



Research and
Development Center

自主蓄势强力突破 合资共舞保驾护航

—— 广汽集团（601238.sh）深度报告

2018年06月07日

范海波 行业分析师

付盛刚 研究助理

自主蓄势强力突破 合资共舞保驾护航

广汽集团首次覆盖报告

2018年6月7日

本期内容提要:

- ◆ **行业领先企业 全产业链布局。**公司产品覆盖整车、零部件、商贸服务、汽车金融等全产业链。公司是国内汽车行业领先企业，2017年实现整车销售200万辆，市场份额达7%。
- ◆ **自主品牌强势崛起 智能化与电动化并驾齐驱。**受益于GS4、GS8等爆款车型带动，GM8、GM6等新车有序投放，自主品牌进入高速增长通道。跨界合作与自主研发探索智能化与电动化，蓄势未来增长新空间。
- ◆ **强势合资贡献稳定业绩 合资小将迎来业绩拐点。**热销新品持续投放，广本和广丰有望延续稳定增长。欧蓝德等SUV车型助力广汽三菱业绩改善。产品布局日趋完善，广汽菲克进入盈利通道。
- ◆ **行业增长空间大 转型升级创造新空间。**汽车行业仍具备较好增长空间，新能源与智能化助力产业转型升级。新能源汽车市场延续高速增长，渐进式智能化进入产业化窗口期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计广汽集团2018年至2020年的营业收入分别为919亿元、1129亿元和1340亿元，归属母公司净利润分别为141亿元、169亿元和197亿元。按照6月11日分配方案实施后的股本（102.13亿股），对应EPS分别为1.38元、1.66元和1.92元。自主业务强势崛起催化高增长空间，强势合资护航自主崛起，爆款车型带动弱势合资板块盈利改善。公司行业领先地位稳固，首次覆盖我们给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**自主业务强势崛起；合资新品持续投放推动业绩增长。
- ◆ **风险因素：**汽车市场增速回落风险；市场竞争加剧风险；产业政策变革实施力度超出预期风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,417.68	71,574.94	91,876.56	112,862.40	133,985.27
增长率 YoY %	67.98%	44.84%	28.36%	22.84%	18.72%
归属母公司净利润(百万元)	6,288.22	10,786.22	14,058.09	16,945.25	19,659.89
增长率 YoY%	48.57%	71.53%	30.33%	20.54%	16.02%
毛利率%	19.95%	23.47%	23.72%	24.46%	24.62%
净资产收益率 ROE%	15.26%	19.06%	23.15%	27.99%	24.93%
EPS (摊薄) (元)	0.62	1.06	1.38	1.66	1.92
市盈率 P/E(倍)	31	18	14	12	10
市净率 P/B(倍)	4.50	2.84	3.78	2.85	2.22

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年6月6日收盘价，股本数按照6月11日实施核算

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

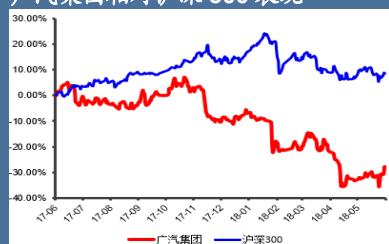
公司研究——首次覆盖

广汽集团 (601238.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

广汽集团相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

付盛刚 研究助理

联系电话：+86 21 61678581

邮箱：

fushenggang@cindasc.com

公司主要数据 (2018.6.6)

收盘价(元)	19.29
52周内股价波动区间(元)	17.27-28.72
最近一月涨跌幅(%)	7.65%
总股本(亿股)	102.13
流通A股比例(%)	85.2
总市值(亿元)	1225

资料来源：万得，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

邮编：100031

目录

投资聚焦	1
世界 500 强，全产业链布局	2
自主强势合资稳定，公司业绩快速增长	3
自主整车强势崛起 经营业绩快速增长	3
自主整车进入高速增长通道 合资强增长强力保驾护航	4
自主业务规模效应初显 企业盈利能力增强	6
多点突破筑牢行业领先地位，自主强势更添增长空间	7
自主板块大放光彩，蓄势向上成行业亮点	7
新品节奏有序投放，日系合资强势贡献	9
爆款车型热销，合资小将迎业绩拐点	11
产能项目保障业绩增长，前沿布局储备未来空间	13
新品投放产能推进，市场增长保障充足	13
前瞻布局蓄势新空间，智能与电动并驾齐驱	15
行业增长稳健 创新变革集聚	18
行业增长潜力巨大 SUV 是短期增长主力	18
行业洗牌浪潮开启，自主崛起大势所趋	18
新能源汽车热潮持续 智能化渐入产业化窗口	20
盈利预测、估值与投资评级	22
关键假设与盈利预测	22
估值与投资评级	23
风险因素	24

表目录

表 1: 公司实际整车产能概况 (截止 2017 年 12 月 31 日)	14
表 2: 2017 年底公司在建整车产能概况	14
表 3: 广汽集团 2018 年上市车型预测	14
表 4: 公司非公开发行方案涉及新能源汽车的相关项目	16
表 5: 2017 年-2018 年公司智能网联跨界合作案例概况	17
表 6: 2013 年-2017 年乘用车行业销量前十名变化情况	19
表 7: 新兴造车势力新能源车投放计划	20
表 8: 燃料电池支持政策梳理	21
表 9: 广汽集团主要业务收入预测	22
表 10: 广汽集团可比公司列表	23

图目录

图 1: 广汽集团发展历程	2
图 2: 公司股权结构与业务框架 (截止 2018 年 3 月 31 日)	2
图 3: 2010 年-2017 年公司营业收入	3
图 4: 2013 年-2017 年公司净利润走势	3
图 5: 2017 年公司营业收入结构	4
图 6: 2015 年-2017 年公司毛利润结构	4
图 7: 2013 年-2017 年公司投资收益走势	4
图 8: 2013 年-2017 年公司重要合营企业的股利走势 单位: 亿元	4
图 9: 2013 年-2017 年公司汽车销量	4
图 10: 2012 年-2017 年公司整车市场份额	4
图 11: 2017 年公司整车销量构成	5
图 12: 2012 年-2017 年广汽传祺销量	5
图 13: 2012 年-2017 年公司主要合营企业销量 单位: 万辆	5
图 14: 2013-2017 年公司毛利率与净利率走势	6
图 15: 2013 年-2017 年公司期间费用率走势	6
图 16: 2013 年-2017 年公司主营业务毛利率走势	6
图 17: 传祺品牌热销车型示例	7
图 18: 传祺 GS8 销量	8
图 19: 2017 年 SUV 市场销量前十的车型概况 单位: 万辆	8
图 20: 传祺 GM8 销量 单位: 辆	8
图 21: 传祺全新 6 座 MPV-GM6	8
图 22: 广汽本田部分车型示例	9
图 23: 广汽本田主流车型销量	9
图 24: 2014 年-2017 年广汽本田营业收入 单位: 亿元	9
图 25: 广汽丰田部分车型示例	10
图 26: 广汽丰田主流车型销量 单位: 辆	10
图 27: 2014 年-2017 年广汽丰田营业收入	10
图 28: 广汽三菱主流车型销量 单位: 辆	11
图 29: 2014 年-2017 年广汽三菱营业收入	11
图 30: 广汽三菱部分车型示例	12
图 31: 广汽菲克部分车型示例	12
图 32: 广汽菲克主流车型销量 单位: 辆	13
图 33: 2014 年-2017 年广汽菲克营业收入	13
图 34: 2013-2017 年广汽菲克销量	13
图 35: 广汽菲克新车型-大指挥官	13
图 36: 广汽三菱纯电动 SUV-祺智 单位: 辆	15
图 37: 广汽传祺纯电动 SUV-GE3	15
图 38: 广汽传祺 GE3 销量 单位: 辆	16
图 39: 公司 WITSTAR 纯电动智能概念车	17
图 40: 公司智联电动概念车-iSPACE	17
图 41: 主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较	18

图 42: 2011-2017 年 SUV 销量、份额与增速	18
图 43: 2017 年中国自主品牌乘用车销量 (万辆)	19
图 44: 2016-2017 年自主品牌汽车月度销量 (辆, %)	19
图 45: 2013-2017 年中国自主品牌市场份额变化	19
图 46: 中国智能驾驶顶层设计政策演变图	21

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。 中国汽车市场仍具备较大增长潜力，电动化与智能化助力产业转型升级。公司是中国汽车行业领先企业，广丰、广本等强势合资企业保持稳定增长，广汽三菱、广汽菲克等合资板块迎接业绩拐点。通过自主研发和跨界合作，公司智能驾驶和新能源汽车业务有序展开，储备未来增长新空间。GS4、GS8 开创中国汽车品牌新局面，GM8 等新车助力传祺强势崛起。强势合资护航自主崛起，弱势合资迎接业绩拐点，自主崛起贡献高增长业绩。

股价催化剂。 自主品牌强势崛起；合资新品持续投放推动业绩增长。

盈利预测与投资评级： 我们预计广汽集团 2018 年至 2020 年的营业收入分别为 919 亿元、1129 亿元和 1340 亿元，归属母公司净利润分别为 141 亿元、169 亿元和 197 亿元。按照 6 月 11 日分配方案实施后的股本（102.13 亿股），对应 EPS 分别为 1.38 元、1.66 元和 1.92 元。自主强势崛起催化高增长空间，强势合资护航自主崛起，爆款车型带动弱势合资业务盈利改善。公司行业领先地位稳固，首次覆盖我们给予“增持”评级。

