

凤凰涅槃，踏上新征程

■行业复苏在望，优选高弹性整车。当前行业正处于底部渐复苏的阶段，边缘小厂加速出清，我们认为应当密切关注由可逆原因导致净利率短期出现明显下滑且估值绝对低的龙头或次龙头公司，紧密跟踪公司应对和变化，配合新品周期，公司或将迎来量利齐升，叠加估值修复，弹性巨大，横向对比，广汽集团当前具备明显吸引力。

■广汽自主触底，新能源上量在即，叠加深彻变革，有望再度崛起。自主经营恶化，主要是自身产品质量问题和管理失当，以及行业竞争加剧，前两者是主因，也是可逆因素。公司及时进行了组织机构改革和人事大范围调整，经销商管理大幅改善，装配爱信 6AT 后大毛病基本得以解决，市场口碑逐渐回温，传祺 GS8 中改和 GS4 换代，以及 Aion 新能源等新品将助力公司销量加速回升。深具忧患意识，勇于创新的广汽，加速研发投入，战略聚焦新能源和智能网联强化品牌力和营销力，有望再塑爆款，东山再起。

■广丰、广本进入产品、产能和渠道的扩张期，高增长可期。经历过挫折的两田一向经营稳健，甚至是保守，但是 2018 年以来，进入了产品、产能和渠道的快速投放期，新品皓影和威兰达两大紧凑型 SUV 的入列，有望贡献 18-20 万辆的增量。外部大环境使得消费者更加偏好日系车，叠加竞争对手技术进步缓慢甚至是倒退，为两田持续扩张创造了宽松的外部环境，未来两年高增长可期。

■菲克及时止血，三菱维持稳健发展。广汽菲克问题丛生，现已进行了产销一体化改革，在经营层面、产品层面和品牌定位层面都进行了调整，目前库存已回落到可控水平，自由侠迎来换代，有望推动菲克销量回升，加速减亏。三菱产品线单一，但运营有方，始终维持平稳发展，随着新劲炫换代和新能源新品的不断丰富，公司产品矩阵有望扩容，维持稳健发展。

■投资建议：行业正从周期底部缓慢复苏，广汽自主和菲克及时调整，两田进入产品、产能和渠道的快速扩张期，公司盈利有望加速提升，叠加自主有望再度崛起，消融市场对合资股比调整的担忧，或将迎来戴维斯双击。2019-2021 年公司营收预计分别为 605.16/769.00/810.07 亿元，同比增长-16.39%/27.07%/5.34%，归母净利润 82.60/110.58/123.78 亿元，同比增长-24.23%/33.86%/11.95%，对应估值分别为 15.7/11.8/10.5 倍，给予目标价 17.00 元。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

■风险提示：自主销量持续恶化的风险；新能源烧车的风险；广丰威兰达销量或不及预期；广本发动机失速扩大的风险；菲克亏损持续扩大的风险；

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 71,574.9 | 72,379.8 | 60,516.0 | 76,900.0 | 81,006.5 |
| 净利润 | 10,786.2 | 10,902.6 | 8,260.4 | 11,057.5 | 12,378.3 |
| 每股收益(元) | 1.05 | 1.06 | 0.81 | 1.08 | 1.21 |
| 每股净资产(元) | 6.78 | 7.48 | 8.06 | 8.75 | 9.50 |
| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 市盈率(倍) | 12.1 | 11.9 | 15.7 | 11.8 | 10.5 |
| 市净率(倍) | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| 净利润率 | 15.1% | 15.1% | 13.6% | 14.4% | 15.3% |
| 净资产收益率 | 15.5% | 14.2% | 10.0% | 12.3% | 12.7% |
| 股息收益率 | 2.9% | 3.0% | 2.2% | 3.0% | 3.3% |
| ROIC | 37.0% | 44.1% | 19.1% | 24.3% | 44.1% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

乘用车

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价：17.00 元
 股价 (2019-09-19) 12.70 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 130,018.89 |
| 流通市值(百万元) | 77,271.13 |
| 总股本(百万股) | 10,237.71 |
| 流通股本(百万股) | 6,084.34 |
| 12 个月价格区间 | 10.24/14.83 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 9.98 | 17.4 | 16.87 |
| 绝对收益 | 16.19 | 21.17 | 27.96 |

袁伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100002
 yuanwei2@essence.com.cn
 021-35082038

吴文丽

报告联系人

wuw11@essence.com.cn
 021-35082030

相关报告

内容目录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 1. 逐梦二十载，挫折与成长 | 5 |
| 1.1. 风雨兼程二十载，三足鼎立格局已定..... | 5 |
| 1.2. 股权结构集中，产业链全方位布局..... | 5 |
| 1.3. 日系稳扎稳打，自主缔造“传祺”..... | 7 |
| 2. 传祺底部基本探明，新能源崛起 | 9 |
| 2.1. 见证过“传祺”，经历过低潮..... | 9 |
| 2.2. 危机并存，广汽基因是关键..... | 13 |
| 2.3. 深化改革谋发展，自主求生..... | 16 |
| 2.4. 守正出奇，新能源异军突起..... | 18 |
| 3. 两田进入产品、产能和渠道持续扩展期 | 20 |
| 3.1. 两田蛰伏两年，调整迎来腾飞..... | 20 |
| 3.2. 经营稳健，两田有望维持高增长..... | 22 |
| 3.3. 产品产能渠道扩张期三期叠加..... | 23 |
| 4. 菲克改革止血，三菱稳健经营 | 26 |
| 4.1. 菲克深彻变革，成效尚待观察..... | 26 |
| 4.2. 三菱经营有方，维持平稳发展..... | 27 |
| 5. 盈利预测与估值 | 28 |
| 5.1. 销量预测..... | 28 |
| 5.2. 盈利预测与估值..... | 29 |
| 6. 风险提示 | 30 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 广汽逐渐发展成自主合资三足鼎立的局面..... | 5 |
| 图 2: 广汽股权结构稳定且集中..... | 6 |
| 图 3: 丰田产业链封闭式供应体系盈利高..... | 6 |
| 图 4: 大众产业链开放式供应体系盈利低..... | 6 |
| 图 5: 广汽集团产业链布局完整..... | 7 |
| 图 6: 广汽集团销量及增速..... | 7 |
| 图 7: 广汽本田销量及增速..... | 7 |
| 图 8: 广汽丰田销量及增速..... | 8 |
| 图 9: 广汽乘用车销量及增速..... | 8 |
| 图 10: 广汽集团营收维持平稳较快增长 (单位: 亿元) | 8 |
| 图 11: 广汽集团盈利波动显著高于营收 (单位: 亿元) | 8 |
| 图 12: 广汽整车贡献主要营收, 商贸次之 (单位: 亿元) | 8 |
| 图 13: 上汽整车贡献主要营收, 零部件次之 (单位: 亿元) | 8 |
| 图 14: 广汽净利率稳定且最高 (单位: %) | 9 |
| 图 15: 广汽毛利率稳步提升且较高 (单位: %) | 9 |
| 图 16: 广汽集团净利率、毛利率和 ROE (单位: %) | 9 |
| 图 17: 广汽集团管理费用率不断下降 (单位: %) | 9 |
| 图 18: 广汽乘用车发展历程..... | 10 |
| 图 19: 广汽乘用车股权结构..... | 10 |

| | |
|---|----|
| 图 20: 自主销量以 SUV 为主 (销量: 万辆) | 10 |
| 图 21: GS4 贡献主要销量, GS3 和 GS8 次之 (销量: 万辆) | 10 |
| 图 22: GS4 经历了上涨期、平稳期和下滑期, 当前正处于修复期 (销量: 万辆) | 11 |
| 图 23: 2015 年, 合资车型性能好但价高, 自主车型价低但糙 | 11 |
| 图 24: 2015 款传祺 GS4 变速器故障率过半 | 12 |
| 图 25: 传祺 GS4 断车事件 | 12 |
| 图 26: 合资低价位 SUV 上市, 市场竞争骤然加剧 | 13 |
| 图 27: 2019 年 1-7 月乘用车分价位增速 | 13 |
| 图 28: 自主品牌近三年市场份额连年下降 | 13 |
| 图 29: SUV 单一市场依赖度仍很高 | 14 |
| 图 30: 新能源车销量占比较低 | 14 |
| 图 31: 15 万元以上高端车型销量占比基本维持在 20% 上下 | 15 |
| 图 32: 广汽乘用车跌幅扩大, 但基本实现软着陆 | 16 |
| 图 33: 传祺 GS4 销量自 2 月逆势上扬 | 16 |
| 图 34: 广汽人事调整 | 16 |
| 图 35: 张跃赛任职广汽三菱期间销量超计划 32.23% | 17 |
| 图 36: 引入爱信 6AT 后, 变速箱投诉率大幅下降 | 17 |
| 图 37: 研发中心大幅扩容, 聚焦新能源和智能网联 | 17 |
| 图 38: ADiGO 智能出行系统 | 18 |
| 图 39: 广汽新能源 APP | 18 |
| 图 40: 全新一代 GS4 及其换代竞品 | 19 |
| 图 41: Aion 系列带动广汽新能源销量快速增长 | 20 |
| 图 42: 广汽新能源崛起, 带动自主销量快速回升 | 20 |
| 图 43: 广汽本田股权结构 | 21 |
| 图 44: 广汽丰田股权结构 | 21 |
| 图 45: 11-12 两年蛰伏期, 13 年调整后稳步增长 | 21 |
| 图 46: 两田份额 17 年以来开始提升, 18H2 以来尤甚 | 23 |
| 图 47: 经济下行, 日系车市场份额提升显著 (单位: 万辆) | 23 |
| 图 48: 皓影申报图 | 24 |
| 图 49: 2016.1-2019.7 月 CR-V 销量走势 | 24 |
| 图 50: 威兰达和 RAV4 荣放 | 25 |
| 图 51: 2016.1-2019.7 月 RAV4 销量走势 | 25 |
| 图 52: 广汽菲克发展历程 | 26 |
| 图 53: 广汽本田股权结构 | 26 |
| 图 54: 菲克销量不断下滑, 尚未企稳 | 26 |
| 图 55: 广汽菲克 Jeep—自由光 2015 款投诉情况 | 27 |
| 图 56: 广汽菲克 Jeep—自由光 2016 款投诉情况 | 27 |
| 图 57: 三菱市场份额逆势微增 | 28 |
| 图 58: 三菱主力车型销量平稳 | 28 |
| | |
| 表 1: 传祺 GS4 颜值高, 油耗比优势明显 | 12 |
| 表 2: 汽车行业进入淘汰赛 | 14 |
| 表 3: 轿车市场中长轴距与低价格难以同时满足 | 18 |
| 表 4: GA6 综合优势最强 | 19 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 5: Aion S 优势均衡 | 20 |
| 表 6: 两田产品周期变化..... | 22 |
| 表 7: 两田主力车型 2018 年下半年以来维持平稳增长..... | 22 |
| 表 8: 两田跟进大众双车战略..... | 23 |
| 表 9: 合资 SUV 始终显著强于行业..... | 24 |
| 表 10: 两田 2019-2020 年产品规划..... | 25 |
| 表 11: 两田历年产能和产能利用率变化..... | 25 |
| 表 12: 广汽菲克车型..... | 27 |
| 表 13: 广汽三菱车型..... | 28 |
| 表 14: 广汽丰田销量预测..... | 28 |
| 表 15: 广汽本田销量预测..... | 29 |
| 表 16: 广汽乘用车销量预测..... | 29 |

1. 逐梦二十载，挫折与成长

1.1. 风雨兼程二十载，三足鼎立格局已定

广汽集团成立于1997年，2005年以国有控股股份制企业集团发起设立，2010年H股在香港联合交易所成功挂牌上市，2012年A股上市，是国内首家实现A+H股整体上市的大型国有控股股份制企业集团。2013年广汽集团首度入围《财富》世界500强，至今已连续第七年榜上有名，2019年位居第189名，首次进入前200位，比去年排名上升13位，排名屡创新高。

公司成立二十多年，一路风雨兼程，逐渐发展成自主合资三足鼎立的局面。广汽集团于1988年选定本田作为合作对象，憋足一口气，联手本田开创了一条“少投入、快产出，滚动发展”创新发展模式。为了分散风险，广汽开始寻找“第二条腿”，2004年缘定丰田。坐拥“两块田”的广汽很快进入黄金时代，同时决策层未雨绸缪，力主发展自主品牌。过分依赖两个日资企业让广汽觉得不踏实，遂寻找欧美系合作伙伴，终于形成日系、欧美系、自主“三足鼎立”格局。

