

广汽集团 (601238)

JEEP归来，谁与争锋

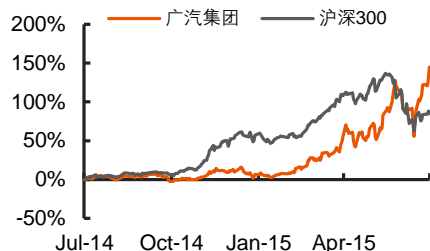
强烈推荐（首次）

现价：19.20 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/57.58%
实际控制人/持股	广州市国资委/58.81%
总股本(百万股)	6,435
流通 A 股(百万股)	4222
流通 B/H 股(百万股)	2,213
总市值(亿元)	1,235.52
流通 A 股市值(亿元)	810.57
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	41.30

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@pingan.com.cn

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@pingan.com.cn

研究助理

戴畅 一般从业资格编号
S1060115050033
DAICHANG706@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **JEEP 品牌 2018 年中国目标销量约 50 万辆。**菲克集团 2014-2018 五年规划明显加大对亚洲市场特别是中国的重视程度，Jeep 亚太地区 2018 年目标销量 63 万辆，其中中国地区目标销量 50 万辆。
- **品牌+行业+产品+渠道四轮驱动广菲克。**我国 SUV 市场空间有望比肩轿车市场，且正处需求升级阶段，预计 2018 年销量翻倍。Jeep 是历经战火淬炼，象征自由、冒险、可靠、激情的高品质 SUV 品牌，其即将国产的三款 SUV 外观配置均不输同类竞品。同时广汽与菲克合资成立独立销售公司，为广菲克全系列产品销售保驾护航。
- **生逢其时，Jeep 国产有望大获成功并带来极大利润向上弹性。**类比 Jeep 美国市场销售情况(2009-2014 市占率由 4.7% 上升到 8.0%)，Jeep 2018 年国内销售完成 50 万目标值得期待。类比福特 SUV 在长安福特国产历程(国产当年迅速放量，并迅速提升利润率，净利同比增 156.2%)，Jeep 国产同样有望大幅改善广菲克业绩，预计 15 年扭亏为盈，18 年贡献权益净利 72.5 亿。
- **广丰与广本战略调整，业绩触底回升。**从外部环境看，钓鱼岛事件后，日系一直处于调整期；从内部改善看，丰田本田调整战略加大中国市场投入，拓展产品线(小型轿车和 SUV 新品)，升级动力系统(涡轮增压和丰田混动)。广丰广本已过最低谷，正强势回升，预计 2018 年合计权益净利贡献 72.8 亿，15-18 复合增长率达 19%。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为 JEEP 国产将给广汽集团带来很大业绩弹性，同时广丰广本触底回升。我们预计公司 15、16、17、18 年 EPS 分别为 0.75、1.27、1.92、2.43 元，Jeep、广丰、广本三者 2018 年利润贡献即可支撑 1440-1740 亿市值。给予 18 年 12 倍估值，目标价 29.16 元，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) Jeep 国产销量不达预期；2) 广丰广本业绩回升不达预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	18824	22376	26430	33046	39688
YoY(%)	45.2	18.9	18.1	25.0	20.1
净利润(百万元)	2669	3186	4813	8198	12344
YoY(%)	135.4	19.4	51.1	70.3	50.6
毛利率(%)	14.4	15.3	16.2	17.1	18.0
净利率(%)	14.2	14.2	18.2	24.8	31.1
ROE(%)	7.5	8.1	11.1	16.0	19.6
EPS(摊薄/元)	0.41	0.50	0.75	1.27	1.92
P/E(倍)	46.29	38.8	25.7	15.1	10.0
P/B(倍)	-161.61	3.5	3.1	2.6	2.1

正文目录

一、广汽集团：综合性汽车生产服务集团	5
1.1 广汽集团是全国第六大综合性汽车集团	5
1.2 公司利润主要来自广本和广丰的投资收益	5
二、JEEP 国产：SUV 王者归来	6
2.1 JEEP 品牌—战火淬炼成的 SUV 高品质	6
2.2 我国 SUV 仍处高速发展期，销量空间堪比轿车	7
2.3 中国市场是菲克集团的重中之重	9
2.4 Jeep 三款 SUV 国产打头阵，菲克集团后续全品牌引进可期	11
2.5 合资成立独立销售公司，全面推进广菲克产品销售	14
2.6 类比福特“1515”计划，Jeep 国产将提供极大利润弹性	15
2.7 类比 Jeep 在美国的上升势头，其在中国 2018 年达 50 万目标值得期待	17
2.8 广菲克业绩估算	19
三、广丰与广本：战略调整，触底回升	20
3.1 日系份额已达谷底，存在巨大反弹空间	20
3.2 广丰广本制定顶层规划，加大中国市场投入	20
3.3 广丰广本已过低谷，进入上升周期	22
3.3 广丰广本业绩估算	23
四、广汽三菱与广汽自主：积极战略布局，未来发展可期	24
4.1 广汽三菱：盈亏平衡点低，率先扭亏为盈	24
4.2 广汽自主：新品密集推出 产能高速扩张	24
4.3 广汽三菱与广汽自主业绩估算	26
五、集团层面其他亮点	26
5.1 推出股权激励计划 激发管理团队积极性	26
5.2 发布“3+e”战略 制定集团整体发展规划	26
5.3 成立产业基金助力集团业务发展	26
六、盈利预测与投资建议	27
6.1 Jeep、广丰、广本三者市值 1440-1740 亿	27
6.2 主要合营联营子公司业绩贡献	28
七、风险提示	29

图表目录

图表 1	广汽集团股权结构	5
图表 2	2014 年国内汽车销量前十名情况	单位: 万辆5
图表 3	广汽集团的主要业务板块与架构	6
图表 4	2014 年广汽集团主要合营联营企业收入	单位: 亿元6
图表 5	2014 年广汽集团主要联合营企业投资收益	单位: 亿元6
图表 6	Jeep 品牌的历史演变	7
图表 7	Jeep 现阶段产品系列	7
图表 8	乘用车历年来销量结构变化	单位: 万辆8
图表 9	乘用车各子行业销量同比增幅	8
图表 10	世界历年 SUV 销量及预测	单位: 万辆8
图表 11	中国历年 SUV 销量及预测	单位: 万辆8
图表 12	我国 SUV 销量历年分级别市场占有率	9
图表 13	Jeep 历年全球销量	单位: 万辆9
图表 14	Jeep 历年在华销量	单位: 万辆10
图表 15	Jeep 历年在华销量占总销量比例	10
图表 16	菲克集团 2013 年销量分地区结构	单位: 万辆11
图表 17	菲克集团 2018 年目标销量分地区结构	单位: 万辆11
图表 18	Jeep 在各地区的销量规划	单位: 万辆11
图表 19	Jeep 三款国产 SUV 的具体信息	12
图表 20	Jeep、克莱斯勒、道奇品牌中国产品规划	12
图表 21	自由光与主要竞品外观比较	12
图表 22	自由光与主要竞品配置比较	13
图表 23	自由侠与主要竞品外观比较	13
图表 24	自由侠与主要竞品配置比较	13
图表 25	自由侠主要竞品的销量情况	单位: 万辆14
图表 26	Jeep 在售指南者和自由客外观	14
图表 27	Jeep 品牌在中国各地区经销商分布情况	单位: 个15
图表 28	长安福特 SUV 销量结构	单位: 辆16
图表 29	翼虎月度销量及市场占有率	单位: 辆16
图表 30	翼博月度销量及市场占有率	单位: 辆16
图表 31	长安福特历年销量结构与总体增长情况	单位: 万辆17
图表 32	长安福特历年净利润与净利率	单位: 亿元17
图表 33	Jeep 2014 年各产品在美国市场销售情况	单位: 万辆18
图表 34	Jeep 在美国市场销量以及在 SUV 市场占有率	单位: 万辆18
图表 35	2018 年我国 Jeep 的销量测算	单位: 万辆19
图表 36	美国市场 SUV 销量及其市场占有率	单位: 万辆19
图表 37	广菲克业绩估算及对上市公司贡献	单位: 辆 亿19

图表 38 乘用车历年分国别市场占有率	单位：%.....	20
图表 39 丰田云动计划主要内容.....		21
图表 40 广汽本田“二次腾飞”主要内容.....		21
图表 41 广本广丰 2013-2017 新车上市与规划.....		22
图表 42 同级别不同动力系统综合比较.....		22
图表 43 我国乘用车历年销量和同比增速	单位：万辆.....	23
图表 44 广汽丰田历年销量和同比增速	单位：万辆.....	23
图表 45 广汽本田历年销量和同比增速	单位：万辆.....	23
图表 46 广汽本田与广汽丰田业绩估算及对上市公司贡献	单位：辆 亿.....	24
图表 47 广汽三菱历年销量情况	单位：万辆.....	24
图表 48 广汽自主历年销量情况	单位：万辆.....	25
图表 49 传祺未来新车规划.....		25
图表 50 广汽集团“3+e”战略概述.....		26
图表 51 Jeep 市值敏感性分析	单位：万辆、亿元.....	27
图表 52 国外成熟汽车公司估值水平.....		27
图表 53 广汽集团收入与盈利拆分	单位：辆、亿元.....	28

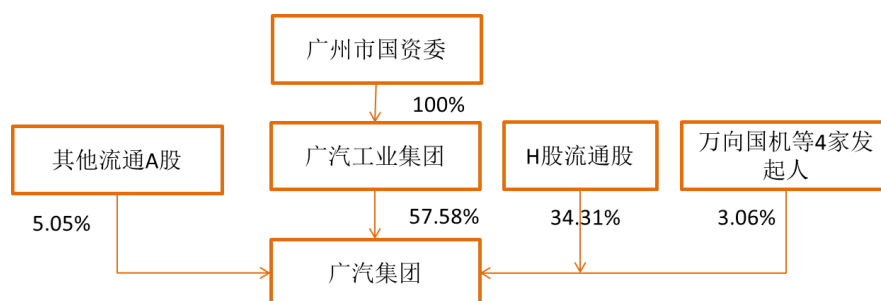
一、 广汽集团：综合性汽车生产服务集团

1.1 广汽集团是全国第六大综合性汽车集团

广州汽车集团股份有限公司是国内综合性的汽车生产服务公司。公司前身为成立于 1997 年 6 月的广州汽车集团有限公司。2005 年 6 月 28 日，广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团有限公司、广州钢铁企业集团有限公司和广州长隆集团有限公司作为共同发起人，对原广州汽车集团有限公司进行股份制改造，设立广汽集团。

公司 2010 年 8 月在香港联交所上市，2012 年 3 月吸收合并广汽长丰从而在上海证券交易所挂牌交易，实现 A+H 股上市。公司控股股东为广汽汽车工业集团有限公司，实际控制人为广州市国资委。2014 年公司销售各类汽车 117 万辆，位于全国第六，市场占有率 5.0%。

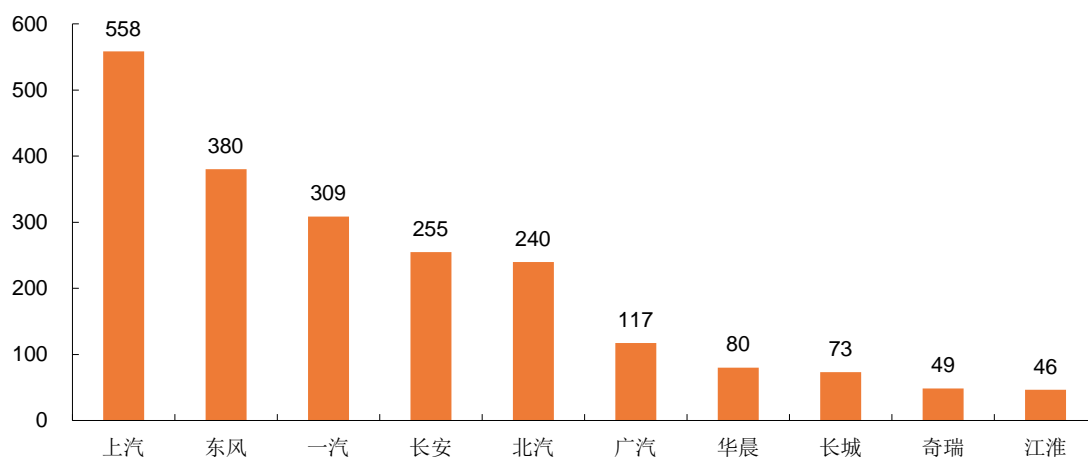
图表1 广汽集团股权结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表2 2014 年国内汽车销量前十名情况

