



## 广汽集团 (601238.SH)

# 领头羊系列之广汽集团：自主突围、日系崛起

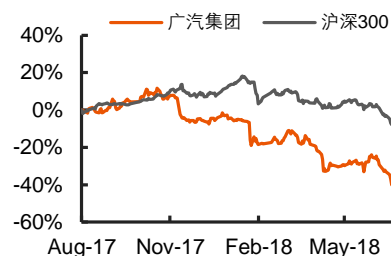
### 推荐 (维持)

现价：10.24 元

#### 主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gagc.com.cn
大股东/持股	广州汽车工业集团/53.64%
实际控制人	广州市国资委
总股本(百万股)	10,215
流通 A 股(百万股)	6,061
流通 B/H 股(百万股)	3,099
总市值 (亿元)	915.13
流通 A 股市值(亿元)	620.68
每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	37.21

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《广汽集团\*601238\*传祺销量同比转正, 丰田维持强势周期》 2018-08-03
- 《广汽集团\*601238\*牵手宁德时代, 助力广汽新能源高速发展》 2018-07-20
- 《广汽集团\*601238\*广本销量恢复、逐步走出阴霾》 2018-07-06

#### 证券分析师

王德安 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

曹群海 一般从业资格编号  
S1060116080003  
021-38630860  
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

肖潇 一般从业资格编号  
S1060118050036  
XIAOXIAO718@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

- **传祺处于调整期、向轿车和 MPV 市场进军。**传祺近年来一直坚持进行 SUV 全矩阵战略布局, GS4 和 GS8 奠定了公司在 SUV 领域的领先地位, 而下半年换代 GS5 和 2019 年全新 GS4 有望支撑公司在 SUV 领域的竞争力, 抵御 SUV 行业下行风险。在相对薄弱的轿车和 MPV 领域公司近三年开始不断投放资源, 提升轿车的战略地位和销量, 改善公司产品结构, 拓展新的增长极。
- **新能源技术领先, 积极布局。**公司新能源汽车起步较晚, 但是对于新能源项目的规划和投入一直都是公司的重点所在。目前广汽集团旗下共有三款新能源车型, 百公里耗电和电控技术在自主品牌中领先, 未来在研发新车型的同时也会将更多的车型导入至合资品牌。2018 年底建成的新能源工厂, 将为公司提供每年近 20 万的新能源汽车产能。
- **广本迎新品周期、品牌力无忧。**机油门事件对本田销售产生了一定的负面影响, 但是广本销售体系和开发较东本更为本土化, 可以弥补其品牌力和产品技术上的不足。新上市的第十代雅阁大幅度升级, 预计 2018 年全年销量将有望达 15 万辆以上, 2019 年紧凑 SUV CRV 姊妹版本有望上市, 提振广本销量。
- **丰田迎新品周期、TNGA 平台塑造全新产品力。**TNGA 平台采用全新一代动力总成和全新底盘技术, 且生产效率、模块化采购程度都将大幅提升, 塑造全新产品力且降低成本, 2018 年上市的丰田凯美瑞、C-HR 预计都将成为细分领域的爆款, 为丰田带来利润增量, 2019 年紧凑型 SUV RAV4 姊妹版车型有望上市, 提振销量, 随广丰三工厂产能爬坡, 预计广丰产能还将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议:**传祺品牌通过资源投放调整, 销量有望继续向上, 丰田、本田强势周期有望给集团带来新的增量, 公司在新能源布局后来居上, 广三菱崛起弥补广菲克损失, 维持业绩预测, 预计 2018-2020 年 EPS 1.07、1.17、1.42 元, 维持“推荐”评级。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,418	71,144	83,355	96,742	104,891
YoY(%)	68.0	44.0	17.2	16.1	8.4
净利润(百万元)	6,288	10,786	10,885	11,931	14,531
YoY(%)	48.6	71.5	0.9	9.6	21.8
毛利率(%)	20.0	23.0	21.2	20.8	20.9
净利率(%)	12.7	15.2	13.1	12.3	13.9
ROE(%)	14.0	15.4	13.9	13.6	14.6
EPS(摊薄/元)	0.62	1.06	1.07	1.17	1.42
P/E(倍)	16.6	9.7	9.6	8.8	7.2
P/B(倍)	2.4	1.5	1.4	1.2	1.1

- **风险提示：**1) 传祺品牌面临行业压力和产品结构调整压力，销量如果不及预期，会对其自主品牌盈利能力造成一定的负面影响。2) 广菲克由于产品力较弱，新引进车型较少，SUV 占比较高，将会受到较大影响，如果销量下滑过多会影响广菲克盈利，进而影响集团利润。3) 经济周期下行，行业景气度如果不及预期，甚至出现季度的负增速，集团盈利能力可能会下行。

# 正文目录

<b>一、自主强势崛起、合资稳定增长</b>	<b>7</b>
<b>二、自主多点发力，细分市场均衡发展</b>	<b>10</b>
2.1 改款+产能爬坡，销量处于调整期	11
2.2 不断布局 SUV 细分市场	11
2.3 提升轿车战略地位	14
2.4 MPV 市场潜力大，GM8 和 GM6 有望脱颖而出	17
2.5 双积分政策推动电动化，积极布局新能源	19
2.6 高效的研发带来高效产出	20
2.7 积极调整管理层，实施高层年轻化	22
2.8 自主向上，净利润+销量平稳提升	22
<b>三、合资品牌高增长，新品周期有望提升盈利能力</b>	<b>22</b>
3.1 日系品牌回暖迎来拐点，股比更加开放	22
3.2 广汽本田：车型更新换代，下半年有望进一步放量	23
3.3 广汽丰田：TNGA 平台带来销量爬坡，CH-R 进军小型 SUV 市场	29
<b>四、广菲克承压、广三菱上行</b>	<b>33</b>
4.1 广汽菲克：销量大幅滑坡，下半年推出中型豪华 SUV 大指挥官	33
4.2 广汽三菱：深耕 SUV 市场，欧蓝德带动销量平稳提升	34
<b>五、盈利预测和投资建议</b>	<b>35</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>36</b>

# 图表目录

图表 1	广汽集团股权结构 .....	7
图表 2	公司历年乘用车销量 单位: 万辆 .....	8
图表 3	公司销量增速和行业增速对比 .....	8
图表 4	公司历年营业收入 单位: 亿元, % .....	8
图表 5	公司历年净利润 单位: 亿元, % .....	8
图表 6	公司历年投资收益情况 单位: 亿元 .....	9
图表 7	公司净利润情况 单位: 亿元 .....	9
图表 8	集团历年销量结构 单位: 万辆 .....	9
图表 9	集团 2017 年产能情况及产能利用率 单位: 万辆 .....	9
图表 10	集团 2017 年在建产能规划 单位: 亿元, 万辆 .....	10
图表 11	广汽乘用车主要车型上市时间 .....	10
图表 12	广汽乘用车历年销量 单位: 万辆, % .....	11
图表 13	GS4 及 GS8 月度销量 单位: 万辆 .....	11
图表 14	公司历年不同车型比重 .....	11
图表 15	公司主要产品占比及销量 单位: 万辆 .....	11
图表 16	广汽传祺 SUV 车型及参数 单位: 万元, L .....	12
图表 17	广汽传祺 SUV 价格定位 单位: 万元 .....	12
图表 18	广汽传祺 GS4 月销 单位: 万辆 .....	13
图表 19	广汽传祺 GS4 主要参数与竞品对比 单位: 万元 .....	13
图表 20	GS4 与主要竞品更新换代情况 .....	14
图表 21	全新 GS5 谍照 .....	14
图表 22	全新 GS5 谍照 .....	14
图表 23	国内 SUV 销量 单位: 万辆 .....	15
图表 24	国内轿车销量 单位: 万辆 .....	15
图表 25	广汽传祺轿车车型及参数 .....	15
图表 26	乘用车市场轿车销量及占比 单位: 万辆 .....	15
图表 27	广汽传祺轿车销量及占比 单位: 万辆 .....	15
图表 28	18 年轿车与 SUV 月增量对比 单位: 万辆 .....	16
图表 29	18 年 SUV 与轿车同比增速对比 单位: % .....	16
图表 30	GA4 与帝豪配置对比 .....	16
图表 31	GA4 在 2018 年月销 单位: 辆 .....	17
图表 32	吉利帝豪月销 单位: 万辆 .....	17
图表 33	中国历年 MPV 销量及占比 单位: 万辆 .....	17
图表 34	传祺 GM8 各月销量 单位: 千辆 .....	17
图表 35	2018 年上半年 MPV 销量排名 单位: 万辆 .....	18
图表 36	2018 年上半年 MPV 厂商排名 单位: 万辆 .....	18

图表 37	2018 年上半年 MPV 市场格局分布 .....	18
图表 38	中国新能源汽车销量 单位: 万辆 .....	19
图表 39	主要自主新能源汽车对比 .....	20
图表 40	历年各车企研发支出 单位: 亿元 .....	21
图表 41	广汽集团近年合作协议签署情况 .....	21
图表 42	历年国内各国汽车销量比例 .....	23
图表 43	广汽本田历年销量 单位: 万辆, % .....	24
图表 44	广汽本田主要车型 18 年各月销量 单位: 万辆 .....	24
图表 45	广汽本田不同车型占比 .....	24
图表 46	广汽本田历年营业收入 单位: 亿 .....	24
图表 47	广本主要车型及参数 .....	25
图表 48	东风本田和广汽本田历年销量 单位: 万辆 .....	25
图表 49	广汽本田和东风本田轿车定位对比 .....	26
图表 50	广汽本田和东风本田 SUV 定位对比 .....	26
图表 51	第十代雅阁在外观上进行了升级 .....	26
图表 52	内饰上简约化的同时添加了很多科技感 .....	26
图表 53	雅阁历史各月销量 单位: 万辆 .....	27
图表 54	凌派历史月销 单位: 万辆 .....	27
图表 55	奥德赛历史月销 单位: 万辆 .....	27
图表 56	东风本田 CR-V 历史月销 单位: 万辆 .....	28
图表 57	2012-2020 广汽本田产能及产能利用率情况 单位: 万辆 .....	28
图表 58	广汽丰田历年销量及增速 单位: 万辆, % .....	29
图表 59	广汽丰田历年营业收入 单位: 亿元 .....	29
图表 60	广汽丰田不同车型占比 .....	29
图表 61	广汽丰田主要车型 18 年各月销量 单位: 万辆 .....	29
图表 62	广汽丰田主要车型及参数 .....	30
图表 63	广汽丰田车型终端优惠和库存情况 .....	30
图表 64	第八代凯美瑞 .....	31
图表 65	第八代凯美瑞 .....	31
图表 66	凯美瑞历史月销 单位: 万辆 .....	31
图表 67	广汽丰田 C-HR .....	31
图表 68	广汽丰田 C-HR .....	31
图表 69	RAV4 历史月销 单位: 万辆 .....	32
图表 70	雷凌 PHEV 车展照片 .....	32
图表 71	雷凌 PHEV 车展照片 .....	32
图表 72	2012-2020 广汽丰田规划产能及产能利用率情况 单位: 万辆, % .....	33
图表 73	广汽菲克历年销量及增速 单位: 万辆, % .....	34
图表 74	广菲克主要车型销量占比 .....	34
图表 75	广汽三菱历年销量及增速 单位: 万辆, % .....	35

---

图表 76 广汽三菱主要车型销量占比 .....	35
图表 77 广汽集团分品牌销量和净利润预计 单位：亿元.....	36

## 一、自主强势崛起、合资稳定增长

**集团承压前行，业绩逆势再创新高。**广汽集团成立于 2005 年 6 月 28 日，是国内首家实现 A+H 股整体上市的大型国有控股股份制汽车集团，总部位于广州市天河区珠江新城，目前拥有员工超过 8.4 万人。广汽集团前身为成立于 1997 年 6 月的广州汽车集团有限公司。

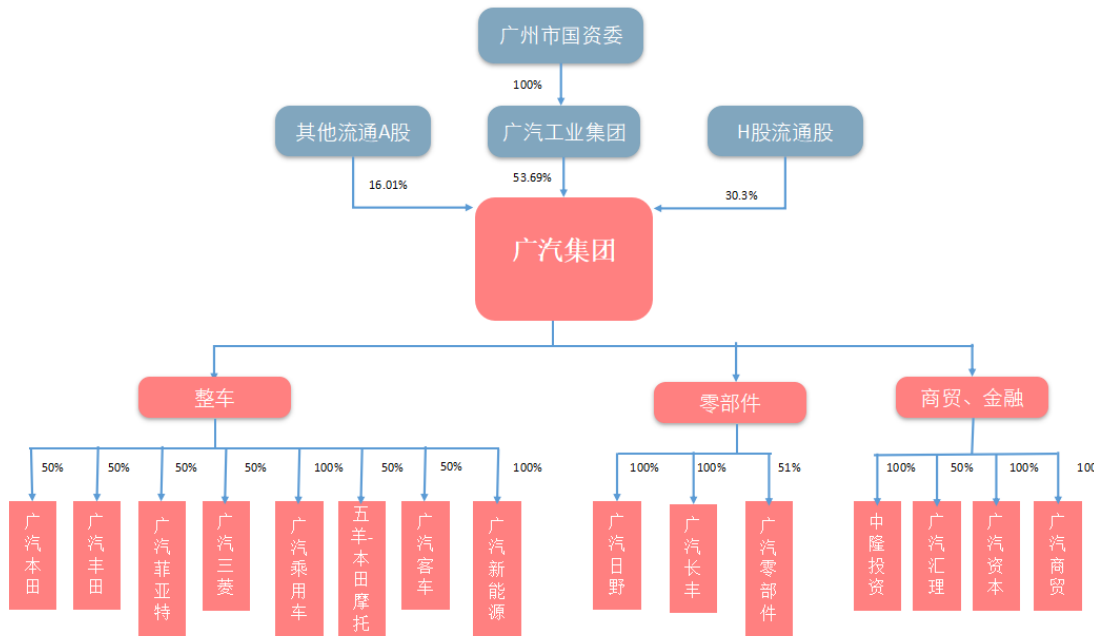
**合资自主齐发力，汽车产业链良性循环。**广汽集团坚持合资合作与自主创新共同发展，业务涵盖整车（汽车、摩托车）及零部件研发、制造、汽车商贸服务、汽车金融等，成为国内产业链最为完整的汽车集团之一，也是国内汽车行业首家拥有保险、保险经纪、汽车金融、财务、融资租赁等多块非银行业金融牌照的企业集团，构成了完整的汽车产业链闭环。目前，广汽集团旗下共有广汽乘用车、广汽本田、广汽丰田、广汽三菱、广汽菲亚特克莱斯勒、广汽研究院等数十家知名企业及研发机构。

**2017 年实现销量高增长。**在国内汽车市场低迷的环境下，集团继续保持高增长态势，17 年汽车产销首次突破 200 万辆，同比增长 21%，高于行业平均增幅约 18 个百分点，销量增幅居国内六大汽车集团之首，市场占有率提升至 7%。

广汽自主品牌受益于明星车型抢眼表现，2017 年在国内汽车行业产销增长放缓的形势下销量突破 50 万辆，产销量较上年同期分别大幅增长 34.4%和 36.7%，其中传祺 GS4、GS8 持续保持畅销，2017 年新推出 GS3 和 GS7 市场反响强烈，广汽自主品牌明星产品布局全面。