图1：广汽逐渐发展成自主合资三足鼎立的局面

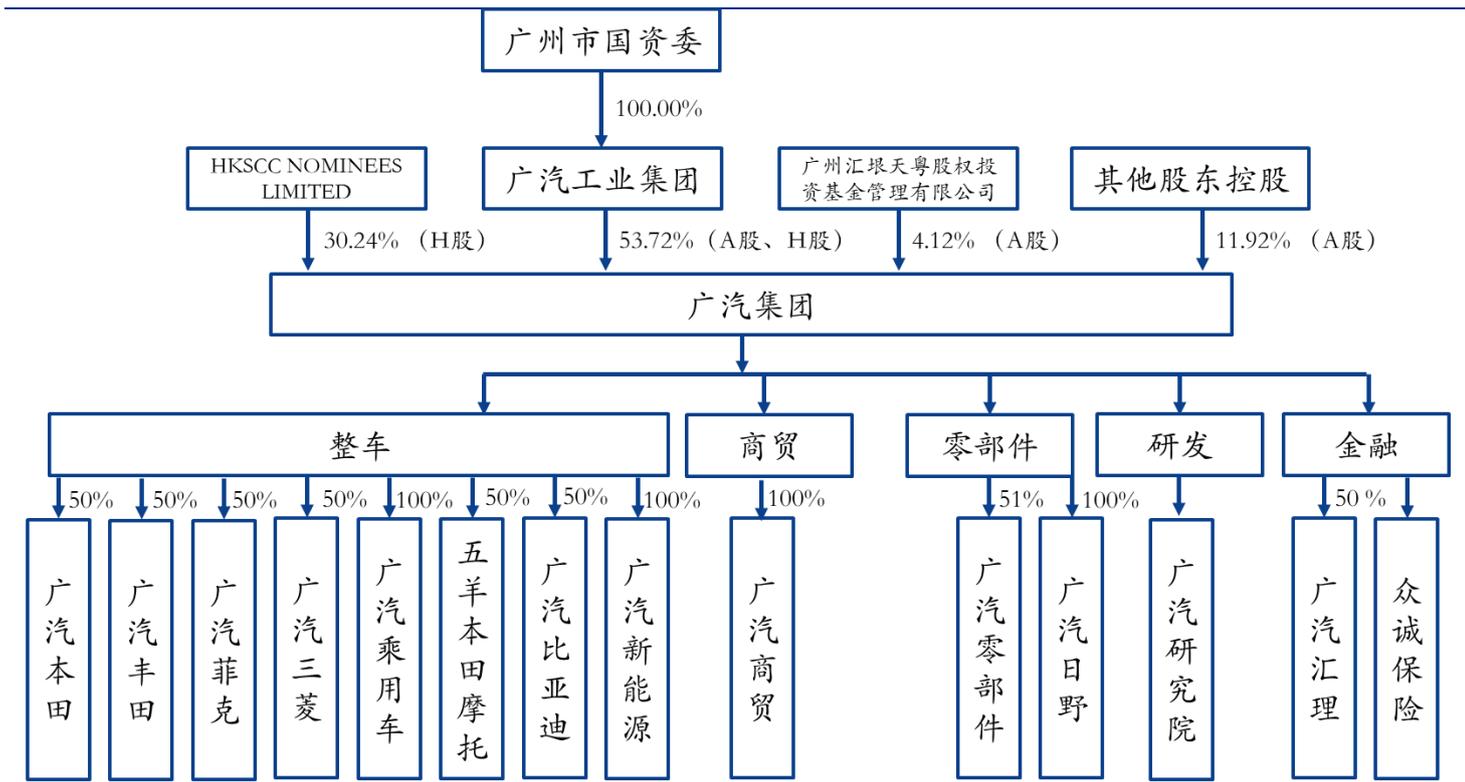


资料来源：官网，安信证券研究中心整理

1.2. 股权结构集中，产业链全方位布局

公司股权结构稳定且集中，入选“双百行动”后积极深化组织结构和治理结构改革。公司的实际控制人是广汽工业集团，持股53.72%，股权结构集中且稳定。核心资产是整车板块，包括持有一半股权的广汽本田、广汽丰田、广汽菲克、广汽三菱等采取“双管制”、生产和销售一体化运营的合资企业，及全资子公司广汽乘用车和广汽新能源等自主企业。自2018年8月入围国务院国资委国企改革“双百行动”名单之后，公司持续深化体制机制改革，推行大部制改革，强化自主品牌和统筹优化企业资源配置，推进职业经理人试点改革，人事调整加快企业战略布局，激发企业活力。

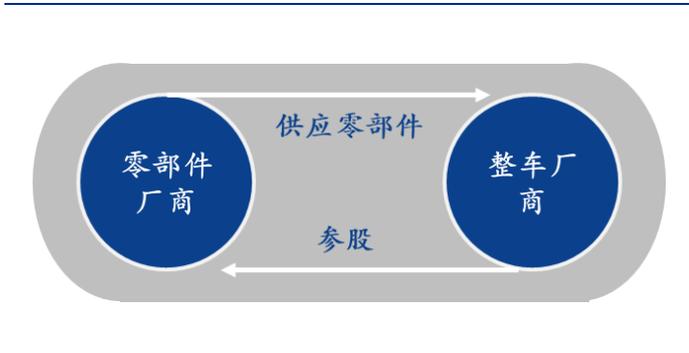
图 2：广汽股权结构稳定且集中



资料来源：公告，安信证券研究中心整理

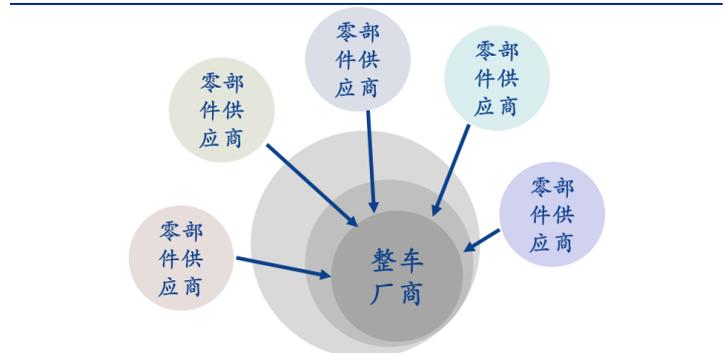
丰田参股零部件的商业模式是盈利胜于大众的根源。丰田通过参股上游零部件企业，形成统一利益体，实现利润共享。重要零部件基本都是内部供应，一般非日本企业难以打入丰田供应链。这种封闭式的供应体系利润高，但是风险大，零部件无替代品，生产系统脆弱，一旦发生危机，很难处理。大众坐拥广阔的零部件采购系统，众多厂商进入供应系统，零部件产业发展迅速，产业链上下游利益体不一致，合作上多有议价机制。整车厂商掌握利润分配权，垄断核心技术的零部件厂商利润率最高，其次是整车厂商和一般零部件制造商。丰田由于参股零部件厂商，能够分享产业链上游的利润，使得盈利能力显著强于大众，但是倘若经营不善，由此导致的风险也将显著超过大众。

图 3：丰田产业链封闭式供应体系盈利高



资料来源：安信证券研究中心

图 4：大众产业链开放式供应体系盈利低

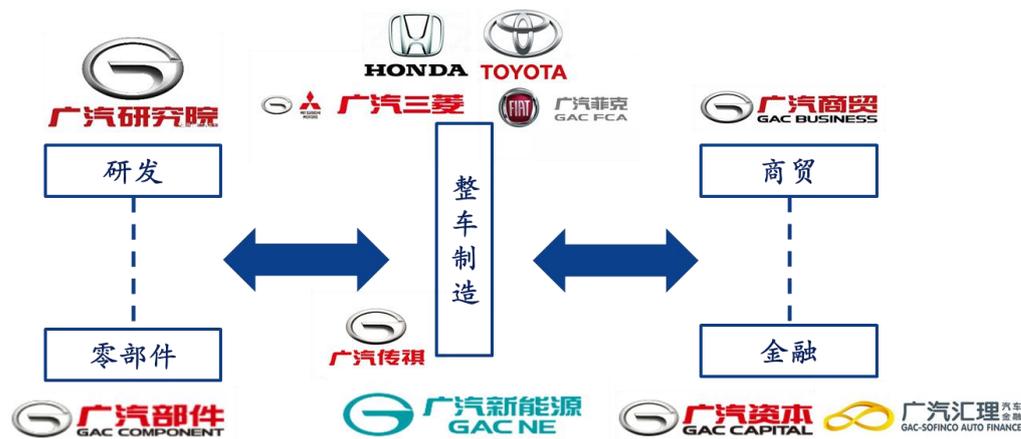


资料来源：安信证券研究中心

汲取成熟汽车市场产业链利润向零部件流动经验，广汽效法丰田，上控下拓，全面布局产业链上下游，聚焦核心零部件。成熟汽车行业产业链，按照零部件生产商、整车厂、销售和服务商 5: 3: 2 进行利润分配，产业链利润向零部件集中。而中国汽车行业利润分配长期受整

车厂控制，产业链利润按照零部件生产商、整车厂、销售和服务商 2: 5: 3 进行分配。公司汲取国际经验，效法丰田，发展了研发、整车、零部件、商贸服务、金融五大业务板块，构成了完整的汽车产业链闭环，是国内汽车行业首家拥有保险、保险经纪、汽车金融、融资租赁、财务等多块金融行业牌照的企业集团。上控下拓，广汽全面布局上下游，上游战略聚焦新能源汽车“三电”和传统汽车变速箱等核心零部件，下游聚焦智能网联和移动出行，参照上汽金融板块，未来几年利润贡献有望持续提升。

图 5：广汽集团产业链布局完整

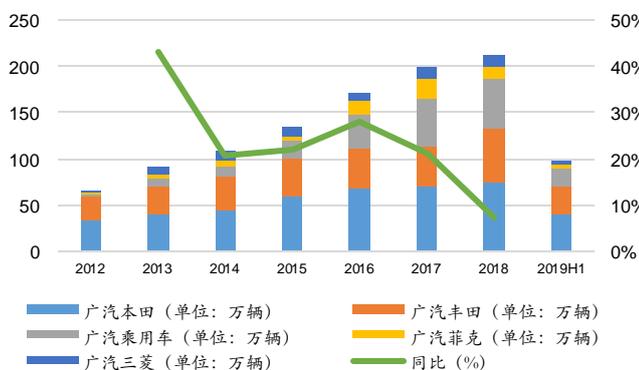


资料来源：官网，安信证券研究中心

1.3. 日系稳扎稳打，自主缔造“传祺”

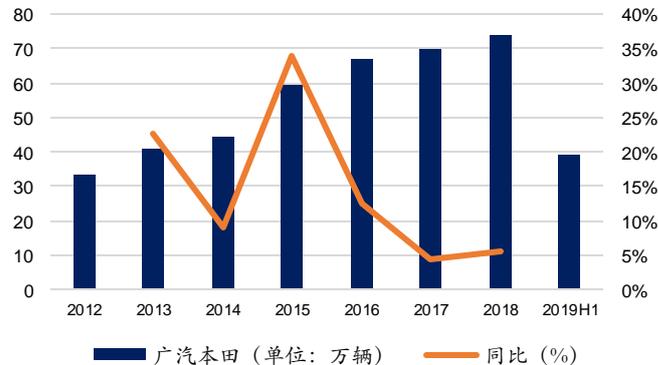
日系稳扎稳打，自主缔造“传祺”。近 7 年，广汽集团销量稳步增长，2014-2017 年增速稳定在 20% 左右，2018 年受汽车整体景气度较差影响，增速大幅下滑。其中，日系品牌广本和广丰一直稳扎稳打，贡献过半销量，自主品牌不负众望，缔造“传祺”，急速成长，销量占比由 2012 年的 3.58% 增长至 2017 年的 25.60%。进入 2018 年之后，出现分化，广丰广本经营稳健，自主和菲克发展受阻，陷入质量问题，销量开始出现下跌。