单位：万辆

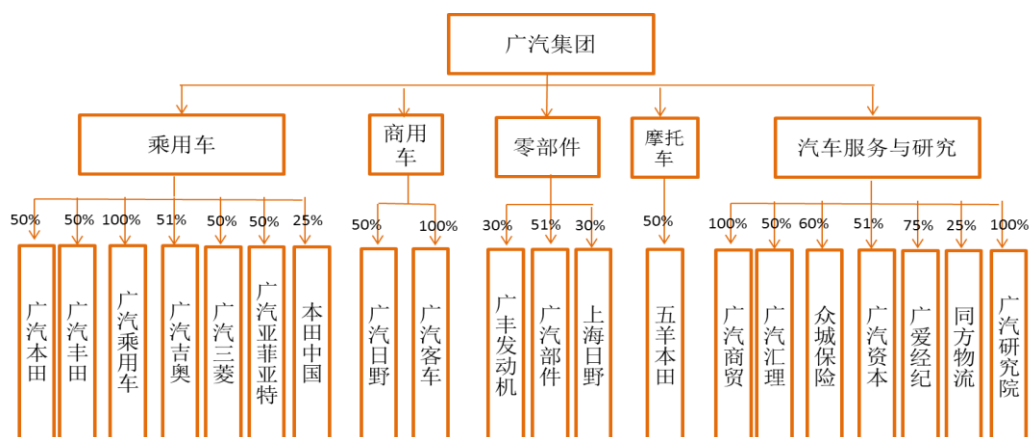


资料来源：公司年报，平安证券研究所

1.2 公司利润主要来自广本和广丰的投资收益

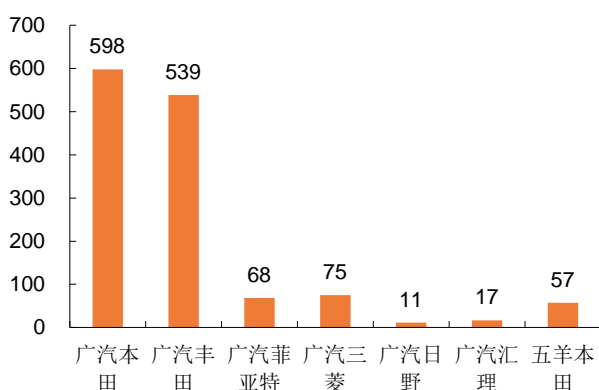
公司业务涵盖乘用车、商用车、零部件、摩托车、以及汽车服务等方面，主要联营合营公司为广汽丰田、广汽本田、广汽三菱，广汽菲亚特、广汽日野和广汽汇理，以及五羊本田，主要并表公司为广汽乘用车、广汽吉奥、广汽客车、广汽商贸等。公司主要收入和利润都来自乘用车板块，广汽丰田和广汽本田贡献的投资收益是公司最主要的利润来源。

图表3 广汽集团的主要业务板块与架构



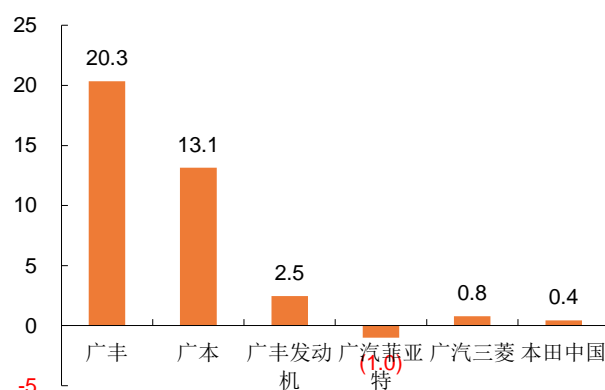
资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表4 2014年广汽集团主要合营联营企业收入
单位: 亿元



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表5 2014年广汽集团主要联合营企业投资收益
单位: 亿元



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

二、 JEEP 国产: SUV 王者归来

2.1 JEEP 品牌—战火淬炼成的 SUV 高品质

历史: 战火淬炼, 军方背书的高质量汽车品牌。1941 年, 威利斯-奥芙兰多汽车公司 (Willys-Overland Motors) 获得美国军方授权生产军用吉普车, 用于侦察车、轻型卡车、前线用车、枪支弹药运输等。在第二次世界大战期间约有 60 万部 Jeep 车加入作战行列, Jeep 也获得“战场出租车”的称号。

1950 年 6 月 30 日, 威利斯-奥芙兰多汽车公司正式注册 Jeep 商标, 1953 年亨利-凯瑟公司购买威利斯-奥芙兰多汽车公司, 新公司命名为威利斯汽车公司 (Willys-Motors), 并在 1963 年改名为凯瑟吉普汽车公司。

1970 年 2 月美国汽车公司收购凯瑟吉普, 并将军用和民用生产分为 AM Genera 和 Jeep Co. 两个公司。1987 年 8 月, 克莱斯勒兼并 AMG。

1998 年 11 月，克莱斯勒与戴姆勒奔驰合并组成戴姆勒-克莱斯勒公司。2007 年戴姆勒将持有超过 80% 的股份转让给纽约私募寂静赛博斯公司。2009 年至今菲亚特收购克莱斯勒，Jeep 为菲亚特填补了 4*4 驱动技术的空白。

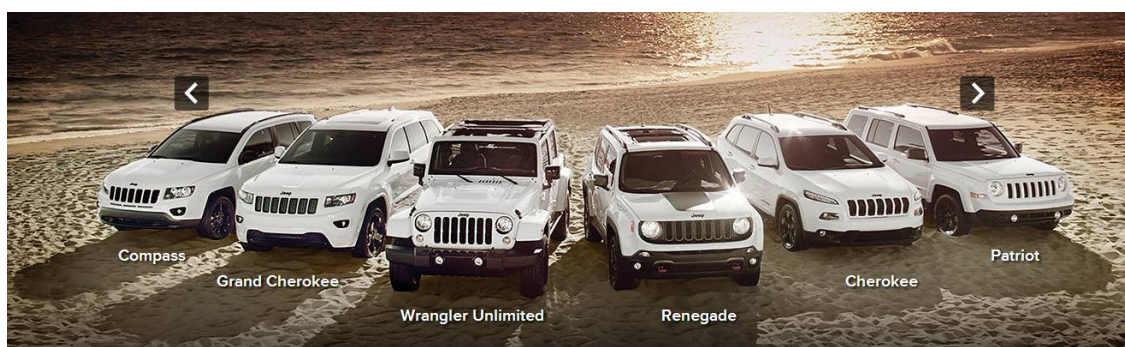
图表6 Jeep 品牌的历史演变



资料来源: Jeep, 平安证券研究所

现在与未来：自由、冒险、可靠、激情的高端越野 SUV。在超过半个世纪的时间里，Jeep 跨越国界，获得众多爱车人士的青睐。进入新世纪，经过一次次的改进和完善，Jeep 车型在保持原始的激情、野性和高品质的同时，也在外观设计上更加时尚美观，围绕自由、冒险、可靠、激情为核心价值，成为所有轻型越野四驱车的代名词。

图表7 Jeep 现阶段产品系列



资料来源: Jeep, 平安证券研究所

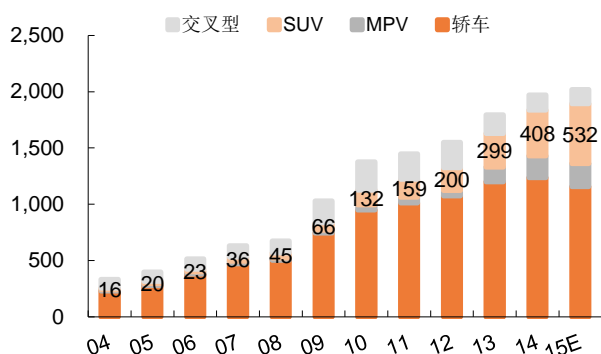
2.2 我国 SUV 仍处高速发展期，销量空间堪比轿车

国内汽车工业整体已经跨高速增长阶段，增速下行，但各子行业出现明显的分化。其中，SUV 行业正处于高速发展的黄金阶段。

✓ 与国内乘用车其他子行业比较，SUV 销量增长最快

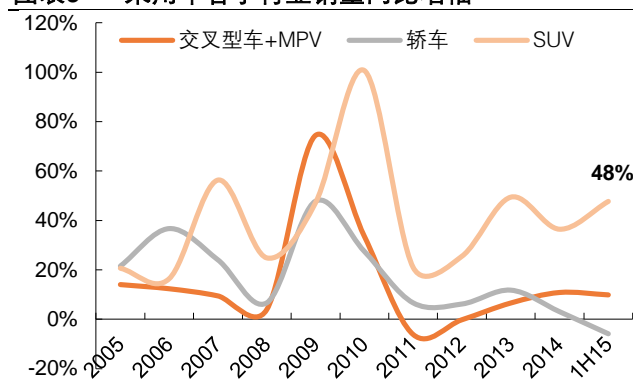
中国汽车工业经过近 10 年的高速增长，行业增速 2013 年后逐步回落至 10% 以下。2015 年 1-6 月乘用车销量同比增 4.8%，销量增幅进一步回落。SUV 产销继续保持高速增长，2015 年 1-6 月销量同比增 48%，同期 MPV 和交叉型车几乎无增长，轿车则负增长，SUV 为增长最快子行业。

图表8 乘用车历年来销量结构变化 单位：万辆



资料来源:中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表9 乘用车各子行业销量同比增幅

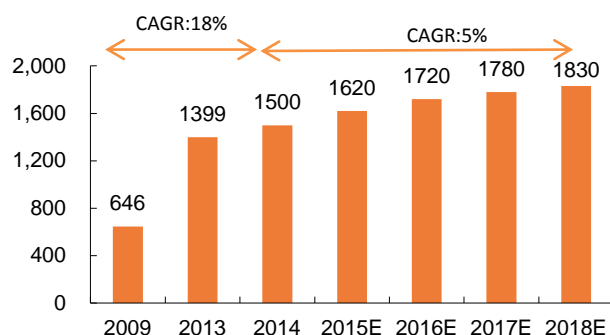


资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

✓ 与全球 SUV 增速比较, 我国 SUV 增速明显更快

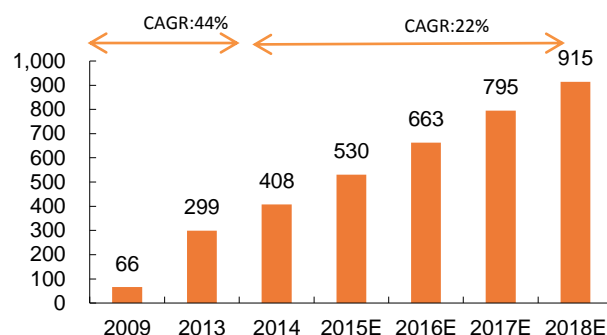
2009-2014 年我国 SUV 年复合增速为 44%，比全球 SUV 年复合增速高 26 个百分点。考虑到国内车市消费升级，SUV 依然会保持较快增速，我们预计 2018 年国内 SUV 销量有望达到 915 万辆，2014-2018 年复合增速为 22%。

图表10 世界历年 SUV 销量及预测 单位：万辆



资料来源: HIS Global Insight, 平安证券研究所

图表11 中国历年 SUV 销量及预测 单位：万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

✓ SUV 销量内部结构分化, 升级需求催生 B 级 SUV 市场空间扩大

从我国 SUV 内部增长结构来看, 现阶段紧凑型 SUV 仍然占最大市场份额, 这主要是由于我国前期各厂家推出的 SUV 新品以紧凑型级别为主, 现阶段该级别领域的竞争也最为激烈。

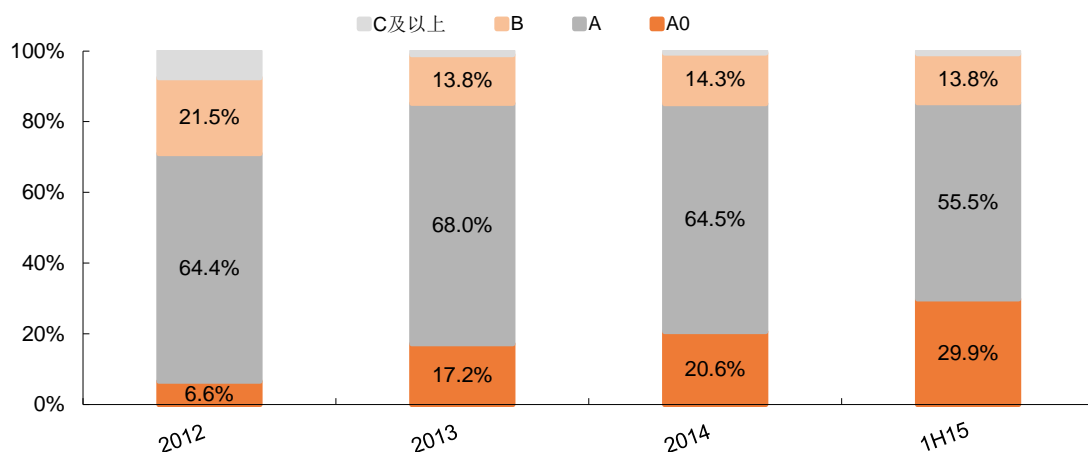
小型 SUV 市场份额增长迅速, 由 2012 年的 6.6% 提升到 2015 年上半年的 29.9%。

B 级 SUV 市场份额 2013 年下降后, 一直稳定在 14% 左右。

我们认为未来紧凑型 SUV 份额将继续下降, 而小型和 B 级 SUV 市场份额将进一步提升, 原因如下:

- 1) 未来几年小型和 B 级 SUV 的新品推出较多;
- 2) SUV 初期消费者大多选择紧凑型 SUV, 其升级换代消费将大概率选择 B 级 SUV;
- 3) 一线城市汽车首次消费已趋饱和, 二三线城市汽车首次消费仍有空间, 且大概率选择小型 SUV。