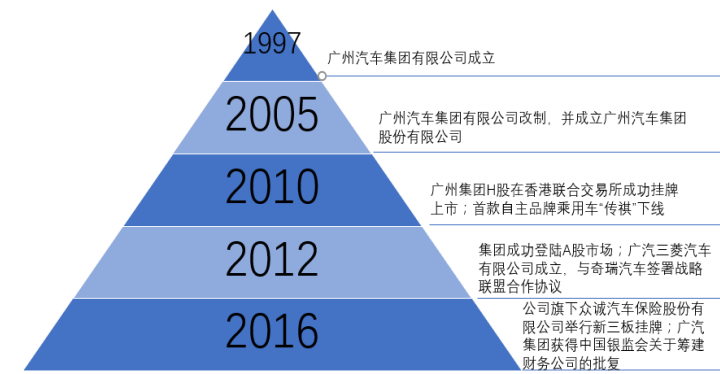
风险因素

1. 汽车市场增速不及预期风险；
2. 市场竞争加剧风险。
3. 产业政策变革实施力度超出预期风险。

世界 500 强，全产业链布局

公司成立于 1997 年，2005 年 6 月公司由广州汽车集团有限公司改制为广州汽车集团股份有限公司。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 月登陆 A 股市场，成为国内首家实现 A+H 股整体上市的大型国有汽车集团。自 2013 年以来，公司连续 5 年入围《财富》杂志世界 500 强企业，2017 年位居 238 位，较 2016 年上升 65 位。

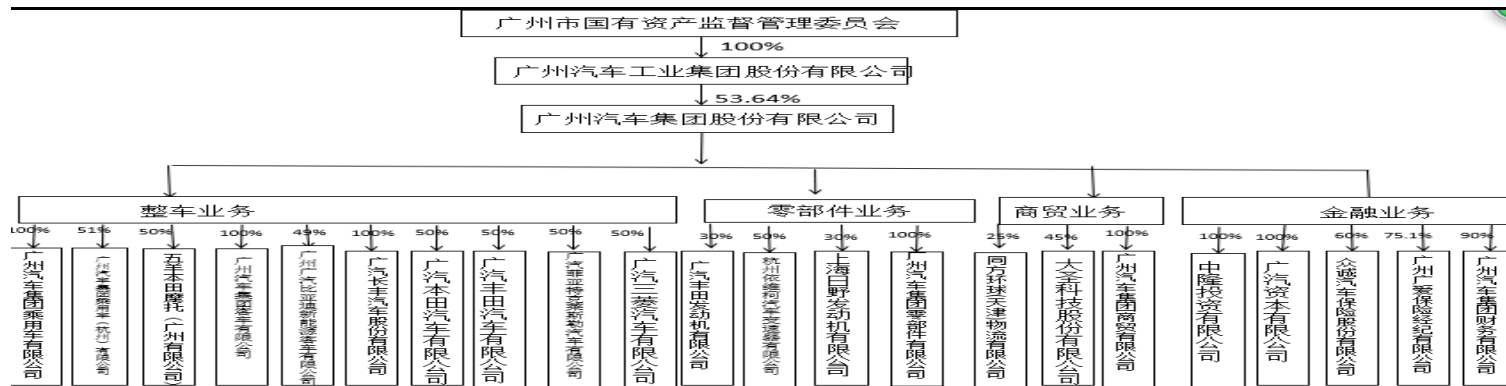
图 1：广汽集团发展历程



资料来源：广汽集团公司官网，信达证券研发中心

公司实际控制人是广州市国有资产监督管理委员会，通过广州汽车工业集团有限公司持有广汽集团 53.64% 股份。公司拥有完整汽车产业链业务体系，覆盖整车（含研发和整车）、零部件、商贸服务、金融四大业务板块。公司整车业务包括汽车和摩托车，零部件业务包括发动机、变速器、座椅、汽车灯具等汽车配件业务。商贸服务业务涵盖销售、物流、贸易、二手车、拆解、资源再生、配套服务等业务。公司拥有保险、保险经纪、汽车金融、资本、财务、融资租赁等非银行业金融牌照。

图 2：公司股权结构与业务框架（截止 2018 年 3 月 31 日）



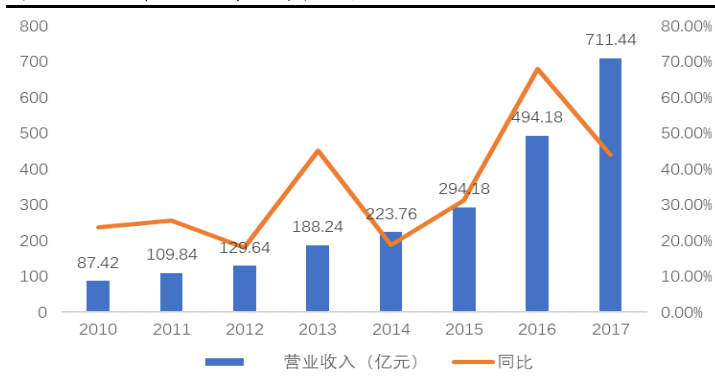
资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：股权比例包含直接持股和间接持股

自主强势合资稳定，公司业绩快速增长

自主整车强势崛起 经营业绩快速增长

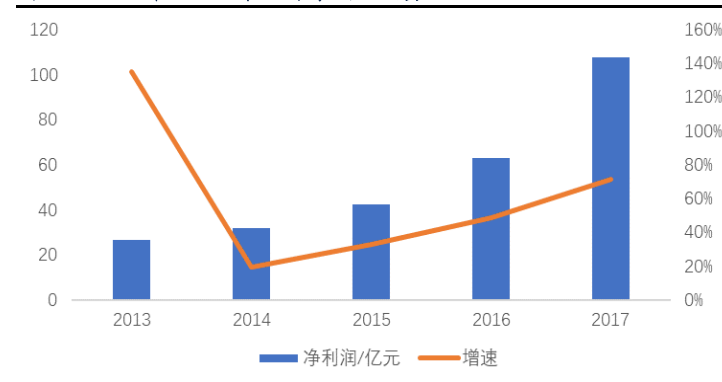
受益于自主品牌强势崛起和合资板块优秀表现，2017年公司实现营业收入711.44亿元，同比增长43.96%，实现归母净利润107.86亿元，同比增长71.53%。自2016年以来，公司经营业绩连续两年保持高增长，自主品牌强势崛起助推企业进入增长通道。

图3：2010年-2017年公司营业收入



资料来源：万得，信达证券研发中心

图4：2013年-2017年公司净利润走势

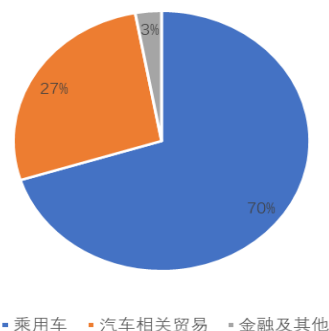


资料来源：万得，信达证券研发中心

乘用车制造业务是公司最大的收入来源，2017年乘用车业务营业收入为502.13亿元，同比增长50.25%，占营业收入比重达70%。从毛利润结构分析看，乘用车业务是公司最为重要的利润来源，利润贡献份额近八成。从公司营业利润构成看，合营企业投资收益是公司营业利润的重要支撑点。2017年，合营企业投资收益达82.41亿元，占公司营业利润比重达70%。作为

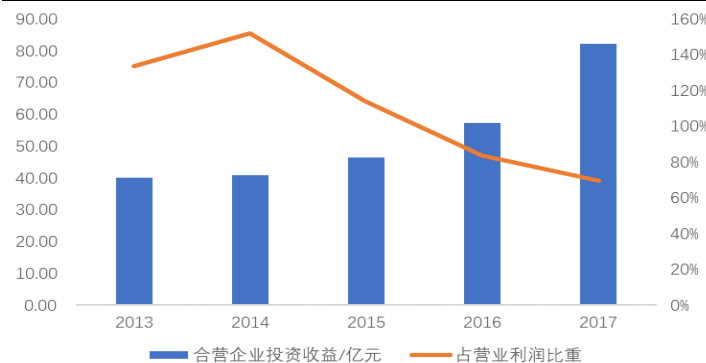
公司最重要的合资板块，广汽本田和广汽丰田提供稳定增长的业绩贡献，其中广汽丰田是股利分红较大的业务模块，2017年公司从广汽丰田分得股利 22.06 亿元。

图 5：2017 年公司营业收入结构



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2013 年-2017 年公司投资收益走势



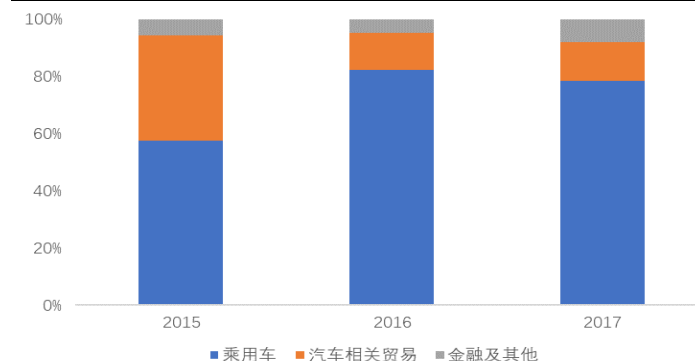
资料来源：万得，信达证券研发中心

自主整车进入高速增长通道 合资强增长强力保驾护航

2017 年公司整车销量首次突破 200 万辆，同比增长 21%。广汽传祺等五大整车业务板块均实现正向增长。2013 年-2017 年，公司整车销量保持平稳增长态势，市场占有率由 4% 上涨至 7%。

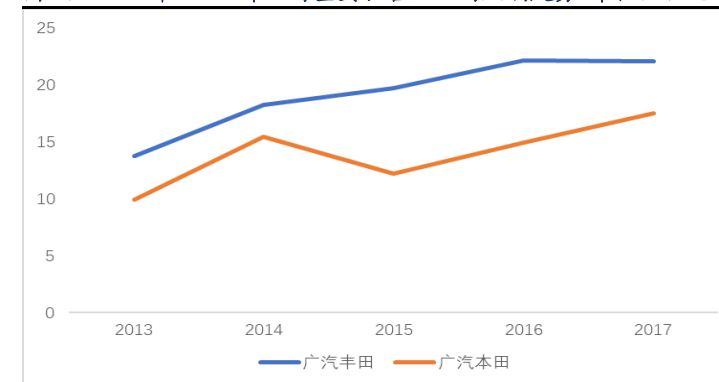
图 9：2013 年-2017 年公司汽车销量

图 6：2015 年-2017 年公司毛利润结构



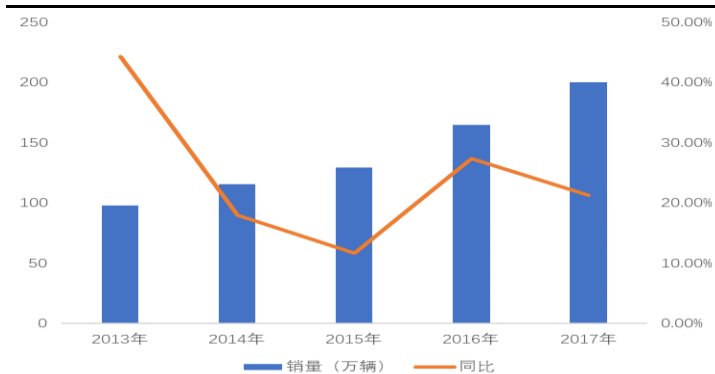
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2013 年-2017 年公司重要合营企业的股利走势 单位：亿元