图 6：广汽集团销量及增速



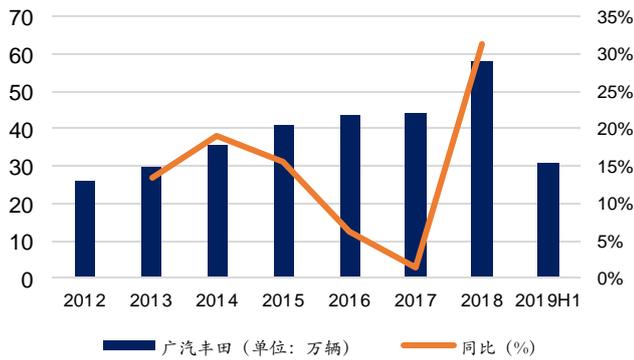
资料来源：乘联会，安信证券研究中心

图 7：广汽本田销量及增速



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

图 8: 广汽丰田销量及增速



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

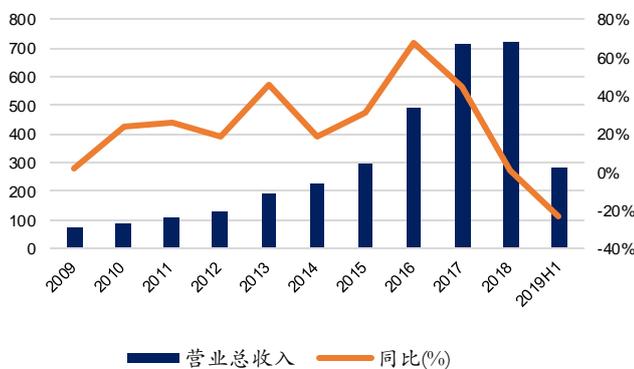
图 9: 广汽乘用车销量及增速



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

营收十年十倍，整车和商贸贡献大。自 2009 年至 2018 年，十年间广汽的营收从 70.57 亿增至 723.80 亿元，年复合增速为 29%，真正实现了十年十倍，受益于两田稳健经营贡献的投资收益和自主快速发展新增利润，归母净利润从 20.30 亿元增长至 109.03 亿元，年复合增速为 21%，实现了十年五倍。其中，广汽集团整车制造业的营收占比接近 70%，商贸服务次之，占比 20%多，与之不同的是，上汽集团整车业务占比最高，75%左右，但是占比第二的是零部件业务，接近 20%。广汽集团的金融业务持续高速发展，但无论规模还是盈利均远低于上汽集团的金融业务。

图 10: 广汽集团营收维持平稳较快增长 (单位: 亿元)



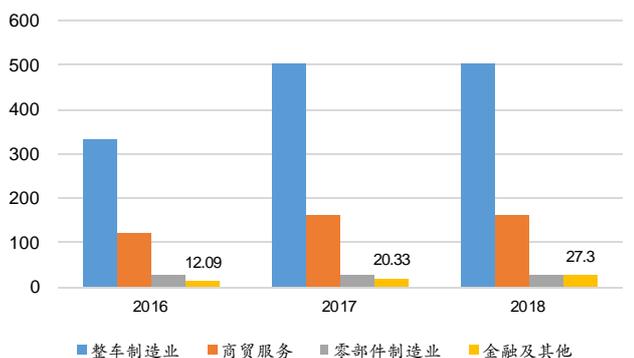
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 广汽集团盈利波动显著高于营收 (单位: 亿元)



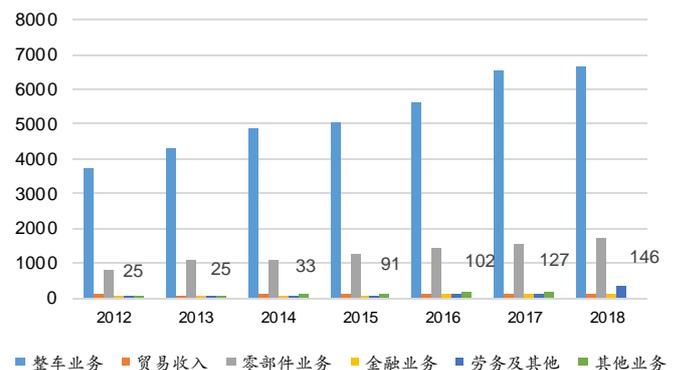
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 广汽整车贡献主要营收，商贸次之 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

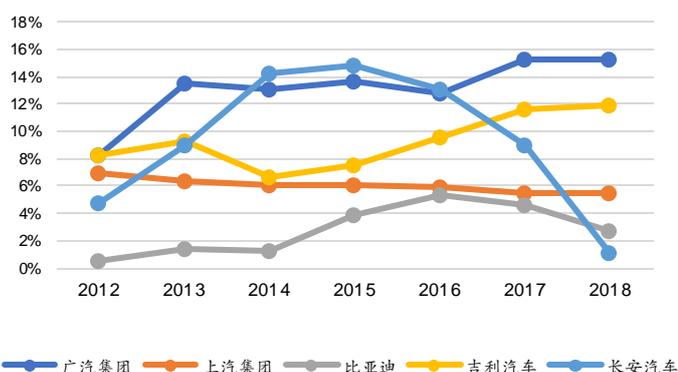
图 13: 上汽整车贡献主要营收，零部件次之 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

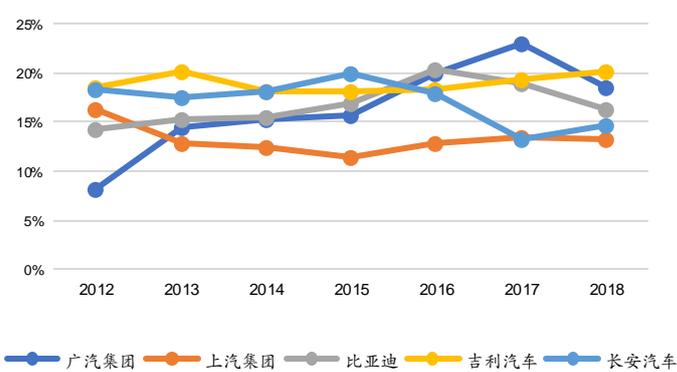
日系贡献显著，盈利能力遥遥领先。与上汽集团、比亚迪、吉利汽车和长安汽车相比，广汽的净利率和毛利率均领先，净利率高的主要原因是公司营收不计入合资公司收入，但净利润包含有高额的投资收益，拉高了净利率水平，毛利率较高，与传祺品牌市场定位高，品牌溢价能力强有关。从2009年至2018年，公司的管理费用率下滑幅度过半，销售费用率相对较平稳，经营效率较高。

图 14：广汽净利率稳定且最高（单位：%）



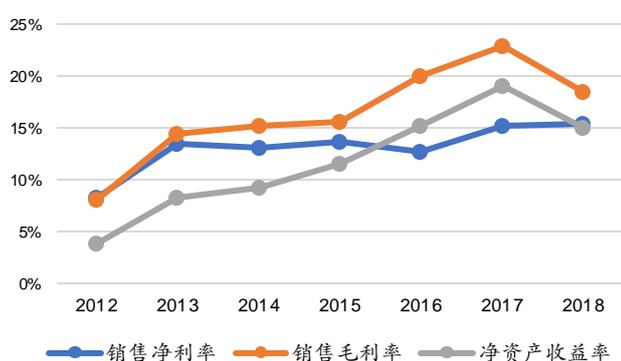
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 15：广汽毛利率稳步提升且较高（单位：%）



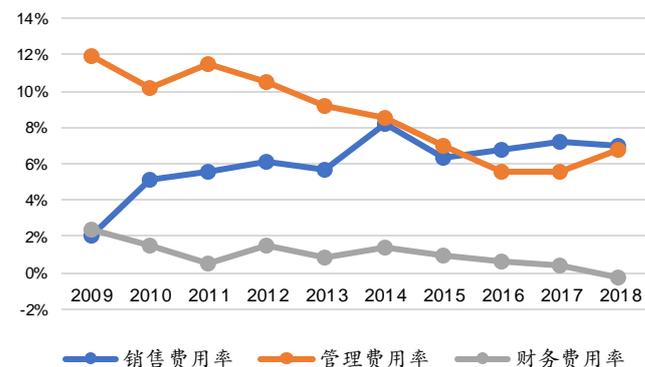
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 16：广汽集团净利率、毛利率和 ROE（单位：%）



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 17：广汽集团管理费用率不断下降（单位：%）



资料来源：wind,安信证券研究中心

2. 传祺底部基本探明，新能源崛起

2.1. 见证过“传祺”，经历过低潮

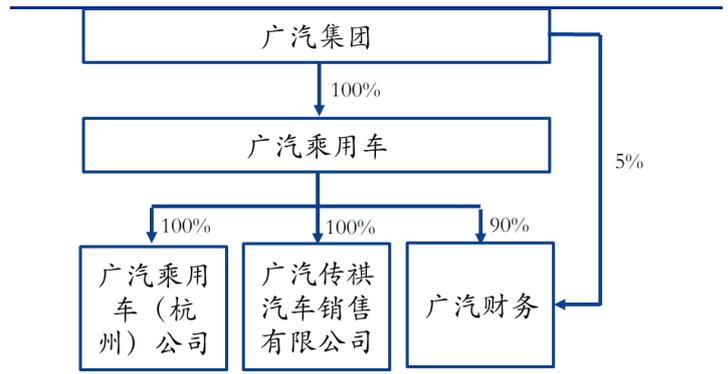
广汽乘用车成立于2008年，是由广汽集团设立的全资子公司，致力于生产销售具有国际先进水平的整车、发动机、零部件、汽车用品以及进行汽车工程技术的研究和开发。2012-2018年，广汽传祺连续六年领跑J.D. Power IQS中国品牌。此外，广汽乘用车积极布局新能源，设立了全资子公司广汽新能源，与蔚来成立新能源合资公司。

图 18: 广汽乘用车发展历程



资料来源: 官网, 安信证券研究中心

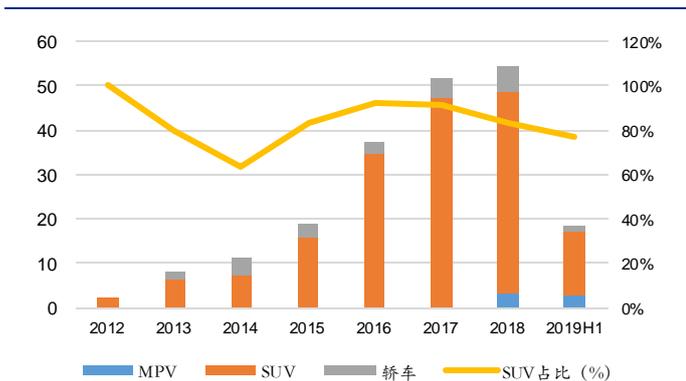
图 19: 广汽乘用车股权结构



资料来源: 公告, 安信证券研究中心

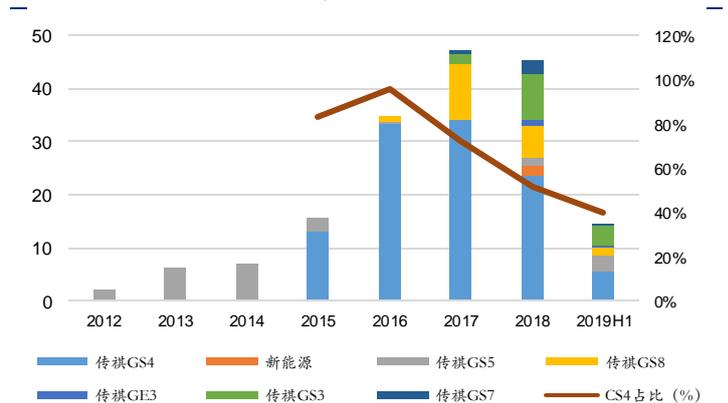
产品结构高度集中, GS4 一枝独秀。自 2012 年推出第一款 SUV——GS5 开始, 广汽乘用车将主力聚焦于 SUV 上, 先后于 2015 年和 2016 年推出爆款 GS4 和 GS8。据 2012-2019 年销量结构, 传祺 SUV 比重一直保持在 80% 以上, 2016 年甚至达到了 92.46%。从细分产品来看, GS4 贡献最大销量, 2015-2018 年, 销量占比分别为 83.31%、95.48%、72.08% 和 51.88%, GS8 次之, 占比 10%-20%。销量高度依赖 GS4, 使得公司经营风险较大, 进入 2019 年, 公司通过轿车错位竞争和发力新能源, 努力打造更加多元化的产销结构, 增强经营的稳定性。

图 20: 自主销量以 SUV 为主 (销量: 万辆)



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

图 21: GS4 贡献主要销量, GS3 和 GS8 次之 (销量: 万辆)



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

自主缔造“传祺”, 爆款反响热烈。广汽乘用车先从中高端轿车切入, 于 2010 年 12 月推出首款车——传祺 GA5 轿车, 然后快速布局较高端 SUV, 随后价格进一步下探、产品进一步下沉, 于 2015 年 4 月推出紧凑型 SUV 传祺 GS4, 一炮打响。接着, 广汽乘用车一鼓作气于 2016 年 10 月推出中型 SUV 传祺 GS8, 打造第二个爆款, 成功突破 20 万元天花板。