图表12 我国 SUV 销量历年分级别市场占有率



资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

2.3 中国市场是菲克集团的重中之重

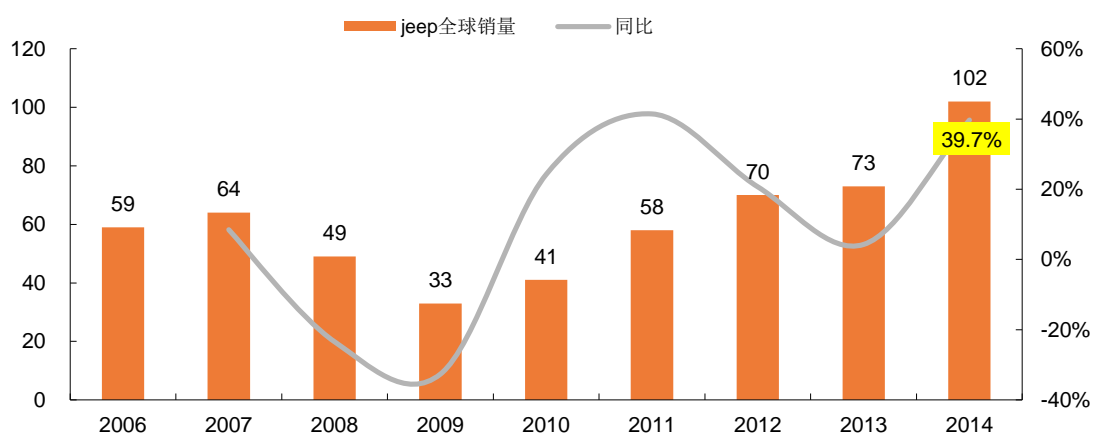
✓ Jeep 在华销量占总销量的比例由不到 1% 上升到 8.6%

Jeep 是菲亚特克莱斯勒旗下具有国际竞争力的知名 SUV 品牌。2008-2009 年金融危机以后, Jeep 的全球销量迅速提升, 在 2014 年达到 102 万辆, 同比增长 39.7%。随着近年来中国 SUV 市场的快速增长, Jeep 在中国销量也快速增长, 2013、2014 年其在中国市场的销量为 5.6、8.8 万辆, 同比增速分别为 111.7%、56.9%。

Jeep 在华销量占总销量的比例从 2006 年不到 1% 提升到 2014 年 8.6%, 中国市场对 Jeep 品牌的重要性快速上升。

图表13 Jeep 历年全球销量

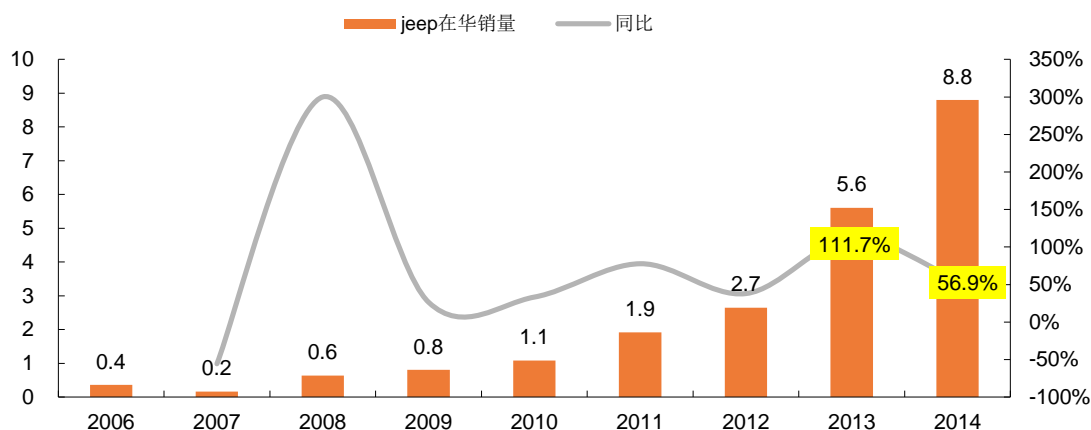
单位: 万辆



资料来源: Jeep, 平安证券研究所

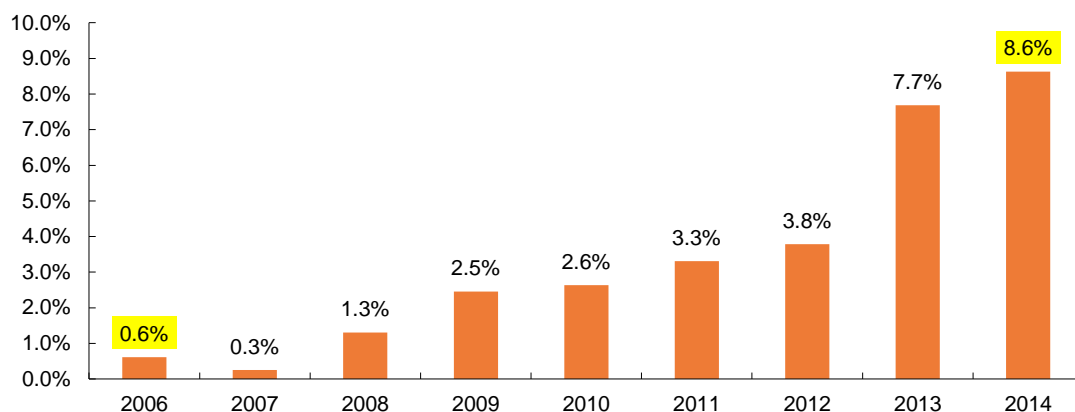
图表14 Jeep 历年在华销量

单位：万辆



资料来源: Jeep, 平安证券研究所

图表15 Jeep 历年在华销量占总销量比例



资料来源: Jeep, 平安证券研究所

✓ 根据菲克集团 2014-2018 五年规划，Jeep2018 年在华目标销量为 50 万

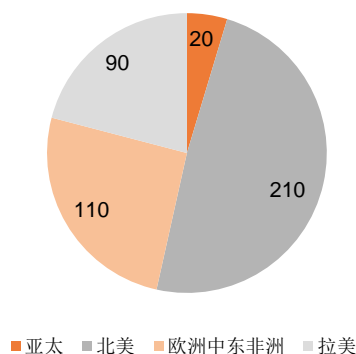
菲克集团新五年规划明显加大了对亚太市场的重视

2014 年 5 月，菲克集团召开投资者大会，公布了 2014-2018 年最新五年战略规划，为旗下所有品牌和业务设定发展路线。其中中国市场，以及 Jeep 等高端品牌将是发展重点。2013 年菲克集团全球总销量 430 万辆，其中亚太地区为 20 万辆。根据规划，菲克集团计划 2018 年目标销量 700 万辆，其中亚太地区 110 万辆，是增长幅度最大的地区，相比 2013 年净增长 90 万辆。

Jeep 在亚太地区 2018 年目标销量为 63 万辆，其中中国市场约为 50 万辆。Jeep 品牌 2013 年全球销量为 73 万辆，亚太地区 9.5 万辆，2018 年全球目标销量 190 万辆，亚太地区 63 万辆，中国地区 50 万辆。

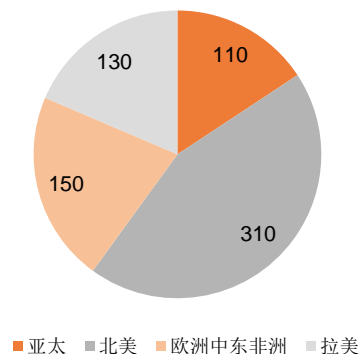
中国是 Jeep 以及菲克集团在亚太地区的最大市场，为了实现规划的销量目标，菲克集团在未来必将借助广汽菲亚特对中国市场倾注更多心血。

图表16 菲克集团 2013 年销量分地区结构 单位:万辆



资料来源: 2014-2018 business plan for Fiat Chrysler Automobiles

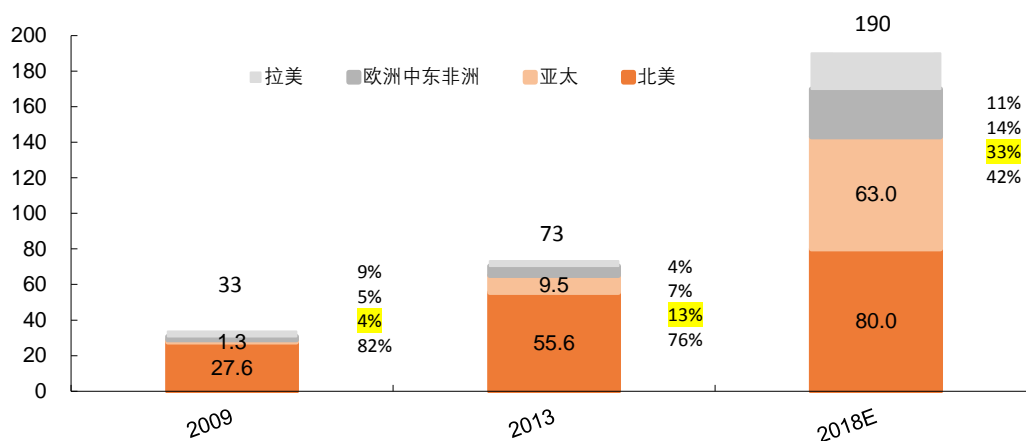
图表17 菲克集团 2018 年目标销量分地区结构 单位:万辆



资料来源: 2014-2018 business plan for Fiat Chrysler Automobiles

图表18 Jeep 在各地区的销量规划

单位:万辆



资料来源: Jeep, 平安证券研究所

2.4 Jeep 三款 SUV 国产打头阵，菲克集团后续全品牌引进可期

✓ 2016 年底前 Jeep 三款 SUV 国产，产品竞争力强。

2015 年下半年到 2016 年，Jeep 国产的三款 SUV 与同价位竞品相比竞争力强。

2015 年底将首先国产推出的自由光定位于 B 级 SUV，避开了现阶段竞争最为激烈的紧凑型 SUV 领域，从而更好打入国内市场，打造 JEEP 在 SUV 领域的高端品牌形象。

2016 年将推出的自由侠定位于市场份额增长最快的小型 SUV 市场，且配置明显好于该领域其他产品，有望成为该领域销量翘楚。

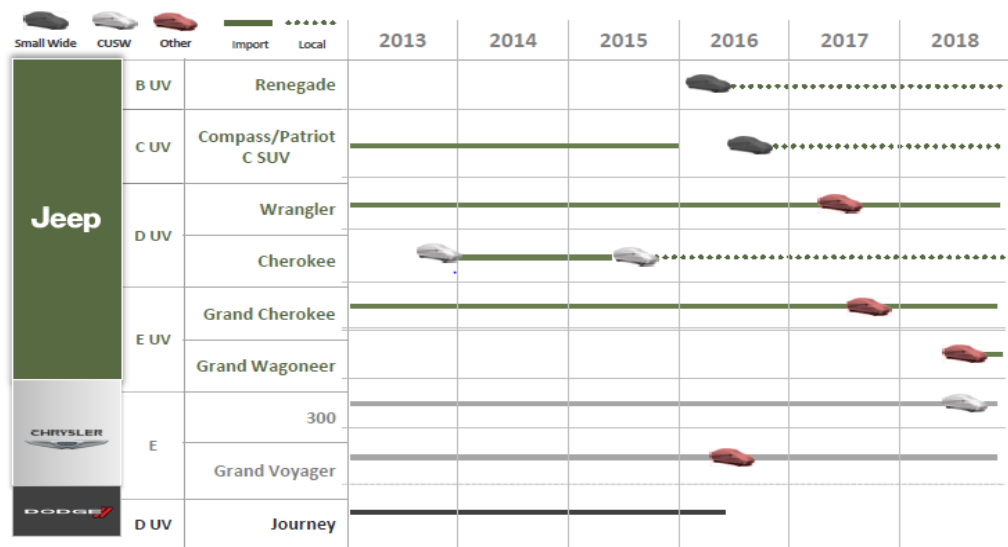
2016 年还将推另一款全新 SUV (C-SUV)，换代指南者和自由客，在指南者和自由客国内良好市场基础上，有望在紧凑型 SUV 子行业的激烈竞争中取得不错成绩。

图表19 Jeep 三款国产 SUV 的具体信息

车名	车型	上市时间	预计售价
自由光	5 座中型 SUV	2015 年底	30-35 万
C-SUV(换代指南者、自由客)	紧凑型 SUV	2016 年	20-25 万
自由侠	小型 SUV	2016 年	14-18 万