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2012 年-2017 年公司整车市场份额

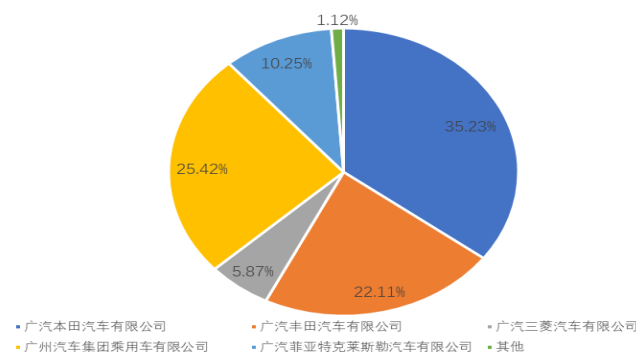


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从整车销量构成分析，广汽丰田、广汽传祺、广汽本田是整车销量最大的三个业务板块，销量贡献均超过 20%。公司自主板块研发水平不断提高，新产品更新速度加快。2017 年，传祺 GS4 全年销超过 33 万辆，传祺 GS8 等明星车型持续热销，自主品牌销量持续增长。2017 年广汽传祺销量超 50 万辆，同比增长 36.7%。

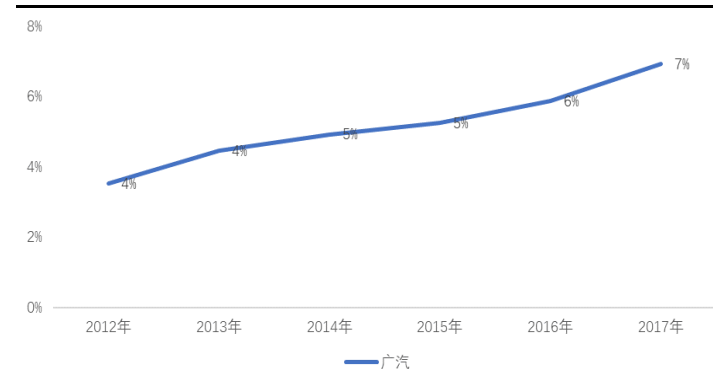
合资业务基本稳定，三菱广菲克迎接高增长。国产 Jeep 指南者等新产品热销，广汽菲克业务迎来跨越式增长。2017 年广汽菲克销量达 20.5 万辆，同比增长 40.11%。广汽丰田、广汽本田等日系合资企业销量保持稳定增长。受益于欧蓝德等明星车型的持续热销，广汽三菱增速较高。2017 年广汽三菱销量达 11.7 万辆，同比增长 110.04%。

图 11: 2017 年公司整车销量构成



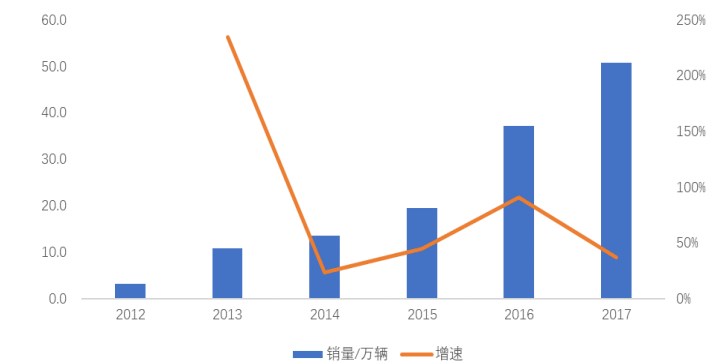
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13: 2012 年-2017 年公司主要合营企业销量 单位：万辆

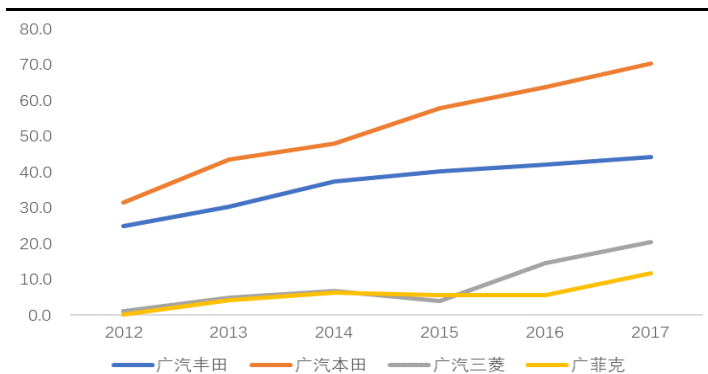


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12: 2012 年-2017 年广汽传祺销量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

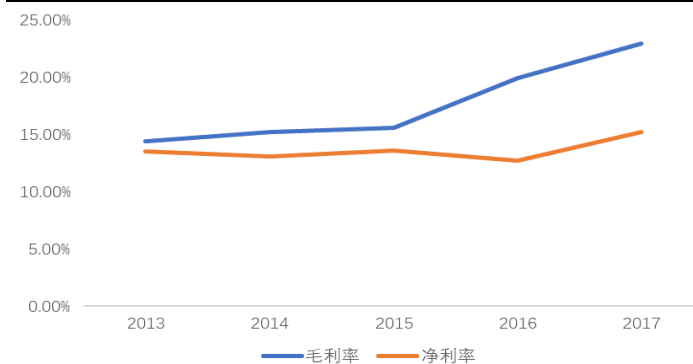


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

自主业务规模效应初显 企业盈利能力增强

2016年-2017年, 受益于自主销量迅速扩张, 公司经营毛利率明显提升。经营规模效应显现, 2015年-2017年公司管理费用率持续回落, 由2013年的9.2%下降至5.6%。净利率呈现平稳向好态势, 公司盈利能力增强。

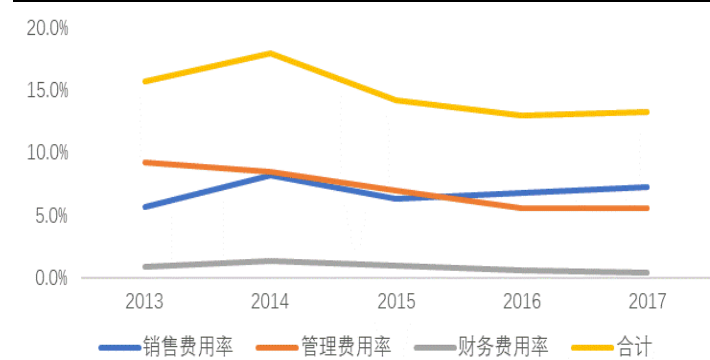
图 14: 2013-2017 年公司毛利率与净利率走势



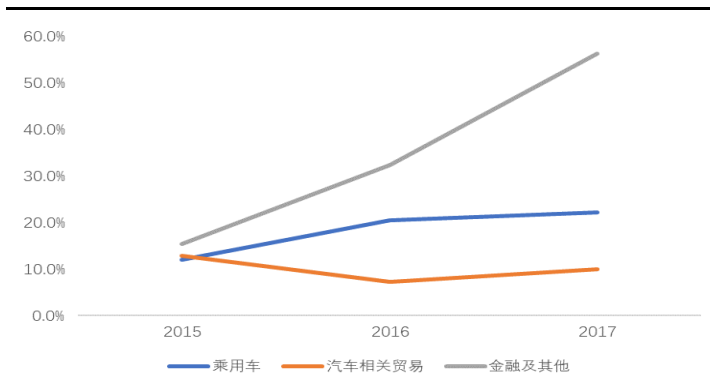
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 2013 年-2017 年公司主营业务毛利率走势

图 15: 2013 年-2017 年公司期间费用率走势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心



资料来源：万得，信达证券研发中心

多点突破筑牢行业领先地位，自主强势更添增长空间

公司与本田、丰田、菲克集团等车企合作开拓合资业务，2010年推出自主品牌-广汽传祺，形成自主、日系、欧美系等多元发展新格局。公司各业务模块持续推陈出新，助力企业高增长空间。2016年，公司推出本田冠道、JEEP自由侠、JEEP指南者等热销合资新品。传祺GS4和GS8等自主SUV车型亦成为中国品牌市场的亮眼新星。

自主板块大放光彩，蓄势向上成行业亮点

目前，广汽传祺品牌拥有GA4、GA6、GA8、GS4、GS8、GS7、GE3等系列车型。公司通过多年学习和创新，形成了成熟的生产体系，在自主研发方面形成跨平台、模块化的正向开发体系。传祺GS4是公司传统明星产品，2017年全年销量达33万辆，占自主乘用车销量的65%，GS4在SUV市场销量排名第三。2016年，公司推出首款中型7座SUV——传祺GS8，该车型平均月销量约为8000辆，是自主品牌首次成功冲击20万以上的SUV车型。2017年，公司新品投放节奏加快，持续推出GS7、GS3、GM8等新产品。

