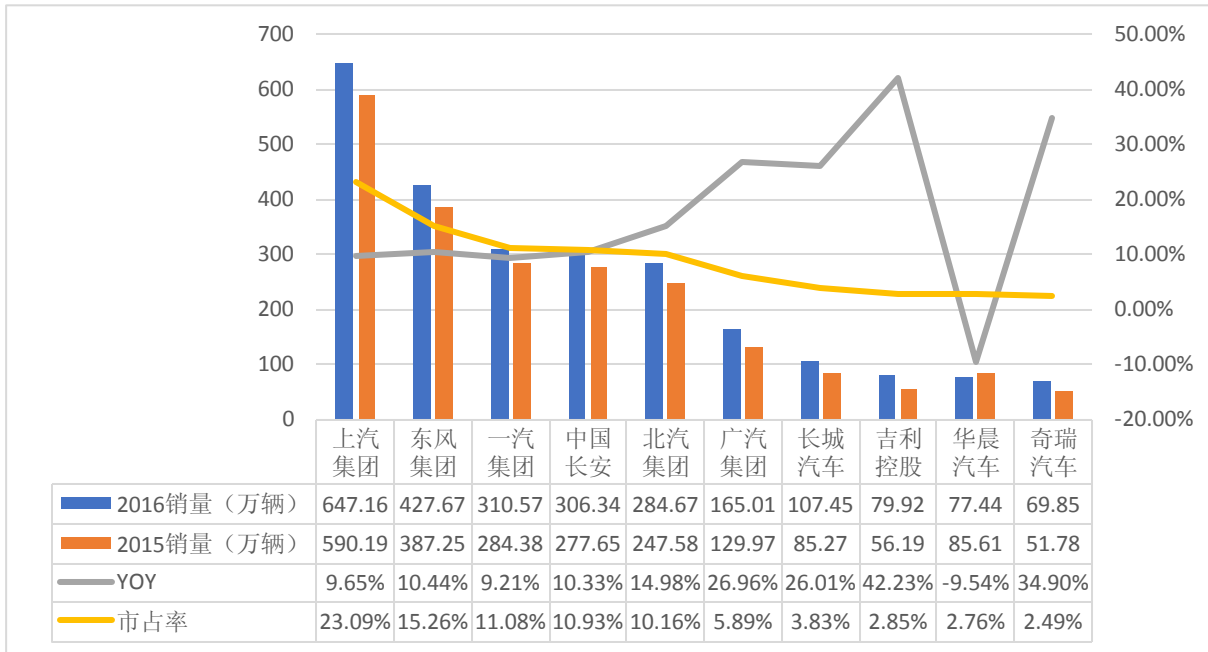
资料来源：公司官网，联讯证券



### (三) 16年业绩大放异彩，盈利能力持续增强

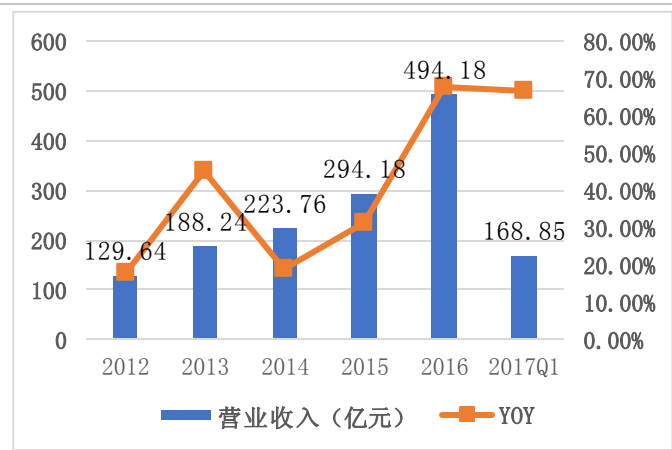
公司汽车销量增长迅速。2016年，公司汽车销售实现165万辆，同比增长26.96%，增速位于国内百万销量汽车企业之首，市场占有率达5.89%。2016年，广汽集团实现营业收入494亿元，同比增长67.98%；17年Q1实现营业收入168亿元，同比增长66.44%，高速增长的态势不减。公司盈利能力不断增强，17Q1实现净利润38.3亿元，超过16年全年净利润的一半；毛利率呈上升趋势，17Q1同比提升3.3个百分点达到23.8%，创历史新高。

图表5：前十家汽车企业销量、增速及市占率



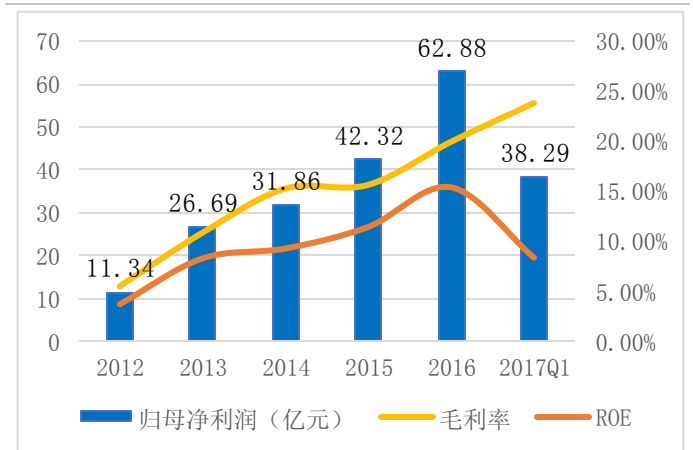
资料来源：中汽协，联讯证券

图表6：公司营收及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，联讯证券

图表7：归母净利润、毛利率和 ROE（单位：亿元）



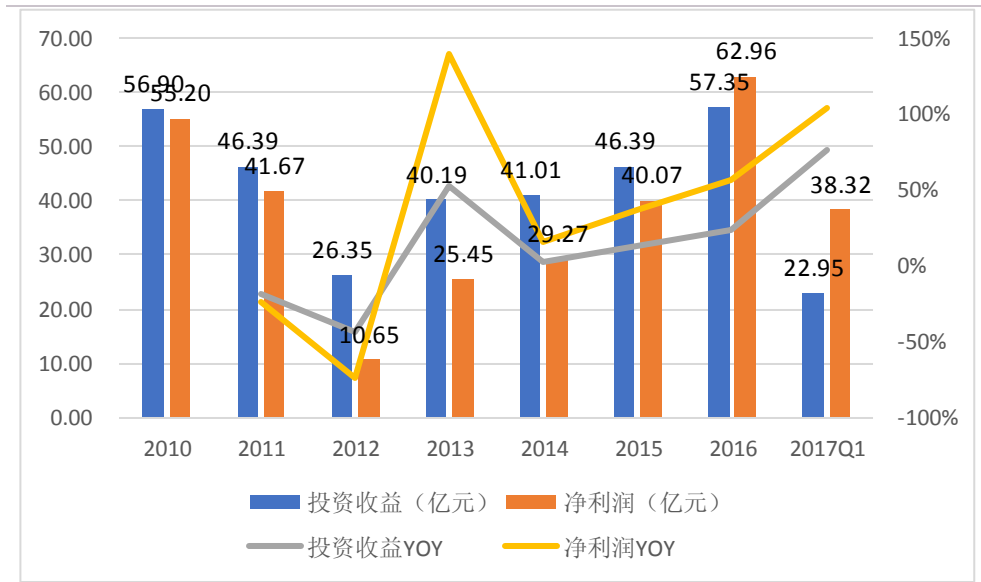
资料来源：公司公告，联讯证券





2016 年公司业绩的大幅增长主要归功于公司合资品牌与自主品牌双双发力。2012 年以来，公司净利润以及合营联营企业的投资收益保持增长态势，上年度首次实现归母净利润超过投资收益，公司自主品牌成为新的利润增长点。2017Q1 公司净利润 38 亿元，其中自主品牌贡献 13 亿元，同比增长 104%，盈利能力进一步增强。自主崛起，合资给力，推动公司进入高速增长期。