GS4 经历了上涨期、平稳期和下滑期, 正在进入修复期。1) 上涨期: GS4 上市后第四个月销量突破万辆, 第七个月突破 2 万辆, 第十个月销量突破 3 万辆, 上涨期共十个月。2) 平稳期: 此后, GS4 月均销量一直维持在两三万辆的水平。3) 下滑期: 直到 2018 年 2 月, GS4 销量才第一次跌破 2 万辆, 并一路下滑至今年 2 月。4) 修复期: GS4 迅速调整, 及时更换变速箱, 今年下半年以来, 也开始转变经销商管理策略, 着力改善终端服务, GS4 触底回升, 随着 GS4 换代, 销量有望持续回升。

图 22: GS4 经历了上涨期、平稳期和下滑期, 当前正处于修复期 (销量: 万辆)

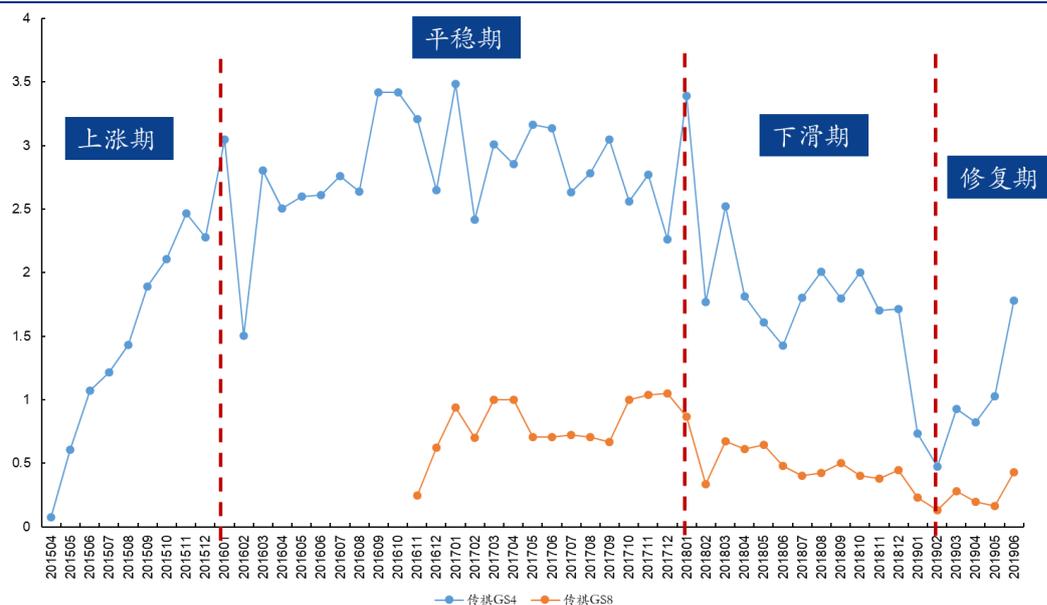


表 1: 传祺 GS4 颜值高, 油耗比优势明显

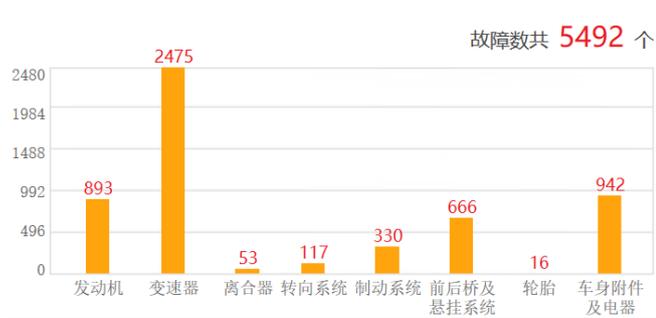
| | 长安 CS75 | 传祺 GS4 | 哈弗 H6 |
|-----------|---|--|---|
| 上市时间 | 2014 年 4 月 20 日 | 2015 年 4 月 18 日 | 2014 年 11 月 28 日 |
| 外观 |  |  |  |
| 内饰 |  |  |  |
| 油耗(L/百公里) | 7.4-8.1 | 6.7-7.2 | 8.3 |

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

3) 体制机制: 广汽乘用车从中高端轿车切入, 后布局 SUV, 接连推出爆款传祺 GS4 和传祺 GS8, 期间公司也在不断探索和调整。主要原因是彼时正是公司的创业初期, 体制机制和经营管理更加灵活, 领导层充分授权, 使得公司兼具国企的平台和民企的效率, 为传祺的成功提供了必要的条件。

广汽传祺失败的原因: 1) 质量问题: 消费者多反应 2015 款和 2016 款广汽传祺 GS4 的 DCT 变速箱存在顿挫、异响等质量问题, 据车质网, 2015 款和 2016 款变速箱故障数分别高达 2475 例和 1261 例, 故障率过半。广汽传祺售后不重视车主的诉求, 或者说是产品质量无解, 对消费者对质量的质疑和问题久拖不决, 影响了市场口碑, 2017 年 8 月的传祺 GS4 断车事件更是雪上加霜。

图 24: 2015 款传祺 GS4 变速器故障率过半



资料来源: 车质网, 安信证券研究中心

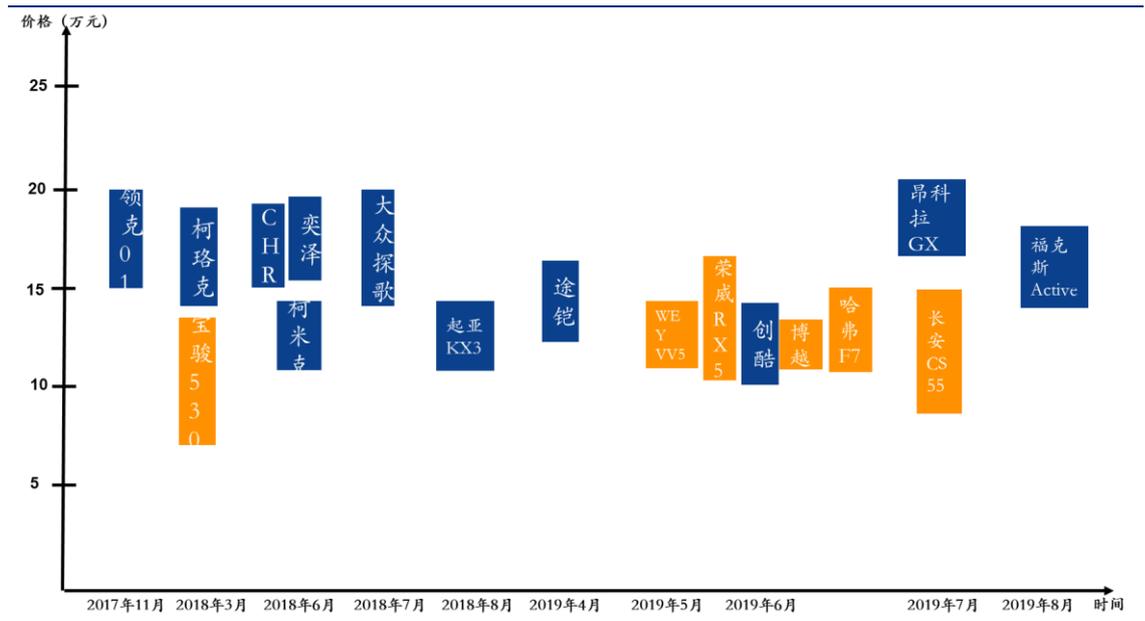
图 25: 传祺 GS4 断车事件



资料来源: 网易汽车, 安信证券研究中心

2) 竞争加剧: 市场对 SUV 的热情和需求不及之前, 与此同时新增产品却层出不穷, 尤其是合资低价位 SUV 密集上市使得 10-15 万元 SUV 市场竞争加剧。2018 年以来, 斯柯达柯珞克、柯米克, 大众探歌, 丰田 CH-R 和奕泽, 领克 01 等相继上市, 2019 年别克昂科拉 GX、雪佛兰全新一代创酷、大众 T-Cross、柯米克 GT、起亚全新 KX3 和福特福克斯 Active 等也将相继上市, 合资低价质优的小型 SUV 和入门级紧凑型 SUV 的相继上市, 无疑对自主紧凑型 SUV 市场形成了较大的竞争压力。

图 26: 合资低价位 SUV 上市, 市场竞争骤然加剧



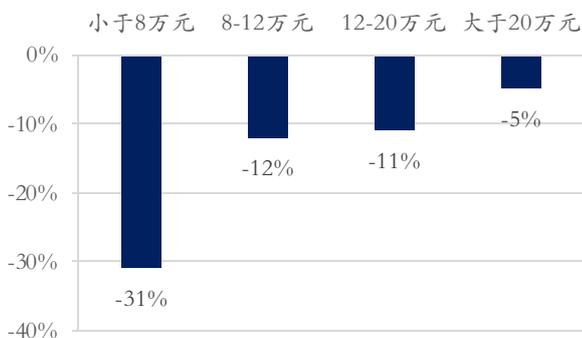
资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心 (蓝色表示合资, 黄色表示自主)

3) 管理失当: 2016 年广汽乘用车管理层大范围更换后, 新领导层出身合资公司, 对自主市场竞争不甚明了, 在出现质量问题后, 公司对此重视度不够, 继续盲目加库存, 导致终端价格失控, 却无所作为也不加以改善, 终致传祺滑入深渊。

2.2. 危机并存, 广汽基因是关键

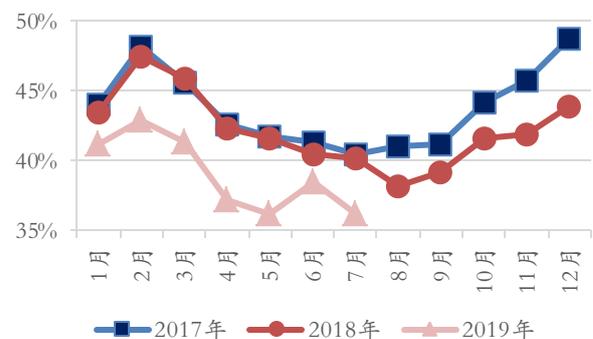
经济下行叠加合资下压, 自主份额不断萎缩。1) 经济下行。2018 年中美贸易战爆发以来, 宏观经济不断下行, 叠加 15 年底开始的供给侧改革, 民营企业经营困难, 占中国购车人数七成左右的民企员工购车需求大幅萎缩, 直接冲击了 8 万元以下自主品牌主阵地的市场需求。中美贸易摩擦料将预期长期化, 宏观经济压力预计近一年仍将加大, 8 万元以下市场需求短期难见回升。2) 合资下压。合资大力推进低价位 SUV 战略, 2019 年别克昂科拉 GX、雪佛兰全新一代创酷、大众 T-Cross、柯米克 GT、起亚全新 KX3 和福特福克斯 Active 等相继上市, 紧凑型轿车仍处换代期, 福特福克斯、日产轩逸、大众 Golf、本田飞度、别克威朗等仍将在今明两年相继换代上市, 预计仍将持续冲击 10-15 万元自主 SUV 重地, 自主的份额将不断萎缩。

图 27: 2019 年 1-7 月乘用车分价位增速



资料来源: 国家信息中心, 安信证券研究中心

图 28: 自主品牌近三年市场份额连年下降



资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

大浪淘沙, 汽车行业进入淘汰赛。中国汽车市场自 2008 年开始进入高速发展时期, 近年来

经济下行，乘用车市场增速缓慢，汽车行业的淘汰赛已然开始：汽车工厂大规模减产停产，经销商退网及拖欠工资的事件层出不穷，海马汽车和力帆汽车甚至已经经营困难。一系列事件的背后是汽车行业的淘汰赛已然开启，大浪淘沙，胜者为王，传祺等头部自主有望受益边缘厂商的退出。