图 17：传祺品牌热销车型示例



资料来源：广汽传祺公司官网，信达证券研发中心

图 18: 传祺 GS8 销量

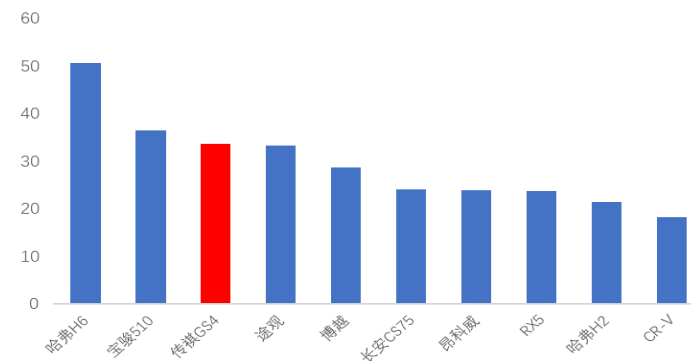


资料来源：交强险，信达证券研发中心

目前，GS3 车型填补传祺品牌在小型 SUV 市场的空白，广汽传祺实现从小型到中大型 SUV 全市场覆盖。2017 年年底，广汽传祺推出中高端 MPV 车型——GM8，公司自主板块开始布局 MPV 市场。2018 年 4 月，作为全新 MPV 车型，传祺 GM6 在北京车展上全球首发。广汽传祺产品布局日益完善，助力公司自主板块蓄势向上突破。公司自主品牌亦向合资板块输出技术和产品，传祺新能源车型导入广汽三菱、广汽丰田、广汽菲克、广汽本田等合资企业，广汽三菱“祺智”车型已于 2017 年 12 月 19 日成功下线，有效扩大广汽自主品牌影响力。

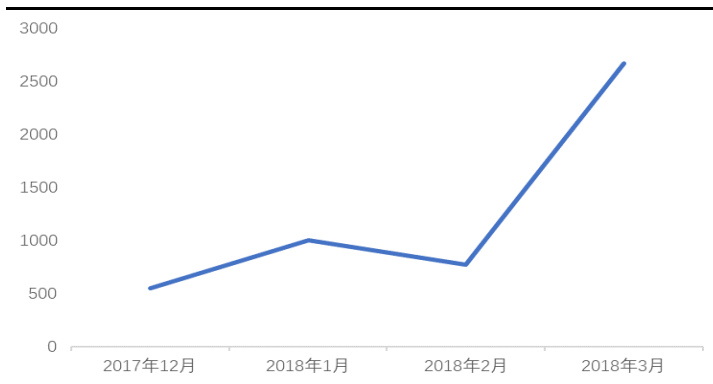
图 20: 传祺 GM8 销量 单位：辆

图 19: 2017 年 SUV 市场销量前十的车型概况 单位：万辆



资料来源：乘联会，信达证券研发中心

图 21: 传祺全新 6 座 MPV-GM6



资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心



资料来源: 汽车之家, 信达证券研发中心

新品节奏有序投放, 日系合资强势贡献

广汽本田业绩增速较高。广汽本田成立于1998年7月, 由公司、本田技研工业株式会社和本田技研工业(中国)投资有限公司共同出资建立。目前, 广汽本田 Honda、理念和讴歌等三大品牌齐头并进, 车型覆盖冠道、歌诗图、雅阁、奥德赛、缤智飞度、理念 S1、CDX、TLX 等。2017 年, 广汽本田整车销量达 70.5 万辆, 同比增长 10.37%。

图 22: 广汽本田部分车型示例



冠道



雅阁



新雅阁
锐.混动



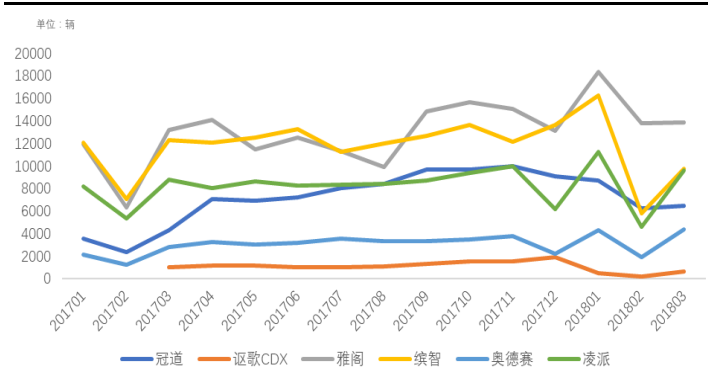
奥德赛

资料来源: 广汽本田公司官网, 信达证券研发中心

受益于冠道、雅阁等明星车型的强势带动, 广汽本田经营业绩表现亮眼。2017 年, 广汽本田实现整车产销 71 万辆和 70.5 万辆, 同比增长 11.81%和 10.37%。广汽本田实现营业收入 920.11 亿元, 同比增长 21.33%。2016 年, 广汽本田推出中型 SUV 冠道, 2017 年实现月均销量约 7200 辆。作为广汽本田传统明星产品, 雅阁车型月销量稳中有升, 2017 年全年销量 15 万辆, 同比增长 9.8%。

图 23: 广汽本田主流车型销量

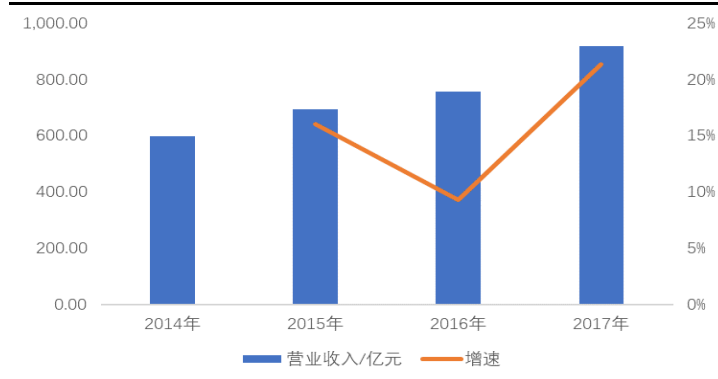
图 24: 2014 年-2017 年广汽本田营业收入 单位: 亿元



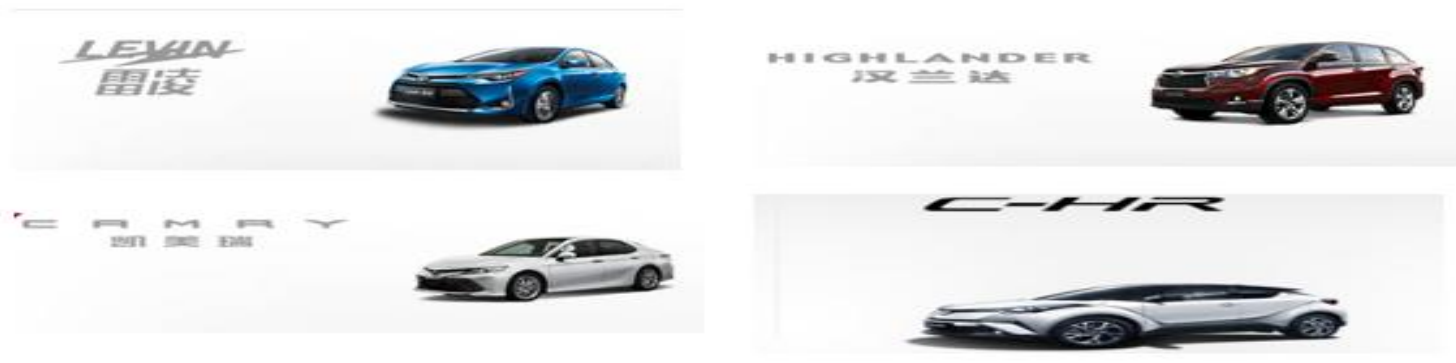
资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

广汽丰田经营稳定增长。广汽丰田成立于2004年9月,由公司和丰田合资组建。广丰车型包括凯美瑞、汉兰达、致炫、CH-R、雷凌等车型。2017年,广汽丰田经营业绩保持稳定增长,实现整车产销43.9万辆和44.2万辆,同比增长3.76%和4.88%。2017年,广丰实现营业收入604亿元,同比增长4.57%。2017年广丰第三生产线完成试生产,满足快速增长的市场需求。

图 25: 广汽丰田部分车型示例



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

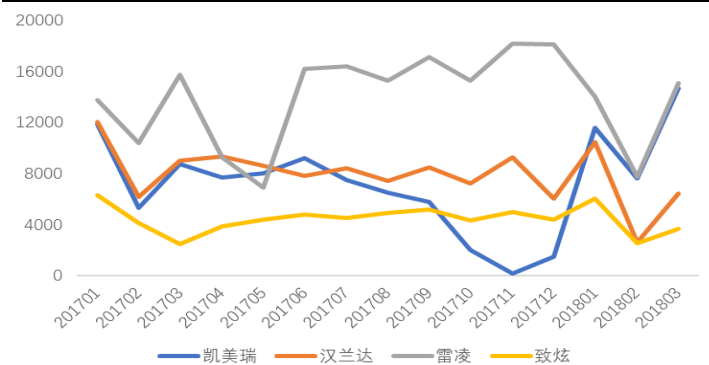


资料来源: 广汽丰田公司官网, 信达证券研发中心

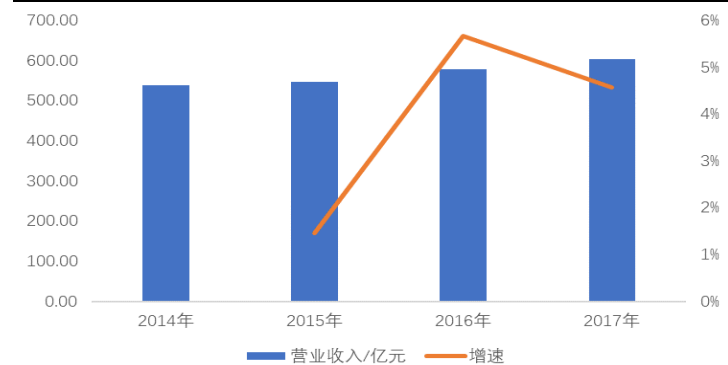
2017年11月,全新换代凯美瑞上市销售。2018年3月,凯美瑞实现销量1.4万辆,车型销量有望继续攀升。2018年,广汽丰田将导入全新CH-R,填补小型SUV的市场空白,同时导入广汽纯电动车型ix4,不断扩大产品阵容。新品持续导入,助力广汽丰田稳定增长。