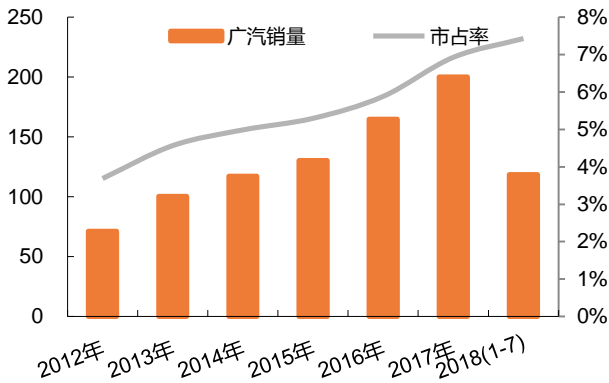
日系合资企业产品技术推陈出新，综合竞争力进一步提升，汉兰达、雅阁、冠道、讴歌 CDX、欧蓝德等车型销量稳步增长，也进一步打开了集团的盈利空间。

图表1 广汽集团股权结构



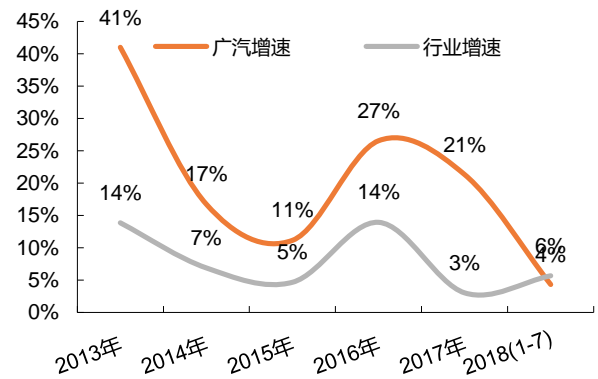
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表2 公司历年乘用车销量 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

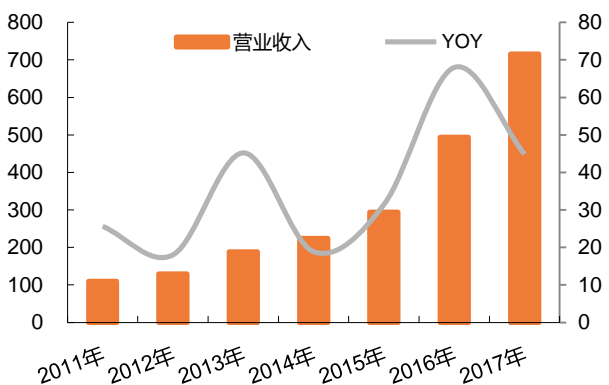
图表3 公司销量增速和行业增速对比



资料来源:中汽协、平安证券研究所

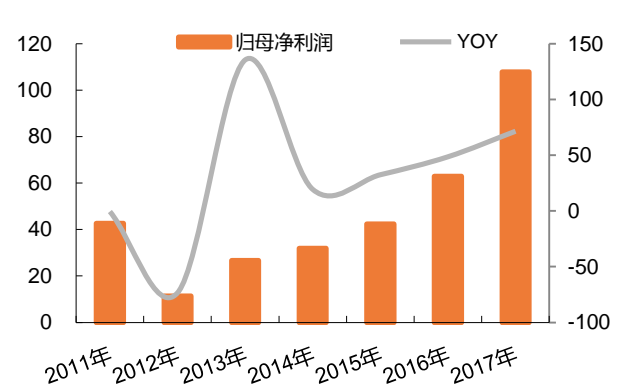
**自主强势崛起,经营业绩高速增长。**17年广汽集团的营业总收入约为716亿元,同比增长约44.8%;归母净利润约107.8亿元,同比增长71.5%。受益于广汽自主品牌乘用车销量持续增长带来的成本规模效应,集团17年毛利总额约142.3亿元,同比增长70.7%,毛利率同比增长3%。

图表4 公司历年营业收入 单位：亿元，%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表5 公司历年净利润 单位：亿元，%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

**合营经营持续向好,三费率保持平稳。**受益于汉兰达、雅阁、冠道、欧蓝德、国产Jeep等车型的畅销、产业协同效应不断增强、合营企业整体销量增长和经济效益稳步提升,集团2017年投资收益约83.3亿元,较上年同期增加24.8亿元。

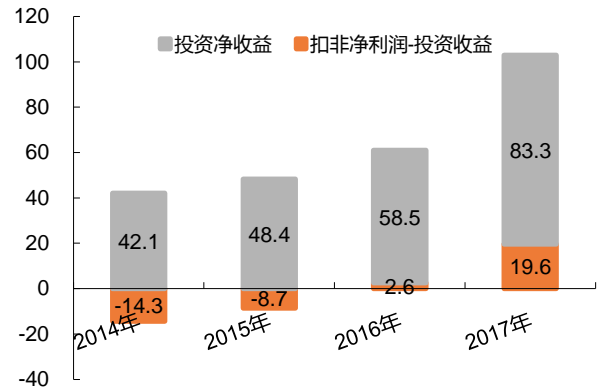


图表6 公司历年投资收益情况 单位：亿元



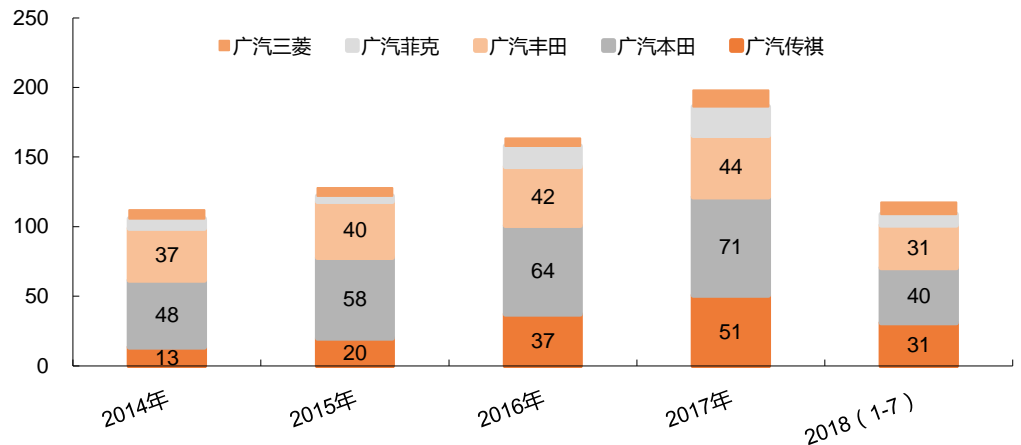
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表7 公司净利润情况 单位：亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表8 集团历年销量结构 单位：万辆



资料来源:公司公告、平安证券研究所

市场需求强劲，产能释放保证业绩增长。2017年受益于传祺GS4、GS8持续畅销以及合资品牌新车型的推出，集团旗下车型在市场上供不应求，主要乘用车品牌产能一直处于满产超负荷状态。

集团2017年总产能约198.3万辆，同比增长19.49%。广汽乘用车（杭州）公司工厂于2017年12月竣工投产，产能调整为15万辆/年；广汽丰田第三生产线新增10万辆/年产能于2018年1月竣工投产，建成后产能为48万辆/年；后续随着广汽乘用车、广汽本田、广汽三菱的新工厂于18、19年的陆续投产以及集团新能源汽车产业园的建设完善，集团的新车型规划以及产能储备将得到进一步提升，集团新能源业务也将迎来高峰时期。

图表9 集团2017年产能情况及产能利用率 单位：万辆

主要工厂名称	设计产能	报告期内产能
广汽本田	60	71.1
广汽丰田	38	43.9
广汽乘用车	35	51.2
广汽三菱	10	12.2
广汽菲克	32.8	21.1
本田（中国）	6	1.8

主要工厂名称	设计产能	报告期内产能
广汽乘用车(杭州)	15	0
广汽日野	1	0.2
广汽比亚迪	0.5	0.2

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表10 集团2017年在建产能规划 单位:亿元,万辆

在建产能工厂名称	计划投资金额	预计投产日期	预计产能
广汽乘用车新疆工厂	10.8	2018年3月	5
广汽乘用车宜昌工厂	35.8	2019年6月	20
广汽丰田扩大产能项目	35.5	已于2018年1月投产	22
广汽三菱改扩建二期项目	5.2	2018年10月	10
广汽自主品牌乘用车新增20万辆新能源汽车扩能项目	40.9	2018年12月	20
广汽本田产能扩大项目	30.8	2019年5月	24

资料来源:公司公告,平安证券研究所

## 二、自主多点发力,细分市场均衡发展

广州乘用车成立于2008年7月21日,致力于生产销售具有国际先进水平的传祺品牌整车、发动机、零部件、汽车用品以及进行汽车工程技术的研究和开发。

在J.D. Power发布的2017年中国新车质量研究(IQS)报告中,广汽传祺连续五年位列中国品牌榜首,售后服务连续三年加冕中国汽车售后服务客户满意度自主品牌第一。

公司至今已陆续推出了传祺GA4、GA5、GA6、GA8、GS4、GS5 Super、GS8、GS7、GS3及GM8等传统车型及GA5 PHEV、GA3S PHEV、GS4 PHEV、GE3等新能源车型,实现了传统动力汽车和新能源汽车的完整布局。

图表11 广汽乘用车主要车型上市时间

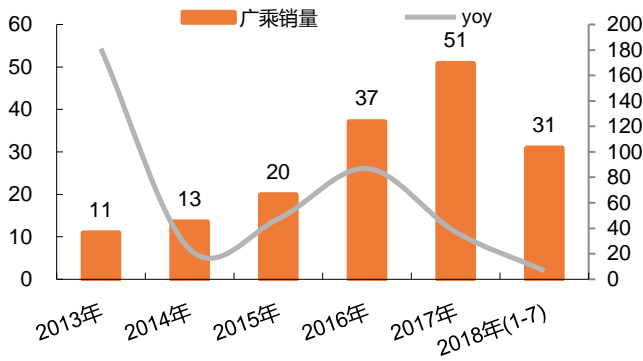


资料来源:公司公告,平安证券研究所

## 2.1 改款+产能爬坡，销量处于调整期

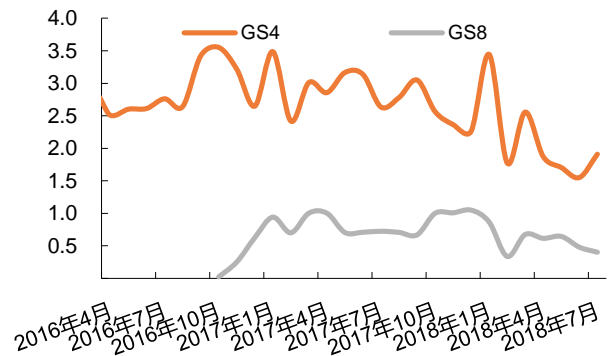
2017年广汽传祺共销售乘用车50.8万辆，同比增长37%。但受困于核心车型GS4改款以及GS3、GE3移到杭州工厂生产等问题，自2017年年末开始到18年中旬GS4销量逐渐走低，核心车型GS4上半年销量同比下降14.4%。公司2018年1-7月共销售乘用车30.9万辆，同比增长6.7%。

图表12 广汽乘用车历年销量 单位：万辆，%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表13 GS4及GS8月度销量 单位：万辆



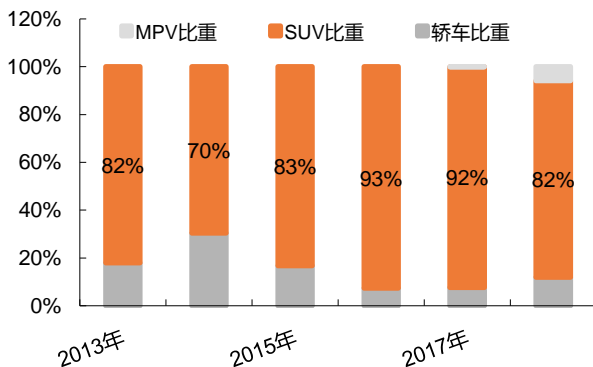
资料来源：中汽协、平安证券研究所

## 2.2 不断布局 SUV 细分市场

产品结构高度集中，SUV车型比重不断提高。自2012年推出第一款SUV车型GS5到2015年推出爆款SUV车型GS4，广汽自主品牌一直非常重视SUV车型的生产销售。从公司历年的销量结构中可以看出，从14年开始传祺SUV车型的比重开始逐年提高，2017年已经达到了92.26%。

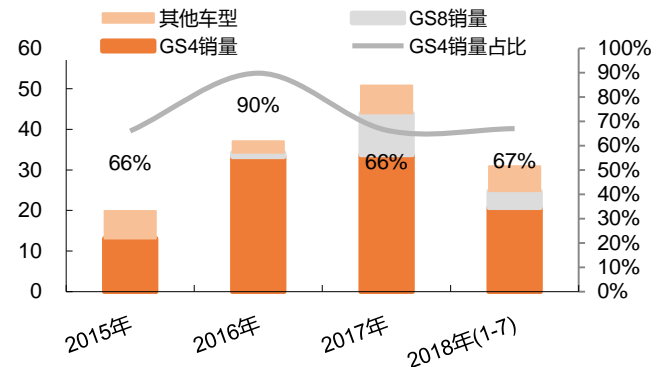
从细分产品来看，15年推出的GS4和16年推出的GS8为广汽自主品牌销售最为主要的SUV车型，其中GS4从2015年至2017年占据广汽自主品牌的整体销售比重分别达到66%、90%、66%，可见广汽自主品牌产品结构高度集中。

图表14 公司历年不同车型比重



资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表15 公司主要产品占比及销量 单位：万辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

不断布局SUV细分市场，巩固SUV领域竞争力。随着这几年SUV车型的快速布局以及汽车消费升级迭代，人们对于高品质、高价值的消费日益需求旺盛。SUV市场也开始出现了进一步的车型细分，整车厂商更愿意推出中大车型的SUV来打破过往自主SUV的价格天花板来进一步提升盈利空间。

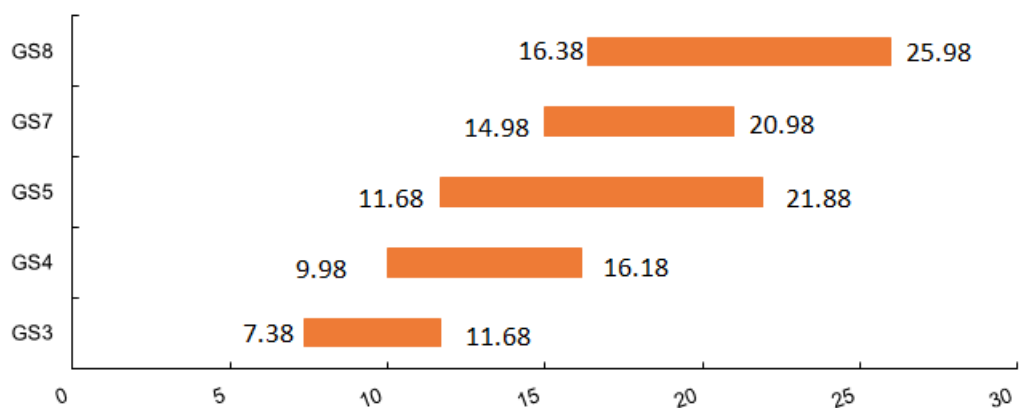
广汽传祺近年来一直坚持进行 SUV 全矩阵战略布局，从 2015 年 4 月推出爆款 GS4 打开市场空间，到 2016 年 10 月推出 GS8 打破公司 20W 的销售价格天花板，再到 2017 年 8 月推出 GS3 车型填补在小型 SUV 市场的空白，至此广汽传祺在售 SUV 车型数量增加到 5 款，并涵盖小型、紧凑型、中型、中大型等产品类别，巩固了传祺在 SUV 领域的竞争力。