资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表20 Jeep、克莱斯勒、道奇品牌中国产品规划



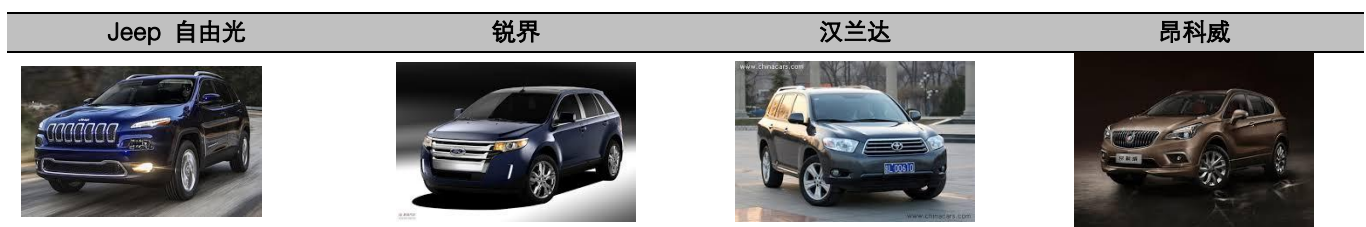
资料来源：2014-2018 business plan for Fiat Chrysler Automobiles

➤ 自由光：5 座中型城市 SUV，匹配全球首发 9AT 变速箱

自由光为 5 座中型城市 SUV，进口厂商指导价为 37.59 万，高于国产竞品价格。但我们预计其国产后价格将下降至 30-35 万，对国内消费者吸引力显著增加。

同竞品相比，自由光秉承 Jeep 中大型 SUV 优势，外观尊贵，不输于对手，同时配置方面还匹配全球首发的 9AT 变速箱，优于其他同类竞品。自由光主要竞品销量：汉兰达（12 年上市）13、14 年销量为 9.5 万、8.4 万；国产锐界 15 年 5 月 20 号上市，5 月份 10 天销售 3848 辆，6 月份单月销售 8416 辆；昂科威 14 年 6 月上市，其 15 年 1-6 月份销售 6.6 万辆。预计锐界和昂科威年化销量都在 10 万以上。

图表21 自由光与主要竞品外观比较



资料来源：搜狐汽车

图表22 自由光与主要竞品配置比较

车款信息	Jeep 自由光 [2015 款]2.4L 都市版	福特 锐界[2015 款] 2.0T GTDi 两驱精英 型 (5 座)	丰田 汉兰达[2015 款]2.0T 两驱 5 座精 英版	别克 昂科威[2014 款]28T 精英型
厂商指导价	37.59 万元	24.98 万元	23.98 万元	26.99 万元
车厂	Jeep 汽车	长安福特	广汽丰田	上海通用
车体结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长×宽×高(mm)	4624×1859×1680	4878×1925×1734	4855×1925×1720	4667×1839×1694
发动机	2.4L 177 马力 L4	2.0T 245 马力 L4	2.0T 220 马力 L4	2.0T 260 马力 L4
变速箱	9 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体
官方最高车速(km/h)		192		210
油耗(L/100km)(城市/市 郊/综合)	12.4/6.8/8.8	—	10.3/7/8.2	10.6/7.5/8.8

资料来源：乘联会，平安证券研究所

➤ 自由侠：全新小型 SUV，定位为同级别高端产品

自由侠是 Jeep 联合菲亚特推出的全新小型 SUV 产品，目标定位为 80-90 后年轻人群。自由侠外观硬派霸气，发动机有 1.4T/1.6L/1.8L/2.0L/2.4L 柴油可选，在小型 SUV 中属于高配，同时其匹配的 9AT 变速箱为全球小型 SUV 首例，远优于同级别竞品。

自由侠 2014 年 9 月在欧洲上市，预计 2016 年一季度将国产上市，价格预计在 14-18 万。国内其主要竞品福特翼博/本田缤智/雪佛兰创酷/标致 2008 等 2015 年 1-6 月销量为达 3.3/5.2/2.7/2.9 万辆。

图表23 自由侠与主要竞品外观比较



资料来源：搜狐汽车

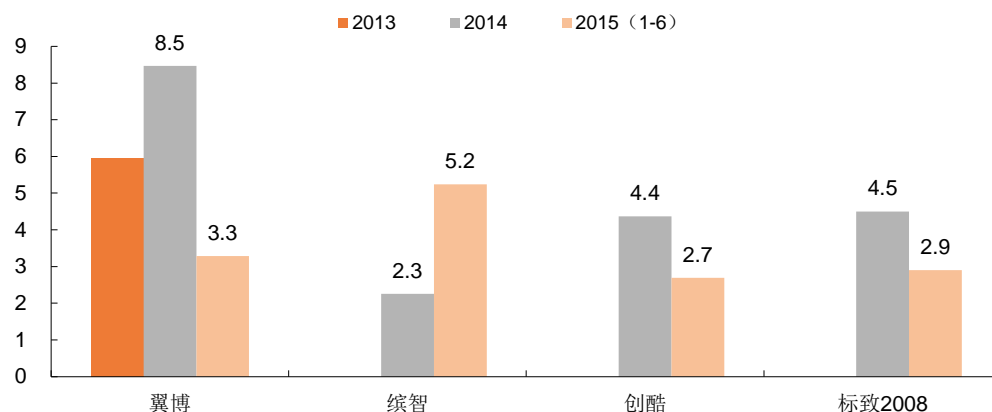
图表24 自由侠与主要竞品配置比较

车款信息	自由侠 1.4T 版	福特 翼搏[2013 款]1.5L 自动尊贵型	本田 缤智[2015 款]1.8L 手动两驱精 英型	雪佛兰 创酷[2014 款]1.4T 手自一体 四驱旗舰型	标致 2008[2015 款]1.6THP 时尚版
厂商指导价	预计 14-18 万	12.78 万元	13.88 万元	14.99 万元	14.97 万元
车厂	Jeep	长安福特	广汽本田	上海通用	神龙汽车
车体结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长×宽× 高(mm)	4231*1805*1667	4280×1785×1658	4294×1772×1605	4248×1776×1674	4180×1745×1580
发动机	1.4T	1.5L 110 马力 L4	1.8L 136 马力 L4	1.4T 140 马力 L4	1.6T
变速箱	9AT	6 挡双离合	6 挡手动	6 挡手自一体	6 挡手自一体
最大功率 (kW)	88	81	100	103	123
最大扭矩 (N·m)	206	140	169	200	245
四驱	有	无	高配前置	有	无

资料来源：搜狐汽车

图表25 自由侠主要竞品的销量情况

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

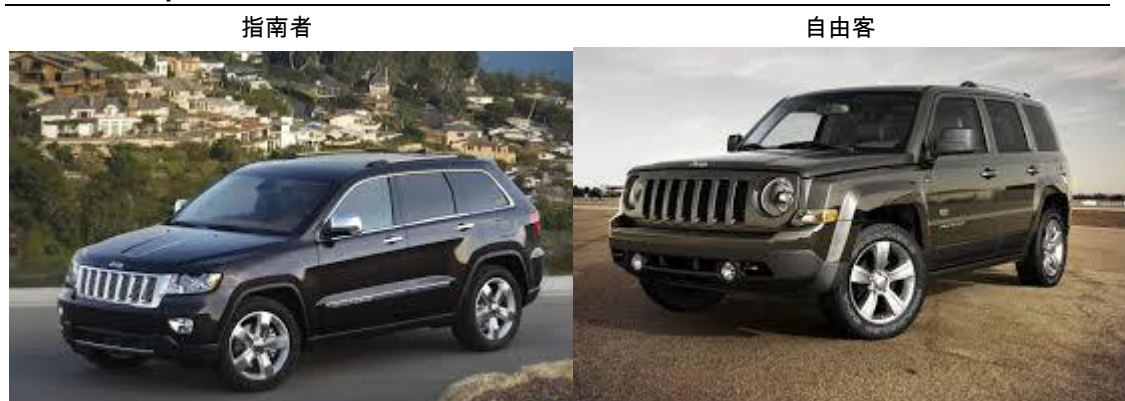
注：翼博 13 年 3 月上市，缤智 14 年 10 月上市，创酷 14 年 4 月上市，标致 2008 14 年 4 月上市。

➤ C-SUV：紧凑型 SUV，换代指南者、自由客

C-SUV 为现款指南者和自由客的换代车型，该车上市后，指南者和自由客将会停产，现阶段官方公布的车型具体信息还比较少。根据 Jeep 规划，该款车型将于 2016 年二季度在北美上市，预计将于 2016 年下半年国产上市，国产价格预计在 20-25 万之间。

现阶段指南者为 Jeep 在国内市场最受欢迎车型，月销量在 3000 辆左右，2015 年前两月月均销量接近 5000 辆。C-SUV 国产上市后，将替代国内指南者和自由客的原有销售，具有良好市场基础。

图表26 Jeep 在售指南者和自由客外观



资料来源：搜狐汽车

并非仅仅 Jeep 三款产品引进，而是菲克集团全系列品牌合作。

广汽和菲克的合作是广汽和菲克集团全系列品牌的合作。我们了解到，后续菲亚特品牌可能没有更多车型的引进，但除了已经确定的 JEEP 三款国产 SUV，JEEP 其他车型也有望陆续引进国产。另外，克莱斯勒、道奇，以及阿尔法的相关产品也有望引进国产。到 2020 年，广菲克将拥有 10 款具有市场竞争力的车型国产。

2.5 合资成立独立销售公司，全面推进广菲克产品销售

2015 年 7 月 16 日，广汽菲亚特克莱斯勒汽车销售有限公司（广汽 50%，克莱斯勒亚太 40%，菲亚特集 10%）宣布成立，将负责广菲克在中国市场所有车型的销售管理、市场推广、产品规划和售后服务。

管理模式上的突破性尝试使合资公司获得充分授权。职业经理人团队管理、“业绩导向”的绩效考评体系、以及分级授权管理等模式打破了已有合资企业中副总以下主要岗位一对一派驻、双签体制，改变人员派遣模式，副总以下高管聘用权、管理权均下放给销售公司，使得销售公司获得充分授权。

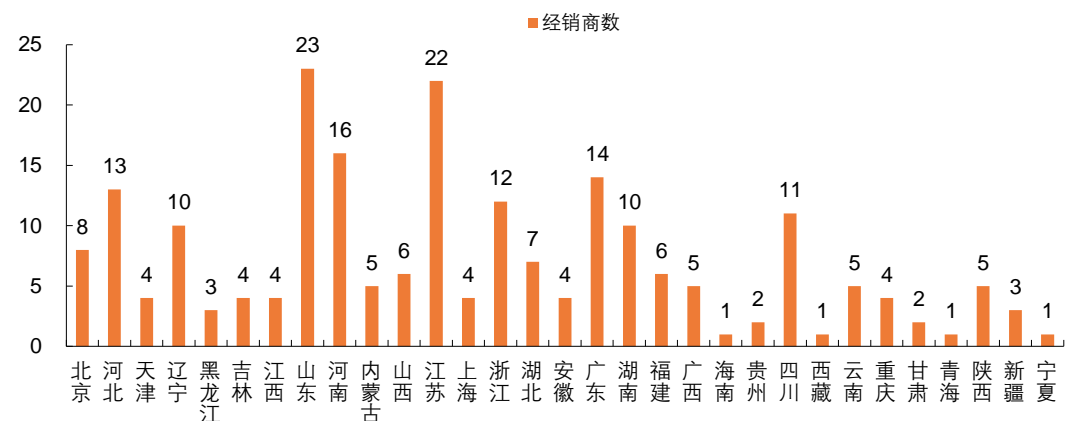
独立销售公司的成立主要是为 Jeep 的国产销售铺路。在广汽和菲亚特克莱斯勒扩大合作前，广汽菲亚特和菲亚特克莱斯勒中国两个公司原本拥有两大独立网络，克莱斯勒原有经销商 200 家，菲亚特经销商有 150 多家，两家合并近 400 家。新成立的广菲克销售公司将优先发展两大网络中优秀的经销商，成为同店销售全品牌、全产品线的经销商。新成立销售公司总经理郑杰表示，调整布局后，广菲克 2018 年将拥有 500 多家具备售卖全品牌产品能力的经销商。

未来 Jeep 在中国的销售网点将由三部分组成：

- 1) JEEP 进口车销售渠道（现阶段 216 家，覆盖全国 31 个省和直辖市）；
- 2) 部分优质的现有菲亚特和克莱斯勒经销商（通过综合评分，达标后择优选择）；
- 3) 新建 JEEP 渠道（2013 年 Jeep 在亚太地区拥有 396 家经销商，计划 2018 年扩大至 1270 家）。

图表27 Jeep 品牌在中国各地区经销商分布情况

单位：个



资料来源: Jeep, 平安证券研究所

2.6 类比福特“1515”计划，Jeep 国产将提供极大利润弹性

✓ 福特三款 SUV 国产均获成功

2011 年 4 月福特发布为复兴中国市场而做的“1515”战略，旨在 2015 年之前为中国市场引入 15 款车型，当时福特由于长期忽视中国市场远落后于大众、通用在中国的表现，在一片质疑声中，借助包括福特 SUV 在内的系列新品的引入，长安福特近年来获得了远高于竞争对手的高增速。福特品牌 2013 年初开始国产 SUV 翼虎和翼博，2015 年 5 月推出国产 SUV 锐界，均取得了优异表现。