图 26: 广汽丰田主流车型销量 单位: 辆

图 27: 2014年-2017年广汽丰田营业收入



资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心



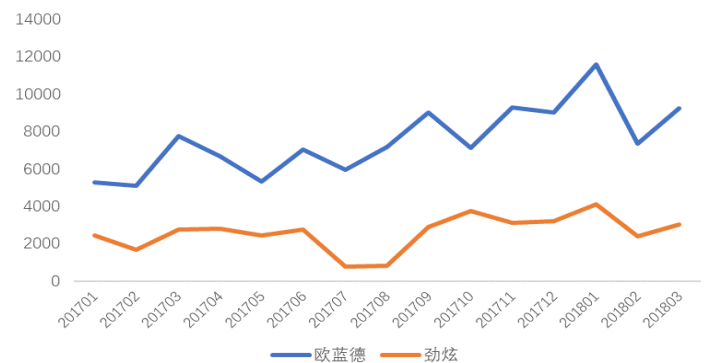
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

爆款车型热销, 合资小将迎业绩拐点

全力布局 SUV 市场, 欧蓝德突破带动广汽三菱迎拐点。2012 年, 广汽三菱由公司、三菱自动车工业株式会社、三菱商事株式会社合资组建。目前, 广汽三菱拥有劲炫、劲畅、欧蓝德三款车型。2017 年, 广汽三菱实现产销量 12.1 万辆和 11.7 万辆, 同比分别增长 115.05%和 110.04%。广汽三菱实现营业收入 170.95 亿元, 同比增长 75%。

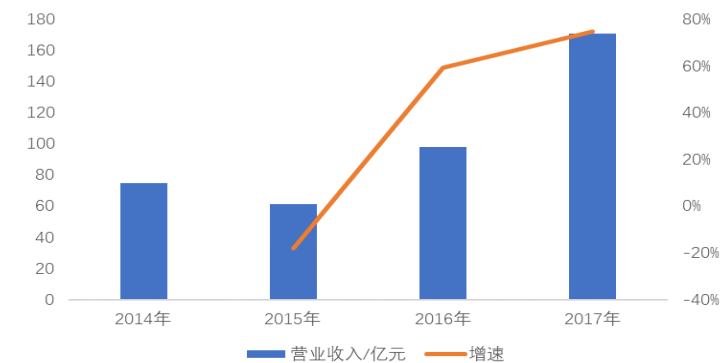
自上市以来, 欧蓝德车型持续热销, 成为有效改善广汽三菱经营业绩的重要支撑。2017 年, 欧蓝德车型销售达 8.4 万辆, 同比增长 408.6%, 占广汽三菱总销量的比重达 71.8%。2018 年, 广汽三菱有望推出纯电动 SUV、欧蓝德年度改款车型及和一款全新款 SUV 车型。新车型持续投放, 助力销量保持高速增长, 广汽三菱扭亏为盈有望加速实现。

图 28: 广汽三菱主流车型销量 单位: 辆



资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

图 29: 2014年-2017年广汽三菱营业收入



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 广汽三菱部分车型示例



资料来源: 广汽三菱公司官网, 信达证券研发中心

SUV 助力广汽菲克力挽颓势，销量大涨实现扭亏为盈。 广汽菲克于 2010 年 3 月成立，由公司和菲亚特克莱斯勒合资组建，目前拥有长沙和广州两个生产基地。广汽菲克拥有菲翔、致悦、JEEP 自由光、JEEP 自由侠、JEEP 指南者等产品。

图 31: 广汽菲克部分车型示例

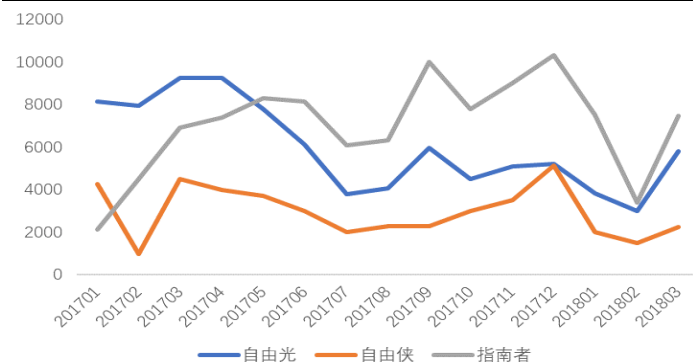


资料来源: 广汽菲克公司官网, 信达证券研发中心

Jeep 自由光是广汽菲克生产的首款 Jeep 车型，2016 年上市自由侠和指南者亦成为广汽菲克主力产品。受益于自由光等主

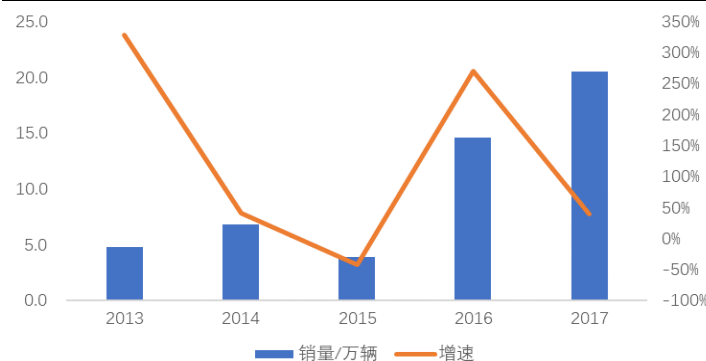
力车型的强势表现，2016年广汽菲克整车销售首次同时突破10万辆，同比增长均超过271%，广汽菲克实现年度扭亏为盈。2017年，广汽菲克延续高增长势头，销售突破20万辆，同比增长40%，经营业绩持续向好。2018年，广汽菲克新推大指挥官，有望继续带动欧美系合资业务增长。

图 32: 广汽菲克主流车型销量 单位: 辆



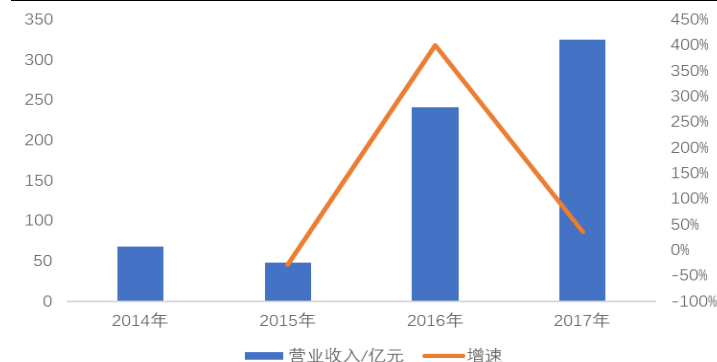
资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

图 34: 2013-2017 年广汽菲克销量



资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

图 33: 2014 年-2017 年广汽菲克营业收入



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 35: 广汽菲克新车型-大指挥官



资料来源: 广汽菲克公司官网, 信达证券研发中心

产能项目保障业绩增长，前沿布局储备未来空间

新品投放产能推进，市场增长保障充足

广汽集团生产基地布局全国，截至2017年底，公司汽车总产能达198.3万辆。受各板块市场需求快速上涨影响，公司主要业务板块产能均处于满产超负荷状态。2017年12月广汽乘用车杭州15万辆产能工厂投产，2018年1月广汽丰田扩大产能一期10万辆项目投产，广汽三菱、自主乘用车、广本新增产能等产能项目均将于2018年和2019年投入使用。伴随新建产能

基地的陆续投产，公司各业务板块市场增量潜力有望进一步释放，新能源汽车亦将迎来快速扩张期。

表 1: 公司实际整车产能概况 (截止 2017 年 12 月 31 日)

下属企业	设计产能/万辆	实际产能/万辆	产能利用率 (%)
广汽本田	60	71.05	118.42
广汽丰田	38	43.92	115.58
广汽乘用车	35	51.23	146.37
广汽三菱	10	12.19	121.9
广汽菲克	32.8	21.7	64.24
本田 (中国)	6	1.84	30.67
广汽乘用车 (杭州)	15	0	0
广汽日野	1	0.25	25
广汽比亚迪	0.5	0.16	32

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2: 2017 年底公司在建整车产能概况

在建产能工厂	计划投资金额 (亿元)	预计投产日期	预计产能/万辆
广汽乘用车新疆工厂	10.8700	2018 年 3 月	5
广汽乘用车宜昌工厂	35.32	2019 年 6 月	20
广汽丰田扩大产能项目	35.04	2018 年 1 月	22
广汽三菱改扩建项目	5.3	2018 年 10 月	10
自主乘用车新能源汽车扩能	40.94	2018 年 12 月	20
广本增城工厂产能扩建	30.82	2019 年 5 月	24

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

新车型产品供应充足，各业务板块整车销量快速增长后劲十足。2018 年公司将推动 17 款全新及改款车型上市，雅阁、凌派等爆款车型均迎换代产品，丰田 CH-R、三菱全新 SUV 等全新车型即将投放市场，传祺 GS4 EV、雅阁混动等新能源车型亦将进入市场。自主和合资同步发力，新能源与传统车齐头并进，产品结构进一步完善，综合竞争力得到进一步提高。

表 3: 广汽集团 2018 年上市车型预测

业务类别	业务板块	车型	细分市场
合资业务	广汽本田	雅阁换代	轿车
		凌派换代	轿车
		锋范改款	轿车

		奥德赛改款	MPV
		全新讴歌 RDX	SUV
		讴歌 CDX 中改	SUV
	广汽丰田	汉兰达中改款	SUV
		CH-R	SUV
	广汽三菱	欧蓝德年改	SUV
		全新 SUV	SUV
	广汽菲克	七座 SUV	SUV
自主业务	广汽传祺	传祺 GA4 中改款	轿车
		传祺 GS4 中改款	SUV
		传祺 GS5 换代	SUV
		传祺 GM6	MPV
新能源	广汽传祺	GS4 EV	纯电动 SUV
	广汽本田	雅阁换代 (混动)	混动轿车
	广汽三菱	A43-EV	纯电动 SUV