图表8： 公司投资收益与归母净利润



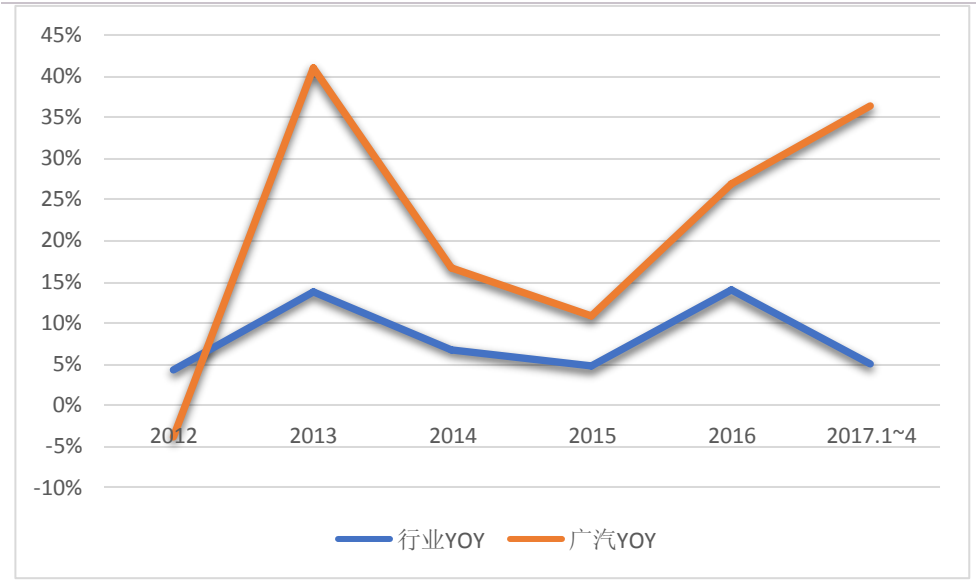
资料来源：公司公告，联讯证券

## 二、自主合资齐发力，逆流而上谱“传祺”

车市火爆广汽高歌猛进，产业趋冷广汽逆势增长。2016 年全国汽车产销均突破 2800 万辆，同比增长约 14%；17 年前 4 月累计销售汽车 908 万辆，同比增长 5%，车市降温增速放缓。在细分车型中，SUV 销量保持高速增长，2016 年同比增长 45%，占乘用车总销量的比例达到 37%；自主品牌销售表现亮眼，其中自主 SUV 占 SUV 总销量的比例达到 58%，首次反超合资 SUV 市占率。公司 2016 年、2017 年 1-4 月分别实现销量 165 万辆、63 万辆，增速（27%、36%）远高于行业平均水平（14%、5%），增长势头有望延续。公司 2016 年 SUV 总销量超过 80 万辆，同比增长 88%，在公司总销量中占比接近一半，成为公司业绩增长的核心动力。

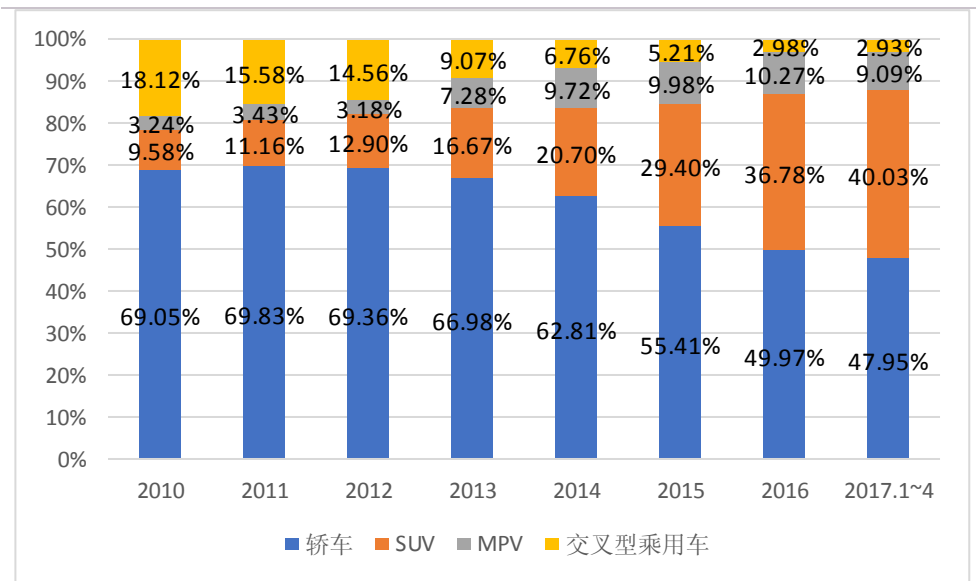


图表9： 行业与公司销量增速对比



资料来源：公司公告，联讯证券

图表10： 行业乘用车细分车型占比



资料来源：中汽协，联讯证券

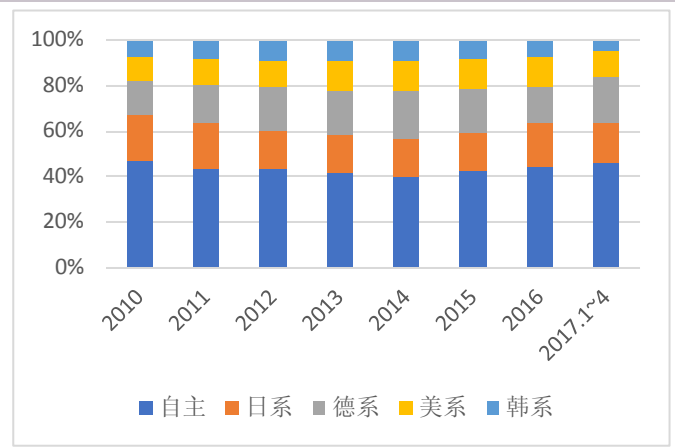
### （一）自主品牌强势崛起，带动公司业绩超预期增长

自主品牌在经历短暂调整后，销售逐步进入增长周期。2016年是自主品牌爆发期，销量首次超过千万辆，共销售1052.86万辆，同比增长20.50%，增速仅次于日系车。17年1-4月，自主品牌市场占有率为45.03%，较上年同期提高约2%，达到历史峰值。自主品牌的崛起已成必然事件，未来市占率有望超越合资品牌。自主品牌的崛起主要得益于自主SUV的亮眼表现。自2011年以来，我国自主品牌SUV销售一路高歌猛进，16年市占率已经达到58%，且继续保持增长态势，17年前4月市占率已达到63%。随