图表16 广汽传祺 SUV 车型及参数 单位：万元，L

	上市时间	车型	售价	发动机排量	变速箱类型	百公里油耗
传祺 GS5	2014 年 10 月	紧凑型 SUV	11.68-21.88	1.8T; 2.0L	5MT; 5 手自一体; 7DCT	7.4-8.4
传祺 GS4	2015 年 4 月	紧凑型 SUV	9.98-16.18	1.3T;1.5T	5MT;6 手自一体; 7DCT	6.3-7.2
传祺 GS8	2016 年 10 月	中大型 SUV	16.38-25.98	2.0T	6 速手自一体	6.4-6.8
传祺 GS7	2017 年 1 月	中型 SUV	14.98-20.98	1.8T;2.0T	6 速手自一体变速箱	9.2-10.8
传祺 GS3	2017 年 8 月	小型 SUV	7.38-11.68	1.3T;1.5L	6 速手自一体变速箱	6.7-6.9

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

图表17 广汽传祺 SUV 价格定位 单位：万元



资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

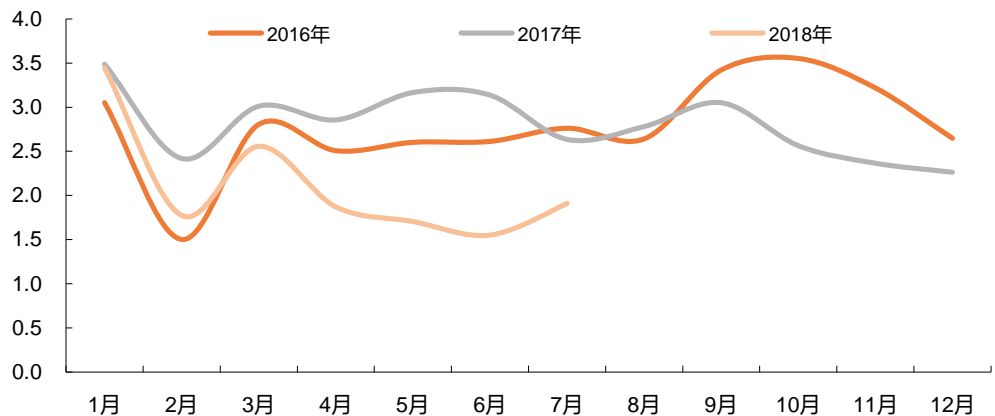
**改款及库存压力下半年预计好转，传祺品牌仍具备潜力**

传祺 GS4 在 18 年 6 月上市迎来中改款，但受困于上半年 SUV 行业增速有所回落以及老款 GS4 的库存压力，上半年销量并不乐观。老款较大的库存压力让 4S 店对老款有近 3 万的现金让利。

**改款车型改动不大，市场竞争力有所下降。**从改款车型上来看，新车仅在外观、外大灯和中控屏上有所变化，且改动升级的幅度都不大。这对于一款上市已三年的车型来说，无疑在产品竞争力方面有所下降。加之同为自主品牌的哈弗 H6、吉利博越等的改款升级以及市场中其他更具竞争力的新产品的出现，也对 GS4 的市场份额产生了一定的冲击。

**GS4 预计 8 月底完成清库，下半年销量有望迎来爬坡。**相较于其他相同价位自主 SUV，中改款传祺 GS4 在油耗、外观和智能性方面都具有一定的优势，老款 GS4 预计在今年 8 月底将完成全部的清库，届时终端也会加大新款 GS4 的宣传和销售力度，预计下半年月度平均销量可恢复至 2 万台以上。

**图表18 广汽传祺 GS4 月销 单位：万辆**



资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

**图表19 广汽传祺 GS4 主要参数与竞品对比 单位：万元**

	荣威 RX5	长安 CS75	传祺 GS4	哈弗 H6	吉利博越
指导价:	9.98-18.68	7.88-18.48	9.98-16.18	8.88-14.68	9.88-15.78
主销价格:	14.88	10.98	14.38	13.8	11.28
发动机:	1.5T	1.5T	1.5T	1.5T	1.8T
轴距(mm):	2700	2700	2650	2680	267
变速器:	6MT,7DCT	6MT,6AT	7DCT,6AT	7DCT,6MT,6AT	6MT,6AT
油耗(L/百公里):	6.8	7.5	7	8.3	7.8
最大扭矩 (N.m):	250	230	235	210	285
4S 店内综合现金优惠	2.5	1	3.5	/	1

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

图表20 GS4 与主要竞品更新换代情况

	时间	改款类型	改款内容
GS4	2018年4月	中改款	中控大屏升级、新一代车载互联系统、外大灯升级
CS75	2018年4月	中改款	发动机升级、外观升级
H6	2018年6月	中改款	360度全景影像、动力总成升级、汽车安全升
博越	2018年3月	中改款	中控屏升级
RX5	18年无换代		

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

GS5 将于 11 月换代上市, 车型的全面升级让传祺更加具有市场竞争力。根据公司战略规划, 传祺将在 11 月完成对 GS5 的升级换代。GS5 是一款定位于 GS4 和 GS7 之间的车型, 新车采用了最新的家族式外观设计语言, 整车外观更加与时俱进。

相比老款车型, 全新传祺 GS5 前大灯组采用柳叶形设计, 腰线硬朗肌肉感十足, 让风格看上去更加运动。内饰方面新车采用了全新的中控台设计, 双色饰板和仪表台缝线带来了不错的质感。动力方面, 新车搭载的 1.5T 发动机最大功率可达 152 马力、峰值扭矩 235 牛·米, 较老款 GS5 在动力响应上也得到了进一步的提升, 预计 18 年底上市后, 将保持约 5000 台的月销。

图表21 全新 GS5 谍照



资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

图表22 全新 GS5 谍照

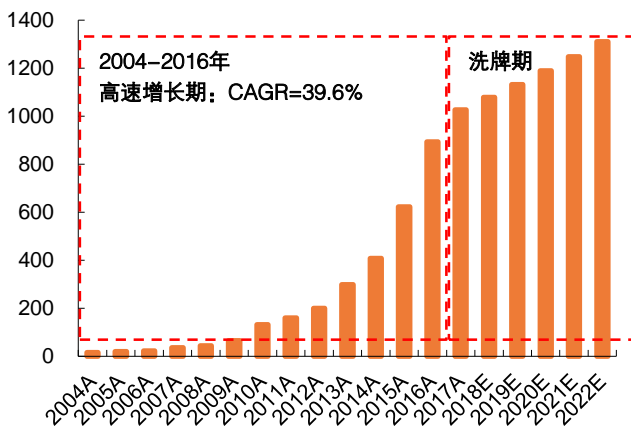


资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

## 2.3 提升轿车战略地位

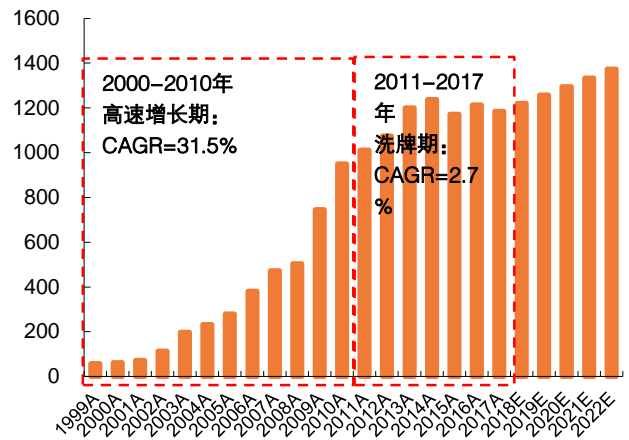
2000-2010 年为汽车行业高速增长期, 轿车和 SUV 产品都保持高速增长, 进入 2011 年之后, 汽车行业进入缓速增长。SUV 行业起步虽然较晚, 但凭借着空间和乘坐体验上的优势, 销量从 2011 年的 159 万辆迅速提升至现阶段的 1000 万辆以上, 带来了巨大的行业红利和带动一批自主企业高速增长。而轿车行业经历了井喷式的增长后, 从 2011 年开始销量放缓, 行业进入洗牌期。

图表23 国内 SUV 销量 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表24 国内轿车销量 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

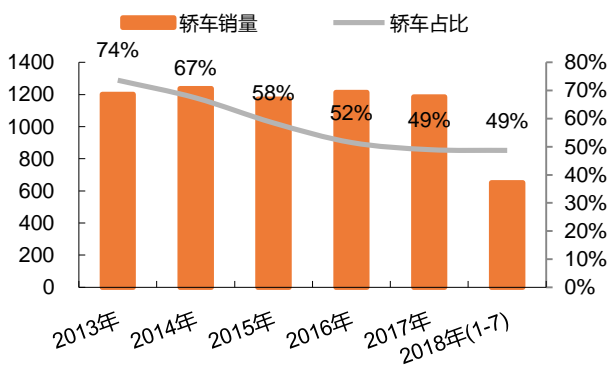
借市场红利大力发展 SUV。广汽传祺从 2015 年开始因旗下 SUV 爆款热销导致公司对轿车领域的生产投入大幅放缓。公司乘 SUV 市场的东风,销量逐年提高,但同时轿车销量占比也从 2015 年的 30.4% 下降到 2017 年的 7.5%。目前广汽自主旗下轿车车型共有 GA3、GA4、GA6、GA8 这 4 款车型,但销量结构较其他自主品牌相比较为单一,对市场波动的应对能力有所欠缺。

图表25 广汽传祺轿车车型及参数

上市时间	车型	售价 (万)	发动机排量	变速箱类型	百公里油耗 (L)
传祺 GA3	紧凑型轿车	7.58-11.98	1.6L	5 速手动变速箱	6.8-7.4
传祺 GA6	B 级轿车	11.68 万-19.68	1.6T;1.8T	7 速手自一体变速箱	6.1-6.7
传祺 GA8	C 级轿车	14.98-25.98	1.8T;2.0	6 速手自一体	7.8-7.9
传祺 GA4	紧凑型轿车	7.38-11.58	1.3T;1.5L	6 速手自一体变速箱	6.3-7.2

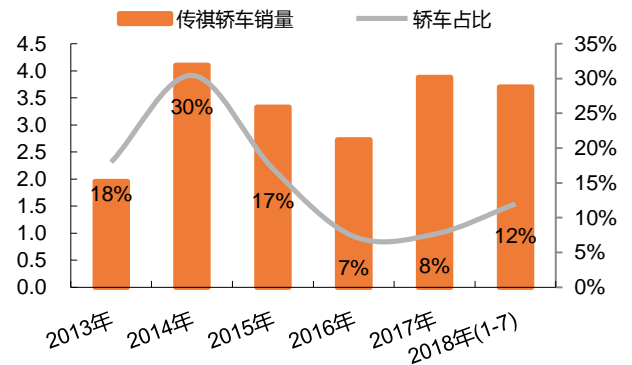
资料来源:汽车之家,平安证券研究所

图表26 乘用车市场轿车销量及占比 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

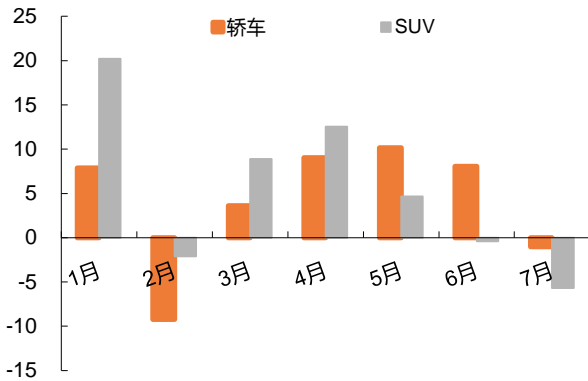
图表27 广汽传祺轿车销量及占比 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

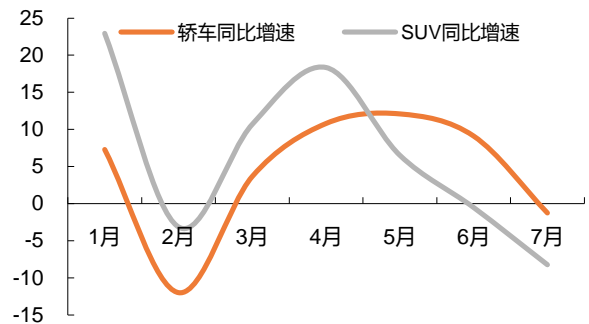
**SUV 走入红海细分，轿车销量回暖。**经历了 2011 到 2017 年的快速布局，SUV 逐渐步入红海细分市场，SUV 的销量增速进入瓶颈期，景气度也明显降低。18 年 5-7 月月度轿车销量增速和净增量均超越 SUV 车型，这也是自 2014 年 3 月以来轿车月同比增量首次超过 SUV 车型，未来 SUV 增速放缓或将是长期趋势。从细分车型中也可以看出轿车销售增速的回暖，上半年轿车销量 CR10 中有 9 名实现增速同比正增长，而 SUV 销量 CR10 中只有 4 名。可见随着 SUV 产品的不断投放，SUV 已经走出蓝海市场快速布局时期，未来轿车和 SUV 的发展将趋于平衡和合理。

图表28 18年轿车与SUV月增量对比 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表29 18年SUV与轿车同比增速对比 单位：%



资料来源:中汽协、平安证券研究所

在行业增速放缓的情况下，整车厂商车型的完整布局能让企业有更好的应对市场波动的能力，企业高度重视轿车市场的发展，2018 年公司专门成立了轿车专项小组，并计划每年都将推出新款或改款的轿车车型。

18 年 1 月公司推出轿车新车型 GA4，公司上半年轿车销售占比也进一步提升至 12.3%。未来传祺计划将战略中心偏向 SUV 与轿车均衡发展，提高轿车在公司整车中的生产比重。

**GA4 布局紧凑型轿车市场，销量仍需时间沉淀。**18 年 1 月份上市的 GA4 是一款紧凑型轿车，作为一款对标吉利帝豪的 A 级轿车，上市以来深受市场好评。

相较于轿车行业唯一的自主 CR10 车型吉利帝豪，动力上两款车同为 1.5L 自然吸气发动机，从数据上看传祺 GA4 的发动机大 5 马力，扭矩大了 10N·m，稍占优势。而在变速箱上，传祺 GA4 搭载的是爱信 AT 变速箱，帝豪则是来自邦奇的 CVT 变速箱。单看变速箱传祺 GA4 的爱信 AT 变速箱响应速度上更为敏锐；帝豪的邦奇 CVT 变速箱油耗表现上更占优势。在底盘方面，两款车使用的悬挂类型相同，车重相近的情况下在城市路况表现无明显差异。

乘坐空间上 GA4 稍占优势，乘坐体验略优于帝豪。内饰方面二者表现接近。整体来看 GA4 与帝豪可谓是不分伯仲，但帝豪因上市时间久市场接受度高，一直保持火爆的销售态势。长远来看 GA4 有望复制帝豪的成功。