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

前瞻布局蓄势新空间，智能与电动并驾齐驱

紧跟全球汽车产业电动化与智能化浪潮，公司持续加强智能网联和新能源汽车领域的资金投入，以全面实现在电动化和网联化领域的突破，蓄势公司增长新空间。

1. 新能源汽车发展领域

广汽坚持在新能源汽车领域持续研发，目前已全面掌握新能源三电（电池、电机、电控）、机电耦合技术、新能源专用发动机技术等关键系统/零部件技术。通过成立广汽新能源公司及工厂建设、加强前瞻技术及产品研发、向合资企业导入新能源车型等举措，公司持续推动新能源汽车发展。

2017 年，公司成立广汽新能源汽车有限公司，纯电 SUV GE3 上市后销量平稳增长。公司开工建设广汽智联新能源汽车产业园、广汽新能源汽车工厂等项目，为公司抢占电动化、网联化新空间奠定坚实基础。传祺新能源车型顺利导入广汽三菱、广汽丰田、广汽菲克、广汽本田等合资企业，广汽三菱“祺智”车型已于 12 月 19 日成功下线，合资业务与自主业务在新能源市场的协同共振更为有效。

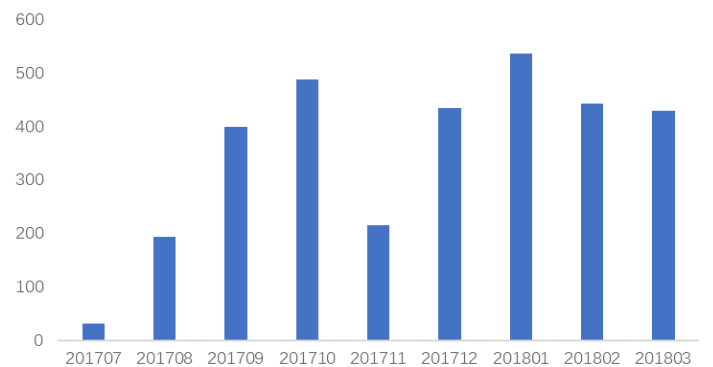
图 36：广汽三菱纯电动 SUV-祺智 单位：辆

图 37：广汽传祺纯电动 SUV-GE3



资料来源：广汽三菱官网，信达证券研发中心

图 38：广汽传祺 GE3 销量 单位：辆



资料来源：乘联会，信达证券研发中心

2017 年，公司通过非公开发行股票融资 149.17 亿元，其中涉及多项新能源汽车研发项目。“新能源汽车与前瞻技术研发项目”是开展纯电驱动汽车相关技术研发，完成混合动力车型平台、插电/增程式车型平台、纯电动车型平台、互联智能车型平台搭建工作，进行节能与新能源汽车量产。研究院建设项目是满足新能源及常规车型研发需求，为发展奠定技术基础。广汽乘用车发动机项目亦涉及到新能源汽车发动机研发。广汽 A5H 项目则基于 A 平台开发首款 A0 级车型，包括 A0 级纯电动 SUV 车型。

表 4：公司非公开发行方案涉及新能源汽车的相关项目

项目类别	项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
新能源与前瞻技术项目	新能源汽车与前瞻技术研发项目	502,367	480,000
	研究院一期基地扩建项目	71,051	60,000
	研究院二期基地建设项目	114,323	100,000

关键零部件项目	广汽乘用车发动机项目	57,666	50,000
工厂与车型项目	广汽乘用车 A5H 项目	55,293	30,000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2. 智能网联汽车发展领域

开放互利合作是公司加强智能网联技术研发的重要途径。2017年，公司相继与华为、腾讯、科大讯飞等合作伙伴签订战略合作协议，协同推进大数据、车联网、智能驾驶和新能源等领域的技术创新和模式创新。公司将继续落实与华为、腾讯、科大讯飞等伙伴的战略合作，建立广汽智能网联汽车生态圈，推动公司从汽车制造商向移动出行服务提供商的转型升级。

2017年，公司发布 iSPACE 智联电动概念车，该车型运用腾讯车联“AI in Car”系统，利用腾讯在安全、内容、大数据、云计算和人工智能等平台能力，iSPACE 有望为消费者打造全方位智能车生活体验。2018年4月，公司 WitStar II 纯电驱动智能概念车亮相北京车展，该概念车已具备路线规划、模拟驾驶操作等智能驾驶功能。

图 39: 公司 WITSTAR 纯电动智能概念车



资料来源：搜狐汽车，信达证券研发中心

图 40: 公司智联电动概念车-iSPACE



资料来源：汽车之家，信达证券研发中心

表 5: 2017 年-2018 年公司智能网联跨界合作案例概况

签署时间	合作对象	合作领域	合作内容概况
2017 年 6 月	华为	企业管理、云计算、大数据、车联网、智能驾驶、国际拓展等	高层互访；云数据中心建设；车联网/智能驾驶研发、新能源汽车部件开发等
2017 年 9 月	腾讯	智能网联、新能源汽车	车联网服务和智能驾驶全面合作；智能网联汽车云平台全面合作；车联网内容和服务运营；大数据研究与应用。
2017 年 11 月	中国移动	车联网领域	4G 车联网通信等；5G 车载通信预研；基础通信服务；联合营销等

2017年12月	科大讯飞	智能语音交互技术	互视为大客户；在智能人机交互、大数据分析等领域开展合作。
2018年2月	小马智行	智能驾驶	无人车相关技术研发、生产制造；无人驾驶示范运营；移动出行服务平台；

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

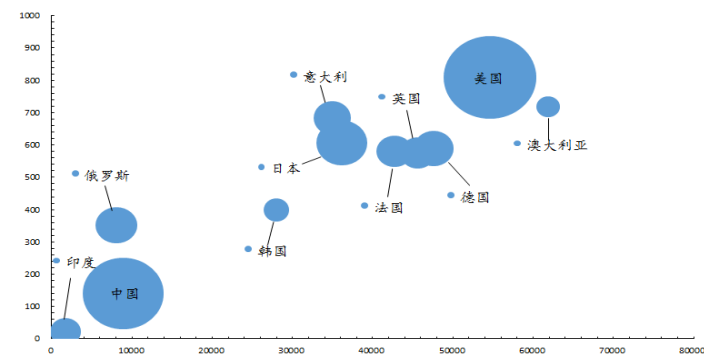
行业增长稳健 创新变革集聚

行业增长潜力巨大 SUV 是短期增长主力

中国经济继续保持平稳增长，人们收入水平将不断提高，中国潜在汽车消费需求仍然巨大，汽车消费仍属于“首次刚需消费”阶段。从人均 GDP 和汽车保有量国际横向比较看，中国中长期汽车市场仍拥有较大增长潜力。从短期市场走势看，考虑宏观经济增速继续回落、汽车产业转型升级尚未结束等因素，2018 年中国车市保持低速增长态势。2018 年购置税政策退出也会影响短期终端需求，我们预计乘用车市场销量有望实现 3% 左右的增长。

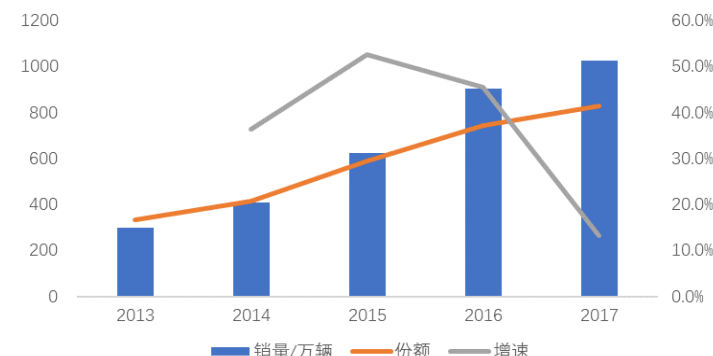
SUV 热持续多年，至今仍是国人最为喜欢的车型，2017 年运动型多用途乘用车（SUV）销售 1025.27 万辆，市场份额达 42%。汽车消费升级已成大势，SUV 热潮仍将持续，仍是乘用车市场增长的重要动力。

图 41：主流汽车国家人均 GDP 与千人保有量国际比较



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 42：2011-2017 年 SUV 销量、份额与增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

行业洗牌浪潮开启，自主崛起大势所趋

面临汽车消费需求增速放缓压力，汽车产业新一轮行业的重构悄然开始，汽车行业巨头排序出现明显调整。凭借迎合时代潮流的优秀产品和脚踏实地的企业战略，自主强者杀出重围，尽享汽车产业发展造就的市场红利，如吉利汽车排名迅速攀升，

2013 年尚不能进入行业前十名，2017 年销量已跻身行业第六位。

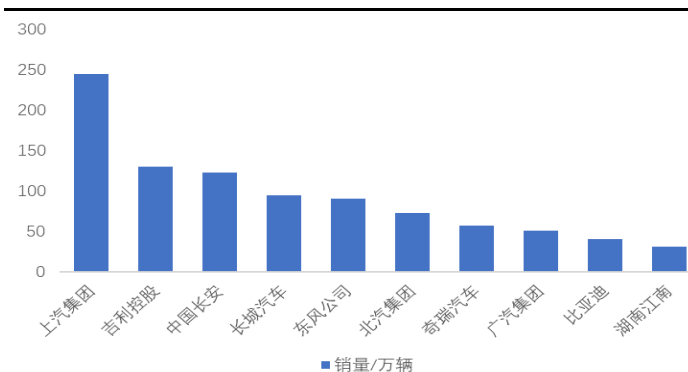
表 6: 2013 年-2017 年乘用车行业销量前十名变化情况

	2013 年	销量(万)	2014 年	销量(万)	2015 年	销量(万)	2016 年	销量(万)	2017 年	销量(万)
第一名	上海通用	157.52	一汽大众	178.00	上海大众	180.56	上汽大众	200.02	上汽大众	206.31
第二名	上海大众	152.50	上海大众	172.5	上海通用	172.50	上汽通用	188.00	上汽通用	199.87
第三名	一汽大众	151.22	上汽通用	172.39	一汽大众	165.02	一汽大众	187.24	一汽大众	195.72
第四名	北京现代	103.08	北京现代	112.00	上汽通用	118.18	上汽通用五菱	142.79	上汽通用五菱	189.48
第五名	东风日产	92.82	东风日产	95.17	北京现代	106.28	长安汽车	114.98	东风有限本部	125.1
第六名	长安福特	68.27	上汽通用五菱	93.26	东风日产	100.07	北京现代	114.20	吉利汽车	124.8
第七名	上汽通用五菱	63.55	长安福特	80.60	长安汽车	93.80	东风日产	111.79	长安汽车	112.83
第八名	长城汽车	62.74	长安汽车	71.03	长安福特	86.87	长城汽车	96.89	长城汽车	95.03
第九名	一汽丰田	55.47	神龙汽车	70.40	长城汽车	75.32	长安福特	94.40	长安福特	82.8
第十名	神龙汽车	55.00	东风悦达起亚	64.60	神龙汽车	70.48	吉利汽车	81.32	北京现代	78.5