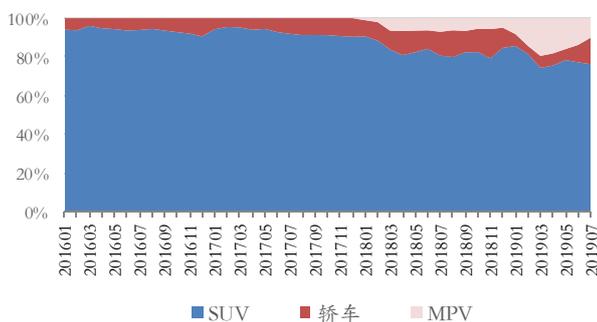
表 2：汽车行业进入淘汰赛

| 减产停产 | 工厂 | 产能 | 用途 |
|-------------------|--|----------|------------------------|
| 北京现代 | 第一工厂 | 30 万辆 | 拟关停，当前处于半停工状态 |
| 东风悦达起亚 | 第一工厂 | 14 万辆 | 改为华人运通代工生产新能源汽车，工人全部调岗 |
| 神龙汽车 | 第三工厂 | 30 万辆 | 关停 |
| 长安福特 | 重庆三个工厂 | 50-60 万辆 | 两班改一班 |
| 北汽银翔 | 两个工厂 | 55 万辆 | 已停产，破产重组中 |
| 江淮汽车 | 二工厂 | 15 万辆 | 关停 |
| 华泰汽车 | 三大工厂 | 50 万辆 | 停工 |
| 东风裕隆 | 一工厂 | 20 万辆 | 陷入停顿 |
| 经销商退网及拖欠工资 | | | 备注 |
| 长安福特 | 据经销商反馈，2018 年有 600 家经销商，现在 200 家正在或者准备退网 | | |
| 众泰汽车 | 已拖欠工资数月，在拿到浙江省政府纾困资金后，暂时解决工资拖欠问题 | | |
| 长江汽车 | 拖欠工资 4 个月以上 | | |
| 力帆汽车 | 30 多家经销商代表重庆维权 | | |
| 经营困难 | | | 备注 |
| 海马汽车 | 亏损 16 亿元导致 ST 后，甩卖 401 套房产保壳 | | |
| 力帆汽车 | 力帆股份公告称因融资逾期，重庆力帆控股有限公司所持无限售股约 6.04 亿股份被冻结 | | |

资料来源：搜狐汽车、盖世汽车，安信证券研究中心

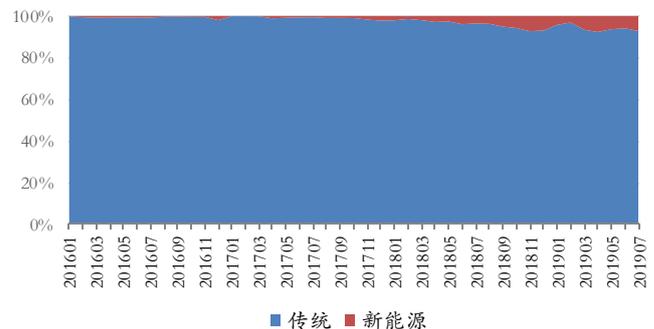
从销量结构看，喜忧参半。目前传祺 SUV 的单一市场依赖度仍很高，占比 80% 以上。新能源车销量占比较低，当前仅 5% 左右，随着 Aion 系列的兴起，今年底新能源的渗透率有望迅速突破 20%，未来也将成为公司自主销量增长的主要驱动力。15 万元以上的高端产品销量占比并没有出现明显下滑，显示了公司在高端市场仍有一定口碑和影响力，为公司未来东山再起奠定了市场基础。

图 29：SUV 单一市场依赖度仍很高



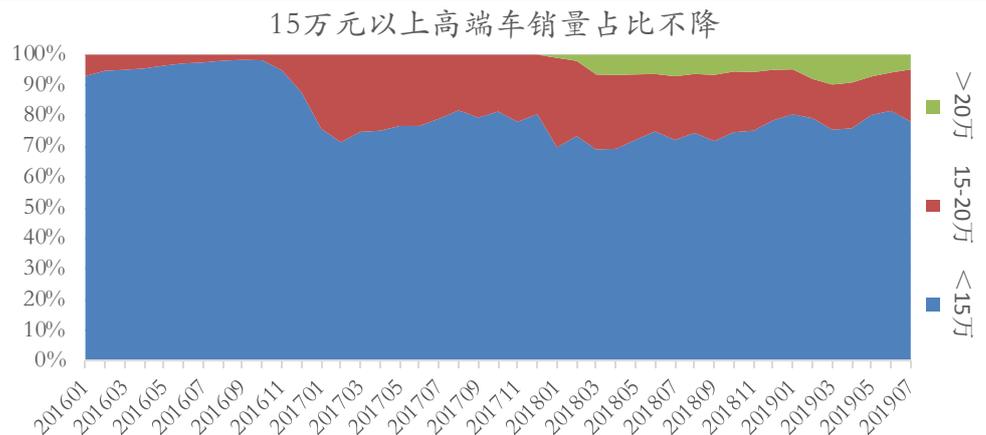
资料来源：Wind，中汽协，安信证券研究中心

图 30：新能源车销量占比较低



资料来源：Wind，中汽协，安信证券研究中心

图 31: 15 万元以上高端车型销量占比基本维持在 20% 上下



资料来源: Wind, 中汽协, 安信证券研究中心

一时挫折难以避免, 关键的是深入骨髓的基因和实力。广汽具备忧患、创新、实干、高效的优良基因是其有望再度崛起的关键。广汽集团的发展可谓充满坎坷, 从净利润-29 亿到 1605 亿, 广汽集团风雨兼程、凤凰涅槃的 20 年依赖的是广汽人深入骨髓的忧患、创新、实干、高效基因。

1) 生而忧患, 未雨绸缪。 广汽自诞生之日起就具备忧患意识。20 年前, 随着广州标致合资项目的失败, 国家有关部门包括外方对广州能否发展汽车工业普遍持怀疑态度。广汽在“广州能不能搞汽车工业”的质疑声中凭借其忧患意识异军突起, 1998 年货比三家后选定本田作为合作对象, 憋足一口气, 联同本田开创了一条“少投入、快产出, 滚动发展”创新发展模式。为了分散风险, 广汽开始寻找“第二条腿”, 2004 年缘定丰田。坐拥“两块田”的广汽发展进入黄金时代, 同时决策层未雨绸缪, 力主发展自主品牌。“鸡蛋不能发在一个篮子里”, 过分依赖两个日资企业, 让广汽觉得不踏实, 寻找欧美系合作伙伴, 形成日系、欧美系、自主“三足鼎立”的格局成为了广汽新的命题。广汽在短短二十年一跃成为中国最大的汽车生产基地之一得益于其忧患意识。

2) 勇于创新, 务实开放。 广汽涅槃之旅困难丛生, 勇于创新是法宝。**品牌定位:** 广汽邀请科尔尼联合开展市场调研, 确立了自主研发、定位中高端的发展路线。**创新发展模式:** 广汽联同本田开创了一条“少投入、快产出, 滚动发展”的创新发展模式。**创新管理机制:** 广汽摒弃了国企普遍的管理弊端, 强化自身国企的平台、民企的效率、合资的流程的管理机制。**研发体系:** 广汽将合资“拐杖”和自主研发相结合, 同时在合资和自主两大事业板块实现“两条腿走路”, 而不仅仅在模仿和借鉴甚至逆向开发中逐渐“沉沦”, 遗忘自己的初心是构筑真正意义上“独立自主”开发体系和流程。**创新生产方式:** 广汽从早期的借鉴广本、广丰到创建广汽自己的生产方式, 一步步走上自主创新之路。勇于创新, 务实开放书写了广汽自强不息、奋发向上、开拓创新的历史。

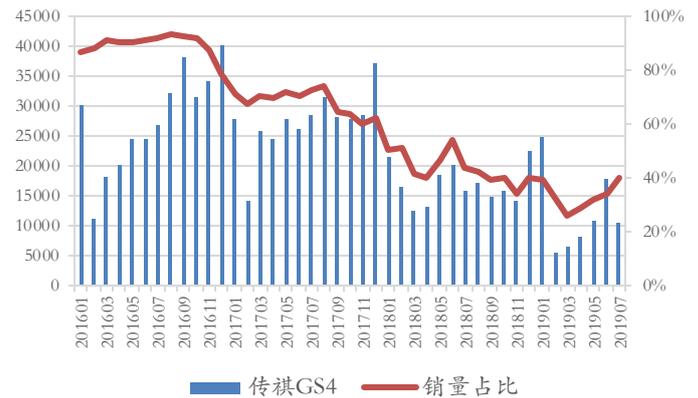
外部环境有危也有有机, 广汽及时的**组织结构改革和人事调整**, 加上自身的优良基因有望使其实现**逆风翻盘**。GS4 止跌回升, GA6 和 Aion S 及时为广汽乘用车注入新增量, 使得广汽乘用车实现软着陆, ADiGO 等新科技的强势加持和爱信 6AT 的全面普及, 有望推动自主加速回升。

图 32: 广汽乘用车跌幅扩大, 但基本实现软着陆



资料来源: Wind, 中汽协, 安信证券研究中心

图 33: 传祺 GS4 销量自 2 月逆势上扬



资料来源: Wind, 中汽协, 安信证券研究中心

2.3. 深化改革谋发展, 自主求生

人事大调整, 及时转变经销商管理模式。在自主经营出现大幅下滑后, 集团公司及时做出人事大调整, 郁俊不再担任广汽新能源董事长及广汽乘用车总经理, 转调广汽集团国际业务本部本部长, 原有职务分别由经验丰富的集团总经理冯兴亚和商贸董事长张跃赛接任。从终端经销商的广泛调研来看, 带领广本实现辉煌业绩的郁俊在自主品牌的管理中, 有些墨守成规, 应对市场较为僵化, 缺乏接地气的打法, 传祺的急转直下, 与传祺 GS4 压库和终端价格失控等关系很大。在更换管理层后, 据经销商反馈, 已经从之前的高压管理模式, 已经转变为丰田模式, 寻求与经销商结成真正的合作伙伴, 共同维护终端市场价格的稳定和消费者口碑。

图 34: 广汽人事调整

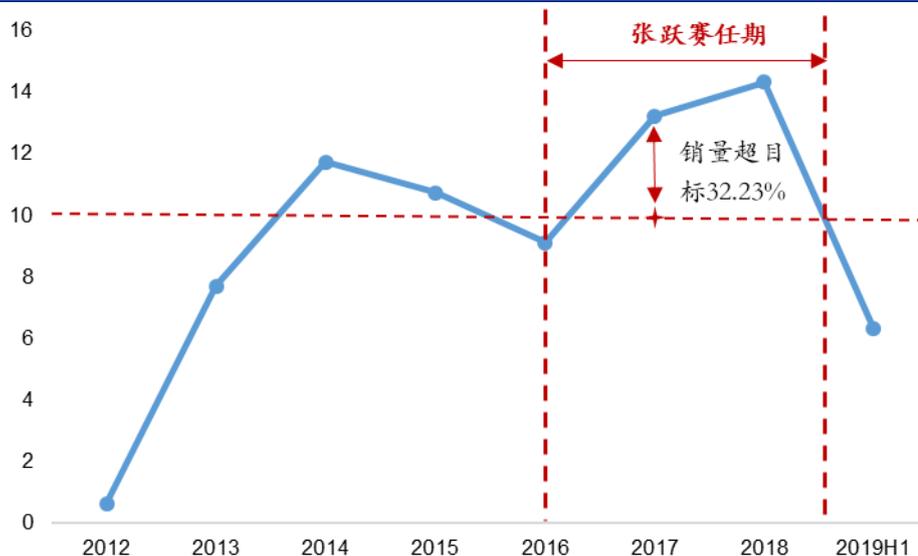
| | | |
|-----|---|--|
| 冯兴亚 |  | 2008.8: 广丰执行副总经理 2013.6: 广汽集团副总经理 广菲克董事长 2017.8: 辞去广汽集团副董事长 2019.7: 广汽集团总经理, 广汽新能源董事长 |
| 张跃赛 |  | 广汽本田企管部部长 广汽丰田副工厂长 广汽日野副总经理 广汽乘用车副总经理 广汽三菱执行副总经理 广汽商贸董事长 广汽乘用车总经理 |
| 胡苏 |  | 2007: 广汽丰田副总经理、销售总经理 2011: 广汽汇理执行副总经理 2018: 大圣科技董事长 2019: 兼任广汽集团数据信息本部本部长 |

资料来源: 搜狐网, 安信证券研究中心

广汽乘用车换帅, 集中资源发展自主品牌。当前广汽乘用车遭遇了前所未有的压力, 2019年销量出现首次下滑, 上半年批发销量 18.7 万辆, 下降了 30.3%。在汽车行业销量整体遇冷的情况下, 公司更需进一步集中全集团资源支持自主品牌, 加强统筹自主品牌业务, 强化自主品牌一体化经营和沟通协调效率。传祺新任总经理张跃赛, 作风务实, 雷厉风行, 在广汽三菱任职期间实现了销量超计划完成的佳绩。此次人事调整, 熟悉自主品牌, 且拥有丰富的整车生产和销售经验的张跃赛履新广汽乘用车总经理, 有望发挥其多谋善断和善于整合资源的优势, 促进公司自主品牌的整车和商贸板块协调发展, 及时调整营销策略, 实现自主品牌的