图表30 GA4 与帝豪配置对比

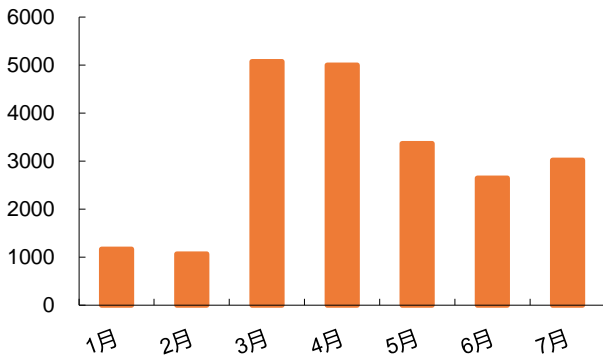
	GA4 自动豪华版	帝豪 CVT 豪华型
指导价 (万)	8.78	8.58
发动机	1.5L (114 马力)	1.5L (109 马力)
最大扭矩 (N.m)	150	140
变速箱	4 档手自一体	CVT 无级变速
长度 (mm)	4692	4632



	GA4 自动豪华版	帝豪 CVT 豪华型
宽度 (mm)	1805	1789
高度 (mm)	1500	1470
车重 (kg)	1270	1265
百公里油耗 (L/km)	6.9	5.9

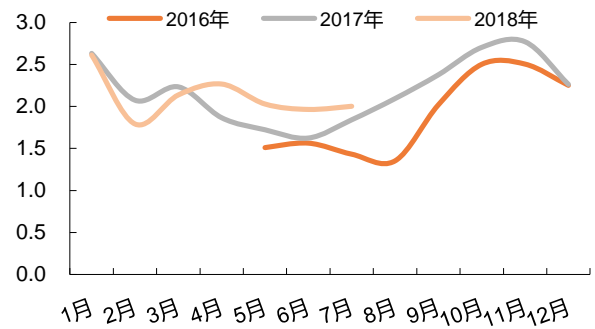
资料来源:汽车之家,平安证券研究所

图表31 GA4 在 2018 年月销 单位:辆



资料来源:中汽协,平安证券研究所

图表32 吉利帝豪月销 单位:万辆

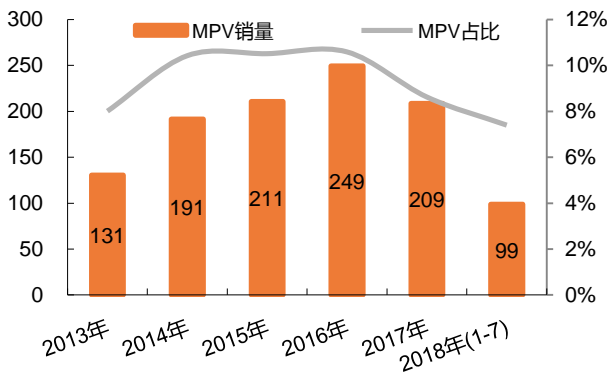


资料来源:中汽协,平安证券研究所

## 2.4 MPV 市场潜力大, GM8 和 GM6 有望脱颖而出

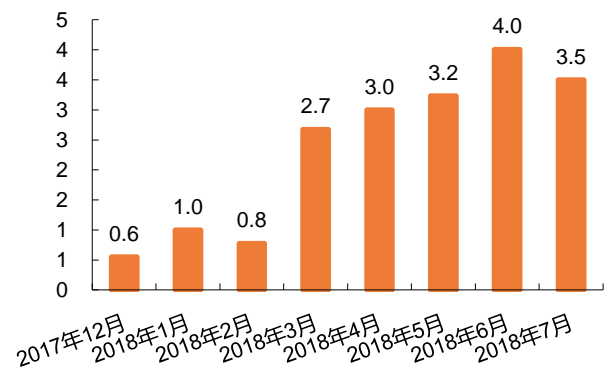
我国历年 MPV 市场表现相对稳定, 2017 年 MPV 销量 208 万辆, 同比下降 17%, 市场份额下滑至 8%, 2018 年上半年销量继续保持颓势, MPV 市场份额降也低至 7.3%。公司目前在售 MPV 车型为定位高端 MPV 市场的 GM8, 从 2017 年 12 月上市至今共销售 1.52 万辆, 迎来不错的市场口碑, 凭借 GM8 的热销传祺成功进军 MPV 市场。

图表33 中国历年 MPV 销量及占比 单位:万辆



资料来源:中汽协,平安证券研究所

图表34 传祺 GM8 各月销量 单位:千辆

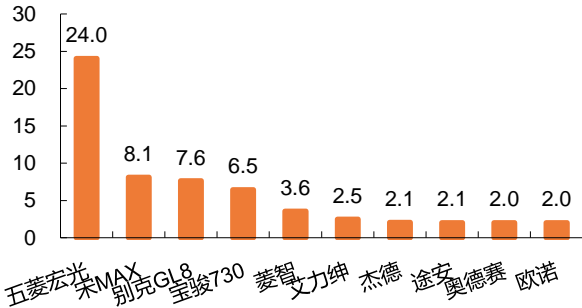


资料来源:中汽协,平安证券研究所

受益于二胎政策, MPV 成为市场新蓝海。目前国内 MPV 市场份额里自主品牌占据绝对优势, 但这其中有相当部分来自处于微客与 MPV “中间地带”的争议车型, 它们所面对的仍是客货两用的微客升级人群。相反面向家用需求的 MPV 仍是车企少有触及的蓝海。当轿车市场已经接近饱和, SUV 市场持续多年高增长后势必也将趋于平稳, 随着 2016 年 1 月国家二胎政策的正式开放, 未来 3-6

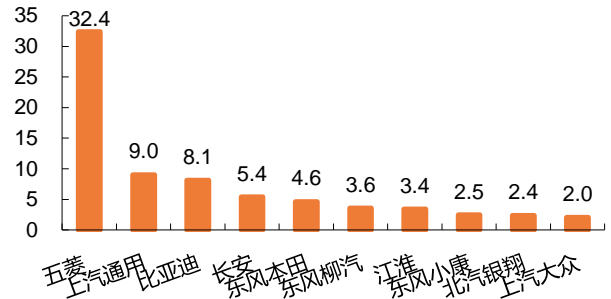
人出行将成为最常见的用车场景，座位更多空间更大的 MPV 市场必然在未来 3 年内迎来一波市场潮流。

图表35 2018 年上半年 MPV 销量排名 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表36 2018 年上半年 MPV 厂商排名 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

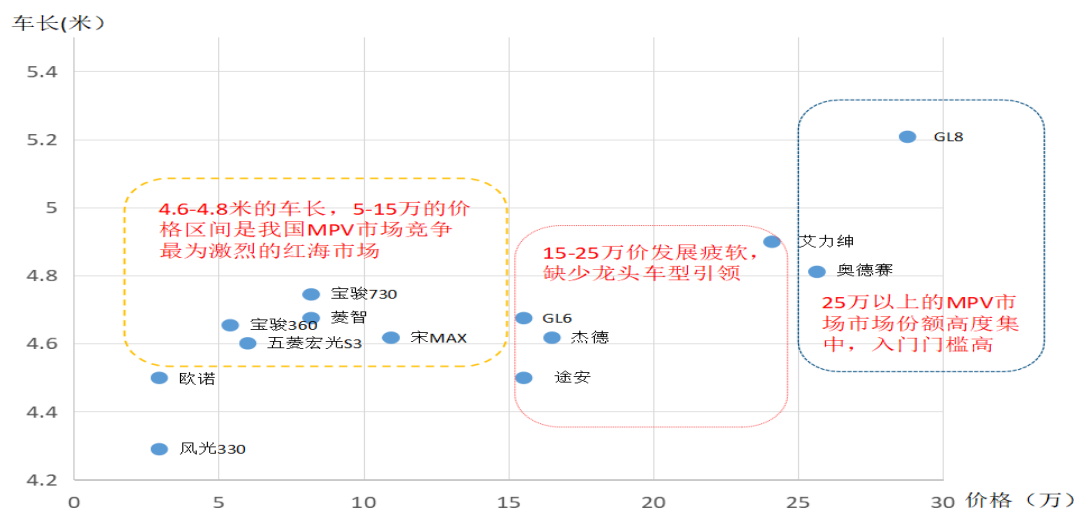
通过对 2018 年上半年 MPV 市场按价格进行拆分，可以将整个 MPV 市场分为三大部分：

(1) **5-15 万区间：**其中 5-10 万的价位区间集中度高且竞争激烈，五菱宏观 S3 占据了超过一半的市场份额；而 10-15 万价位区间宋 MAX 一枝独秀，作为一款 2017 年年末上市的新车在 18 年上半年保持了 9.19% 的市场占有率。可见未来 10-15 万的价位区间在消费升级的大趋势下也有望成为下一轮的市场风口。

(2) **15-25 万区间：**这个价位区间的车型布局较少，且缺少龙头产品引领。在此价位区间消费者更多的会选择品质更高的合资 SUV 和轿车车型，相较于同价位竞品车型 MPV 缺少刺激消费者进行购买的源动力。预计未来 3 年 15-25 万的 MPV 价位区间将保持震荡维稳的销售情况。

(3) **25 万以上：**市场集中度高，进入门槛高。在这个价位对 MPV 车型的购买更多是作为公司用车或者商业用途。作用商用消费为主的价格区间来说，口碑和市场占有率往往是购买者的首要考虑因素。这也就导致了 GL8 和奥德赛几乎占据了 25 万以上 MPV 车型的绝大部分市场空间，且后续的进入者很难与他们进行市场份额的瓜分，行业处于高度集中的态势。

图表37 2018 年上半年 MPV 市场格局分布



资料来源:平安证券研究所

GM8 深耕 15-25 万 MPV 市场,GM6 上市有望复制宋 MAX 的成功。GM8 作为一款 5 门 7 座 MPV,在空间表现上要优于同价位主要竞品 GL6 和途安。受益于二胎政策的开放,未来大空间的家用 MPV 将越来越受市场欢迎。GM8 也有望凭借着出色的空间表现和平顺的动力响应率先占据 15-25 万 MPV 的主要市场份额。而 2017 年 9 月上市的宋 MAX 的持续热销,给细分市场带来一定启示:一辆定位在 13 万元左右,按照乘用车的思路与标准打造,在设计、空间、配置等方面均有不俗表现的车型,已经证明了其拥有可观的市场需求。广汽传祺下半年计划推出的 GM6 也是一款定价在 12 万元左右、带有微客特质的 MPV 车型。预计新车 GM6 的推出让新购车家用消费者有了更好的选择,将凭借着其符合市场需求的定位瓜分 10-15 万元 MPV 的市场份额,月销预计可达 5000 台。

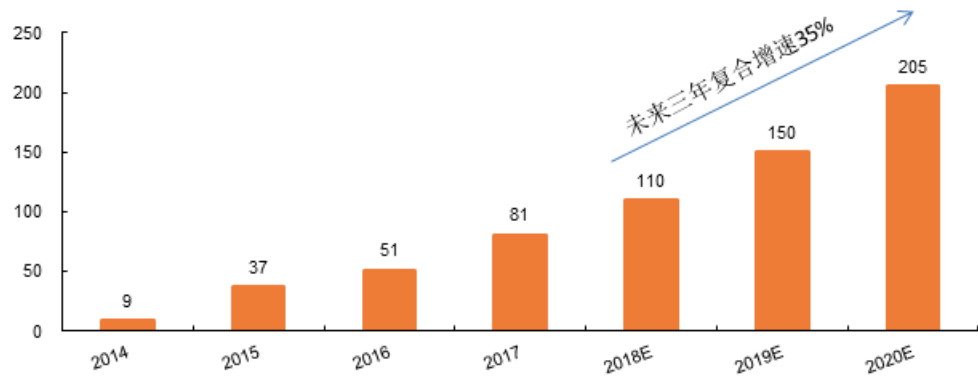
## 2.5 双积分政策推动电动化,积极布局新能源

**高续航 A 级纯电车成为政策风向标。**2018 年补贴退坡,续航里程的补贴门槛提升,针对低续航里程和低技术标准的新能源乘用车补贴额度下滑幅度为 20%-50%不等,而针对高续航里程、高能量密度的车型,补贴额度和补贴系数反而有所提升,插电混合车补贴微降。

补贴政策在考虑电池成本下降的同时,更多的偏向中高端纯电车,而插电混合动力车补贴额的下降恰好可以覆盖电池下降成本。

**双积分考核加速车企布局新能源车型。**2019 年、2020 年度新能源汽车积分比例要求为 10%、12%。我们预计 2018-2020 年三年内我国新能源汽车销量将分别达到 110 万、150 万和 205 万辆,三年复合将达增速 35%。

图表 38 中国新能源汽车销量 单位:万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

**积极布局新能源领域,新能源扩建项目年底落地。**2016 年 11 月公司发布非公开发行预案,募集资金不超过 150 亿,新能源投入 64 亿;广汽智联新能源汽车产业园也在 2017 年 4 月正式在广州开工,为集团大力推进电动化、智能化、网联化,抢占产业发展制高点打下坚实的基础。

2017 年 7 月,广汽集团全资设立了广汽新能源汽车有限公司。作为产业园首期动工项目,新能源汽车扩建项目按规划将于 2018 年底建成,2019 年将为公司带来每年近 20 万的新能源汽车产能。

**新能源车型得到市场认可,话语权不断提升。**目前广汽集团旗下共有三款新能源车型,分别是广汽传祺的 GS4 PHEV、GE3 EV 和由广汽传祺导入广汽三菱的祺智 PHEV。

2018 年上半年集团共售出纯电动车型 2635 辆和插电混动车型 5089 辆。随着广汽集团在新能源汽车技术不断发展,自主品牌的技术能力和品牌能力得到了外方股东的充分认可,合资车企里广汽的

主动权和话语权也得到不断提升，未来也计划将更多的新能源车型导入至合资品牌。下半年由广汽自主研发、广汽丰田制造的首款量产 EV 车型——广汽 iX4 也将上市销售。

**与宁德时代成立动力电池合资公司，加速公司新能源车型落地。**公司与宁德时代于 2018 年 7 月 19 日在广州签署《合资经营合同》，双方共同出资成立广汽时代和时代广汽。合资公司的成立将降低集团动力电池的采购成本，加速广汽新能源车型的落地。

**GE3 新车 6 月上市，高续航里程占据自主新能源翘楚。**作为广汽新能源的旗舰产品，2018 年 6 月广汽新能源传祺 GE3 530 正式开启预售，新车的补贴后预售价格为 14 万元起。其应用当下能量密度最高的 153Ah 电芯技术，电池系统能量密度大于 160Wh/kg。这让广汽新能源传祺 GE3 530 的 NEDC 综合工况达 410km，60km/h 等速最长续航里程 530km，成为国家补贴新政实施后，目前国内唯一一款在电耗、续航和能量密度方面全面获得最高补贴标准的纯电动 SUV。

图表39 主要自主新能源汽车对比

车型	上市时间	售价	车型	综合续航里程
GE3	2018 年 6 月	14 万	小型 SUV	410KM
吉利帝豪 EV450	2018 年 4 月	16.58-23.83 万	紧凑型轿车	400KM
北汽 EU	2018 年 4 月	12.99-16.19 万	紧凑型轿车	300-450KM
奇瑞艾瑞泽 5e	2017 年 8 月	13.98-15.98 万	紧凑型轿车	351KM
比亚迪 e5	2018 年 4 月	22.07-23.07 万	紧凑型 SUV	400KM
荣威 RX5	2017 年 6 月	19.88 万	紧凑型 SUV	320KM