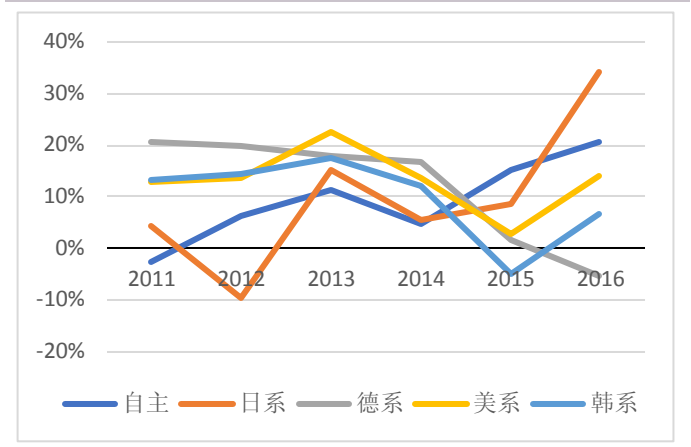
着前期自主 SUV 火爆销售带来的品牌效应以及技术累积，带动轿车自主品牌销售回暖，17 年前 4 月市占率提升至 21%。

图表11： 各国乘用车市场份额



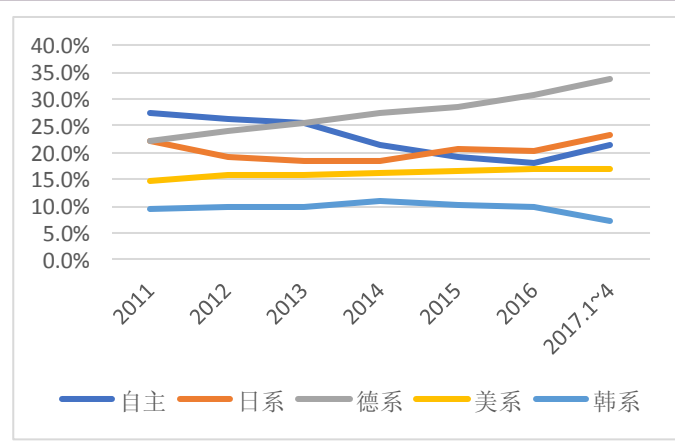
资料来源：中汽协，联讯证券

图表12： 各国乘用车增速



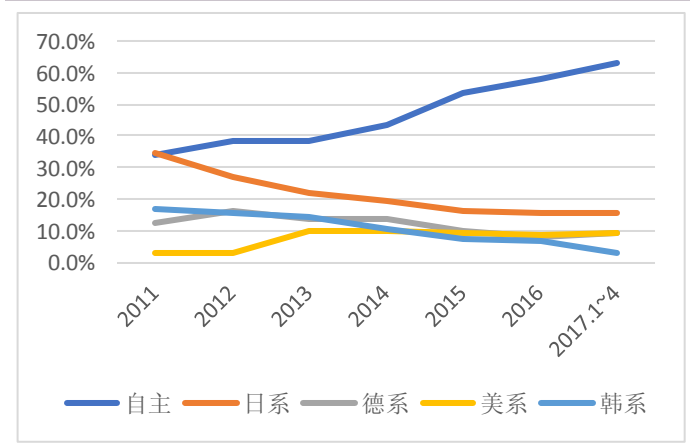
资料来源：中汽协，联讯证券

图表13： 轿车各车系市场份额



资料来源：乘联会，联讯证券

图表14： SUV 各车系市场份额

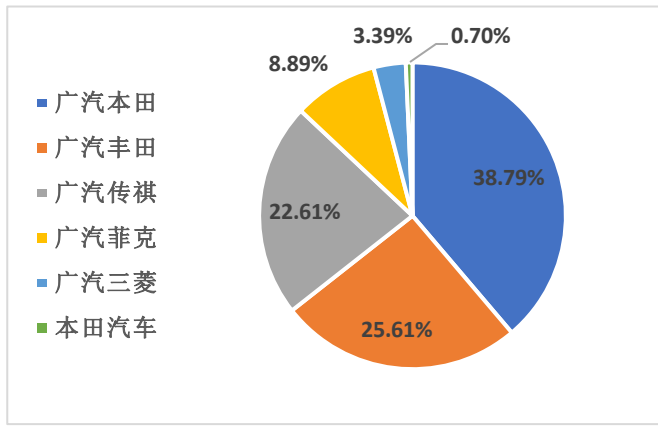


资料来源：乘联会，联讯证券

广汽传祺是公司的自主品牌，2010 年 12 月，首款车传祺 GA5 轿车成功推出市场，经过多年的产品研发以及不断的推陈出新，目前已经形成了包括轿车车型 GA5、GA3、GA6、GA5.PHEV、GA8、GA3S.视界以及 SUV 车型 GS5、GS5.速博、GS4、GS8 在内的产品体系，产品高端化趋势明显。16 年广汽传祺创造了 37 万辆的销量成绩，同比劲增 93%；17 年前 4 月，品牌总销量 16.3 万辆，同比增长 65%。值得注意的是，广汽传祺除了销量上的亮眼表现以外，产品质量的不断提高也是品牌优势之一，根据 J.D power 发布的 PP100 指数，广汽传祺位列自主品牌之首。