止跌回升。

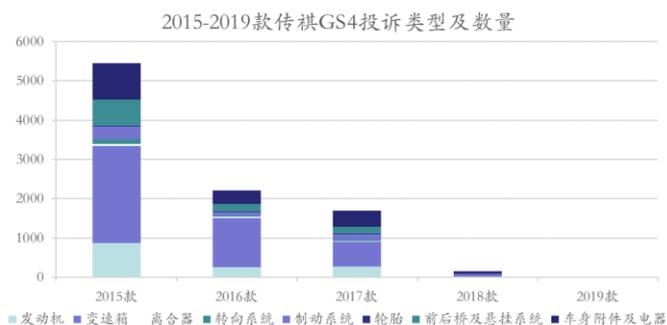
图 35：张跃赛任职广汽三菱期间销量超计划 32.23%



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

战略布局核心零部件，重塑传祺高品质。传祺 GS4 的质量门事件在 2017 年集中爆发，主要车型是 2015 款和 2016 款，尤其是 2015 款。从投诉比例来看，变速箱是重灾区，2015 款和 2016 款变速箱的投诉比例均过半，其次是发动机和车身附件及电器。基于此，广汽乘用车进行一系列调整，重点关注核心零部件，重塑传祺的高品质。2017 款 GS4 的变速箱从国产 DCT 转向爱信 6AT 后，变速箱故障投诉数量及比例均大幅下降。为了更好的保障 6AT 的稳定供应，2018 年底公司与爱信自动变速箱成立了合资公司，并计划投建 40 万台产能，预计 2020 年底前投产，国产工厂投产后，传祺变速箱质量问题将会大幅改善。面向未来，公司将研发的方向主要聚焦在 G-MC 机电耦合和 ADiGO 智驾互联系统等核心零部件上，以增强传祺电动智能车的核心竞争力。

图 36：引入爱信 6AT 后，变速箱投诉率大幅下降



资料来源：车质网,安信证券研究中心

图 37：研发中心大幅扩容，聚焦新能源和智能网联



资料来源：易车网，搜狐汽车，安信证券研究中心

战略聚焦新能源和智能网联，强化品牌力和营销力。2017 年 4 月，广汽（硅谷）研发中心正式运营，标志着广汽集团的研发国际化正式启动。目前，广汽集团共拥有 3 个海外研发中心，广汽硅谷研发中心侧重人工智能、自动驾驶和新能源汽车技术等前沿技术研究，广汽底特律研发中心侧重于强化北美车型开发，广汽洛杉矶前瞻设计中心聚焦前沿造型设计、人机交互研究及北美车型的本土化造型设计。广汽推出的智能出行系统 ADiGO,由广汽主导研发，

腾讯、华为等多个战略合作伙伴支持，是一个集智能工厂生态、自动驾驶系统、物联系统于一身的智驾互联生态系统，是车联网和智能驾驶等领域的重大突破。同时，广汽新能源率先推出正向开发纯电专属平台 GEP，每年将推出 2 款基于 GEP 电动平台打造的新能源车，助力新能源车的崛起。此外，广汽新能源还开创“线上 APP+线下 25Hours 体验中心”的全新营销服务模式，定义新能源汽车新零售。线下由“体验中心”、“展示中心”和“社区服务站”构成的多层级渠道体系，打造了“15 分钟纯电出行圈”，线上通过 APP 打通线上线下，构建了主机厂、经销商和用户的三角服务模式，首次连通了主机厂和车主，强化营销力。

图 38: ADiGO 智能出行系统



资料来源：易车网，搜狐汽车，安信证券研究中心

图 39: 广汽新能源 APP



资料来源：易车网，搜狐汽车，安信证券研究中心

2.4. 守正出奇，新能源异军突起

错位竞争，GA6 越级上市。一如当年 GS4 的成功，当前在轿车需求回升之际，市场上的轿车却无法同时满足消费者在空间和低价的需求，市场上现有的产品，合资 B 级车性能优良，但是价位普遍高于 15 万元，均价在 20 万元左右，自主 B 级车稀少且产品有较大缺陷，三缸和抄袭浇灭了消费者的热情，与 GA6 同属 10-15 万元区间的产品主要是合资 A 级的轿车，车内空间局促，配置和质感不足，传祺审时度势，推出了主力价位 12.5 万元，拥有 A 级价格、B 级轴距和 C 级配置的 GA6，在红海中觅得了新蓝海。

表 3: 轿车市场中长轴距与低价格难以同时满足

| 车型 | 轴距 | 价格 (万元) | 车型 | 轴距 | 价格 (万元) | 车型 | 轴距 | 价格 (万元) |
|-------|------|-------------|--------|------|-------------|---------|------|-------------|
| 享域 | 2730 | 8.78-12.48 | GA6 | 2815 | 10.88-16.88 | 速派 | 2841 | 13.38-23.49 |
| 凌派 | 2730 | 8.18-12.18 | 名图 | 2770 | 10.48-14.18 | 迈腾 | 2871 | 15.31-27.61 |
| 睿骋 CC | 2770 | 7.79-12.89 | 博瑞 GE | 2870 | 12.68-16.98 | K5 | 2805 | 15.88-16.78 |
| 轩逸 | 2700 | 10.9-11.86 | 迈锐宝 XL | 2829 | 12.69-18.69 | 雅阁 | 2830 | 15.88-24.18 |
| 领克 03 | 2702 | 11.38-22.88 | 速腾 | 2731 | 10.79-17.09 | 凯美瑞 | 2825 | 17.98-27.98 |
| 朗逸 | 2688 | 8.59-14.59 | 卡罗拉 | 2700 | 10.58-17.28 | 帕萨特 | 2871 | 16.69-26.49 |
| 桑塔纳 | 2603 | 7.19-10.19 | 凌渡 | 2656 | 11.79-17.19 | Inspire | 2830 | 17.28-23.98 |
| 威朗 | 2700 | 8.9-12.9 | 雷凌 | 2700 | 11.58-15.28 | 天籁 | 2825 | 15.98-24.98 |
| 科鲁泽 | 2640 | 6.49-9.49 | 福克斯 | 2648 | 9.18-14.28 | 蒙迪欧 | 2850 | 16.68-27.98 |
| 宝来 | 2688 | 8.8-12.3 | 思域 | 2700 | 11.59-16.99 | | | |
| 福睿斯 | 2687 | 7.98-11.98 | 菲斯塔 | 2700 | 11.78-15.28 | | | |

资料来源：交强险，汽车之家，安信证券研究中心

GA6 性能均衡，竞争优势突出，预计月销有望冲击三千台。1.3T 迈锐宝 XL 和博瑞 GE 的综合产品性能优良，但共同的致命点是三缸发动机。睿骋 CC 轴距与 GA6 接近，价格很低，但是它的致命点是抄袭。名图性能均衡，但产品老化，缺乏高科技配置，相比之下，全新换代上市的 GA6 性能均衡，综合竞争优势较强，有望冲击月销三千的目标。

表 4: GA6 综合优势最强

| | GA6 | 名图 | 博瑞 GE | 迈锐宝 XL | 睿骋 CC |
|-------------|-----------------------|------------------------------|-----------------|---------------------------|----------------------------------|
| 经销商参考价 (万元) | 10.88-16.88 | 10.48-14.18 | 12.68-16.98 | 12.69-18.69 | 7.79-12.89 |
| 竞争价位 (万元) | 12.68-13.68 | 11.98-12.98 | 13.68-14.68 | 12.79-13.79 | 9.89-12.59 |
| 上市时间 | 2019.8 | 2017.4 | 2019.8 | 2019.3 | 2019.7 |
| 最大功率 (kW) | 124 | 128.7 | 132/135 | 121 | 115 |
| 最大扭矩 (Nm) | 265 | 265 | 265/300 | 240 | 225 |
| 发动机 | 1.5T L4 | 1.6T L4 | 1.5T L3/1.8T L4 | 1.3T L3 | 1.5T L4 |
| 变速箱 | 6AT | 7DCT | 7DCT/6AT | CVT | 6AT |
| 长宽高 (mm) | 4891*1850*1505 | 4710*1820*1470 | 4986*1861*1513 | 4933*1854*1476 | 4780*1825*1465 |
| 轴距 (mm) | 2815 | 2770 | 2870 | 2829 | 2770 |
| 亮点 | 高配车型有 OTA 升级、后排座椅比例放倒 | | | OTA 升级、主动降噪、真皮座椅、后排座椅比例放倒 | 高配车型配有全套 ADAS 功能、OTA 升级 |
| 槽点 | | 无 OTA 升级和车联网、仪表盘非液晶、无 LED 大灯 | 无后驻车雷达、低配车型无天窗 | 低配车型无倒车影像 | 低配车型无液晶仪表和车窗一键升降及防夹手功能、空调无分区控制功能 |

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

销量基石 GS4 换代, 月销中枢或回升至 1.5 万辆。2019 年, 销量基石 GS4 迎来换代, 主要变化在全新一代 GS4 车身尺寸全面加大, 尤其是轴距表现, 加长了 40mm 至 2680mm, 新车搭载的 1.5T 发动机油耗仅为 6.8L/100km, 第三代设计语言加持, 外观更加硬朗和时尚, 内饰更具高级感, 或将搭载 ADiGO 智驾互联系统。GS4 主要竞品, 除哈弗 H6 外, 均迎来了换代, 博越 Pro 换代后搭载了 XWATCH, 率先应用物联网, 新增了 1.5T/6AT 的动力总成, 但是 1.5T 发动机是三缸机, 将经受市场考验, 内外饰进行了升级, 外观更加立体, 内饰更加精致。长安 CS75 Plus 则新增了蓝鲸 2.0T/爱信 8AT 的动力组合, 轴距拉长到了 2710mm, 外观更加霸道, 内饰更具质感, 并采用了三联屏。荣威 RX5 MAX 采用了极智科技, 搭载了 SKYEYE 和 AR-Driving 等, 轴距拉长到了 2760mm, 内外饰也进行了升级, 外观小 Marvel, 内饰更精良。综合考虑竞品升级和市场需求情况, 我们预计传祺 GS4 月销中枢或回升至 1.5 万辆, 能否有更好的表现, 需要营销配合。

图 40: 全新一代 GS4 及其换代竞品



资料来源: 新浪汽车, 中汽协, 安信证券研究中心

Aion S “爆款” 开局, 广汽新能源崛起。据公司新闻, Aion S 目前在手订单超过 5 万台, 其中包括 2 万多台的网约版, 迎来开门红。与主要竞品相比, Aion S 优势显著, 终端口碑明显好于同期上市的竞品几何 A, 在续航里程、价位和百公里电耗等重要指标上, 也明显优于

秦 Pro EV。今年新能源增量主要取决于 Aion S，考虑到 Aion S 有 5 万台的在手订单，新能源全年贡献 5-6 万辆销量是大概率事件。

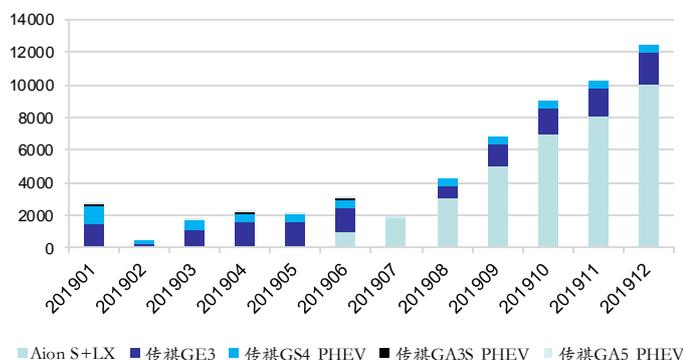
表 5: Aion S 优势均衡

| | Aion S | 几何 A | 秦 Pro EV |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|
| 厂商指导价 (万元) | 13.98-20.58 | 21.00-25.00 | 14.99-29.99 |
| 经销商参考价 (万元) | 13.98-20.58 | 15.00-19.00 | 14.99-29.99 |
| NEDC 续航里程 (Km) | 410/510 | 410/500 | 401/420/520 |
| 尺寸 (mm) | 4768*1880*1530 | 4736*1804*1503 | 4765*1837*1515 |
| 最高车速 (Km/h) | 130/156 | 150 | - |
| 百公里加速 (s) | - | 8.8 | - |
| 轴距 (mm) | 2750 | 2700 | 2718 |
| 电池能量 (kWh) | 49.4/58.8 | 51.9/61.9 | 53.1/56.4/69.5 |
| 百公里耗电量 (kWh/100Km) | 12.9/13.1 | - | - |
| 最大功率 (kW) | 135 | 120 | 100/120/135 |
| 最大扭矩 (N·m) | 300 | 250 | 180/280 |
| 快充充电时间 (h) | 0.67/0.57 | 0.5/0.55 | 1.5 |