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

**电池的轻量化设计是实现 GE3 高续航里程的关键。**为了实现电池的轻量化设计，广汽新能源对 GE3 电池内部的零部件均进行了减重设计。电池的上壳体采用了 SMC 轻量化新型复合材料，在保证部件减重约 15%的情况下，提供了更高强度的电池保护。电池模组采用了高比能量标准电池模组，这种模组端板使用的是航空级高强度铝合金，从而使得模组级别能量密度提高了约 15%。电池下壳体采用了高强度铝型材，这种材料具有强度等级高，且不易腐蚀的特性，与传统钢结构箱体相比，减重超过 38%。

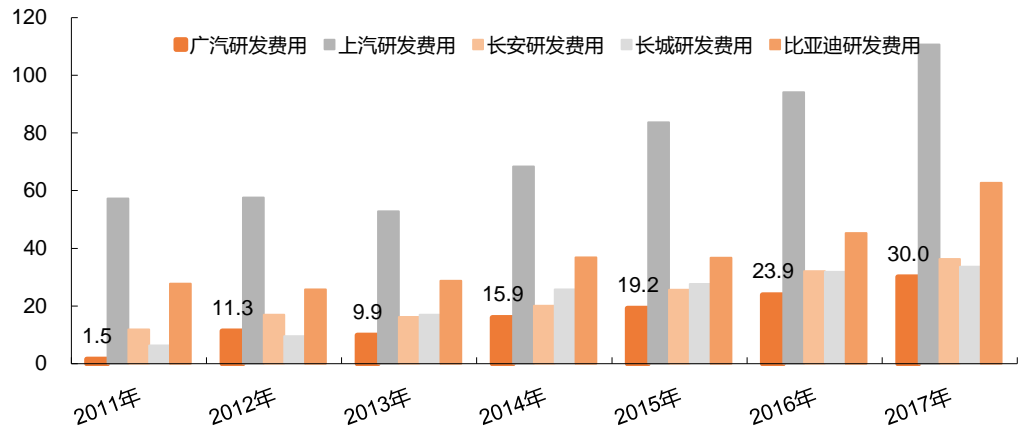
**搭载全新的三电系统亮相，必将吸引更多消费者的目光。**GE3 搭载技术先进的永磁同步电机，最大功率 132kW，最大扭矩 290Nm，相当于 2.0T 内燃机的动力水平。GE3 530 动力系统驱动电机的最高效率达到 96%；电机高效区占比达 90%；电驱系统综合效率达到 88%，这些参数均高于行业平均水平。电控技术方面，GE3 530 的电机控制器采用了最新一代 IGBT 模块，其功率密度超过 17.5kW/L，拥有体积小且重量轻的优点，从而节省更多的内部空间。该模块的最高功率 ≥98%，能够保证车辆电能高效输出。同时，能量回收效率也有较大提高，能将车辆滑行时动能更多的转化成电能储存起来。

**积极投入研发生产，年底新工厂的建成将极大扩充公司在新能源领域的产能规划。**新能源汽车扩建项目按规划将于 2018 年底建成，届时将为公司带来每年近 20 万的新能源汽车产能。公司也是国内为数不多的建立单独新能源汽车生产线的企业，可见公司对于大力发展新能源汽车的决心。18 年将是公司新能源布局的转折点，随着年底新能源工厂的建成，新能源领域将会成为公司新的一大看点。

## 2.6 高效的研发带来高效产出

2017 年公司共投入研发开支 30 亿元 ( 4.95 亿费用化开支、25.08 亿资本化开支 )。并在过去 5 年内为公司带来 13 款新车型以及 2 款年销超 10 万辆的爆款车型，领先于行业平均水平。

图表40 历年各车企研发支出 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**强化关键系统部件研发能力，积极布局全球研发网。**

公司一直积极在关键零部件上进行自主研发，2017年自主开发的机电耦合系统、动力电池系统陆续搭载上市。

公司积极布局全球研发网并加快海外研发中心建设，2017年4月广汽（硅谷）研发中心正式运营，也标志广汽集团正式向研发国际化迈出步伐。同时积极与公司向中外合资公司输出技术和产品取得突破，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12月19日成功下线，有效扩大广汽自主品牌的影响力。

在汽车电子和零部件方面也积极与其他公司进行合作，为公司实现新能源汽车、车联网、智能驾驶等领域的重大突破进行了积极的推动作用。

图表41 广汽集团近年合作协议签署情况

时间	合作公司	合作内容	合作领域
2012年11月	奇瑞汽车	在车型平台、发动机和变速箱领域开展合作开发	零部件（动力系统）
2017年6月	华为公司	在车联网平台、智能驾驶、充电桩、新能源汽车动力部件等领域的合作，联合开发新能源相关产品；随着双方合作的深入，探讨在广州成立联合创新中心的可能性	汽车电子（智能驾驶）
2017年9月	腾讯公司	共同推进智能网联汽车云平台、企业信息化基础云平台的系统规划、技术架构、技术标准和演进路线等领域的深度合作	汽车电子（车联网）
2017年11月	中国移动	在包括4G车载通信模块研发、车联网通信服务、车联网平台及内容应用、新能源监控平台及过检等业务中实现全	汽车电子（车联网）

面合作			
2017年11月	株式会社电装	在电机、逆变器、热泵系统、含电池冷却在内的热管理产品等新能源汽车零部件领域的技术交流与合作，加强产品同步开发合作	零部件（动力系统）
2017年12月	科大讯飞	在智能人机交互技术、车载智能化及人工智能技术、大数据分析、智能车联网平台、广告投放、智能客服、智能销售机器人及营销创新等业务领域展开合作	汽车电子（车载互联）
2018年4月	爱信 AW	共同出资成立自动变速器合资公司，主要生产 FF6 速自动变速箱	零部件（动力系统）
2018年7月	宁德时代	共同出资成立公司进行锂离子电池、动力电池、超大容量储能电池及电池系统的开发与销售	新能源汽车（动力电池）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.7 积极调整管理层，实施高层年轻化

2017年8月，广汽集团管理层冯兴亚、袁仲荣、姚一鸣、吴松、高符生辞职。其中冯兴亚申请辞去副董事长职务；袁仲荣辞去执行董事、副董事长及董事会战略委员会委员职务；吴松辞去执行董事职务；姚一鸣辞去非执行董事职务；高符生辞去监事及监事主席职务。同时对公司董事会的设置和构成进行了修订，将董事会成员由15人变更为11名，不再设副董事长职位。

近年来广汽集团频繁地调整管理层队伍，大胆实施高层年轻化的人事变革，将60后、70后高管推向前台，密集的人事换防并未波及其销售业绩动荡，反而促使销量保持稳定增长。高管集体请辞意味着管理层与董事会正式脱离，广汽集团将实现真正的职业经理人制度。各个高管辞去董事职务后势必将专注管理各自业务板块。而“缩编董事会+职业经理人制度”的顶层设计将有助于提升整个广汽集团的管理效率，结构更适应市场发展的需要。

## 2.8 自主向上，净利润+销量平稳提升

随着未来公司在SUV领域的不断细分深耕、在轿车领域的不断探索以及对新能源车型的大力投入，预计18-20年公司乘用车销量将分别达61.4万、75.1万、81.8万辆，GS4的回暖、GA4的高增长和新能源车型的规划研发将是传祺未来两年的主要看点，18-20年公司净利润预计为24.0亿、24.8亿、26.5亿元。

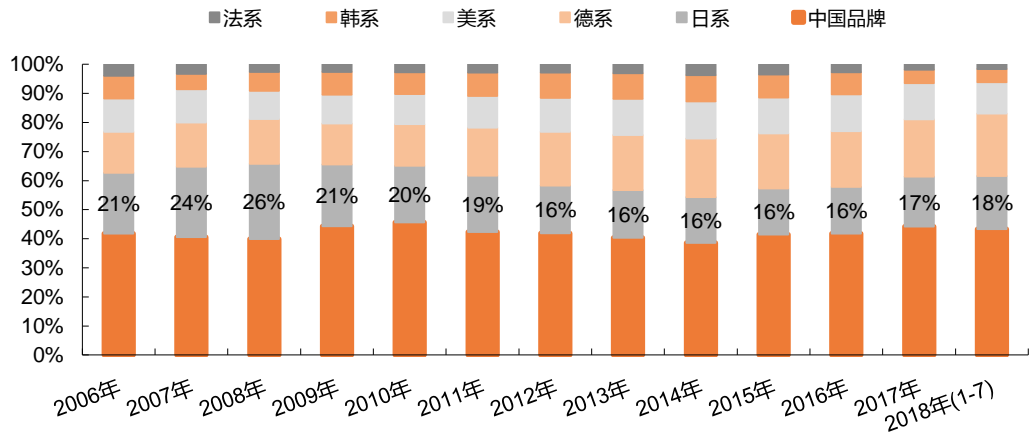
# 三、 合资品牌高增长，新品周期有望提升盈利能力

## 3.1 日系品牌回暖迎来拐点，股比更加开放

受2009年丰田召回事件、2011年日本大地震以及2012年钓鱼岛事件的影响，日系车型在我国的销量在受到了较大的冲击。日系车的销量占比从2011年的19.3%下降至2015年的15.9%，经历了漫长

的市场寒冬。在三年的市场缓冲期后，市场消费理念也走向成熟，2016年开始日系车的销量迎来拐点。2018年上半年在日产和丰田品牌的带动下，日系车销量占比迎来近6年新高新高，达到17.7%。

图表42 历年国内各国汽车销量比例



资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

韩、法系的持续走弱将给日系带来上升空间。近年来由于韩、法系车型的创新和研发投入不足，二者的市场份额逐年被瓜分，长期来看二者的市场占有率也可能持续走低。未来自主、德系、日系有望进一步占据韩、法系的市场份额，预计未来三年日系将达到5%的复合增速。

■ 中方势力强劲，外资品牌依托中方实现互利共赢

中方在了解中国市场消费偏好方面更加具有优势，并能对发展趋势变化做出更快响应。广汽集团对合资外方导入的车型版本拥有决策权，并在引入国产过程中对该车型进行本土适应性开发，有助于使合资企业产品更贴近本地消费者需求。

中方具备劳资关系、政府关系优势。随着本土团队的成长，目前主流合资企业的本地开发、生产、管理、运营均为中方人员，外方主要在研发、财务等少数部门派驻高管，使外方股东得以减少人力资本投入，但对本土团队的依赖性也逐渐增强。据悉，目前广汽本田与广汽丰田的日方派驻人员仅20~30人，并仍在逐年缩减。合资中方多为地方国企，在处理中国特色政商关系中，国企占据主导地位，有利于为合资企业争取到政府的支持。

中方在新能源领域具有相对领先优势。由于丰田、本田等日系车企新能源技术路线主要是插电混动，纯电动车型少，新能源负积分严重，而广汽集团在新能源领域具有资源优势，广汽集团将向合资企业外方股东一样将其自主品牌新能源车型、技术导入合资企业，并收取相应的技术转让费。

优秀中方展开核心配件、智能网联领域合作，具备领先优势：广汽与腾讯、华为等深度合作，在智能网联领域具有领先优势。在通信、互联网与人工智能领域，中国独角兽企业辈出，与美国一起占据全球领导地位，智能网联的应用将成为中国本土汽车企业的新优势，广汽集团领导层已计划将其智能网联技术应用到合资企业中。

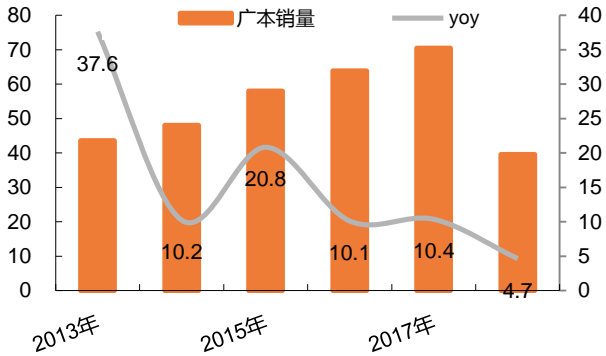
3.2 广汽本田：车型更新换代，下半年有望进一步放量

广汽本田汽车有限公司于1998年7月1日正式成立，是由广州汽车集团公司、本田技研工业株式会社和本田技研工业(中国)投资有限公司按50:40:10的股比共同投资建设和经营的企业。目前广

汽本田销售的主要车型是 Accord (雅阁)、Cruze (凌派)、Vezel (缤智)、Odyssey (奥德赛)、City (锋范)、Fit (飞度)、Avancier (冠道)、Acura CDX 等。

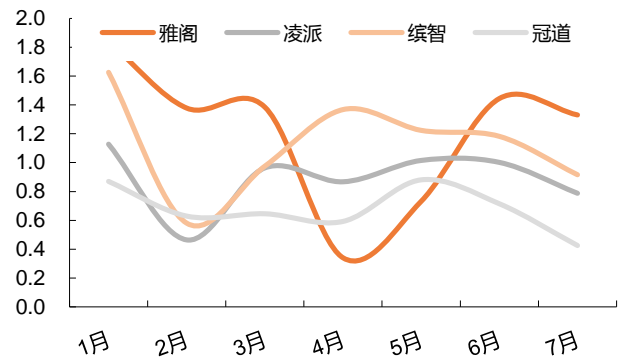
**受“机油门”和雅阁换代影响，上半年本田销量增速有所放缓。**2018年上半年，广本共销售乘用车33.9万辆，同比增加5.49%，增速较去年同期有一定放缓。1-5月雅阁换代以及东风本田CR-V召回对公司销售产生了一定的负面影响，6月随着新一代雅阁的上市使公司整体销量有了一定的回升。从车型上来看雅阁、凌派、缤智、冠道依然是公司18年的主要销售车型。

图表43 广汽本田历年销量 单位：万辆，%



资料来源:中汽协、平安证券研究所

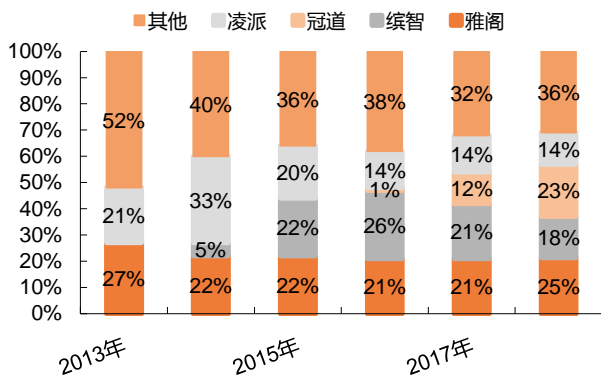
图表44 广汽本田主要车型18年各月销量 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

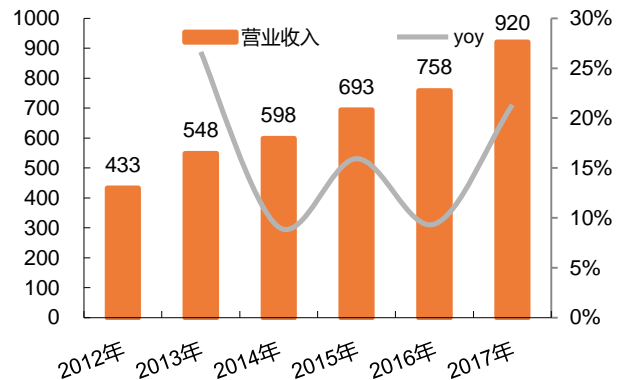
**产品结构向上提升，盈利能力显著增强。**从车型规划上来看，近几年广汽本田不断丰富自己车型布局以及对现有车型进行升级换代，公司已经成功由一家以A0级、A级轿车为主的车企成功转型成以B级轿车雅阁、小型SUV缤智、B级SUV冠道为主力车型的企业。产品结构的提升也打开了公司向上的盈利空间，也让公司有更好的应对市场波动的能力。