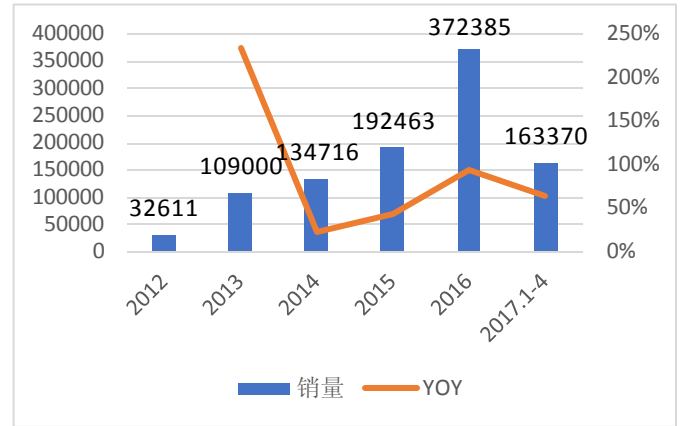


图表15: 公司各品牌销量占比



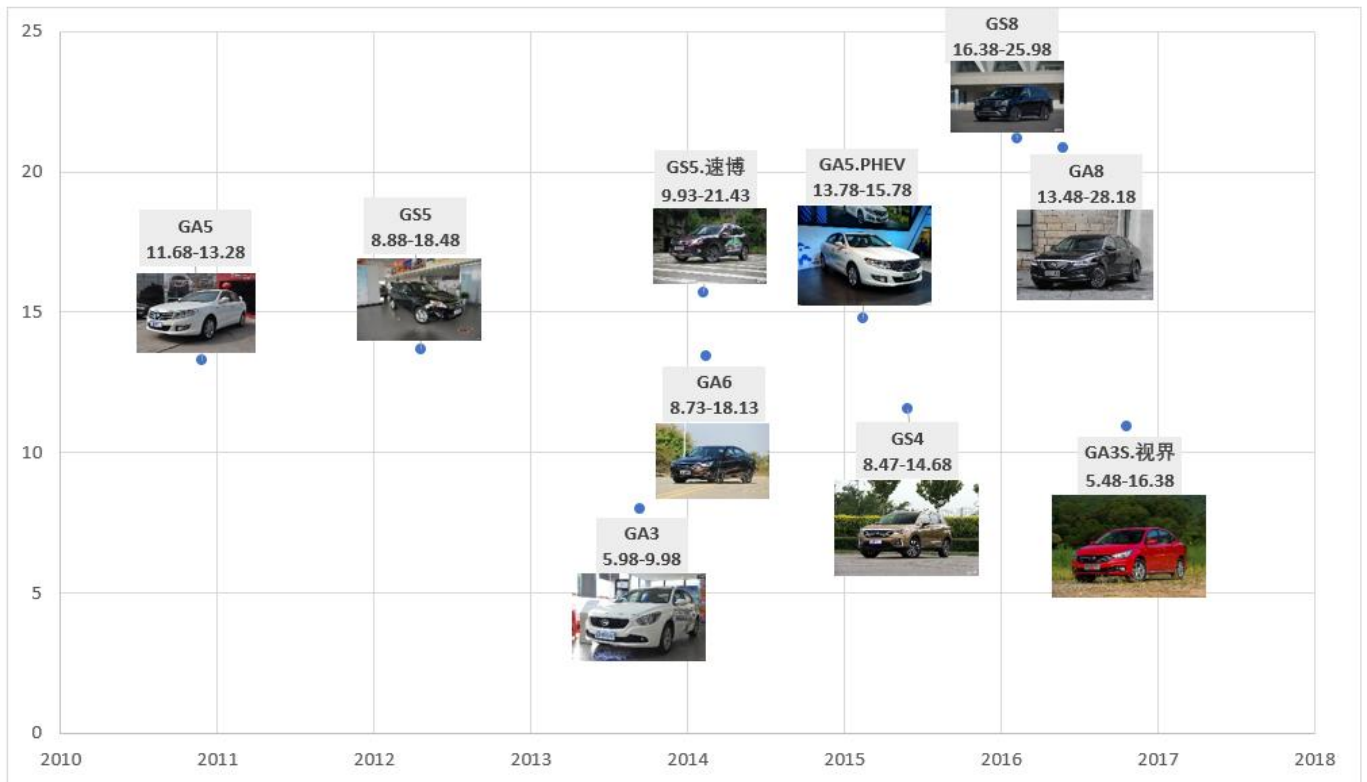
资料来源: 乘联会, 联讯证券

图表16: 广汽传祺销量及增速 (单位: 辆)



资料来源: 乘联会, 联讯证券

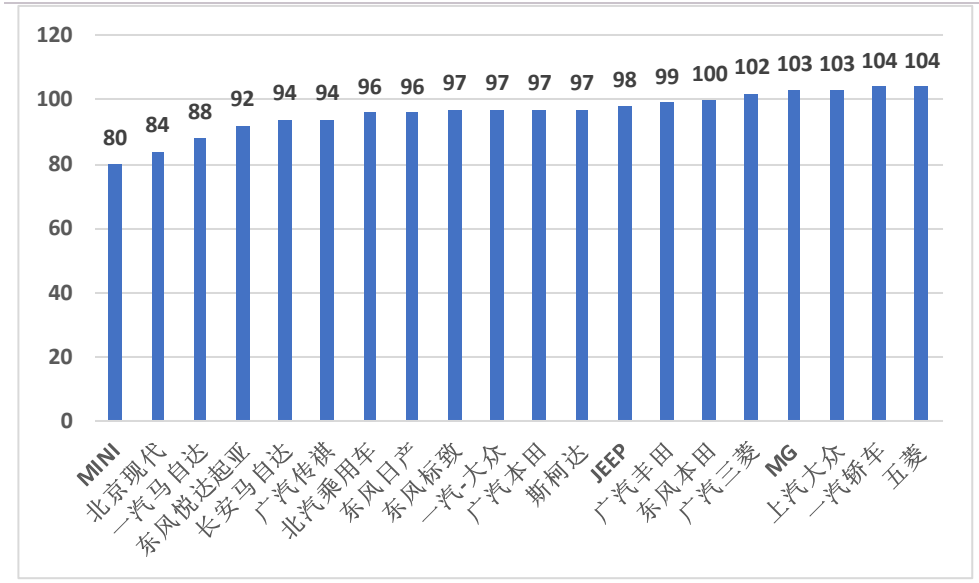
图表17: 广汽传祺产品矩阵 (单位: 万元)



资料来源: 易车网, 联讯证券研究院



图表18: 新车质量研究 (PP100)

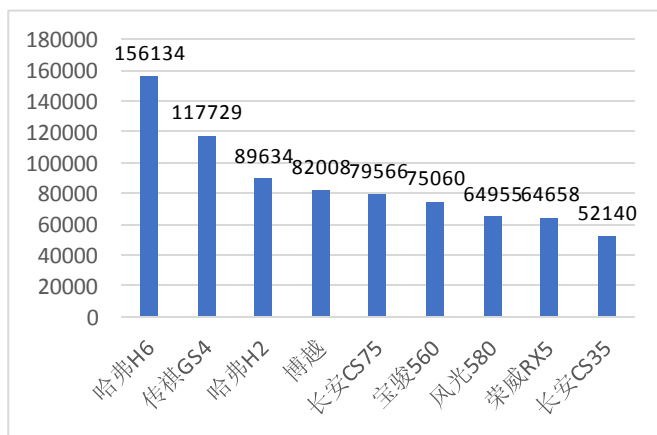


资料来源: J.D.Power, 联讯证券

GS4 是公司自主品牌中的爆款产品。16 年 GS4 共销售 32.7 万辆, 占公司自主品牌总销量的 88%, 创下自主车销售奇迹, 在市场紧凑型 SUV 中排名第二。今年前 4 个月, GS4 销量继续保持高位运行, 累计销售 11.8 万辆, 同比 32.26%, 增速依然可观。基于 GS4 销量基数处于行业高位, 预计未来销量增速将逐步放缓。