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

Aion 系列有望成为未来销量增长的重要驱动力，年底渗透率有望达到 20%左右。综合续航 600 公里，搭载 L3 级自动驾驶系统的 Aion LX 于成都车展上市预售，有望助力广汽新能源的崛起。随着 Aion 系列的上量，临近年底，新能源的渗透率有望达到 20%左右，广汽新能源后发先至，有望助力广汽自主的再度崛起。

图 41: Aion 系列带动广汽新能源销量快速增长



资料来源: 交强险, 中汽协, 安信证券研究中心

图 42: 广汽新能源崛起, 带动自主销量快速回升



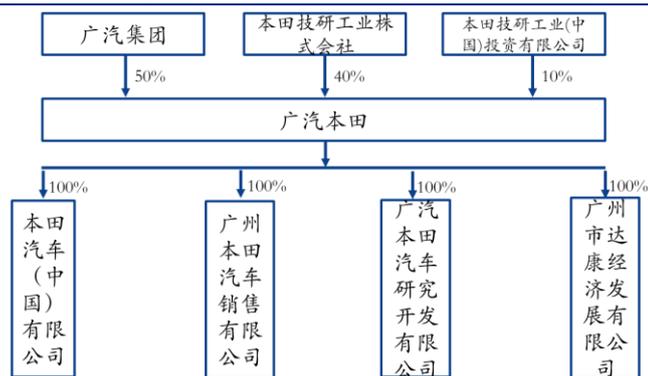
资料来源: 交强险, 安信证券研究中心

3. 两田进入产品、产能和渠道持续扩展期

3.1. 两田蛰伏两年，调整迎来腾飞

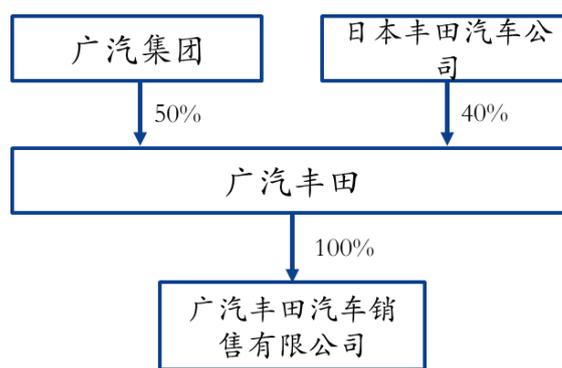
货比三家情定本田，分散风险牵手丰田。广汽本田成立于 1998 年，是由广汽集团、本田技研工业株式会社和本田技研工业(中国)投资有限公司按 50: 40: 10 的股比共同投资建设和经营的企业，合资年限为 30 年。在广本大获成功后，公司为了进一步分散风险，及时引入丰田，于 2004 年成立了广汽丰田，广汽集团和丰田汽车公司各持股 50%。

图 43: 广汽本田股权结构



资料来源: 官网, 安信证券研究中心

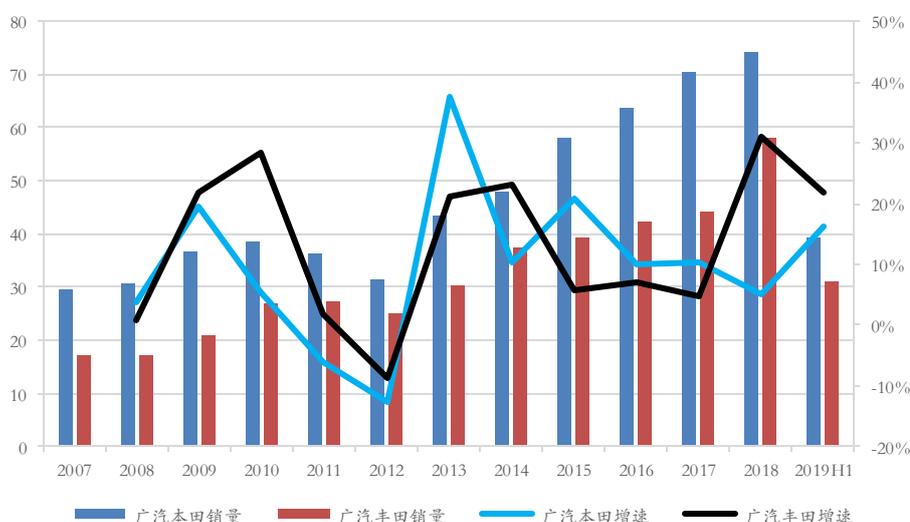
图 44: 广汽丰田股权结构



资料来源: 公告, 安信证券研究中心

两田的发展也并非一帆风顺，经历过一段时间的挫折，及时调整后迎来腾飞。2010-2012 年两田销量不佳，主要原因在于彼时两田产品老化，新产品和新技术引入缓慢，而同期的大众和通用争相推出新车，普及涡轮增压发动机等新技术，导致两田销量踏步不前，叠加 2012 年中日钓鱼岛危机爆发，政治形势紧张，两田双双告负。2013 年，两田快速调整，不断引入新车型、新技术，并对现有车型进行升级换代，销量拾阶而上，本田销量增速接近 40%。相对本田，丰田更加注重单车盈利，因此销量方面低于本田。进入 18 年以来，丰田引入 TNGA 架构，进入换代大周期，单车销量回升显著，实现逆势增长。

图 45: 11-12 两年蛰伏期，13 年调整后稳步增长



资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

表 6：两田产品周期变化

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|------|----------|------|------|----------|------|-----------|------|------|---------|----------|--------|
| 飞度 | | | | | | | | | | | | |
| A0 级轿车 | | 雅力士 | | | | | 致炫(雅力士退市) | | | | 致享(致炫退市) | |
| A 级轿车 | 思迪 | 锋范(思迪退市) | | | 理念(合资自主) | | 凌派 | | | (理念退市) | | |
| B 级轿车 | 雅阁 | | | 歌诗图 | | | | 雷凌 | | (歌诗图退市) | 讴歌 TLX | |
| A0 级 SUV | 凯美瑞 | | | | | | | 缤智 | | | | |
| A 级 SUV | | | | | | | | | | 讴歌 CDX | | 讴歌 RDX |
| B 级 SUV | | | 汉兰达 | | | | | | | 冠道 | | |
| MPV | 奥德赛 | | | | | | | | | | | |
| 新能源 | | | | | 逸致 | | | | | | | 世锐 ix4 |

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

3.2. 经营稳健，两田有望维持高增长

2013 年两田快速调整，加快布局新车型和新技术，销量不断增长。2018 年 H2，两田市场份额大幅提升，在整个汽车市场萎缩的情况下逆势增长，飞度、凯美瑞等车型销量大涨，主要原因主要有五个：

1) 经营稳健，主力车型销量普增。两田份额逆市场大幅提升，稳健经营是其大幅跑赢行业最重要的因素，主销车型鲜有持续大幅下滑，与同期南北大众强力引入 SUV 后轿车纷纷大幅下滑形成鲜明对比的是，两田的主力车型销量不仅没有受新产品上市内耗和市场需求低迷、竞争加剧的影响，反而多实现了较快增长。

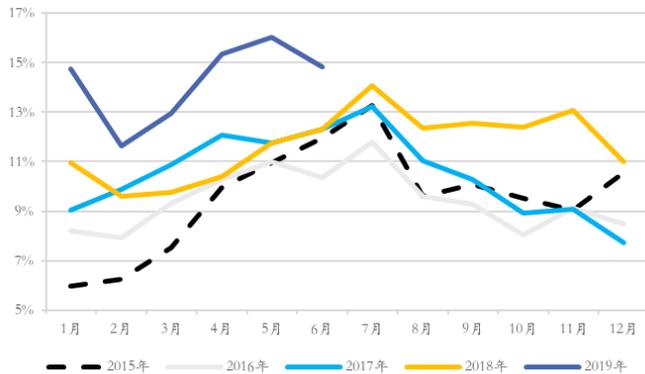
表 7：两田主力车型 2018 年下半年以来维持平稳增长

| | 201807 | 201808 | 201809 | 201810 | 201811 | 201812 | 201901 | 201902 | 201903 | 201904 | 201905 | 201906 |
|------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 飞度 | 47.15% | 33.47% | 41.64% | 48.06% | 27.16% | -8.27% | 66.51% | 39.98% | 147.30% | 41.86% | 88.34% | 9.14% |
| 雅阁 | 17.44% | 41.30% | 25.39% | 21.70% | 35.70% | 52.38% | 16.02% | -19.22% | 47.44% | 524.30% | 149.44% | 35.35% |
| 凌派 | -5.47% | -75.24% | -74.33% | 22.73% | 77.58% | 176.87% | 31.11% | 111.27% | 26.02% | 32.66% | 2.00% | 26.83% |
| 凯美瑞 | 106.52% | 137.09% | 153.21% | 618.26% | 7759.81% | 534.10% | 70.34% | -32.15% | 9.74% | 21.55% | -5.44% | -2.27% |
| 汉兰达 | 12.18% | 32.36% | 23.63% | 37.03% | -2.58% | 46.95% | 0.24% | 77.45% | 8.49% | -17.76% | 3.87% | -7.02% |
| 雷凌 | 6.98% | 8.70% | 19.96% | 15.90% | 9.50% | -23.53% | 89.86% | 29.90% | 22.03% | -3.20% | -53.52% | -17.13% |
| 思域 | 22.66% | 46.33% | 30.30% | -0.07% | 45.41% | 104.83% | 48.09% | 35.25% | 19.19% | -30.52% | -6.14% | 42.91% |
| CR-V | -32.68% | -46.52% | -14.79% | -2.50% | 3.02% | -9.83% | -0.13% | -24.51% | 1724.18% | 360.42% | 76.25% | 102.68% |
| XR-V | -37.16% | 7.38% | 38.45% | 145.39% | -10.38% | 35.05% | -15.73% | -2.17% | 28.56% | -26.08% | -18.86% | -60.90% |
| 卡罗拉 | 12.1% | 12.8% | -14.3% | 7.1% | 12.4% | 43.0% | -19.3% | -12.6% | -12.1% | 23.9% | -6.3% | -11.5% |
| RAV4 | 27.6% | 31.3% | 14.1% | -40.5% | 14.9% | 34.6% | 3.6% | 7.3% | -11.7% | -8.5% | -3.9% | -8.9% |

资料来源：交强险，安信证券研究中心

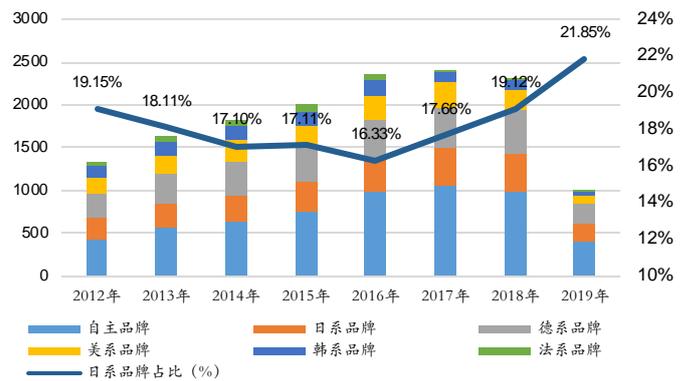
2) 经济低迷，消费者趋向理性，更加青睐经济实用的日系车。2017 年以来，我国宏观经济增速持续小幅回落，基本处于景气周期的下行阶段。宏观经济的不景气，也改变了消费者的需求偏好，消费者的选择趋向保守，保值、节油和耐用的日系车较美系车和德系车更易获得青睐。

图 46: 两田份额 17 年以来开始提升, 18H2 以来尤其



资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

图 47: 经济下行, 日系车市场份额提升显著 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

3) 抓住年轻消费者的增量市场, 不断引入先进技术增强产品竞争力。两田率先主打年轻消费市场, 抓住了当前的增量市场。相比于大众使用多年不变的 MQB 平台和 TSI+DSG 动力总成, 通用和福特加速布局的三缸机, 丰田引入 TNGA 架构, 不断推广双擎动力, 本田引入涡轮增压, 技术上的不断推陈出新无疑增强了市场竞争力。

4) 两田进入产品周期是重要原因, 但非主要因素。两田自去年进入产品周期: 新车方面, 丰田在 18 年 6 月上市了奕泽、C-HR, 本田 10 月上市了 INSPIRE; 换代方面, 丰田 17 年底上市了八代凯美瑞, 本田 18 年 4 月上市了十代雅阁, 9 月底上市了全新一代凌派, 丰田今年推出了新一代雷凌。但是近两年德系车和美系车也处于密集换代期, 大众于 2018 年推出了全新途岳和全新帕萨特, 2019 年计划推出上汽大众 polo, 通用 2018 年面对中国市场推出 15 款新车, 覆盖凯迪拉克 XT4、别克 Velite 5 和雪佛兰 Redline 系列多款车, 福特 2019 年发布三款新车型, 其中包括新款锐界 ST/ST-Line、新款金牛座以及福克斯 Active。可见, 产品周期并非是主要的因素。