图表45 广汽本田不同车型占比



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表46 广汽本田历年营业收入 单位：亿



资料来源:公司公告、平安证券研究所



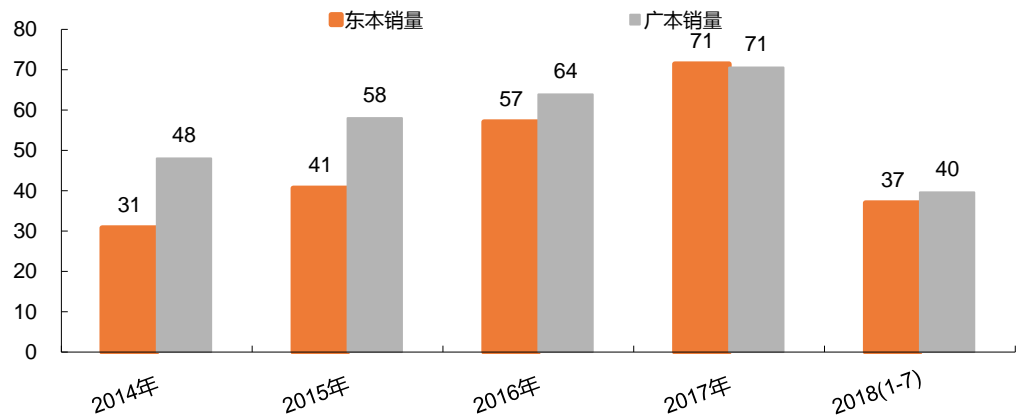
图表47 广本主要车型及参数

车型	售价（万）	发动机排量	变速箱类型	百公里油耗（L/km）
雅阁	16.98-27.98	2.0L; 2.4L	CVT; E-CVT	4.2-7.0
飞度	7.38-11.28	1.5L	5MT;CVT	5.3-5.7
锋范	7.98-11.98	1.5L	5MT;CVT	5.4-5.8
凌派	10.88-14.98	1.8L	5MT; CVT	6.2-6.5
奥德赛	22.98-35.48	2.4L	CVT	7.8
缤智	12.88-18.98	1.5L; 1.8L	6MT; CVT	5.9-7.1
讴歌 CDX	22.98-31.28	1.5T	8DCT	6.8-7.1
冠道	22.00-32.98	1.5T、2.0T	CVT,9 手自一体	7.6-8.7

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

**“兄弟”品牌携手共进。**东风本田和广汽本田是本田在中国的两家“兄弟”公司，本田对待两家公司也是不偏不倚，采用的是“双车战略”，两家公司的很多“兄弟”车型无论是从外观、动力、底盘上都采用了相同的技术，车型在价格上的定位也比较接近，从历年的销量来看，二者近年以来的销量差距并不大。

图表48 东风本田和广汽本田历年销量 单位：万辆



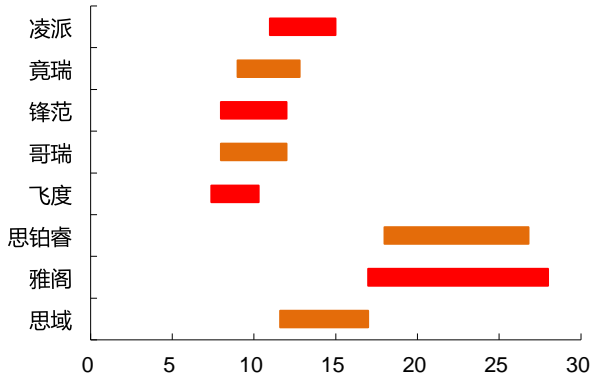
资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

**轿车布局完善，SUV 潜力巨大。**从轿车的市场定位来看，两家公司目前都有 4 款轿车车型在售，涵盖了紧凑型到中型轿车的细分市场布局，在 8-28 万的价格区间内形成了全面的覆盖。其中东风本田的轿车风格更偏家用和舒适，思域作为其主力销售车型在紧凑型轿车市场保持了多年的良好口碑；而广汽本田的轿车风格更偏运动和年轻化，雅阁凭借着其年轻化的外观设计和充沛的动力响应，多年以来在年轻者消费市场中深受好评。

外资品牌在 SUV 产品线的布局基本都较少，本田已经是国内外资企业在 SUV 产品先上布局最丰富的企业。其中 CR-V 作为东风本田在紧凑型 SUV 市场一直以来的常青树，帮助东风本田保持了 SUV 火热的销售态势，即使和强大的途观车系进行竞争依然不落下风；广汽本田则是凭借冠道在中型 SUV

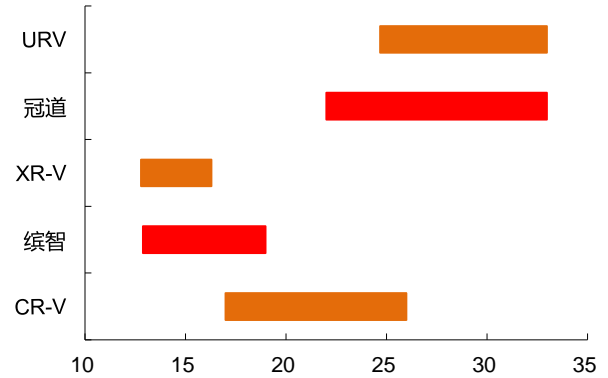
市场以及缤智在小型 SUV 市场的强劲表现，不断提升广汽本田 SUV 的市场份额。未来来看，将 SUV 产品谱系扩充至 5 种形成对细分 SUV 市场的全面覆盖将是本田的首要任务。

图表49 广汽本田和东风本田轿车定位对比



资料来源:汽车之家、平安证券研究所

图表50 广汽本田和东风本田 SUV 定位对比



资料来源:汽车之家、平安证券研究所

**第十代雅阁换新上市，下半年迎来传统旺季。**2018年4月新一代雅阁开启预售，在开放预订一个月內订单就破1万辆。在如今造车新势力层出、竞争加剧的大环境下，第十代雅阁的表现可谓含金量十足。新上市的第十代雅阁无论在动力系统、安全性、整车外观上都进行了大幅度的升级，且其混动版本将于今年下半年上市与汽油版一起构成更丰富的产品矩阵，预计雅阁2018年销量较去年将保持平稳增长，全年有望销售超过15万辆。

图表51 第十代雅阁在外观上进行了升级



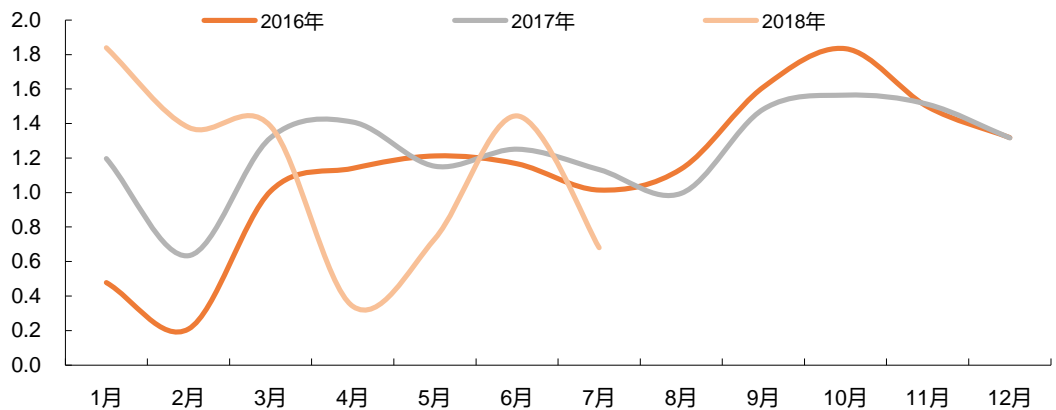
资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表52 内饰上简约化的同时添加了很多科技感



资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表53 雅阁历史各月销量 单位：万辆

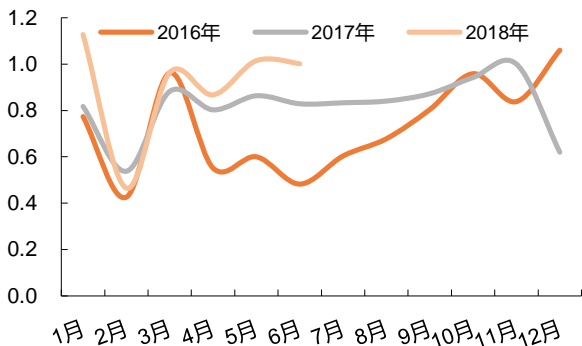


资料来源：中汽协，平安证券研究所

凌派、奥德赛下半年换新，瓜分轿车和 MPV 细分市场红利。以曝光的谍照来看，凌派更加年轻的外观让其满足家庭需求以外还能俘获年轻消费者的心。另外在动力方面，如推出涡轮增压版本，凌派面向的消费者群体将随之扩大，潜在消费者自然就更多，全新一代凌派也有冲高销量的潜力。

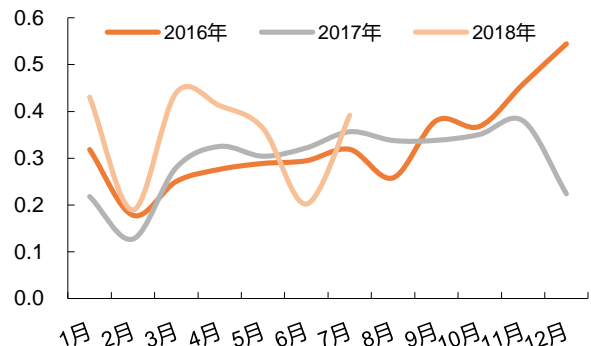
新款奥德赛也有望享受二胎政策带来 MPV 市场长期红利获得销量的上升空间。

图表54 凌派历史月销 单位：万辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表55 奥德赛历史月销 单位：万辆

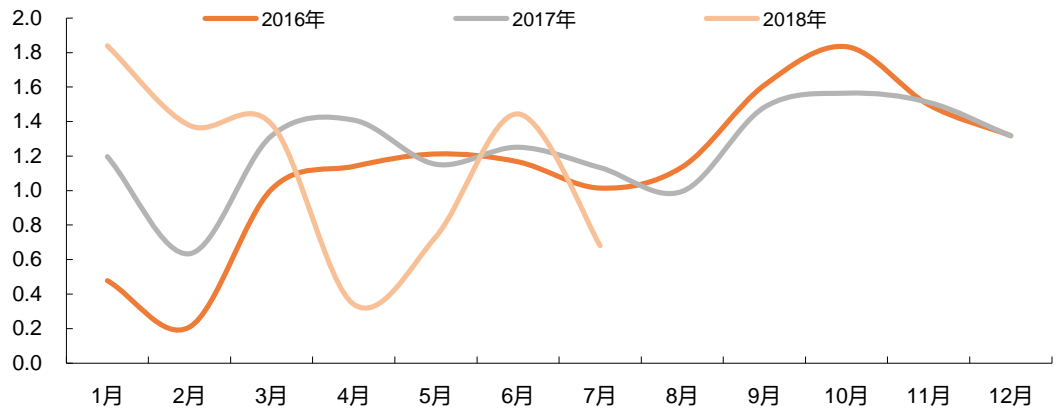


资料来源：中汽协，平安证券研究所

明年推出 CR-V “姊妹版”，进军紧凑型 SUV 细分市场。凭借着大气的设计、良好的品控、稳定的口碑以及均衡的表现，东风本田 CR-V 多年以来一直在紧凑型 SUV 市场中独领风骚，在 2017 年，本田 CR-V 全球销量达到了 74.8 万台，位居全球 SUV 销量排行榜前列。2018 年年初在部分寒冷地区 CR-V 出现了机油液位升高的问题，“机油门”事件的曝光对 CR-V 的销量和口碑产生了一定的负面影响。事件发生后，厂家采取了先停售、后召回的方式，于 5 月份提供了一整套解决方案，更换空调控制单元、升级 FI-ECU 软件，同时还对发动机主要零部件提供终身包修服务，给了消费者一个满意的答复。7 月 CR-V 车型迎来了新款的上市销售，全新 CR-V 不仅包括搭载 1.5T 发动机的 240TURBO 车型，还推出了基于 i-MMD 混动系统研发的 CR-V 锐·混动车型。事件发生后积极的补救和充满诚意的升级换新渐渐淡化了“机油门”对 CR-V 的负面影响，预计下半年开始 CR-V 在终端市场将逐渐走出阴霾恢复去年同期销售水平。明年广汽本田计划推出 CR-V “姊妹版”车型，

考虑到 CR-V 目前的市场定位和终端销售情况，预计 CR-V “姊妹版” 上市后将保持 1.5 万台/月的销量情况。

图表56 东风本田 CR-V 历史月销 单位：万辆



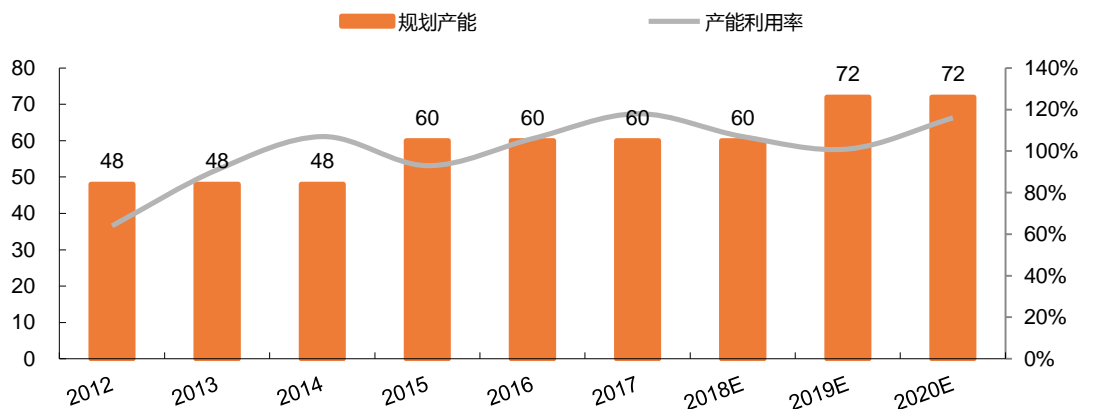
资料来源：中汽协，平安证券研究所

本田加速在华电动化战略，2025 年前在华推出超过 20 款电动化车型。

2017 年 12 月本田汽车宣布未来中国市场的电动化战略。根据本田规划，2018 年将推出专为中国市场打造的纯电动车，该电动车由广汽本田、东风本田和本田技研科技共同开发，并以合资公司的品牌进行销售。电动车已经成为本田汽车未来在华发展的一个大方向。

产能利用率再创新高，19 年扩产完成极大释放公司产能。17 年广汽本田共生产乘用车 71.05 万辆，产能利用率达历史新高的 118%。公司目前正在进行工厂的二期扩产工程，预计 2019 年 5 月投产，届时广汽本田的规划产能将由 60 万提升至 72 万。根据公司目前车型的战略规划，估计 18-20 年公司的销量将分别达到 66.7 万、72.8 万、84.8 万。受益于雅阁的换代以及凌派、奥德赛下半年新车型推出带来的销量爬坡，预计广汽本田 18-20 年投资收益分别为 29.1 亿、33.2 亿、41.9 亿。