资料来源: 中国汽车工业协会, 信达证券研发中心 注: 东风有限(本部)含东风日产和东风启辰

2017 年, 自主品牌乘用车共销售 1084.67 万辆, 同比增长 3.02%, 占乘用车销售总量 43.88%, 市占率比上年同期提升 0.69 个百分点。中国品牌中排名前十的企业总销量达 938.01 万辆, 占中国品牌企业合计的 86.48%。

图 43: 2017 年中国自主品牌乘用车销量(万辆)

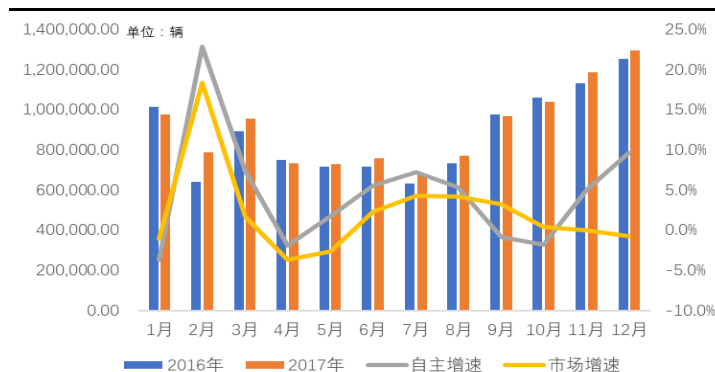


资料来源: 中国汽车工业协会, 信达证券研发中心

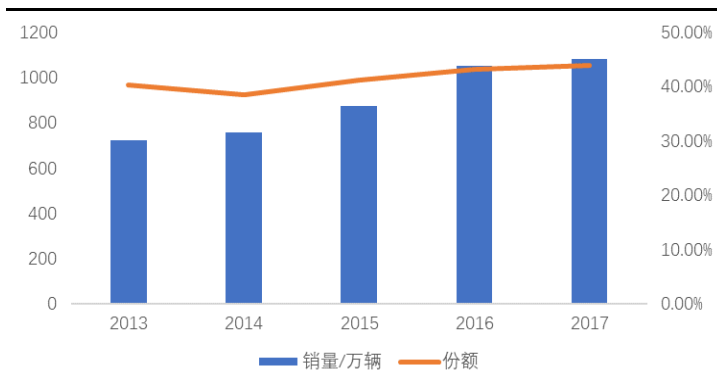
注: 企业数据按照集团口径统计, 吉利控股销量包含康迪、知豆等品牌车型

图 45: 2013-2017 年中国自主品牌市场份额变化

图 44: 2016-2017 年自主品牌汽车月度销量(辆, %)



资料来源: 中国汽车工业协会, 信达证券研发中心



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

新能源汽车热潮持续 智能化渐入产业化窗口

2017年，中国新能源汽车产销量分别是79.4万辆和77.7万辆，同比分别增长53.8%和53.3%，新能源汽车延续高速增长势头。目前，新能源汽车处于产业导入期，市场仍属于财政补贴和政策利好推动的畸形市场。2018年，双积分政策正式实施，这一政策将推动主机厂商提前布局，加大新能源产品投放力度。多元化储备是新能源汽车发展的重要特点，鼓励燃料电池汽车就是最明显体现。在未来几年纯电动汽车补贴逐步退坡之时，财政政策给予燃料电池较大倾斜力度，到2020年之前不会实施退坡政策，体现政府对燃料电池汽车的坚定支持态度。

表7：新兴造车势力新能源车型投放计划

车企名称	上市时间	量产进展
蔚来汽车	2017年12月	首款量产车智能电动SUV ES8将于2017年12月16日正式上市，计划2018年第一季度批量交付。2016年11月生产首款电动车EP9，分配给6名投资人。
小鹏汽车	2017年10月	首批由海马代工制造的15台小鹏电动SUV正式下线，2018年面向普通消费者推出2.0版。小鹏汽车IDENTY X入选第302批新车公告。
云度	2017年10月	首款车型云度π1正式上市，可满足消费者在城际间的交通需求。
车和家	2017年8月	SEV试生产下线，首批用于分时租赁项目，同步向C端市场销售。
奇点汽车	未上市	奇点IS6正式亮相并启动预定。该车定位于大中型SUV市场，2017年底进行小批量生产，2018年实现量产。
前途汽车	未上市	2017年12月开始试生产K50车型，预计2018年6月正式批量生产。
威马汽车	未上市	首款SUV车型，2018年量产下线。
游侠汽车	未上市	首款量产车YOUXIA X1将于2018年正式发布。
FMC	未上市	首款车型为中型高端纯电动SUV，2019年第四季度，第一款车上市发布。

零跑汽车 未上市 首款量产车型是轿跑， 2018 年底上市；第二款是城市代步车， 2019 年上半年开始量产上市

资料来源: 盖世汽车网, 新浪网, 信达证券研发中心

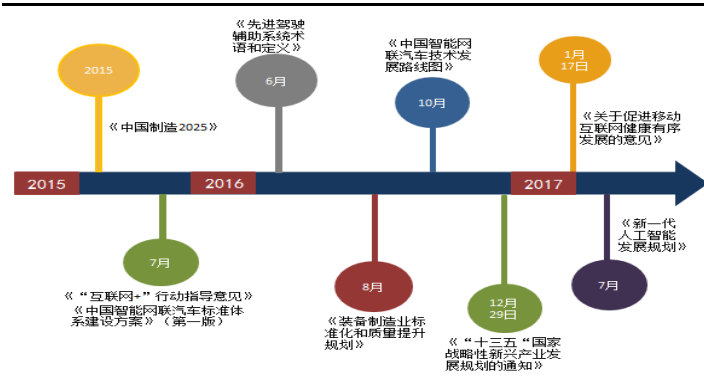
表 8: 燃料电池支持政策梳理

政策	时间	内容要点
《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	2016 年 12 月	进一步发展壮大与氢能源相关的新能源汽车、新能源、节能环保等战略性新兴产业。
《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020 年)》	2006 年 2 月	加大在关键基础器件、燃料电池系统、基础设施与示范方面的研发和投入力度。
《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》	2012 年 6 月	计划 2030 年达到百万辆规模, 燃料电池商用车先于乘用车发展。对燃料电池车的补贴力度高于搭载锂电池的新能源车。
《节能与新能源汽车技术路线图》	2016 年 10 月	2020 年、2025 年、2030 年燃料电池汽车规模分别达 5000 辆、5 万辆和百万辆。
《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	2016 年 12 月	除燃料电池汽车外, 各类车型 2019-2020 年国补和地补在现行标准基础上退坡 20%。
《上海市燃料电池汽车发展规划》	2017 年 9 月	明确开展燃料电池汽车分时租赁运营和公交、物流车的区域示范运营, 联动优化燃料电池氢能基础设施布局, 加速燃料电池汽车全产业链完善, 推进燃料电池汽车的规模化和商业化。规划全产业链产值 3000 亿长远目标。

资料来源: 国务院网站, 车云网, 财政部, 上海市科委, 信达证券研发中心

中国政府加强对智能驾驶领域的政策扶持力度, 智能驾驶汽车产业化进程有望提速, 但科技公司主导的跨越式发展路径短期内仍无法实现规模化生产。2018 年渐进式智能化路径有望进入产业化进程, 车联网、高级辅助驾驶 (ADAS) 等汽车智能辅助功能有望率先突破, 同时, 考虑长途驾驶需求, 商用车对汽车智能化的诉求更强烈, 且商用车长途运输定点定线的应用场景更利于汽车智能化应用, 我们预计商用车领域的智能化进程有望率先进入实际应用。

图 46: 中国智能驾驶顶层设计政策演变图



资料来源: 国务院网站, 工信部网站, 盖世汽车网, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

关键假设与盈利预测

乘用车业务: 2017年, 广汽乘用车实现整车销量 50.9 万辆, 同比增长 36.7%。GS4、GS8 等传统爆款车型持续热销, GM8、GM6、GA4 等新品推动产品布局更加完善, 新能源车型亦增强自主发展动力, 公司乘用车业务延续强势增长势头。我们预计 2018 年、2019 年和 2020 年乘用车业务营业收入分别增长 30%、24%和 20%。随着公司规模快速增长, 规模效应更加明显, 公司盈利能力明显增强, 毛利率水平持续改善。

汽车贸易业务: 汽车贸易业务属于公司成熟业务, 与公司整车销售走势密切相关。我们预计汽车相关贸易业务 2018 年、2019 年和 2020 年汽车贸易业务营业收入分别增长 25%、20%和 15%。汽车贸易业务毛利率水平基本保持平稳。

汽车金融业务: 汽车消费持续升级, 消费理念趋于成熟, 我们预计汽车金融业务迎来快速增长期, 2018 年、2019 年和 2020 年金融业务营业收入增速分别为 20%、20%和 20%。随着汽车金融业务快速扩张, 业务规模效应逐步显现, 汽车金融毛利率水平将平稳提升。