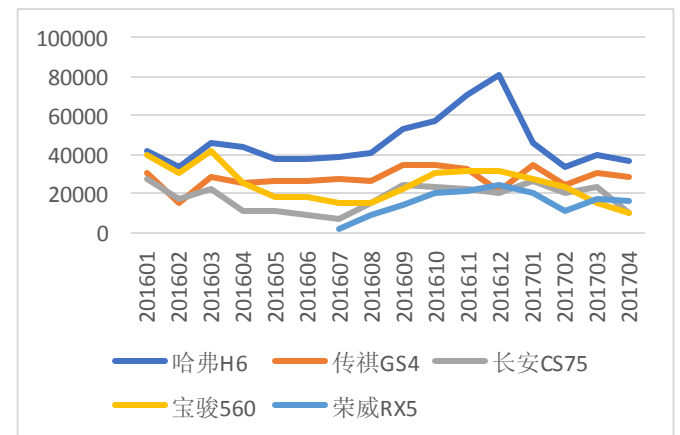
公司在去年 10 月推出大型 7 座 SUV GS8, 今年 3 月起单月销量连续破万, 深受市场追捧, 在长城 WEY 和吉利领克的中高端 SUV 上市前占尽先机。GS8 定位于中高端大型 SUV, 未来将在自主品牌 SUV 市场直接对话长城汽车的 WEY 和吉利汽车的领克, 形成高低兼顾的产品分布格局。目前, 广汽传祺创立以来的累计生产量已突破 100 万, 去年 11 月公司定增 150 亿用于自主品牌的生产与研发, 随着募集资金的陆续到位, 公司自主品牌将进一步实现规模化生产。

图表19: 自主 SUV 前 4 月销量排名 (单位: 辆)



资料来源: 乘联会, 联讯证券

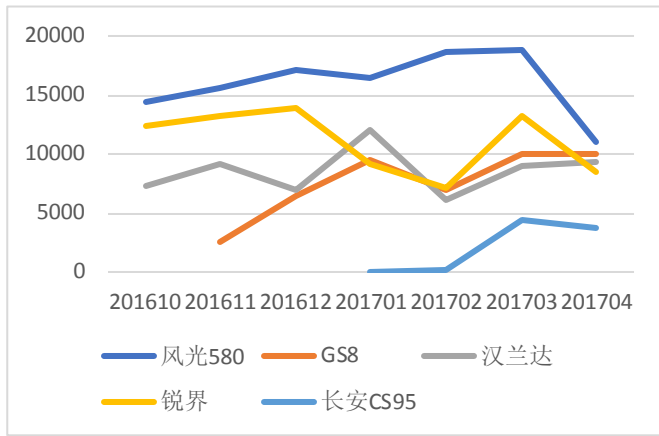
图表20: GS4 及主要竞品销量走势 (单位: 辆)



资料来源: 乘联会, 联讯证券



图表21: GS8 及主要竞品销量走势 (单位: 辆)



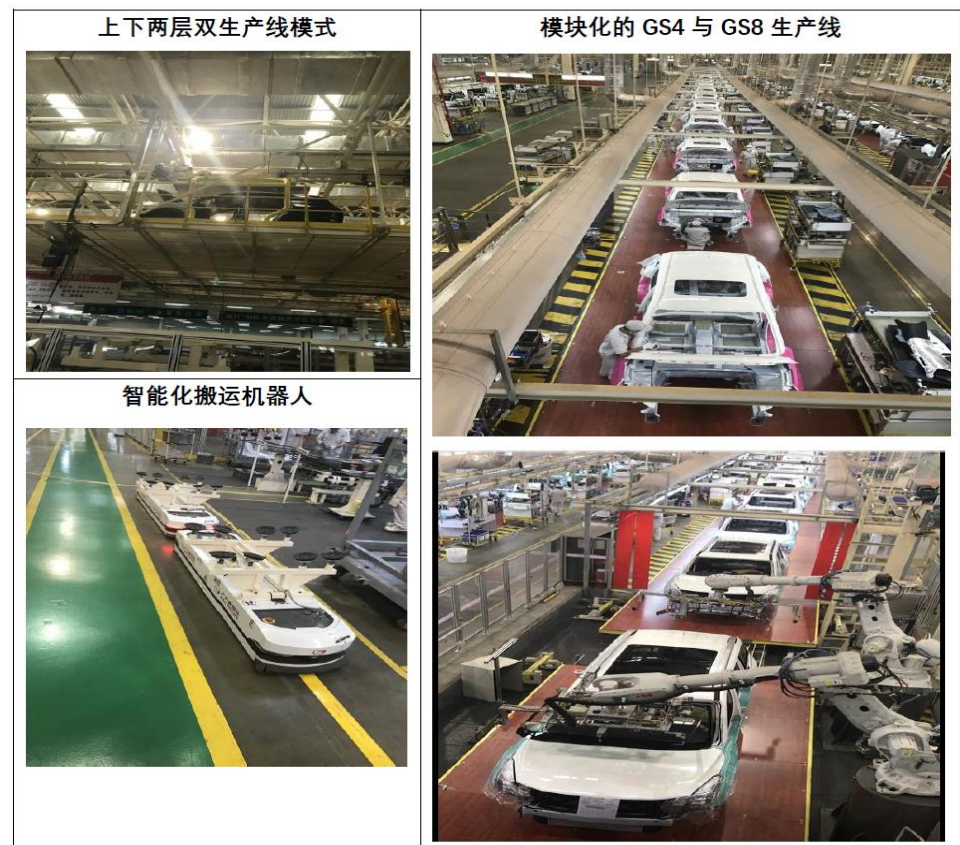
资料来源: 乘联会, 联讯证券

图表22: GS8 主要产品特点



资料来源: 汽车之家, 联讯证券

图表23: 广汽传祺规模化生产



资料来源: 联讯证券

在 GS4 稳居自主品牌销量榜第二名并且销量持续超预期的情况下, GS8 的推出成功进军中高端 SUV 市场, 预计 2017 年广汽传祺将销量将突破 50 万辆, 此外, 公司同时积极推出 9 款新车。在 2017 年年初 GA3S PHEV、GA8 1.8T 等多款新车的上市之后, 广汽传祺还将再推 5 款新车。未来传祺产品规划将在 SUV、轿车、MPV 三大领域同时发力, 形成以 GS8, GA8 和 GM8 为基础的“三八齐发”的格局。未来三年公司预计共将投放 20-30 款车型, 争取 2020 年实现 100 万辆销量目标。