图表57 2012-2020 广汽本田产能及产能利用率情况 单位：万辆



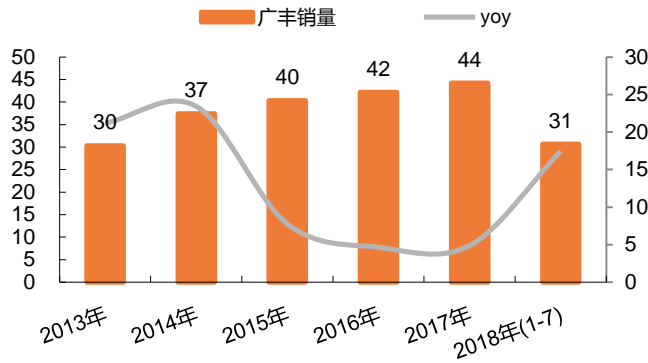
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.3 广汽丰田：TNGA 平台带来销量爬坡，CH-R 进军小型 SUV 市场

广汽丰田汽车有限公司成立于 2004 年 9 月 1 日，是由广州汽车集团股份有限公司和丰田汽车公司按 50:50 的股比共同投资建设和经营的企业。

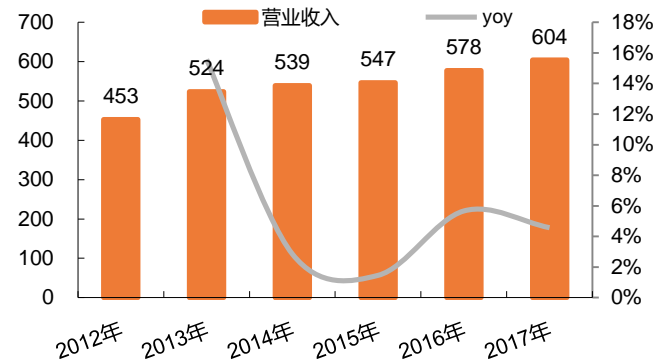
2017 年广汽丰田年销量达到 44.2 万辆，同比增长 4.87%，实现营业收入 604 亿元，同比增长 4.57%；2018 年上半年，广汽丰田共销售乘用车 25.5 万辆车，同比增长 16.4%。

图表58 广汽丰田历年销量及增速 单位：万辆，%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表59 广汽丰田历年营业收入 单位：亿元

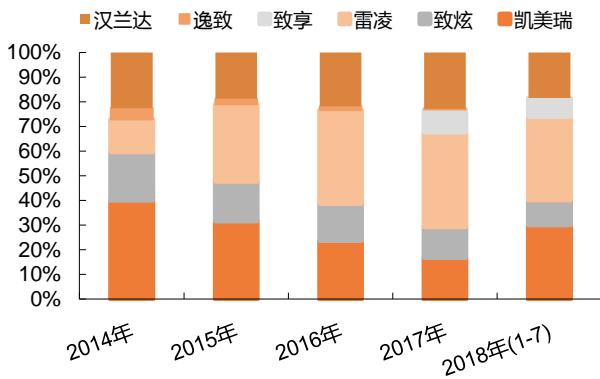


资料来源:公司公告、平安证券研究所

目前广汽丰田销售的主要车型是 Camry (凯美瑞)、Highlander (汉兰达)、Yaris L (致炫)、E' Z (逸致)、Levin (雷凌) 等。

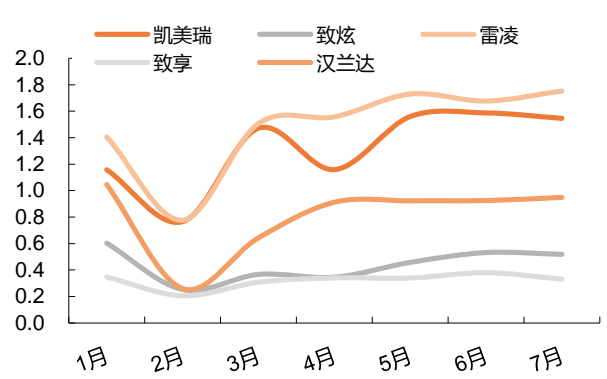
2015 年发布的汉兰达在中大型 SUV 领域表现强劲，汉兰达和雷凌在轿车市场上拥有良好口碑，通过对 4S 店的调研也可以发现丰田车型在 18 年销售依然火爆。

图表60 广汽丰田不同车型占比



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表61 广汽丰田主要车型 18 年各月销量 单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表62 广汽丰田主要车型及参数

车型	售价(万元)	发动机排量	变速箱类型	百公里油耗 (L/km)
凯美瑞 轿车	18.78-32.98	2.0L,2.5L	6AT,CVT	5.3-7.0
汉兰达 SUV	23.98-42.28	2.0T,3.5L	AT	8.2-10.4
致炫 轿车	6.98-10.48	1.3L,1.5L	MT,CVT	5.2-5.4
逸致 MPV	16.28	1.8L	CVT	-
雷凌 紧凑型轿车	10.98-16.18	1.2T,1.8L	MT,CVT	4.2-5.9

资料来源:汽车之家,平安证券研究所

图表63 广汽丰田车型终端优惠和库存情况

车型	指导价(万元)	发动机排量	终端优惠和库存
凯美瑞 轿车	17.98-27.98	2.0L,2.5L	原价,少量黑色库存
汉兰达 SUV	23.98-42.28	2.0T,3.5L	+2万内饰才可订车,提车等2月
致炫 轿车	6.98-10.48	1.3L,1.5L	0.5万优惠,三厢版本断货
雷凌 轿车	10.98-16.18	1.2T,1.8L	优惠0.5万,少量库存

资料来源:4S店调研,平安证券研究所

注:数据来源于2018年6月份

**TNGA 平台让丰田车型脱胎换骨。**TNGA 是继流水线和 TPS 丰田生产方式后,又一次汽车生产机制的全面革新,其作为丰田全新的生产理念,对包括汽车研发、设计、生产、采购等整个汽车产业链进行了全面升级优化,所有零件几乎全部重新研发,核心部件全部采用新技术。

**TNGA 让车型生产成本大大降低。**大量车型共用平台,无疑大大地节省了研发和生产的成本,同时也令车型更加丰富。丰田在全球拥有大量车型,针对不同地区推出不同车型的零件都不能通用。

丰田在全球拥有平台及子平台近 100 多个,发动机 800 种,如果将某个发动机技术在全球所有的车型上进行普及,光匹配工作就要进行 800 次,这无疑会花费非常漫长的工时和研发周期,也增大了成本和拉长车型的规划速度。TNGA 平台化的生产能让丰田实现在不同车型上发动机、变速箱和零部件的通用,大大降低了造车的成本。所以 TNGA 不仅仅能为丰田带来时间上和成本上的利益,又能给消费者带来更多曾经同级车型不会有的技术、配置上的优势。

作为 TNGA 平台的首款车型,第八代凯美瑞几乎所有零部件都被从零重新开发,核心部件全部采用最新技术,包括全新 2.5L Dynamic Force Engine 发动机、全新爱信 Direct Shift-8AT 变速箱、全新底盘及悬挂,彻底颠覆了细分市场上对全新换代的定义,展现了这个年轻时代的中级轿车该有的样子,而基于 TNGA 的整车设计、动力及操控、车内配置更加奠定了其标杆地位。

2018 年 1 月上市以来,第八代凯美瑞凭借着年轻化的外观设计和高效的动力系统,在 2018 年上半年共销售 70331 台,同比增长 36.6%,预计未来凯美瑞将保持 1.5 万辆/月的月销。

图表64 第八代凯美瑞



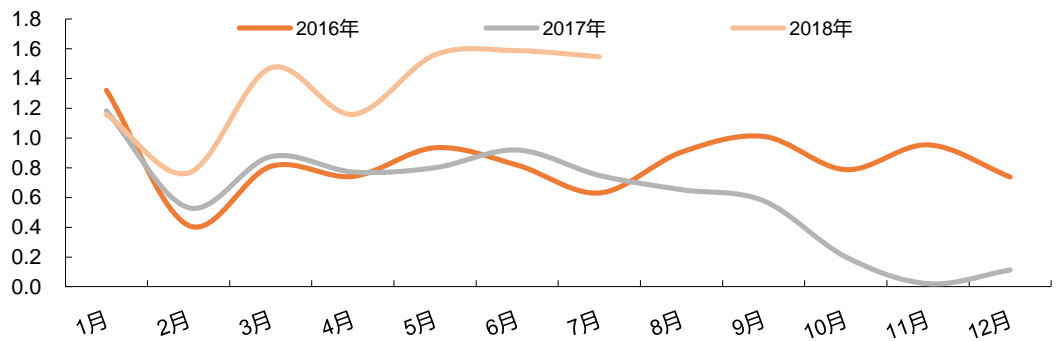
资料来源:汽车之家、平安证券研究所

图表65 第八代凯美瑞



资料来源:汽车之家、平安证券研究所

图表66 凯美瑞历史月销 单位:万辆



资料来源:中汽协,平安证券研究所

**CH-R 加速小型 SUV 市场洗牌。**将于 8 月上市的 CH-R 是丰田 TNGA 平台的第二款车型,也同时是平台首款 SUV 车型。C-HR 在动力上搭载的是全新 TNGA 构架下 Dynamic Force Engine 2.0L 发动机,悬挂方面采用的是和第八代凯美瑞相同的前麦弗逊+多连杆四轮独立悬挂。相同配置在以往多用于中高端车型,在小型和紧凑型车型上非常少见。从这一点也可以看出 CH-R 上所运用大量高级技术和配置以及其时尚的溜背造型将给予小型 SUV 重新定义——高性能、年轻化将是未来小型 SUV 市场的主流。预计上市后 CH-R 将深受年轻消费者的喜爱,保持每月近 1 万台的销量。

图表67 广汽丰田 C-HR



资料来源:汽车之家、平安证券研究所

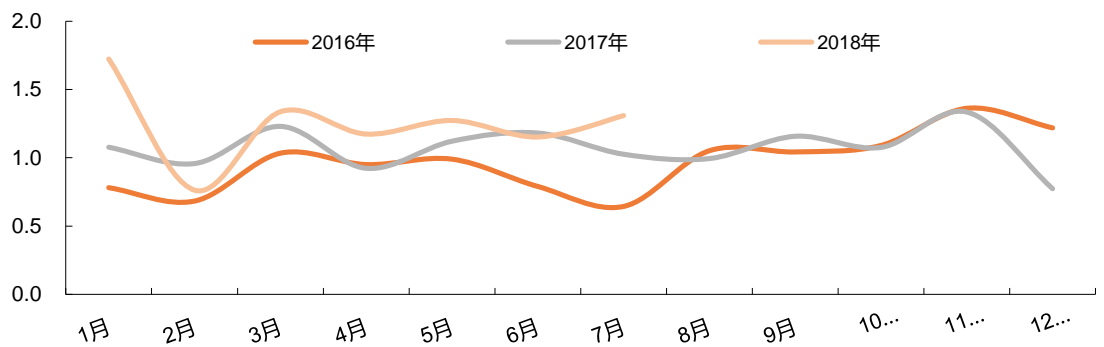
图表68 广汽丰田 C-HR



资料来源:汽车之家、平安证券研究所

19年推出RAV4“姊妹版”车型，进一步深入年轻消费群体。一汽丰田RAV4荣放凭借较低的故障率以及皮实耐用积攒下了良好的市场口碑。外观方面，RAV4在前脸设计上采用了“Keen Look”设计语言，前大灯占据了车头很小的面积，并采用了不规则的形状设计，让整车从正脸看上去更显时尚和年轻化。内饰方面在全黑内饰的基础上搭配了米色的仿皮的点缀，使整车的内饰更显商务和沉稳。动力方面搭载的2.0L自然吸气发动机最大功率111kW，最大扭矩192Nm，并且丰田为了进一步提升RAV4荣放的综合竞争力，为其全系都标配了发动机启/停功能。全新第五代RAV4也将基于TNGA架构重新打造于明年上市，新车将搭载TNGA开发的Dynamic Force引擎，届时广汽丰田也将推出新车的“姊妹版”车型，新车将凭借着出色的动力表现进一步加速小型SUV市场的洗牌，同时也更加丰富广汽丰田的产品谱系。预计明年上市后“姊妹版”RAV4凭借这年轻化的外观和新平台带来的动力表现提升保持近1.5万台/月的销量。

图表69 RAV4历史月销 单位：万辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

雷凌插电版本导入打开在华新能源市场。丰田的混合动力系统可以说是享誉全球，但是在中国因为动力系统全依赖进口，导致车型生产成本高、售价也高。丰田一直致力于动力技术在中国的本土化生产，并且终于在2015年将这一目标实现。2015年雷凌混动的推出将丰田混动车型售价拉到20万以下，成功将混动车型打入国内市场。

雷凌混动采用的是1.8L阿特金森发动机加电动机的动力组合，在保持充沛的动力响应同时将整车的油耗控制在百公里4-5升油。4月的北京车展上，广汽丰田宣布在2019年在华将导入雷凌的插电混合动力版本，新车将基于雷凌打造，整体外观与传统汽油版保持一致。动力系统部分，雷凌PHEV会继续搭载一套由1.8L自然吸气发动机、双电动机和电池组构成的插电混动系统。届时凭借先进的动力响应和新能源政策上的扶持，预计上市后雷凌PHEV将保持0.5万台/月的销量。

图表70 雷凌 PHEV 车展照片



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表71 雷凌 PHEV 车展照片



资料来源：汽车之家，平安证券研究所



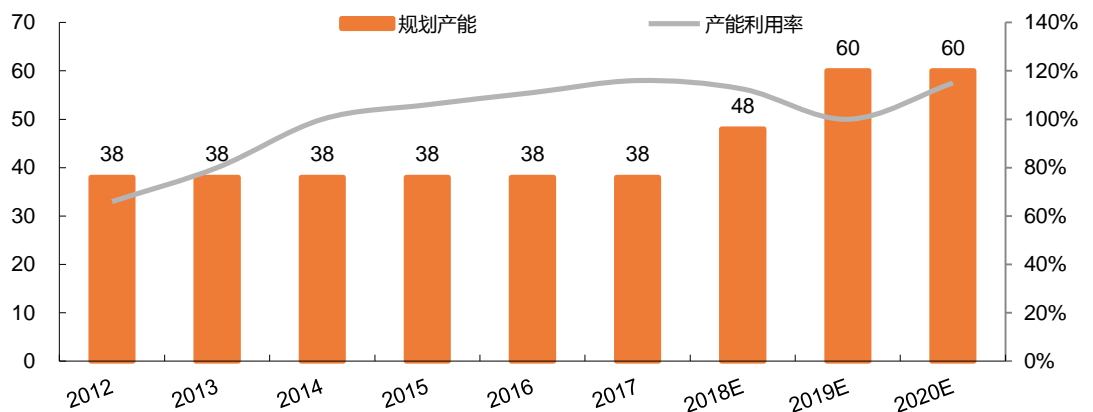
**加速 TNGA 平台车型转换，大力发展新能源车型。**

自 18 年北京车展推出 TNGA 丰巢概念首款 SUV——C-HR 后，丰田表示计划 2020 年左右大约 7 成在华销售车型将会升级为“TNGA 丰巢概念”车型。新能源方面，丰田计划 2030 年将在全球销售超过 550 万辆的电动化车型，到 2025 年，丰田将实现全球销售的所有车型均配备有电动化专用车型或者电动化车型选择。丰田也正在积极推进电机、电池、逆变器等电动化车型的核心技术的国产化进程，提高本地化采购比例。电池方面，位于常熟的丰田汽车研发中心有限公司的电池实验楼扩建工程将于 2019 年完工。