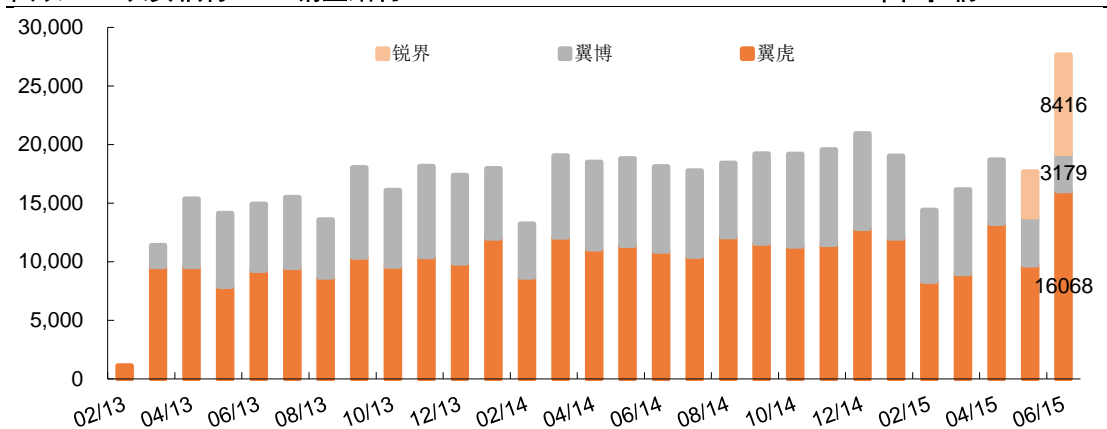
福特翼虎为紧凑型 SUV，2013 年初国产上市后月销量迅速爬坡，月销量基本稳定在 1 万至 1.2 万，市场占有率位于 3%-4% 之间，2015 年初推出新款翼虎，今年 6 月销量冲击高至 1.6 万辆，单月市占率达 3.58%。

福特翼博为小型 SUV，2013 年初国产上市后经过短暂的销量爬坡，月销量长期稳定在 6000-8000 台，市场占有率在 2%-3% 之间。由于长期未推出新的换代新型，在售翼博仍为 13 年老款车型，故 14 年年底以后，在行业竞争加大车年上半年由于竞争加剧销量出现下滑，市场占有率降到 1% 以下。

福特锐界为中型 SUV，2015 年 5 月 20 日上市，当月的 10 天销量达 3848 辆，6 月单月迅速上升至 8416 辆，我们估计其稳态单月销量很可能在 1 万台以上。

图表28 长安福特 SUV 销量结构

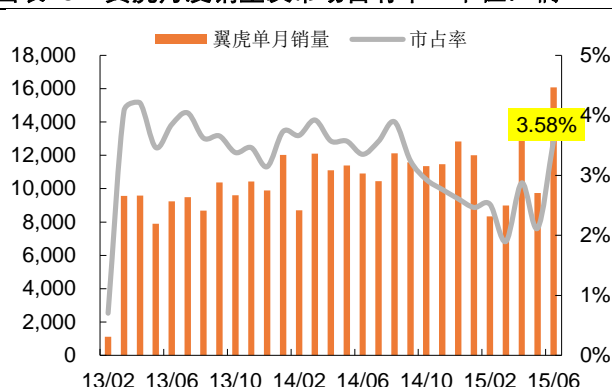
单位：辆



资料来源：中国汽车工业协会 平安证券研究所

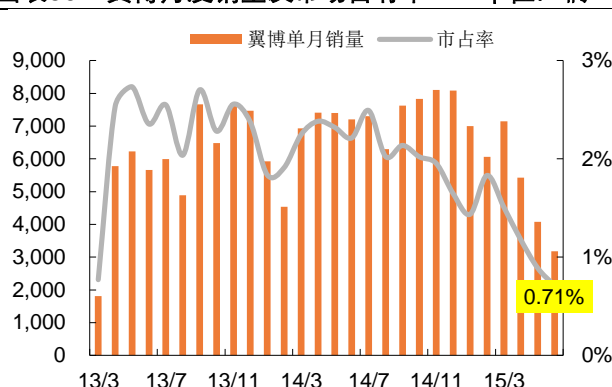
注：翼博 13 年 3 月上市，翼虎 13 年 2 月上市，锐界 15 年 5 月上市。

图表29 翼虎月度销量及市场占有率 单位：辆



资料来源：HIS Global Insight，平安证券研究所

图表30 翼博月度销量及市场占有率 单位：辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

我们认为福特三款 SUV 车型的引进情况说明国内 SUV 主流子领域（小型，紧凑型，以及中型）仍处于行业高成长驱动的卖方市场，高质量新品的推出将大概率获得成功，主要佐证有两点：

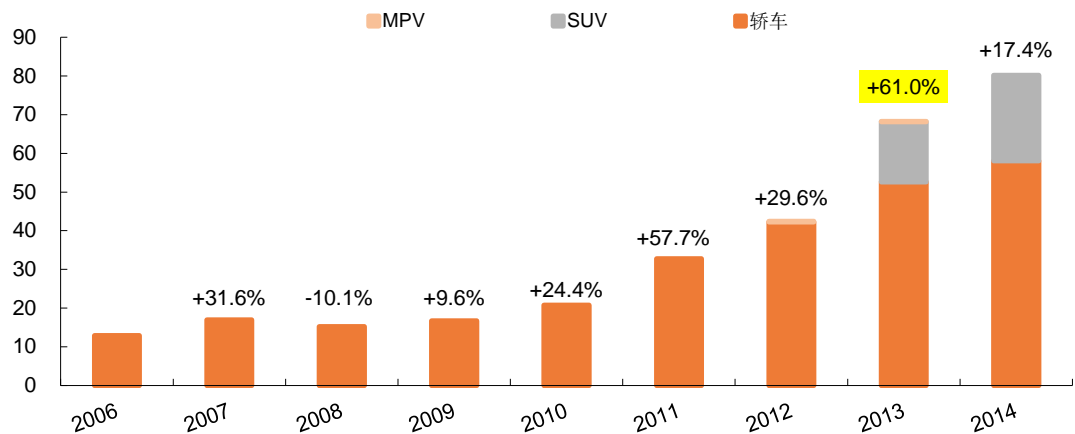
- 1) 翼虎、翼博、以及锐界在上市后销量都迅速爬升。虽然 SUV 新品推出增多，但是市场总容量的扩张依然能够消化新品的增加，高质量品牌推出的新车型能够快速获得消费者认可，在快速爬坡后达到可观的稳定销量。
- 2) 翼虎 2015 年初的换代迅速扭转了市占率的下降趋势，并再创新高。翼虎翼博在上市一年半后，即在 2014 年下半年开始出校销售乏力的情况，具体表现为市场占有率下滑，但翼虎的换代（类似新品推出）迅速逆转了下降趋势，这仍然说明市场中新品能够快速获得消费者的认可。

✓ 福特 SUV 的国产大幅提升了长安福特的业绩表现

2013 年开始国产福特 SUV，长安福特的销量、收入、净利润都实现了爆发式的增长，2013 年同比增速分别达到了 60.3%、53.6%、156.2%。SUV 国产对长安福特业绩提升的作用非常明显。

图表31 长安福特历年销量结构与总体增长情况

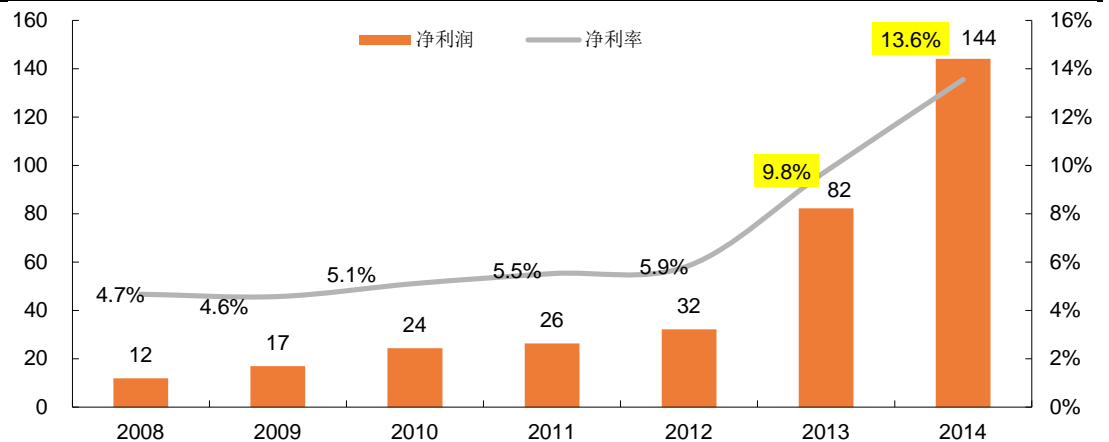
单位：万辆



资料来源：中国工业汽车协会，平安证券研究所

图表32 长安福特历年净利润与净利率

单位：亿元



资料来源：中国工业汽车协会，平安证券研究所

广菲克国产 Jeep 的产品路径与长安福特国产福特 SUV 类似，Jeep 三款国产 SUV 同样分别定于市场主流的小型、紧凑型、中型 SUV，同时产品竞争力强、品牌形象个性高端、渠道建设布局清晰，因此在国内 SUV 高成长的行业氛围下，我们预计 Jeep 三款国产 SUV 在推出后也将迅速上量，取得成功，从而大幅改善广汽菲亚特的销量以及财务业绩表现，最终给广汽集团提供极大的利润弹性！

2.7 类比 Jeep 在美国的上升势头，其在华 2018 年达 50 万目标值得期待

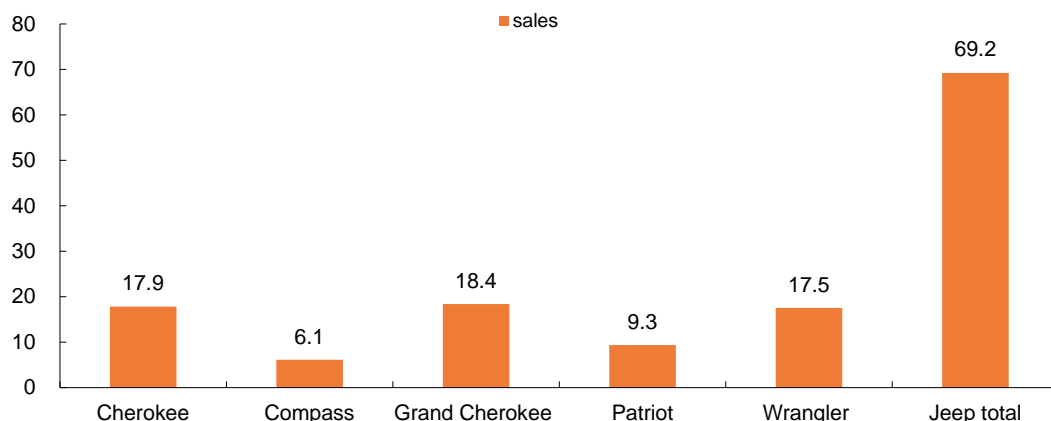
✓ Jeep 在美国市场表现亮眼，市场占有率 2009 年后稳步提升至 8%

2009 年菲亚特合并克莱斯勒后，Jeep 在美国 SUV 市场占有率从 4.7% 的低点稳步提升到 8.0%，显示 2009 年后 Jeep 品牌竞争力在美国市场逐年提升。

分具体车型看，2014 年美国市场自由光 (cherokee)、大切诺基 (grand cherokee)、牧马人 (wrangler) 年销量均在 18 万辆左右，而自由客 (patriot) 和指南者 (compass) 都分别有 9.3、6.1 万的销量。

图表33 Jeep 2014 年各产品在美国市场销售情况

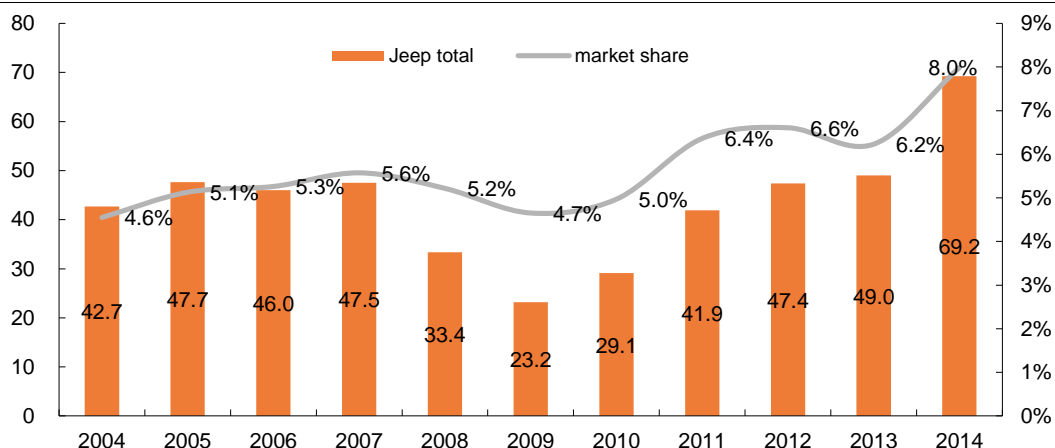
单位：万辆



资料来源: Marklines, 平安证券研究所

图表34 Jeep 在美国市场销量以及在 SUV 市场占有率

单位：万辆



资料来源: Marklines, 平安证券研究所

✓ 类比 Jeep 在美国市场表现，Jeep 2018 年在中国完成 50 万辆销量目标值得期待

美国市场是较为成熟的汽车市场，2004 年到 2014 年，美国 SUV 销量占汽车总销量的比例稳定在 45%-55%之间，2014 年其 SUV 销量达 867 万辆（不包含新能源 SUV），汽车总销量达 1693 万辆（不包含新能源汽车）。