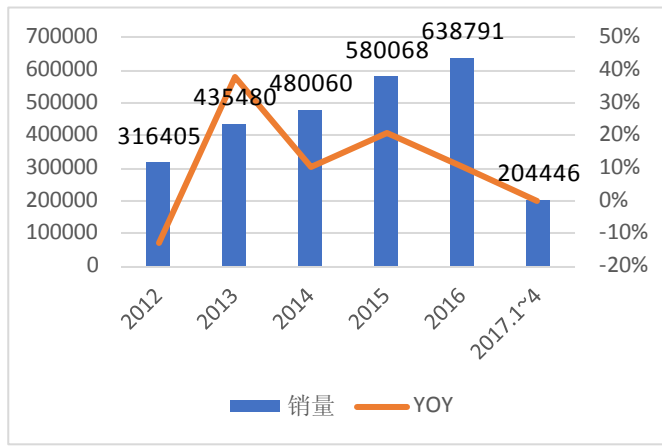
图表24: 传祺 17 年新车概览

新车型	定位	配置	上市时间
传祺 GS7	中型 SUV	五座布局, 预计搭载 2.0T 涡轮增压发动机, 最大功率 148kW, 最大扭矩 300Nm, 匹配 6 速自动变速箱	4 月
传祺 GS3	紧凑型 SUV	延续家族外观设计, 搭载 1.3T 涡轮增压和 1.5L 自然吸气发动机, 车身尺寸为 4350mm/1825mm/1655mm, 轴距为 2560mm	8 月
传祺 GA4	紧凑型轿车	预计新车将搭载 1.3T 或 1.6T 发动机, 匹配 6 速手自一体变速箱	年内
传祺 GM8	首款 MPV	7 座布局, 配备“智联传祺”系统, 搭载 2.0T 发动机, 最大功率为 148kW, 峰值扭矩为 320Nm, 匹配 6 速手自一体变速箱	12 月
传祺 GA3S PHEV	混动型轿车	售价区间为 16.48 万-17.48 万元, 搭载 1.5L 阿特金斯循环自然进气发动机和 G-MC 机电耦合系统组成的混合动力系统	5 月
传祺 GS4 PHEV	混动 SUV	车身尺寸为 4510/1852/1677mm, 轴距为 2650mm, 搭载由 1.5L 阿特金森循环发动机和 G-MC 机电耦合系统组成的混动系统	6 月
传祺 GS4 EV	纯电动 SUV	车身尺寸为 4510/1852/1677mm, 轴距为 2650mm, 采用高能锂电系统, 电机可输出最大功率 105kW, 峰值扭矩为 250Nm	年底
新款传祺 GS4	GS4 改款	换装 6 速自动变速箱, 取代现款的 7 速双离合变速箱	4 月
GA8 1.8T	GA8 改款	车身尺寸为 5003mm/1910mm/1508mm, 轴距 2907mm, 搭载 1.8T(280T)和 2.0T(320T)涡轮增压发动机	4 月

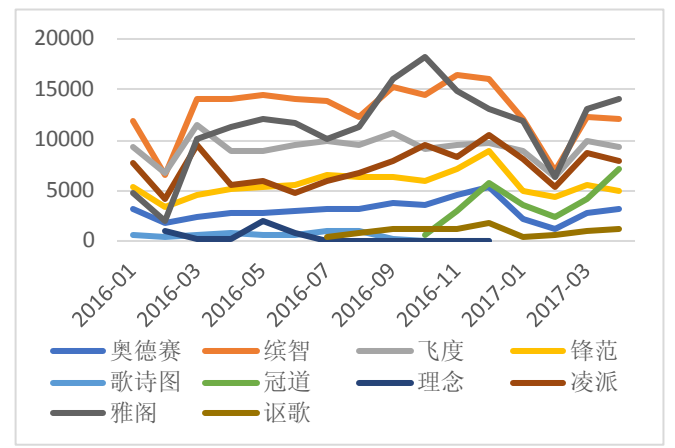
资料来源: 联讯证券

## (二) 合资品牌全面开花, 持续为公司贡献盈利

广汽本田是公司旗下品牌的销量冠军。2016 年本田销售 64 万辆, 同比增长 10%, 超额完成 2016 年的销售目标。广汽本田去年推出新车新款雅阁和冠道, 冠道凭借突出的产品优势抢占细分市场先机, 截至今年四月份已累计销售 2.7 万辆, 成为中大型 SUV 市场受瞩目的明星车型; 新款雅阁去年全年销售 13.6 万辆, 2017 年 5 月份, 雅阁在中国的终端销量正式突破 200 万辆, 成为了首款迈入 200 万辆销售大关的日系中高级轿车。此外, 本田还不断加快豪华车品牌讴歌在中国的发展, 2016 年在首款国产战略车型 CDX 的带动下, 讴歌全年销量超过 9 千辆, 同比增长 120%, 成为国内增长最快的豪华品牌之一。随着讴歌品牌的导入, 广汽本田开启了“本田、理念、讴歌”三品牌运营新阶段, 产品阵型全面覆盖 A0 级、A 级、B 级轿车、SUV、MPV 以及豪华品牌, 按照目前的销售趋势, 2017 年本田销量有望突破 70 万。


**图表25: 广汽本田销量 (单位: 辆)**


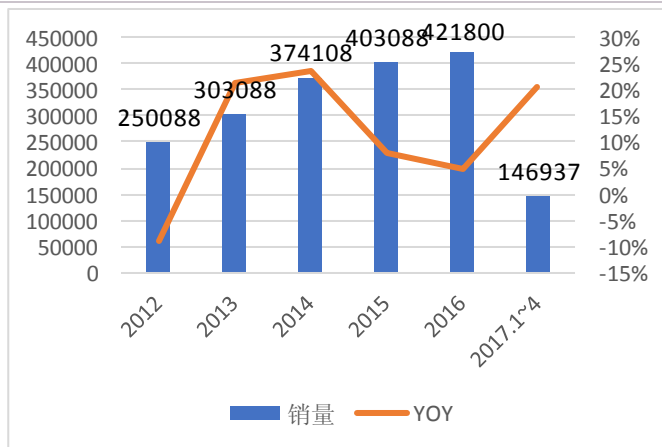
资料来源: 乘联会, 联讯证券

**图表26: 广本各车型销量走势 (单位: 辆)**


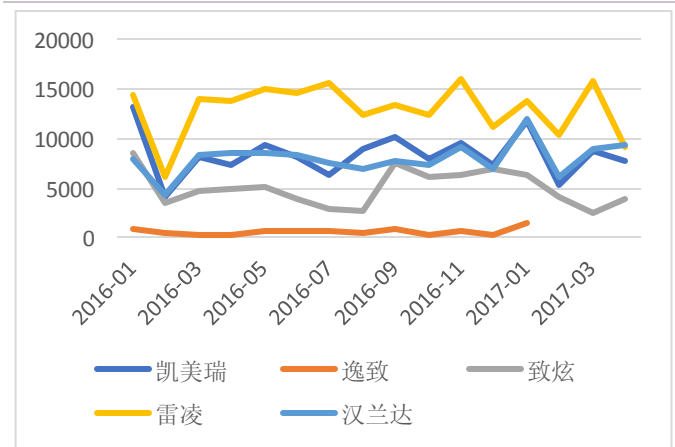
资料来源: 公司官网, 联讯证券

广汽丰田业绩平稳增长,新的产能有望在2018年投产。2016年广汽丰田实现了43.7万辆的销售成绩,相比2015年增长6.9%。雷凌车系成为主要增长点,2016年共销售16.5万辆,同比增长34.2%。在2017年1—5月销售数据中显示,雷凌混动版受到市场热捧,成为车型核心增长点。