**新工厂落地缓解产能压力，下半年销量预计平稳提升。** 受益于凯美瑞、雷凌和汉兰达在乘用车市场的畅销，17 年广汽丰田共生产乘用车 38 万辆，产能利用率达 116%。

丰田一期 10 万台的扩展已于今年 1 月落地，预计明年将会进行二期的扩建，进一步补充 12 万的产能，这将极大缓解目前丰田的产能压力。预计 18-20 年每年将分别达到 56.5、66.1、85.1 万台销量。受益于凯美瑞以及新车型推出后带来的销量爬坡，预计 18-20 年丰田品牌投资收益分别为 31.9 亿、36.6 亿、52.0 亿元。

**图表72 2012-2020 广汽丰田规划产能及产能利用率情况 单位：万辆，%**



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**四、 广菲克承压、广三菱上行**

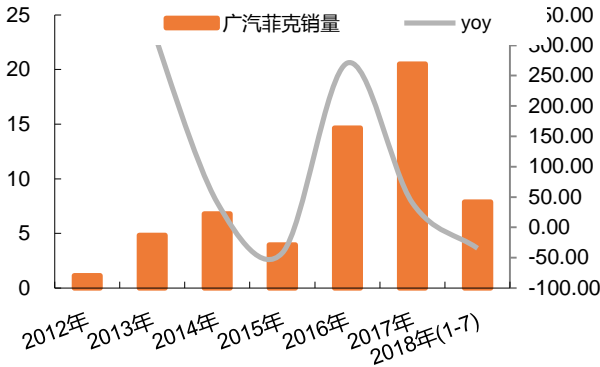
**4.1 广汽菲克：销量大幅滑坡，下半年推出中型豪华 SUV 大指挥官**

广汽菲克成立于 2010 年 3 月 9 日，由广汽集团、菲克集团以 50:50 的股比共同投资建设。公司总部位于湖南长沙国家级经济技术开发区，目前拥有长沙工厂和广州工厂两个整车工厂，以及一个发动机工厂，整车总体设计产能达到 32.8 万辆，发动机产能达到 32 万台。

**销量同比大幅退坡，公司遭遇转型期阵痛。** 受益于指南者车型的上市热销的贡献，2017 年广汽菲克共销售乘用车 20.51 万辆，同比增长 40.11%。

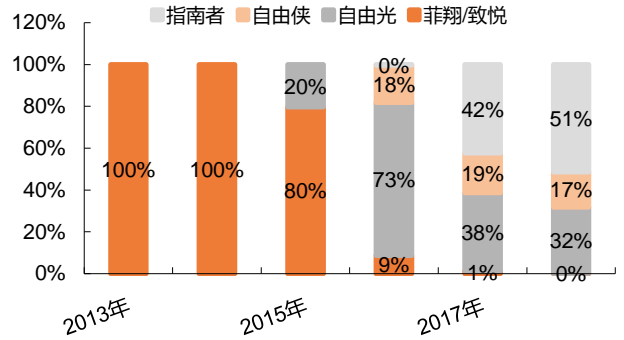
广汽菲克 2018 年上半年共销售 7.51 万辆乘用车，同比大幅下降 35.17%。目前广汽菲克旗下共有自由光、自由侠、指南者三款 JEEP 的 SUV 车型在售，2018 年广汽菲克将推出一款定位国产中型豪华 SUV 车型大指挥官，下半年该车型有望享受细分市场高增长红利。

图表73 广汽菲克历年销量及增速 单位：万辆，%



资料来源: 中汽协、平安证券研究所

图表74 广菲克主要车型销量占比



资料来源: 中汽协、平安证券研究所

菲克品牌面临前进十字路口，未来将大力发展 JEEP 车型。菲克品牌在 18 年年中进行了 CEO 的换任，也让品牌在 18 年遭遇了切换期的阵痛。新品规划不足、车型市场竞争力弱是菲克品牌目前面对的主要问题。新任 CEO 曼利上任后表示 Jeep 是未来菲克品牌计划的核心，广汽集团也将在下半年积极与新 CEO 探讨广菲在中国未来的战略规划，希望可以改善渠道体系及产品本土化开发能力问题。考虑到目前菲亚特品牌处于转型期，公司对于新车型的规划会因此受较大影响，预计 18-20 年广汽菲亚特投资收益为-1.4 亿、-3.1 亿、-3.9 亿。

#### 4.2 广汽三菱：深耕 SUV 市场，欧蓝德带动销量平稳提升

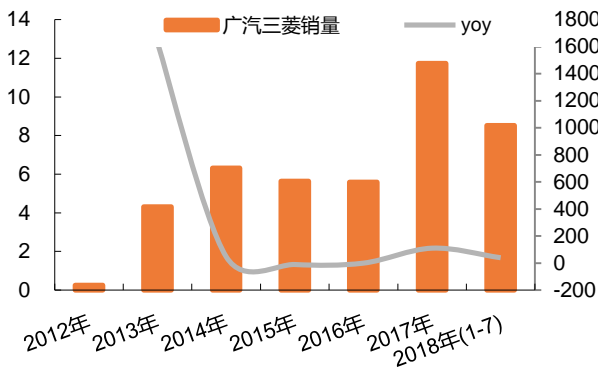
广汽三菱是由广汽集团、三菱汽车、三菱商事三方合资经营的中外合资企业，其中广汽集团持有 50% 股权、三菱汽车持有 30% 股权、三菱商事持有 20% 股权。

欧蓝德放量带来公司销量提升，未来将继续深耕 SUV 市场。受益于欧蓝德车型的市场热销，2017 年广汽三菱销售乘用车 11.73 万台，同比增加 110%；2018 年上半年欧蓝德延续市场火爆态势，公司上半年共销售乘用车 75167 台，同比增长 38.64%。

三菱插电混合动力技术领先，依托日产研发平台。三菱汽车 2016 年由于油耗造假事件，面临巨额赔偿，后被日产收购。三菱插电混技术应用时间较早，欧蓝德插电混汽车是英国最畅销新能源汽车，三菱的技术采用了 SUV 常用的 P2+P4 架构，对于电机、发动机耦合具备自己独特的理解和应用。后续日产可以和三菱共享汽车研发平台，预计新一代紧凑型 SUV 欧蓝德将会在 2019-2020 年发布。

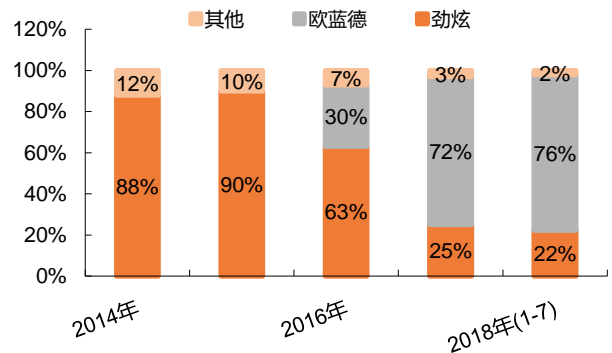
未来广汽三菱将继续深耕 SUV 市场，18 年将 9 月将推出一款小型 SUV Eclipse Cross, 其在欧洲月销已经达到 2000 辆，对标本田缤智。公司未来将进一步加大插电混动车型的研发生产，劲炫车型将在 2020 年迎来全新换代。受益于旗下 SUV 车型销量提升以及新能源汽车的研发投入，预计广汽三菱在 18-20 年投资收益为 5.1 亿、7.6 亿、8.6 亿。

图75 广汽三菱历年销量及增速 单位：万辆，%



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图76 广汽三菱主要车型销量占比



资料来源:中汽协、平安证券研究所

## 五、盈利预测和投资建议

**传祺处于调整期、向轿车和MPV市场进军。**传祺近年来一直坚持进行SUV全矩阵战略布局，GS4和GS8奠定了公司在SUV领域的领先地位，而下半年换代GS5和2019年全新GS4有望支撑公司在SUV领域的竞争力，抵御SUV行业下行风险。在相对薄弱的轿车和MPV领域公司近三年开始不断投放资源，提升轿车的战略地位和销量，改善公司产品结构，拓展新的增长极。

**新能源技术领先，积极布局。**公司新能源汽车起步较晚，但是对于新能源项目的规划和投入一直都是公司的重点所在。目前广汽集团旗下共有三款新能源车型，百公里耗电和电控技术在自主品牌中领先，未来在研发新车型的同时也会将更多的车型导入至合资品牌。2018年底建成的新能源工厂，将为公司提供每年近20万的新能源汽车产能。

**广本迎新品周期、品牌力无忧。**机油门事件对本田销售产生了一定的负面影响，但是广本销售体系和开发较东本更为本土化，可以弥补其品牌力和产品技术上的不足。新上市的第十代雅阁大幅度升级，预计2018年全年销量将有望达15万辆以上，2019年紧凑SUV CRV姊妹版本有望上市，提振广本销量。

**丰田迎新品周期、TNGA平台塑造全新产品力。**TNGA平台采用全新一代动力总成和全新底盘技术，且生产效率、模块化采购程度都将大幅提升，塑造全新产品力且降低成本，2018年上市的丰田凯美瑞、C-HR预计都将成为细分领域的爆款，为丰田带来利润增量，2019年紧凑型SUV RAV4姊妹版车型有望上市，提振销量，随广丰三工厂产能爬坡，预计广丰产能还将进一步提升。

**盈利预测与投资建议：**传祺品牌通过资源投放调整，销量有望继续向上，丰田、本田强势周期有望给集团带来新的增量，公司在新能源布局后来居上，广三菱崛起弥补广菲克损失，维持业绩预测，预计2018-2020年EPS为1.07、1.17、1.42元，维持“推荐”评级。

图表77 广汽集团分品牌销量和净利润预计 单位：亿元

	2017A	2018E	2019E	2020E
广汽自主销量（万辆）	50.6	61.4	75.1	81.8
广汽自主净利润预计	24.6	24.2	24.8	26.5
广汽本田销量（万辆）	70.5	66.7	72.8	84.8
广汽本田投资收益	29.5	29.1	33.2	41.9
广汽丰田销量（万辆）	44.2	56.5	66.1	85.1
广汽丰田投资收益	24.7	31.9	36.6	52.0
广汽菲克销量（万辆）	20.5	16.8	17.8	17.8
广汽菲克投资收益	4.6	-1.4	-3.1	-3.9
广汽三菱销量（万辆）	11.7	15.5	24	27
广汽三菱投资收益	3.8	5.1	7.6	8.6
<b>净利润合计</b>	<b>107.9</b>	<b>108.7</b>	<b>119.1</b>	<b>145.1</b>

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

## 六、风险提示

- 1) 传祺品牌面临行业压力和产品结构调整压力，销量如果不及预期，会对其自主品牌盈利能力造成一定的负面影响。
- 2) 广菲克由于产品力较弱，新引进车型较少，SUV 占比较高，将会受到较大影响，如果销量下滑过多会影响广菲克盈利，进而影响集团利润。
- 3) 经济周期下行，行业景气度如果不及预期，甚至出现季度的负增速，集团盈利能力可能会下行。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	64485	60346	58963	53258
现金	49468	44353	40847	35415
应收账款	1374	1589	1850	1878
其他应收款	621	788	847	926
预付账款	1210	1121	1584	1348
存货	3347	3654	4515	4329
其他流动资产	8466	8841	9320	9361
<b>非流动资产</b>	55117	69372	84477	99939
长期投资	25721	37257	49770	64714
固定资产	12152	14724	17178	17892
无形资产	9444	9353	9314	9134
其他非流动资产	7801	8039	8215	8200
<b>资产总计</b>	119602	129719	143440	153197
<b>流动负债</b>	36739	39859	44837	44460
短期借款	1326	1326	1326	1326
应付账款	11517	13075	15621	15447
其他流动负债	23896	25458	27890	27687
<b>非流动负债</b>	12449	11676	10642	8732
长期借款	8273	7500	6465	4555
其他非流动负债	4177	4177	4177	4177
<b>负债合计</b>	49188	51536	55479	53192
少数股东权益	1044	1060	1078	1100
股本	7293	10215	10215	10215
资本公积	24748	21830	21830	21830
留存收益	36746	45302	54520	65580
<b>归属母公司股东权益</b>	69370	77123	86883	98905
<b>负债和股东权益</b>	119602	129719	143440	153197

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	15098	6951	8406	6228
净利润	10822	10901	11949	14553
折旧摊销	2385	2393	2843	3246
财务费用	316	367	445	492
投资损失	-8328	-8451	-9428	-11858
营运资金变动	8443	1780	2645	-148
其他经营现金流	1460	-38	-48	-57
<b>投资活动现金流</b>	2926	-8158	-8473	-6793
资本支出	6209	2719	2592	519
长期投资	972	-11536	-12580	-14943
其他投资现金流	10108	-16976	-18460	-21217
<b>筹资活动现金流</b>	9568	-3907	-3440	-4868
短期借款	110	0	0	0
长期借款	-2074	-773	-1034	-1910
普通股增加	840	2921	0	0
资本公积增加	15974	-2917	0	0
其他筹资现金流	-5282	-3138	-2406	-2958
<b>现金净增加额</b>	27543	-5115	-3506	-5432

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	71144	83355	96742	104891
营业成本	54778	65662	76620	82952
营业税金及附加	2548	2967	3444	3734
营业费用	5200	6052	7023	7615
管理费用	4008	4668	5418	5874
财务费用	316	367	445	492
资产减值损失	1577	300	300	300
公允价值变动收益	89	38	48	57
投资净收益	8328	8451	9428	11858
<b>营业利润</b>	11807	11829	12968	15839
营业外收入	287	310	330	350
营业外支出	117	80	80	90
<b>利润总额</b>	11976	12059	13218	16099
所得税	1154	1158	1269	1545
<b>净利润</b>	10822	10901	11949	14553
少数股东损益	36	16	18	22
<b>归属母公司净利润</b>	10786	10885	11931	14531
EBITDA	13504	13385	15094	18463
EPS (元)	1.06	1.07	1.17	1.42

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	44.0	17.2	16.1	8.4
营业利润(%)	72.8	0.2	9.6	22.1
归属于母公司净利润(%)	71.5	0.9	9.6	21.8
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	23.0	21.2	20.8	20.9
净利率(%)	15.2	13.1	12.3	13.9
ROE(%)	15.4	13.9	13.6	14.6
ROIC(%)	12.0	10.9	11.1	12.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.1	39.7	38.7	34.7
净负债比率(%)	-54.5	-43.0	-35.2	-27.4
流动比率	1.8	1.5	1.3	1.2
速动比率	1.7	1.4	1.2	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	56.3	56.3	56.3	56.3
应付账款周转率	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.07	1.17	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	0.68	0.82	0.61
每股净资产(最新摊薄)	6.79	7.55	8.51	9.68
<b>估值比率</b>				
P/E	9.70	9.61	8.77	7.20
P/B	1.51	1.36	1.20	1.06
EV/EBITDA	5.2	5.6	5.1	4.4

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033