根据 2018 年不同 SUV 销量和 Jeep 不同市占率可以测算出 Jeep 的销量矩阵。2018 年，Jeep 在最差、中性、最乐观预期销量分别为 28、54、88 万。

我国 SUV 2014 年销量 408 万，仍处于高速增长期，我们预计 2018 年超过 900 万是大概率事件。

此外，考虑到 Jeep 在美国市场已有 8%的市场占有率，Jeep 18 年在中国市占率达到 6%并不困难。因此，2018 年 50 万销售目标并非遥不可及，Jeep 完成该目标很值得期待！

图表35 2018 年我国 Jeep 的销量测算

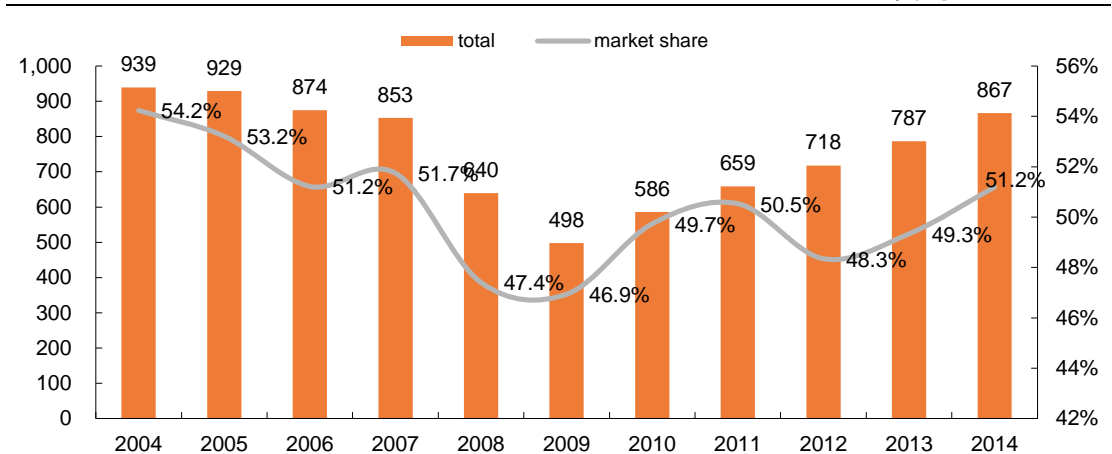
单位：万辆

我国 SUV 市场空间	700	800	900	1000	1100
JEEP 国内市占率					
4%	28	32	36	40	44
5%	35	40	45	50	55
6%	42	48	54	60	66
7%	49	56	63	70	77
8%	56	64	72	80	88

资料来源：平安证券研究所

图表36 美国市场 SUV 销量及其市场占有率

单位：万辆



资料来源：Marklines，平安证券研究所

2.8 广菲克业绩估算

2015-2018 年广菲克的销量主要来自 Jeep 相关产品的销售，同时随着 Jeep SUV 的放量，公司的净利率将逐步提升。考虑各款产品的上市时间，以及放量节奏，我们预计广菲克 2015-2018 整体销量将分别达 6、27、43、53 万辆，净利率分别为 4.2%、9.2%、12.4%、14.4%，实现净利润为 4.8、48.9、102.9、145.1 亿，对上市公司投资收益贡献为 2.4、24.4、51.5、72.5 亿。

图表37 广菲克业绩估算及对上市公司贡献

单位：辆 亿

广菲克	2014 年	2015E	2016E	2017E	2018E
销量	68090	64342	274342	434342	534342
收入	68.1	116.4	530.0	832.9	1005.9
净利率	-1.0%	4.2%	9.2%	12.4%	14.4%
净利润	-0.7	4.8	48.9	102.9	145.1
权益净利润	-0.3	2.4	24.4	51.5	72.5
折合每股收益	-0.01	0.04	0.38	0.80	1.13
占广汽净利润比例	-1.1%	5.0%	29.8%	41.7%	46.3%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、广丰与广本：战略调整，触底回升

3.1 日系份额已达谷底，存在巨大反弹空间

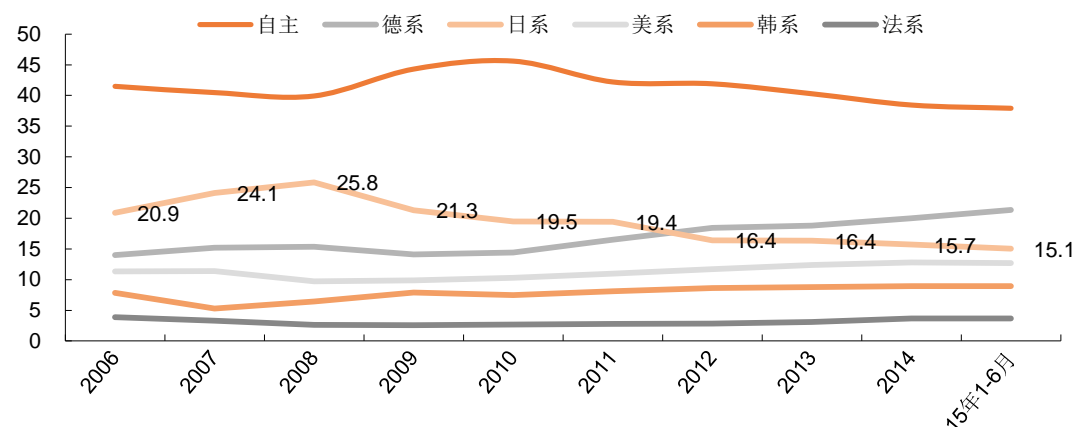
2008 年为日系在中国表现的分水岭。

2008 年前，日系表现强势，其乘用车销量市场份额由 2006 年的 20.6% 上升到 2008 年的最高点 25.8%，主要原因是大部分的日企合资车企都是 21 世纪初成立的，新车上市提升了日系份额。2008 年后日系进入景气下行期，2009-2012 年日系份额大幅下降，主要原因有：

- 1) 钓鱼岛事件，日本地震（福岛核泄漏）等事件性冲击影响日系销量；
- 2) 日系中国发展战略保守，产品升级换代变化不大，产品竞争力随其他车系新品推出而减弱；
- 3) 欧美车系借助涡轮增压+双离合技术大幅升级动力系统，产品竞争力加强。

图表38 乘用车历年分国别市场占有率

单位：%



资料来源：中国汽车流通协会，平安证券研究所

我们预计日系车份额的低谷期已过，随着事件性冲击逐渐消退和日系中国战略调整，日系车存在较大触底反弹空间。

3.2 广丰广本制定顶层规划，加大中国市场投入

2012 年前后，为了应对中国市场的激烈竞争，扭转中国市场的颓势表现，广本和广丰改变过去保守的战略规划，积极推动在华发展。

丰田在 2012 年 3 月发布了针对中国市场的首个自主战略“云动计划”，在“技术、商品、福祉车、服务、事业、社会公益”六个方面推动丰田在中国地区的发展，核心内容为将丰田混合动力技术引入中国，在 2015 年实现混动车型国产。

广汽丰田在 2014 年成立 10 周年时发布了中期规划“微笑战略”，宣布到 2020 年广丰将形成由 10 款以上产品组成、覆盖所有主流细分市场的强大产品阵容。

广汽本田则将 2013 年定为“二次腾飞”元年，积极进行产品投放、产能扩张、以及销售网络优化。

图表39 丰田云动计划主要内容

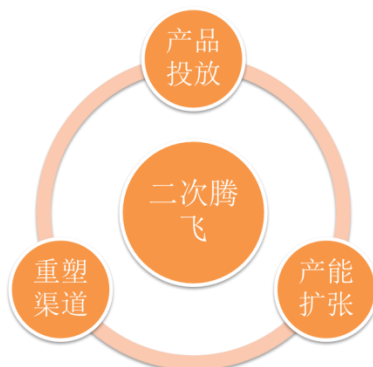


丰田中国“云动计划”核心内容：

- 混合动力技术引入中国，2015年实现混动车型在一汽丰田、广汽丰田批量国产
- 推进专属中国市场的本地化研究、生产；
- 2015年达到160万---180万辆销量；
- 加大新能源投入，未来实现节能新能源车型在丰田整体销售中占据20%的份额。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表40 广汽本田“二次腾飞”主要内容



广汽本田“二次腾飞”核心内容：

- 产品投放：2013年后进入密集产品投放周期；
- 产能扩张：第三工厂暨发动机工厂2013动工，2015年建成投产，广汽本田总产能提升至72万；
- 重塑渠道：销售组织变革，销售渠道下沉至县级城市。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

✓ 积极拓展产品线，升级产品动力系统

产品单一，动力系统较弱是广丰广本历史短板。过去广丰和广本新品投放较少，主要依靠 B 级车的销售，而 A 级轿车和 SUV 领域为薄弱环节，难以同品类齐全的欧美系品牌竞争。另外，2014 年以前广丰广本产品的动力系统都选择“自然吸气+多点电喷”的技术路线，比起欧美产品“涡轮增压+多点直喷”的动力系统，竞争力较弱。

近两年在新的战略规划下，广丰和广本积极换代老车型，推出新车型，产品线逐渐齐全，同时升级产品动力系统，开始引入涡轮增压和混合动力技术。

广汽本田在 2013 年推出全新凌派（A 级车），2014 年底推出首款 SUV 缤智，同时在 2016 年还将推出国产讴歌（紧凑 SUV）以及全新国产中型 SUV，将形成从 A0 级轿车到中级 SUV 的全覆盖。其中国产讴歌就将采用涡轮增压发动机。

广汽丰田在 2013 年推出全新雷凌（A 级车），同时在 2015 年上半年推出搭载 2.0T 发动机的换代汉兰达，2015 年下半年将推出混动版的雷凌，2017 年还有望推出一款全新小型 SUV。

图表41 广本广丰 2013-2017 新车上市与规划

	2013 年	2014 年	2015H1	2015H2	2016 年	2017 年
广汽本田	全新凌派 (A) 第九代雅阁 (B)	飞度换代 (A0) 奥德赛换代 (MPV) 全新缤智 (小型 SUV)	锋范换代 (A)	凌派换代 (A)	国产讴歌 (SUV, 2.0T) 全新国产中型 SUV (CONCEPT D)	
广汽丰田	致炫 (A0) 换代雅力士	全新雷凌 (A)	改款凯美瑞 (B) 汉兰达换代 (2.0T) 中型 SUV	雷凌混动版 (A)		小型 SUV

资料来源：公司网站，平安证券研究所

丰田混合动力关键部件国产将有效降低混动车型售价，从而提升丰田混动产品性价比。混合动力技术在动力性能上与涡轮增压相当，比同级别的传统车高出 30% 左右，但混合动力技术比传统车以及涡轮增压更加节能。现阶段国内混合动力车型销售的主要难点是价格较高，通常比非混动车型高 4 万以上。

丰田在常熟 2013 年建成丰田汽车研发中心 (丰田全球研发系统中最大研发中心)，2014 年成立丰田汽车零部件有限公司，生产紧凑型车用无级变速箱 S-CVT，预计未来还有望生产混动电机系统。

我们预计混动系统部件的国产有望使得混动系统与传统汽车价差降到 2 万以内，从而提升混动产品性价比，更容易得到消费者认可。

图表42 同级别不同动力系统综合比较

	传统自然吸气	涡轮增压+双离合	混合动力	纯电动
动力性能	一般	功率提升 30% 左右	功率提升 30% 左右	电机功率不同而不同
变速箱	一般	双离合效率更高，减少顿挫	无变速箱，齿轮环直接驱动，无顿挫 比传统高 4 万以上， 丰田关键部件国产化后预计可减少到 2 万内	理论上可电机直驱，无级变速
价格	低	同级别比传统高 1-3 万		同级别比传统高 10 万以上
驾驶体验	一般	加速动力充沛	平稳性强	启动快，但续航有限
油耗	高	节油 15%-20%	节油 30%-50%	节油 100%

资料来源：公司网站，平安证券研究所

3.3 广丰广本已过低谷，进入上升周期

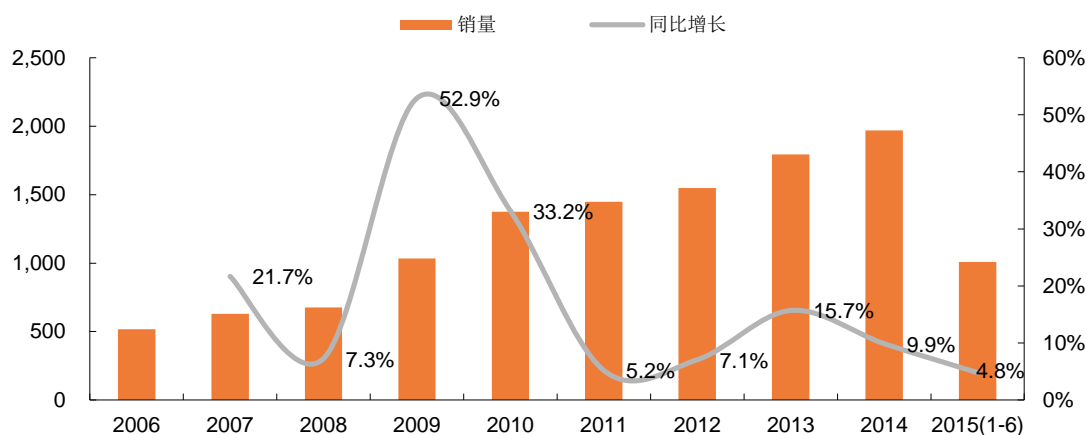
广丰广本销量增速在 2012 年达到最低谷。2011-2012 受经济危机影响，中国乘用车增速回落到 10% 以内。同时期，叠加日本大地震 (2011.04) 以及钓鱼岛 (2012.09) 影响，广本广丰的销量增速下降更加严重。2011 年、2012 年广丰销量同比增 1.9%，-8.9%，广本同比下降 6.1%，12.7%。