合营企业投资收益: 公司投资收益主要来源是广汽丰田、广汽本田、广汽三菱和广汽菲克等合资企业, 公司持股比例均为 50%。伴随着全新雅阁、全新小型 SUVCH-R 等车型持续投放, 我们预计广汽丰田、广汽本田等日系合资企业销量将保持稳定增长。欧蓝德、指南者等 SUV 车型持续热销, 大指挥官、全新跨界 SUV 等车型投放市场, 广汽三菱、广汽菲克等弱势合资业务经营业绩将持续改善。我们预计 2018-2020 年公司合资企业投资收益年均增速为 11%。

我们对广汽集团主要业务收入预测如下表所示:

表 9: 广汽集团主要业务收入预测

	2016 (A)	2017 (A)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
乘用车业务					
营业收入 (亿元)	334	502	653	809	971
收入增速	90.5%	50.3%	30%	24%	20%
销售毛利率	20.6%	22.2%	25.2%	26.4%	26.7%
汽车相关贸易业务					
营业收入 (亿元)	148	193	242	290	333
收入增速	40%	31%	25%	20%	15%
销售毛利率	7.2%	9.9%	10%	10%	10%
金融业务					

营业收入(亿元)	12.3	20.5	24.5	29.4	35.3
收入增速	-6.8%	66.5%	20%	20%	20%
销售毛利率	32.4%	56.3%	57.4%	58.1%	58.5%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计广汽集团 2018 年至 2020 年的营业收入分别为 919 亿元、1129 亿元和 1340 亿元, 归属母公司净利润分别为 141 亿元、169 亿元和 197 亿元。按照 6 月 11 日分配方案实施的股本 (102.13 亿股), 对应 EPS 分别为 1.38 元、1.66 元和 1.92 元。广汽集团可比公司如下表所示:

表 10: 广汽集团可比公司列表

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
000625.sz	长安汽车	10.20	461	1.3	1.5	1.8	8	7	6
600104.sh	上汽集团	35.99	4205	3.2	3.5	4.0	11	10	9
002594.sz	比亚迪	51.12	1327	2.0	2.5	2.9	25	21	18
601633.sh	长城汽车	11.00	863	0.8	1.0	1.1	13	11	10
600066.sh	宇通客车	22.20	491	1.8	1.9	2.1	13	12	11
600006.sh	东风汽车	4.42	88	0.3	0.4	0.4	14	12	12
000800.sz	一汽轿车	8.84	144	0.3	0.4	0.4	27	23	21
601127.sh	小康股份	18.91	172	1.0	1.1	1.3	20	17	15
600166.sh	福田汽车	2.15	143	0.1	0.1		43	36	
600418	江淮汽车	7.41	140	0.4	0.5	0.6	21	15	12
	平均值						19	16	12
601238.sh	广汽集团	19.29	1225	1.38	1.66	1.92	14	12	10

资料来源: 万得, 注: 股本按照 6 月 11 日分配方案实施核算, 除广汽集团和上汽集团为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自万得一致预期, 股价取自 2018 年 6 月 6 日收盘价。

可比公司 2018 年 PE 估值平均值为 19 倍。按照 2018 年 6 月 6 日收盘价 19.29 元/股计算, 我们预计广汽集团 2018 年 PE 为 14 倍, 低于行业平均水平。广丰、广本等强势合资企业保持稳定增长, 广汽三菱、广汽菲克等合资板块迎接业绩拐点。通过自主研发和跨界合作, 公司智能驾驶和新能源汽车业务有序展开, 储备未来增长新空间。GS4、GS8 开创中国汽车品牌新局面, GM8 等新车助力传祺强势崛起。自主强势崛起催化高增长空间, 强势合资护航自主崛起, 爆款车型带动弱势合资业务盈

利改善。公司行业领先地位稳固，首次覆盖我们给予“增持”评级。

风险因素

1. 汽车市场增速大幅回落风险；

2018 年经济增速下台阶风险仍存，购置税优惠政策彻底退出透支消费需求，2018 年汽车市场增速存在大幅下滑风险。

2. 汽车市场竞争加剧风险；

汽车市场增速放缓，细分市场竞争可能更加白热化，部分竞争对手强势发展，公司存在市场份额回落风险。

3. 汽车产业政策变革实施力度超出预期的风险

股比放开、关税下调等汽车产业政策迎来变革期，存在政策变革举措实施力度超出预期的风险。

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	34,971.18	64,485.42	41,346.74	51,507.56	62,434.32
货币资金	21,317.03	49,467.95	23,965.95	31,738.28	40,221.21
应收票据	2,066.25	2,469.74	3,170.27	3,894.40	4,623.26
应收账款	1,154.75	1,373.81	1,763.48	2,166.28	2,571.71
预付账款	779.22	1,209.76	1,547.79	1,882.75	2,230.44
存货	2,493.56	3,346.60	4,281.69	5,208.29	6,170.14
其他	7,160.36	6,617.56	6,617.56	6,617.56	6,617.56
非流动资产	47,121.04	55,117.00	65,143.75	76,108.07	89,161.40
长期投资	22,635.70	25,720.72	25,720.72	25,720.72	25,720.72
固定资产	11,018.08	12,151.56	15,663.43	24,580.83	35,105.80
无形资产	4,951.87	7,561.94	10,164.66	12,221.76	13,733.26
其他	8,515.39	9,682.79	13,594.94	13,584.76	14,601.63
资产总计	82,092.22	119,602.42	106,490.49	127,615.63	151,595.72
流动负债	24,321.72	36,739.32	40,876.72	45,000.02	49,254.58
短期借款	1,216.11	1,325.88	1,325.88	1,325.88	1,325.88
应付账款	8,999.17	11,517.05	14,735.11	17,923.92	21,234.04
其他	14,106.44	23,896.39	24,815.74	25,750.23	26,694.66
非流动负债	12,931.06	12,449.13	12,449.13	12,449.13	12,449.13
长期借款	625.67	568.82	568.82	568.82	568.82
其他	12,305.39	11,880.31	11,880.31	11,880.31	11,880.31
负债合计	37,252.78	49,188.45	53,325.85	57,449.15	61,703.71
少数股东权益	1,037.31	1,043.72	1,090.67	1,147.25	1,212.90
归属母公司股东权益	43,802.13	69,370.24	52,073.97	69,019.22	88,679.11
负债和股东权益	82092.22	119602.42	106490.49	127615.63	151595.72

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	49,417.68	71,574.94	91,876.56	112,862.40	133,985.27
同比(%)	67.98%	44.84%	28.36%	22.84%	18.72%
归属母公司净利润	6,288.22	10,786.22	14,058.09	16,945.25	19,659.89
同比(%)	48.57%	71.53%	30.33%	20.54%	16.02%
毛利率(%)	19.95%	23.47%	23.72%	24.46%	24.62%
ROE(%)	15.26%	19.06%	23.15%	27.99%	24.93%
EPS(摊薄)(元)	0.62	1.06	1.38	1.66	1.92
P/E	31	18	14	12	10
P/B	4.50	2.84	3.78	2.85	2.22
EV/EBITDA	13.31	10.20	10.51	8.63	7.26

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	49,417.68	71,574.94	91,876.56	112,862.40	133,985.27
营业成本	39,558.35	54,778.01	70,083.92	85,250.72	100,994.51
营业税金及附加	1,518.84	2,547.75	3,270.39	4,017.40	4,769.28
营业费用	3,370.02	5,199.76	6,674.63	8,199.21	9,733.74
管理费用	2,748.89	4,007.94	5,144.75	6,319.88	7,502.69
财务费用	306.48	315.52	286.91	356.57	289.55
资产减值损失	983.02	1,576.82	300.95	367.27	435.39
公允价值变动收益	52.22	89.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5,847.86	8,327.73	9,279.80	10,264.61	11,380.67
营业利润	6,832.16	11,806.51	15,394.79	18,615.96	21,640.79
营业外收入	295.52	286.62	326.17	326.17	326.17
营业外支出	76.96	116.63	82.61	92.07	97.11
利润总额	7,050.72	11,976.49	15,638.35	18,850.06	21,869.85
所得税	754.34	1,154.26	1,533.32	1,848.22	2,144.31
净利润	6,296.38	10,822.24	14,105.03	17,001.83	19,725.54
少数股东损益	8.16	36.02	46.94	56.58	65.65
归属母公司净利润	6,288.22	10,786.22	14,058.09	16,945.25	19,659.89
EBITDA	10,294.75	14,888.74	19,805.83	24,106.74	28,667.56
EPS	0.97	1.48	1.38	1.66	1.92

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	5,498.36	15,097.88	11,227.44	13,696.98	16,911.30
净利润	6,296.38	10,822.24	14,105.03	17,001.80	19,725.51
折旧摊销	2,207.68	2,385.01	3,485.39	4,683.35	6,224.38
财务费用	1,036.35	527.24	682.09	573.33	573.33
投资损失	-5,847.86	-8,327.73	-9,279.80	-10,264.61	-11,380.67
营运资金变动	1,178.11	8,442.67	1,473.14	1,367.55	1,375.33
其它	627.70	1,248.47	761.59	335.55	393.42
投资活动现金流	-3,082.11	2,926.25	-4,692.99	-5,351.35	-7,855.06
资本支出	-5,032.05	-6,070.96	-13,972.78	-15,615.96	-19,235.74
长期投资	31,411.15	18,862.59	9,279.80	10,264.61	11,380.67
其他	-29,461.21	-9,865.38	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,644.16	9,568.08	-32,039.63	-573.33	-573.33
吸收投资	275.33	15,050.32	10.26	0.00	0.00
借款	-796.36	-3,060.77	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,897.93	2,647.76	32,049.90	573.33	573.33
现金净增加额	4134.50	27542.55	-25505.18	7772.30	8482.90

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

付盛刚，汽车行业研究助理，先后服务于上汽集团、吉利汽车等知名汽车制造商，7 年战略研究、市场研究、产品规划工作经历，2017 年 6 月加入信达证券，从事汽车行业研究。

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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。