此外,凯美瑞与汉兰达的销量保持稳定的增速,是广汽丰田的业绩支撑。受限于丰田发动机产能问题,目前凯美瑞和汉兰达的产能已经达到上限,在产能问题解决之前销量将保持相对稳定。全新款凯美瑞2016年售出10.5万辆,汉兰达全年销售9.35万辆,高端车型的畅销为公司盈利水平提供了有力保障,是公司合资品牌中盈利能力最强的一家。广汽丰田目前设计产能大约在38万辆左右,16年产能利用率达111%,产能的极限大约在44万辆左右,在产能问题解决之前,未来增长空间有限。目前公司正积极进行产能扩张计划,规划投资30亿元的第三生产线将于2017年年底建成投产,新增年产能预计可达22万辆。

**图表27: 广汽丰田销量及增速 (单位: 辆)**


资料来源: 乘联会, 联讯证券

**图表28: 广丰各车型销量走势 (单位: 辆)**


资料来源: 公司官网, 联讯证券

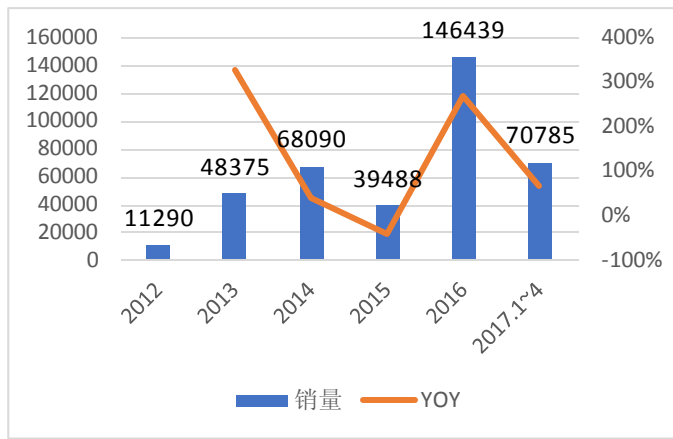
2016年广汽菲克引入JEEP品牌的车型进行生产,并陆续推出自由光、自由侠和指南者三款车型,企业2016年累计售出14.6万辆,同比增加365%,同比增幅是广汽集团旗下合资品牌最快的。广汽菲克在2016年的销量增量主要来源于自由光,在上市第





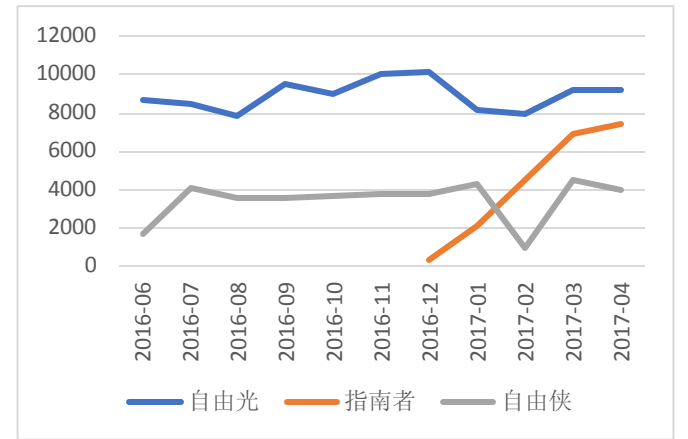
一年销量突破 10 万辆大关，占据 20-30 万合资品牌 SUV 销量前三；上市半年时间，全新 Jeep 自由侠占据 15-17 万中高端小型 SUV 价位段销量第一。预计 2017 年指南者将成为公司增长的核心，自由光和自由侠的销量将保持相对稳定。

图表29: 广汽菲克销量 (单位: 辆)



资料来源: 乘联会, 联讯证券

图表30: 菲克国产 SUV 销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司官网, 联讯证券

### 三、战略布局加速推进, 开启“广汽模式”

公司近年来实现跨越式增长, 这取决于公司在战略布局上的前瞻性。2014 年, 公司提出“3+e”战略, 为公司自主、日系与欧美系品牌的发展提供了明确的发展方向, 目前战略的实施取得巨大成功, 各项指标均实现超额完成, 持续推进公司综合竞争力提升。

图表31: 广汽集团“3+e”战略

主体	主要内容
自主品牌	围绕“两个中心、四个平台”, 即通过广汽研究院为技术研发的中心, 以广汽乘用车为生产制造的中心, 共享研发、采购、品牌销售与服务渠道、人才等资源平台。计划到 2020 年, 广汽自主品牌实现产能 100 万辆的目标。
日系品牌	广汽集团将深化与菲亚特克莱斯勒集团的合作关系, 丰富产品线以提升车型体系竞争力。到 2018 年 Jeep 品牌在中国将覆盖从紧凑型 SUV 到全尺寸豪华 SUV 的全线产品, 克莱斯勒品牌轿车车型也将陆续导入。
欧美品牌	预计新车将搭载 1.3T 或 1.6T 发动机, 匹配 6 速手自一体变速箱
电商平台	打造全新的、开放的电商平台。该平台将以用户体验为中心, 囊括整车销售、售后服务、汽车金融保险、二手车置换、租赁等汽车相关业务, 满足消费者选车、购车、用车、养车、换车等相关需求, 最终将其打造成开放、共享的互联网汽车生态圈。

资料来源: 联讯证券

公司积极布局智能网联新能源领域。今年 4 月份三部委联合印发《汽车产业中长期发展规划》, 明确提出将新能源与智能网联作为行业发展重点, 到 2025 年新能源汽车要占到汽车总销量的 20%。公司在 2014 年引进新能源业务, 投资 30 亿元与比亚迪成立广汽比亚迪新能源客车有限公司; 目前, 公司自主的 PHEV 技术已经完全实现国产化, 2017 年即将推出 GA3S PHEV、GS4 PHEV、GE3 等新能源车型。此外, 公司投资 47 亿元的广汽智联新能源汽车产业园日前已开工建设, 产业园将重点布局新能源与智能网联领域, 预计 18 年建成, 届时将为广汽带来 20 万辆的新增产能。

此外, 公司加速推进自主品牌进军国际市场。目前公司已完成中东、东南亚、东欧、



非洲、美洲等五大板块 14 个国家的落子布局，初步构建了广汽传祺的全球销售网络和服务体系，早前也在尼日利亚建立了 SKD 工厂，成为首个在当地完成散件组装的中国汽车品牌，并先后引入了 GA3、GA3S、GS5、GS5 Super、GS4 等车型。广汽传祺的目标是 19 年进入北美市场，在北美市场占有率之后会对国内产品溢价产生积极作用。

#### 四、盈利预测及投资建议

随着公司自主合资各个车型的持续热销，以及多款新产品的集中投放，2017 年公司将延续 16 年的高增长态势，营收与盈利有望创新高。在新能源车周期的带动下，公司自主与合资品牌销售趋势向好。自主方面 GS4 站稳中端 SUV 市场，GS8 在高端 SUV 已渐入佳境，市场份额有望进一步上探，新车 GS3/GS7/GM8 等蓄势待发，将贡献全年业绩增长；合资方面，冠道助力广本进军大型 SUV 市场，广丰产能释放后加快汉兰达等热销车型放量，JEEP 国产推动广汽菲克持续上扬，各车系 17 年业绩将实现全面增长。