2013 年及以后，广丰广本销量强势反弹。2013 年前后，随着广本和广丰调整中国战略，加大新车投入和换代，销量增长明显好于整个乘用车行业。

从外部冲击来看，钓鱼岛以及地震等事件性冲击的影响已经逐步消除；从内部改善来看，丰田本田开始调整中国地区战略，车型更新换代加快，同时准备引入涡轮增压和混合动力系统弥补产品动力短板。内外部双重改善，广丰广本在新一轮产品投放周期下已经进入触底反弹的上升通道。

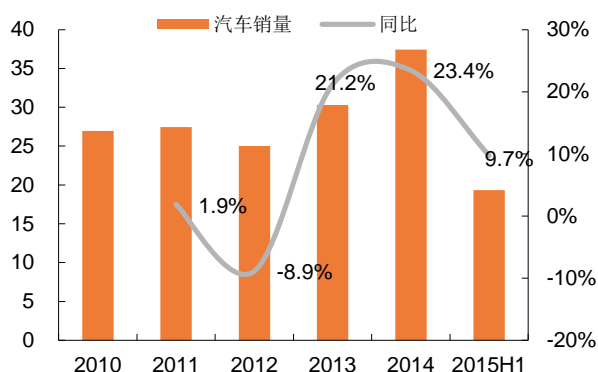
图表43 我国乘用车历年销量和同比增速

单位：万辆



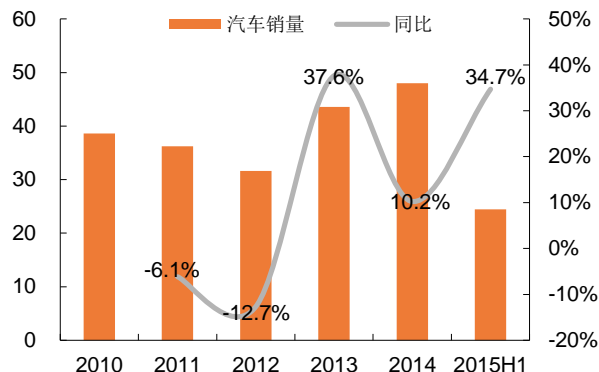
资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表44 广汽丰田历年销量和同比增速 单位：万辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表45 广汽本田历年销量和同比增速 单位：万辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

3.3 广丰广本业绩估算

广丰广本已度过了最低谷，正处于触底回升的强势上升周期。

我们认为：

广本 2015 年销量增量主要来自缤智的放量，2016、2017、2018 年销量增量主要来自讴歌国产（紧凑 SUV）以及全新中型 SUV 在 2016 的上市和后续放量，我们预计广本 2015-2018 年销量分别达 56.2、66.0、73.2、77.2 万辆，净利率逐步回升，为 4.8%、5.2%、5.6%、6.0%，净利润分别为 35.9、50.6、65.7、76.2 亿，对上市公司贡献投资收益为 17.9、25.3、32.8、38.1 亿。

广丰 2015、2016 年销量增量主要来自混动版雷凌的上市和放量，2017、2018 年的销量增量主要来自新推小型 SUV，我们预计广丰 2015-2018 的销量依次为 45.7、47.2、52.8、58.4 万辆，净利率为 7.30%、7.60%、7.90%、8.20%，净利润分别为 51.1、55.2、62.1、69.4 亿，对上市公司投资收益贡献为 25.5、27.6、31.0、34.7 亿。

图表46 广汽本田与广汽丰田业绩估算及对上市公司贡献

单位：辆 亿

广汽本田	2014 年	2015E	2016E	2017E	2018E
销量	480060	562292	660411	732052	771505
收入	598.1	747.2	972.1	1173.0	1270.6
净利率	4.3%	4.8%	5.2%	5.6%	6.0%
净利润	26.3	35.9	50.6	65.7	76.2
广汽丰田	2014 年	2015E	2016E	2017E	2018E
销量	357212	456947	471576	527502	583546
收入	580.9	699.5	725.7	785.9	846.2
净利率	7.0%	7.3%	7.6%	7.9%	8.2%
净利润	40.7	51.1	55.2	62.1	69.4
广汽本田+广汽丰田合计	2014 年	2015E	2016E	2017E	2018E
权益净利润	33.5	43.5	52.9	63.9	72.8
折合每股收益	0.52	0.68	0.82	0.99	1.13
占广汽净利润比例	105.1%	90.3%	64.5%	51.8%	46.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

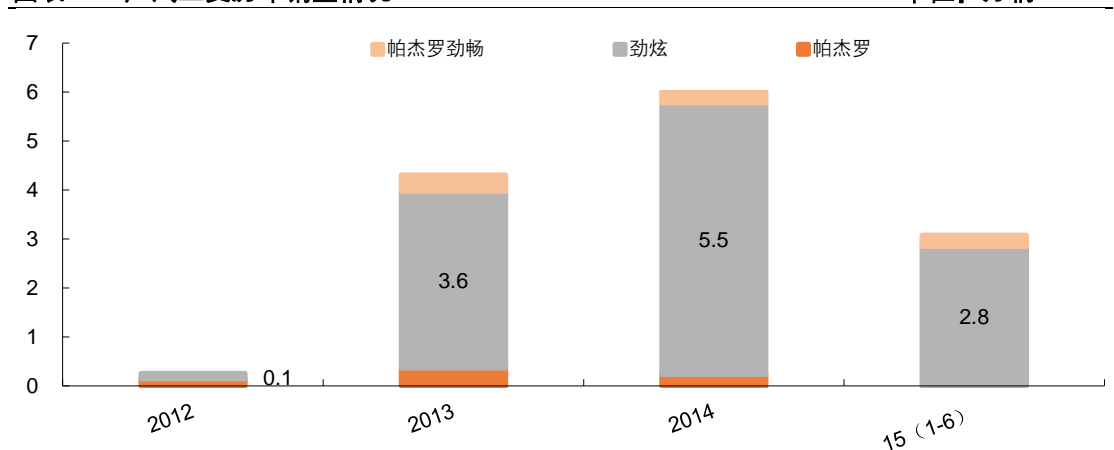
四、广汽三菱与广汽自主：积极战略布局，未来发展可期

4.1 广汽三菱：盈亏平衡点低，率先扭亏为盈

广汽三菱成立于 2012 年，主要产品为帕杰罗、帕杰罗劲畅、劲炫，其中紧凑型 SUV 劲炫是主力车型。2014 年广汽三菱销售 6.3 万辆，同比增长 46.8%，其中劲炫销量 5.5 万辆（占总销量 87.6%），同比增长 53.7%。由于广汽三菱目前在原长丰生产基地生产，而长丰老厂房折旧较少，故广汽三菱盈亏平衡点较低，在 2014 年已实现扭亏为盈。

图表47 广汽三菱历年销量情况

单位：万辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

4.2 广汽自主：新品密集推出 产能高速扩张

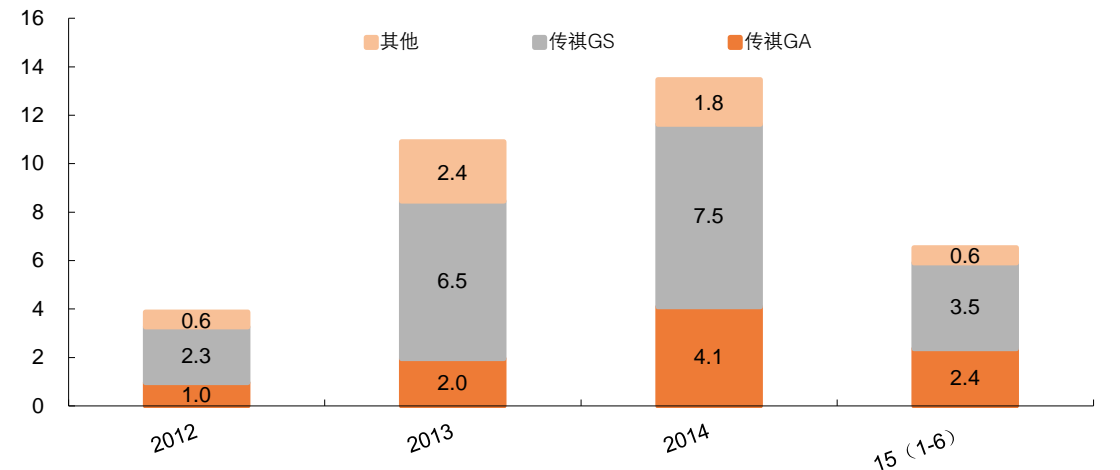
传祺品牌销量占广汽乘用车销量 80% 以上。广汽乘用车自主品牌包括广汽传祺和广汽长丰猎豹。其中传祺品牌提供了广汽乘用车的大部分销量。现阶段，“传祺”的主要在售车型为传祺轿车，包括

GA5(A级)、GA3(A级)、GA6(B级),以及GS系列SUV,包括GS5、GS5速博、GS4(都是紧凑型SUV)。

2014年广汽乘用车共销售13.5万辆,其中传祺轿车贡献4.1万辆,同比增长109.3%,传祺SUV贡献7.5万辆,同比增长15.8%。二者合计占销量的86.3%。我们预计广汽自主未来销量依然主要来自传祺轿车和SUV。

图表48 广汽自主历年销量情况

单位:万辆



资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

广汽传祺未来2年内将推出6款新车,进一步完善产品线。未来规划的六款全新车型中,GS3的定位低于GS4,预计将会是一款小型的SUV,以此弥补在这个市场上的空缺。GS6、GS7将是广汽传祺向中大型SUV市场进军的产品。此外,广汽传祺还将推出GA4、GA7、GA8三款轿车,丰富产品阵容。其中将于年内上市的GA8是一款为数不多的自主品牌C级轿车。届时,传祺产品将全面覆盖A0级到C级轿车,以及小型SUV到中大型SUV。

图表49 传祺未来新车规划

车型	级别	预计上市时间
GA4	A	2016年
GA7	B	2017年
GA8	C	2015年9月
GS3	小型SUV	2017年
GS6	中型SUV	2016年
GS7	中大型SUV	2016年

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

产能高速扩张,2016年底产能将达40万辆/年。广汽传祺在2014年第三季度完成了第一工厂20万产能的扩建,并在2015年开始兴建第三工厂,预计2016年底建成,建成后广汽传祺的年产能将达40万辆。

广汽自主品牌尚处于战略布局期,其2014年亏损9亿左右,考虑到传祺新品推出和销售上量,我们预计其2015-2018年其亏损将逐渐减少,并在2018年左右基本实现盈亏平衡。

4.3 广汽三菱与广汽自主业绩估算

我们预计广汽三菱 2015-2018 年的销量依然主要来自劲炫，整体销量依次为 6.5、6.8、7.2、7.5 万辆，仍然保持微利状态，净利润依次为 1.6、1.7、1.9、2.1 亿，贡献投资收益 0.8、0.9、1.0、1.0 亿。

现阶段广汽乘用车依然处于亏损状态，2014 年亏损 8 个亿左右。广汽乘用车 2015-2018 年的销量依然主要来自传祺品牌。我们预计广汽乘用车 2015-2018 年销量依次为 17.4、28.1、39.6、43.9 万，连同本部其他资产一起，本部 2015-2017 年逐年减亏，并在 2018 年实现微利。

五、集团层面其他亮点

5.1 推出股权激励计划 激发管理团队积极性

公司 2014 年 7 月发布《股票期权激励计划》，拟向激励对象授予 6435 万份股票期权，占公司总股本 1%，激励对象包括董事、高级管理人员及业务骨干等合计 672 人，授予价格为 7.7 元。考核要求公司 2015/16/17 年扣非净利润较 2013 年复合增长率分别不低于 13%/13%/14%，扣非净资产收益率分别不低于 8%/8.5%/9%。授予后至股票期权可行权日之间的时间（等待期）为 24 个月，行权期分三年，每年行权比例 1/3。

我们认为公司股权激励计划使公司管理团队的个人回报同公司业绩挂钩，有利于激发管理团队的积极性，提高公司的经营效率。

5.2 发布“3+e”战略 制定集团整体发展规划

公司 2014 年 11 月正式发布“3+e”发展战略，确立了自主、日系和欧美系“三足鼎立”的业务战略，以及全新的电商战略。

图表50 广汽集团“3+e”战略概述



资料来源：公司网站，平安证券研究所

我们认为公司的“3+e”战略为各业务板块的发展方向进行了规划指引，有利于从集团层面聚合公司各业务品牌资源，全方位提升公司核心竞争力。

5.3 成立产业基金助力集团业务发展

公司 2015 年 6 月份公告全资子公司广汽资本连续发起设立 3 项产业基金，助力集团业务发展。

汽车产业投资基金：该基金由广汽资本与广证创投作为普通合伙人发起设立，并投向于汽车产业的创新技术，包括智能制造、汽车零配件、新能源汽车、汽车后市场、汽车电子及车联网等。基金总

规模为人民币 10 亿元，一期规模为人民币 2 亿元。

新兴产业并购基金：该基金由广汽资本与汇垠天粤作为普通合伙人发起设立，并投向于汽车产业链上下游、先进制造业、大消费和金融服务等战略性新兴产业，同时关注优秀国有企业的混合所有制改革的投资机会等。基金采取母子基金形式，母基金规模为人民币 5 亿元，首期不超过人民币 3 亿元。子基金规模为人民币 15-20 亿元。

高端智能装备产业基金：该基金由广汽资本发起设立，将投资于高端装备、先进制造及汽车智能化等领域的有限合伙型股权投资基金，致力挖掘“工业 4.0”和“中国制造 2025”机遇。基金总规模为人民币 10 亿元，其中，第一期规模为人民币 2.5 亿元-3 亿元。

我们认为广汽集团有望利用这三项产业基金，对有良好成长性或者具有发展潜力的项目进行投资，与公司主业形成良性互动，增强公司的核心竞争力。

六、盈利预测与投资建议

我们认为广汽集团未来的业绩增长点主要来自 Jeep 的国产，以及广本和广丰的业绩回升。

6.1 Jeep、广丰、广本三者市值 1440-1740 亿

根据第二部分对标美国市场的分析,我们认为 Jeep 在 2018 年达到 50 万辆销售目标是大概率事件。假设单车利润为 2-3 万,则 Jeep 2018 年净利润规模可达 100-150 亿,贡献权益净利润 50-75 亿。我们预计广丰广本 2018 年合计贡献约 70 多亿投资收益。Jeep、广丰、广本三者投资收益贡献总和为 120-145 亿。国外成熟汽车公司估值大都在 10-15 倍之间,保守给予 2018 年 12 倍 PE 估值,Jeep、广丰、广本三者对应市值即 1440-1740 亿。

图表51 Jeep 市值敏感性分析

单位：万辆、亿元

	非常悲观	较悲观	中性	较乐观	非常乐观
2018 年 Jeep 销量	30	40	50	60	70
2018 年利润	60--90	80-120	100-150	120-180	140-210
Jeep 投资收益贡献	30-45	40-60	50-75	60-90	70-105
PE	12	12	12	12	12
Jeep 支撑市值	360-540	480-720	600-900	720-1080	840-1260

资料来源：平安证券研究所

图表52 国外成熟汽车公司估值水平

代码	公司	市盈率 PE
F.N	福特汽车	14.72
FCAU.N	菲亚特克莱斯勒	21.34
GM.N	通用汽车	10.81
HMC.N	HONDA MOTOR CO LTD-SPONS ADR	10.02
THO.N	霍尔工业	14.59
TM.N	TOYOTA MOTOR CORP-SPON ADR	11.75
TTM.N	TATA MOTORS LTD-SPON ADR	8.67
WGO.N	WINNEBAGO INDUSTRIES	13.75

资料来源：wind，平安证券研究所

附：股价截至 2015 年 7 月 24 日

6.2 主要合营联营子公司业绩贡献

✓ 广汽菲亚特

国内 SUV 高速增长，14 年销量 408 万，18 年预计 915 万，存在翻倍空间。而 Jeep 是经过战火淬炼，象征自由、冒险、可靠、激情的高品质 SUV 品牌，其即将国产的三款 SUV 外观配置均不输同类竞品。对标分析长安福特国产福特 SUV 的情况，我们认为 Jeep 国产会迅速上量；对比分析 Jeep 在美国市场的表现，我们认为 Jeep 2018 年完成 50 万目标销量值得期待。

我们预计广菲克 2015-2018 销量将分别达 6、27、43、53 万辆，随着各款新品 SUV 的陆续上量，净利率将逐步提升，2015-2018 分别为 4.2%、9.2%、12.4%、14.4%，对应净利润为 4.8、48.9、102.9、145.1 亿，对上市公司投资收益贡献为 2.4、24.4、51.5、72.5 亿。

✓ 广汽丰田和广汽本田

我们认为广丰广本已度过了最低谷，正处于触底回升的强势上升周期。

从外在冲击看，钓鱼岛以及日本大地震等事件性因素的影响已经消失。从内部改善看，丰田本田调整中国地区战略加大中国市场的投入。2013-2017 年广丰广本多款新车换代和上市，同时 2014 年后广本广丰推出搭载涡轮增压发动机车型，广丰 2015 年底混合动力国产，并积极推进混动部件的国产化，降低混动产品价格。这一些列战略调整将弥补日系历史上产品单一、动力系统较弱的短板，从而帮助广本广丰实现销量和业绩的强势反弹。

我们预计：

广汽本田 2015-2018 销量分别达 56、66、73、77 万辆，净利率逐步回升，为 4.8%、5.2%、5.6%、6.0%，净利润分别为 35.9、50.6、65.7、76.2 亿，对上市公司贡献投资收益为 17.9、25.3、32.8、38.1 亿。

广汽丰田 2015-2018 销量分别达 45.7、47.2、52.8、58.4 万辆，净利率为 7.30%、7.60%、7.90%、8.20%，净利润分别为 51.1、55.2、62.1、69.4 亿，对上市公司投资收益贡献为 25.5、27.6、31.0、34.7 亿。

✓ 广汽三菱和广汽自主

广汽三菱和广汽自主相关业务处于战略布局期。

广汽三菱由于继承长丰生产基地折旧少，而主力车型智炫销量较好，从 2014 年开始已经扭亏为盈。我们预计后续广汽三菱的销量依然主要来自劲炫。我们预计广汽三菱 2015-2018 年销量微增，整体处于微利状态，净利润在 1-2 个亿之间。

广汽自主品牌后续几年的销售依然主要以传祺品牌为中心。广汽传祺后续两年进入新一轮新品的投放周期，16-17 年将有 6 款新品上市，到时广汽传祺将实现从 A0 至 C 级轿车以及从小型 SUV 到大型 SUV 的全覆盖。现阶段，广汽自主品牌处于亏损状态，但随着新品的上量和 SUV 产品的增多，我们预计传祺今后几年亏损将逐步减少，并有望在未来扭亏为盈。

我们预测公司 2015、2016、2017、2018 年净利润 48.1、82.0、123.4、156.5 亿，对应 EPS 分别为 0.75、1.27、1.92、2.43 元，给予 18 年 12 倍估值，目标价 29.16，给予“强烈推荐”评级。

图表53 广汽集团收入与盈利拆分

单位：辆、亿元

		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
广汽本田	销量	316405	435480	480060	562292	660411	732052	771505
	收入	433.1	584.4	598.1	747.2	972.1	1173.0	1270.6
	净利率	5.0%	4.5%	4.3%	4.8%	5.2%	5.6%	6.0%
	净利润	21.7	26.6	26.3	35.9	50.6	65.7	76.2
	投资收益	10.8	13.3	13.1	17.9	25.3	32.8	38.1
本田中国	销量	29034	24097	22685	24000	24000	24000	24000

		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
	收入	37.2	30.9	43.8	51.3	51.3	51.3	51.3
	净利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	净利润	1.5	1.2	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1
	投资收益	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
广汽丰田	销量	232802	286000	357212	456947	471576	527502	583546
	收入	454.6	555.8	580.9	699.5	725.7	785.9	846.2
	净利率	6.8%	6.9%	7.0%	7.3%	7.6%	7.9%	8.2%
	净利润	30.9	38.4	40.7	51.1	55.2	62.1	69.4
	投资收益	15.5	19.2	20.3	25.5	27.6	31.0	34.7
广汽菲亚特	销量	11288	48375	68090	64342	274342	434342	534342
	收入	11.2	47.9	68.1	116.4	530.0	832.9	1005.9
	净利率	-10.0%	-3.0%	-1.0%	4.2%	9.2%	12.4%	14.4%
	净利润	-1.1	-1.4	-0.7	4.8	48.9	102.9	145.1
	投资收益	-0.6	-0.7	-0.3	2.4	24.4	51.5	72.5
广汽三菱	销量	2491	43036	63199	65040	68292	71707	75292
	收入	5.0	55.9	77.5	75.5	79.3	83.2	87.4
	净利率	-15.0%	-1.1%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
	净利润	-0.8	-0.6	1.6	1.6	1.7	1.9	2.1
	投资收益	-0.4	-0.3	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
乘用车小计		25.7	31.8	34.3	47.2	78.7	116.8	146.9
商用车板块		-8.5	-7.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
零部件板块		2.0	2.2	2.5	2.7	3.0	3.3	3.6
其他		7.1	13.7	9.2	10.0	11.0	10.1	10.3
联合营企业投资收益合计		26.3	40.2	41.0	54.9	87.6	125.1	155.8
本部及其他		-15.0	-13.5	-9.2	-6.8	-5.6	-1.7	0.7
归母净利润		11.3	26.7	31.9	48.1	82.0	123.4	156.5
EPS		0.18	0.41	0.50	0.75	1.27	1.92	2.43

资料来源: wind, 平安证券研究所

七、风险提示

1) Jeep 国产 SUV 销量不及预期; 2) 广丰广本业绩回升不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	26514	26974	25512	24732
现金	19040	18365	15739	13339
应收账款	1025	1059	1402	1675
其他应收款	782	807	1070	1277
预付账款	484	311	628	546
存货	2036	2661	2828	3960
其他流动资产	3147	3772	3844	3935
非流动资产	31276	35344	42824	54451
长期投资	18273	18671	24558	33716
固定资产	6585	7912	8837	10585
无形资产	3899	5163	5635	6063
其他非流动资产	2518	3597	3794	4087
资产总计	57790	62318	68336	79183
流动负债	18083	20245	22302	26118
短期借款	2700	4540	4540	4540
应付账款	3624	4601	5010	6877
其他流动负债	11759	11104	12751	14701
非流动负债	5644	5958	6007	6053
长期借款	4775	4769	4819	4865
其他非流动负债	869	1188	1188	1188
负债合计	23727	26203	28309	32171
少数股东权益	805	796	410	-250
股本	6435	6435	6435	6435
资本公积	8900	8923	8923	8923
留存收益	17920	19947	23539	29695
归属母公司股东权益	33258	35319	39617	47262
负债和股东权益	57790	62318	68336	79183

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	978	1105	-205	2072
净利润	2545	2927	4426	7538
折旧摊销	951	1219	922	1095
财务费用	161	303	245	361
投资损失	-3995	-4210	-5529	-8805
营运资金变动	244	319	-269	1884
其他经营现金流	1072	546	-0	-0
投资活动现金流	-165	-474	-2873	-3916
资本支出	1929	3475	1593	2469
长期投资	-2042	-644	-5887	-533
其他投资现金流	-278	2356	-7166	-1981
筹资活动现金流	3081	-1666	452	-556
短期借款	284	1840	0	0
长期借款	-3001	-6	50	46
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	30	24	0	0
其他筹资现金流	5768	-3524	402	-602
现金净增加额	3874	-1058	-2626	-2400

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	18824	22376	26430	33046
营业成本	16113	18959	22154	27398
营业税金及附加	669	784	753	1049
营业费用	1066	1827	2145	2614
管理费用	1731	1899	2219	2713
财务费用	161	303	245	361
资产减值损失	80	117	94	130
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3995	4210	5529	8805
营业利润	2999	2696	4349	7586
营业外收入	247	403	372	335
营业外支出	601	45	45	241
利润总额	2646	3054	4481	7680
所得税	101	126	55	142
净利润	2545	2927	4426	7538
少数股东损益	-124	-258	-386	-660
归属母公司净利润	2669	3186	4813	8198
EBITDA	3505	4312	5325	8774
EPS (元)	0.41	0.50	0.75	1.27

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	45.2	18.9	18.1	25.0
营业利润(%)	213.4	-10.1	61.3	74.5
归属于母公司净利润(%)	135.4	19.4	51.1	70.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	14.4	15.3	16.2	17.1
净利率(%)	14.2	14.2	18.2	24.8
ROE(%)	7.5	8.1	11.1	16.0
ROIC(%)	5.1	6.5	8.5	12.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	41.1	42.0	41.4	40.6
净负债比率(%)	-14.2	-25.0	-12.9	-5.1
流动比率	1.5	1.3	1.1	0.9
速动比率	1.4	1.2	1.0	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	18.3	21.5	21.5	21.5
应付账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.6
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.50	0.75	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	0.96	-0.03	0.32
每股净资产(最新摊薄)	5.17	5.49	6.16	7.34
估值比率	-	-	-	-
P/E	46.3	38.8	25.7	15.1
P/B	-161.61	3.50	3.12	2.61
EV/EBITDA	3.71	27.0	22.5	13.9

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有限责任公司（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代行使独立判断。
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有限责任公司的立场。
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。
平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033