图表32： 广汽集团各品牌主要车型销量预测（单位：万辆）

广汽传祺	2016A	2017E	2018E	2019E
GS4	32.70	31.64	33.22	34.88
GS8	0.90	8.10	9.30	10.20
GS3	0.00	0.60	3.60	4.70
GS7	0.00	2.00	2.60	3.20
GA4	0.00	0.60	3.00	4.50
其他	3.20	4.20	5.40	5.90
广汽本田	2016A	2017E	2018E	2019E
缤智	16.41	16.90	16.40	16.89
讴歌	0.75	2.63	3.94	4.53
冠道	0.94	8.5	11.8	15.4
奥德赛	4.00	3.40	3.74	4.04
飞度	11.36	10.79	10.25	10.56
凌派	8.74	8.30	8.72	8.46
锋范	7.08	6.94	6.73	6.53
雅阁	13.62	13.21	13.48	13.75
其他	1.03	0.93	0.90	0.85
广汽丰田	2016A	2017E	2018E	2019E
雅力士	6.34	6.47	6.66	6.79
雷凌	15.90	16.70	16.19	15.71
凯美瑞	10.06	10.16	10.47	10.78
汉兰达	9.20	10.58	11.64	12.80
其他	0.67	2.35	3.52	4.57
广汽菲克	2016A	2017E	2018E	2019E
致悦	0.52	0.57	0.60	0.63
菲翔	0.78	0.74	0.63	0.54
自由侠	2.63	4.21	6.31	8.21
自由光	10.68	11.53	12.11	12.72
指南者	0.03	6.00	9.00	11.70
广汽三菱	2016A	2017E	2018E	2019E



劲畅	0.40	0.64	0.96	1.54
劲炫	3.50	2.98	3.06	2.91
欧蓝德	1.67	3.67	4.78	5.25

资料来源: 联讯证券

公司是国内整车企业前两名的龙头企业, 2016 年营业收入和 2017 年一季度营业收入都保持在同比 67%左右的增速, 2017 年一季度归母净利润同比增加约 98.6%, 打爆市场预期。我们调整了预期的 2017, 2018, 2019 年营业收入分别为 725 亿元, 867 亿元, 975 亿元, 归母净利润为 112 亿元, 138 亿元, 160 亿元, EPS 分别为 1.73 元、2.12 元、2.46 元, 综合考虑, 我们上调公司目标价格, 给予 18 倍 PE, 目标价调整为 31.14 元, 维持“增持”评级。

图表33: 广汽集团主要财务指标预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	494.2	725.2	867.3	975.4
(+/-)	68%	48%	20%	12%
归母净利润	62.9	112.3	137.7	159.6
(+/-)	49%	79%	23%	16%
EPS(元)	0.98	1.73	2.12	2.46
P/E	24	16	13	11

资料来源: 联讯证券

## 五、风险提示

SUV 销量出现滑坡, 中日关系出现不稳定情况, 北美市场拓展受阻。



## 附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	34,971	48,960	61,200	73,439	经营活动现金流	5,498	7,698	9,237	12,008
现金	21,317	27,967	36,711	48,140	净利润	6,296	10,921	13,415	15,568
应收账款	1,155	1,212	1,309	1,414	折旧摊销	2,208	2,384	2,623	2,885
其它应收款	582	822	945	1,087	财务费用	306	311	342	359
预付账款	779	818	859	945	投资损失	-5,848	-8,655	-10,386	-11,521
存货	2,494	2,743	3,154	3,628	营运资金变动	1,309	4,989	6,242	7,915
其他	8,645	15,397	18,220	18,226	其它	1,227	-2,254	-2,999	-3,198
非流动资产	47,121	49,477	53,435	56,107	投资活动现金流	-3,082	-2,774	-2,358	-2,594
长期投资	22,636	22,636	22,636	22,636	资本支出	5,211	6,254	7,504	8,255
固定资产	11,018	11,569	12,726	13,998	长期投资	22,636	22,636	22,636	22,636
无形资产	4,952	4,209	4,630	5,093	其他	-30,929	-31,663	-32,498	-33,484
其他	8,515	11,063	13,444	14,380	筹资活动现金流	1,644	1,726	1,864	2,014
资产总计	82,092	98,437	114,635	129,546	短期借款	1,216	1,338	1,471	1,619
流动负债	24,322	33,321	39,318	43,644	长期借款	626	626	626	626
短期借款	1,216	1,338	1,471	1,619	其他	-198	-237	-233	-231
应付账款	8,999	12,329	14,178	15,596	现金净增加额	4,060	6,650	8,744	11,428
其他	14,106	19,654	23,669	26,429					
非流动负债	12,931	14,871	16,060	17,024	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	626	626	626	626	成长能力				
其他	12,305	14,245	15,435	16,398	营业收入	68%	47%	20%	12%
负债合计	37,253	48,191	55,379	60,668	营业利润	68%	76%	24%	16%
少数股东权益	1,037	1,120	1,344	1,613	归属母公司净利润	49%	79%	23%	16%
归属母公司股东权益	43,802	49,125	57,912	67,266	获利能力				
负债和股东权益	82,092	98,437	114,635	129,546	毛利率	20%	20%	20%	21%
					净利率	13%	15%	16%	16%
					ROE	15%	23%	25%	24%
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROIC				
营业收入	49,418	72,517	86,731	97,541	偿债能力				
营业成本	39,558	57,799	69,044	77,012	资产负债率	45%	49%	48%	47%
营业税金及附加	1,519	2,542	2,689	3,024	净负债比率				
营业费用	3,370	4,574	5,470	6,152	流动比率	144%	147%	156%	168%
管理费用	2,749	2,901	3,469	3,902	速动比率	134%	139%	148%	160%
财务费用	306	311	342	359	营运能力				
资产减值损失	983	1,081	1,211	1,284	总资产周转率	0.66	0.80	0.81	0.80
公允价值变动收益	52	60	67	71	应收账款周转率	52.37	61.27	68.78	71.62
投资净收益	5,848	8,655	10,386	11,521	应付账款周转率	5.05	5.42	5.21	5.17
营业利润	6,832	12,024	14,959	17,401	每股指标(元)				
营业外收入	296	322	345	355	每股收益	0.98	1.73	2.12	2.46
营业外支出	77	75	60	65	每股经营现金	0.85	1.18	1.42	1.85
利润总额	7,051	12,271	15,244	17,691	每股净资产	6.95	7.73	9.12	10.60
所得税	754	1,350	1,829	2,123	估值比率				
净利润	6,296	10,921	13,415	15,568	P/E	23.64	15.81	12.89	11.13
少数股东损益	8	-311	-358	-393	P/B	3.33	3.53	3.00	2.58
归属母公司净利润	6,288	11,232	13,773	15,961	EV/EBITDA	37.36	13.73	11.16	9.37
EBITDA	4,429	14,408	17,582	20,286					
EPS（元）	0.98	1.73	2.12	2.46					

资料来源：公司财务报告、联讯证券



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)