5) 中日关系缓和也是原因之一。去年全球开启新一轮贸易战, 美国四处出击, 加剧了中美和美日贸易紧张的关系, 但是随着中日双方去年屡次释放改善关系的信号, 以及安倍成功访华, 中日关系趋于缓和, 也推动了消费者转向经济耐用的日系车。

3.3. 产品产能渠道扩张期三期叠加

跟进大众, 两田推行双车战略, 产品阵容趋于完整。从卡罗拉&雷凌和 XR-V&缤智开始, 两田也开始快速铺开姊妹车型抢夺市场。丰田在紧凑型轿车市场布局了卡罗拉与雷凌两款车, 在小型 SUV 市场布局 C-HR 和奕泽, 在中高级车市场有亚洲龙和凯美瑞。在广汽本田与东风本田, 分别有雅阁与 INSPIRE、凌派与享域、冠道与 UR-V, 缤智与 XR-V 等姊妹车型。对于广本广丰来说, 19Q4-20Q1 皓影和威兰达的入列, 将正式补足一直缺阵的紧凑型 SUV, 产品阵容终于趋于完整。

表 8: 两田跟进大众双车战略

| | 一汽大众 | 上汽大众 | 一汽丰田 | 广汽丰田 | 东风本田 | 广汽本田 |
|----------|----------|-----------|------|------|---------|------|
| A 级轿车 | 捷达 宝来 | 桑塔纳 朗逸 | 卡罗拉 | 雷凌 | 享域 | 凌派 |
| B 级轿车 | 迈腾 | 帕萨特 | | | INSPIRE | 雅阁 |
| A0 级 SUV | 探歌 | 途铠 | 奕泽 | C-HR | XR-V | 缤智 |
| A 级 SUV | 探岳 | 途岳 | RAV4 | 威兰达 | CR-V | 皓影 |
| B 级 SUV | | | | | UR-V | 冠道 |

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

合资 SUV 是除豪华车市场以外，今年最先复苏的市场，体现了市场旺盛的需求。从市场来看，紧凑型 SUV 始终是 SUV 市场中最大的细分市场，广本广丰目前推出紧凑型 SUV 产品，占据了天时地利人和。合资 SUV 始终显著强于行业，而别克目前仍无对标紧凑型 SUV，且福特翼虎已经没落，皓影和威兰达的入列时点与其姊妹车型 CR-V 换代和探岳途岳存在时间间隔，加之当前市场追捧日系，皓影和威兰达具备了新上即热销的条件。

表 9：合资 SUV 始终显著强于行业

| | | 201901 | 201902 | 201903 | 201904 | 201905 | 201906 | 201907 |
|----|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 豪华 | 轿车 | -9.50% | -8.40% | 0.10% | -0.90% | -0.40% | 7.30% | 0.10% |
| | MPV | -30.90% | 57.60% | 17.80% | -10.90% | -6.30% | 1.70% | 26.80% |
| | SUV | 1.20% | 9.70% | 30.50% | 10.80% | 17.40% | 37.20% | 59.80% |
| 合资 | 轿车 | -17.30% | -12.60% | -9.10% | -12.80% | -16.50% | -17.10% | -7.50% |
| | MPV | -33.60% | -24.60% | 5.20% | -32.30% | -5.50% | 2.10% | -10.50% |
| | SUV | -9.50% | -10.60% | 5.60% | -9.90% | -2.90% | 10.60% | 23.30% |
| 自主 | 轿车 | -1.50% | -18% | -13.60% | -26.60% | -30.80% | -4.40% | -14.70% |
| | MPV | -26.70% | -31.20% | -18.50% | -31.70% | -27.70% | -17% | -21.70% |
| | SUV | -24.20% | -24.90% | -21.40% | -27.60% | -26% | -13.20% | -9.60% |

资料来源：乘联会，安信证券研究中心

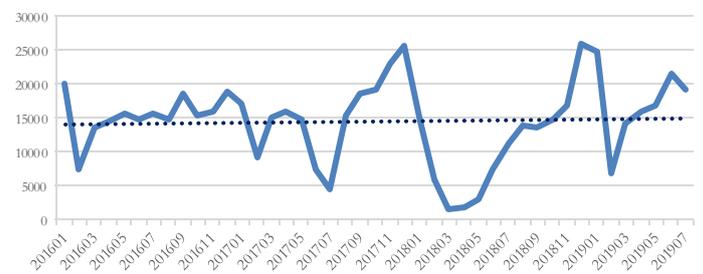
皓影升级上市，有望月销 0.8-1 万辆。皓影外观采用了最新的家族化造型设计，相比姊妹车型 CR-V 更年轻化，车身长度长了将近 50mm，其他参数与 CR-V 基本相同。考虑到姊妹车型销量通常不及原型车，参考 CR-V 销量，预计皓影上市后月销在 0.8-1 万辆。

图 48：皓影申报图



资料来源：新浪汽车，安信证券研究中心

图 49：2016.1-2019.7 月 CR-V 销量走势



资料来源：交强险，安信证券研究中心

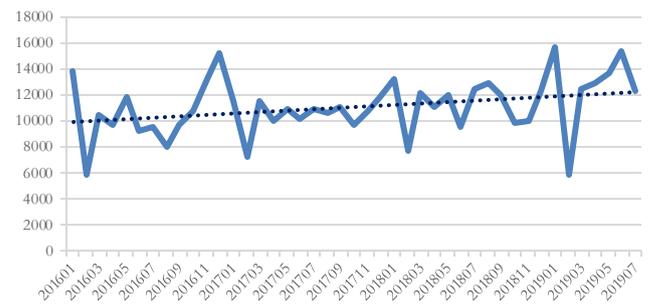
威兰达重装来袭，月销有望上 8 千。据新浪汽车，全新一代 RAV4 荣放预计在今年 10 月上市，广丰的姊妹车型威兰达则计划于明年 3 月上市，上市时间存在一定错位，避免直接竞争。两款车型均基于 TNGA-K 架构打造，轴距加长了 30mm 至 2690mm，长于 CR-V 等竞品。威兰达相比 RAV4 荣放的主要区别在于威兰达前脸造型等更硬派，配有越野套件。参考 RAV4 历史销量，预计威兰达上市后月销在 8 千辆左右。

图 50: 威兰达和 RAV4 荣放



资料来源: 易车网, 安信证券研究中心

图 51: 2016.1-2019.7 月 RAV4 销量走势



资料来源: 交强险, 安信证券研究中心

两田进入新一轮产品周期, 持续高增长可期。明年的产品周期尚未公布, 今年两田共有 8 款车型投放, 近期主要的重磅车型威兰达和皓影则填补了紧凑型 SUV 的空白。短期来看, 7-9 月飞度和 2.0T 冠道还未做好国六车型准备, 在已经实施国六的地区无法销售, 而雅阁失速门虽及时召回, 短期销量有一定压力, 但是随着换代车型和重磅新车的上市, 两田有望维持高增长。

表 10: 两田 2019-2020 年产品规划

| 车企 | 车型 | 上市时间 |
|------|----------|------------|
| 广汽丰田 | 凯美瑞双擎运动版 | 2019 年 3 月 |
| | 雷凌换代 | 2019 年 5 月 |
| | 雷凌双擎 E+ | 2019 年 5 月 |
| | 威兰达 | 2020 年 3 月 |
| | 汉兰达换代 | 2020 年年内 |
| 广汽本田 | 奥德赛混动 | 2019 年 4 月 |
| | 缤智中期改款 | 2019 年 6 月 |
| | 皓影 | 2019 年年底 |
| | 飞度换代 | 2020 年年中 |

资料来源: 汽车之家, 新浪汽车, 安信证券研究中心

两田开启新一轮产能扩张期, 静候新能源汽车新品。两田一直以来都非常高的产能利用率, 尽显其保守谨慎的经营理念。2012 年产能利用率不及 90%, 主要是因为当年受中日钓鱼岛事件冲击, 销量下滑严重, 其他年份普遍高于 100%, 甚至高达 120% 以上。如今两田产能快速扩张, 据公告披露, 2019 年底广本和广丰各新增 12 万辆燃油车产能, 广本计划新增的 17 万辆新能源汽车产能和广丰计划新增的 40 万辆新能源车产能也将于 2022 年全面建成投产。两田开启新一轮产能扩张, 尤其是新能源汽车产能快速扩展, 预计未来将投放更多走量型新能源汽车产品。

表 11: 两田历年产能和产能利用率变化

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 广丰产能 (万辆) | 28 | 28 | 38 | 38 | 38 | 38 | 48 | 48 | 60 |
| 广本产能 (万辆) | 36 | 36 | 48 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 72 |
| 广丰产能利用率 | 89.74% | 108.21% | 99.92% | 106.30% | 111.39% | 115.58% | 124.88% | 138% | 125% |
| 广本产能利用率 | 85.71% | 121.90% | 106.53% | 93.30% | 105.90% | 118.42% | 125.12% | 123.3% | 106.5% |

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 (注: 2019 年和 2020 年两田产量为预测数据)

与产能扩张和新一轮产品周期相配合的是，两田的经销商渠道也在快速逆势扩张。据经销商调研，广本预计经销商数量会从去年的 600 家增至今年的 650 家，广丰预计经销商数量会从去年的 492 家增至今年的 588 家。两田逆势开启渠道大扩张，配合产品大周期和产能快速释放，未来两年广本广丰有望持续维持高增长。

4. 菲克改革止血，三菱稳健经营

4.1. 菲克深彻变革，成效尚待观察

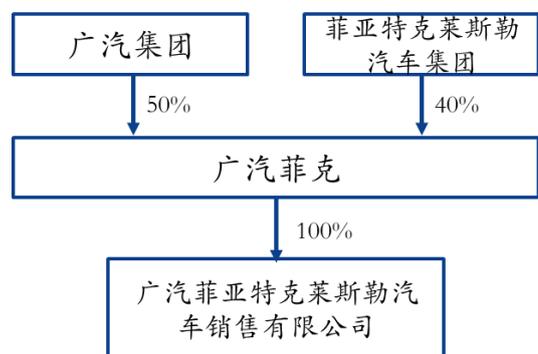
广汽菲克成立于 2010 年，由广汽集团和菲亚特克莱斯勒汽车集团共同出资 50% 经营的合资企业。广汽菲克拥有 Jeep、菲亚特和克莱斯勒三个品牌，2018 年菲亚特宣布退出中国市场，克莱斯勒国产至今尚未实现，广汽菲克目前主要生产 Jeep 品牌，产品集中于中高端 SUV。

图 52：广汽菲克发展历程



资料来源：官网，安信证券研究中心

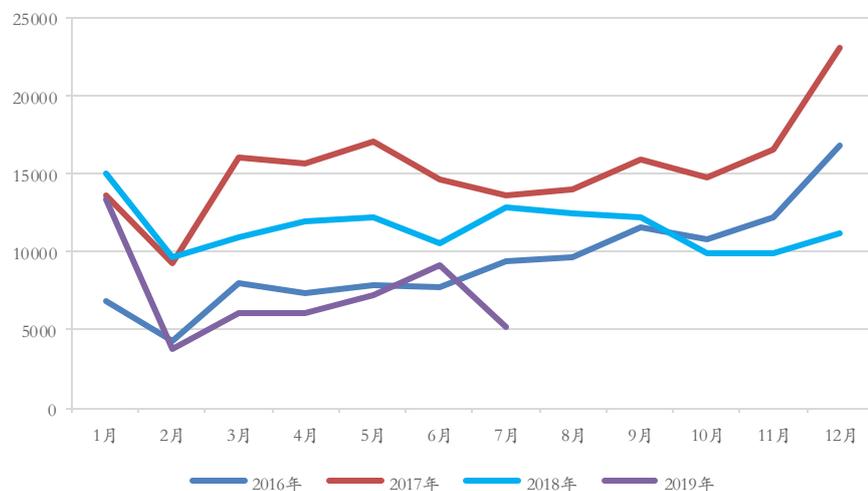
图 53：广汽本田股权结构



资料来源：公告，安信证券研究中心

产销脱节叠加产品质量问题，广汽菲克从一路高歌到急转直下。广汽菲克 2015 年进入中国，正逢国内 SUV 大热，凭借过硬的产品力迅速起势，好景不长，在仅享受了两年 SUV 市场红利后，广汽菲克一路高歌的势头急转而下。2018 年广汽菲克共实现 12.5 万辆销量，同比下降 39%，跌幅较大。主要原因是产销脱节，生产公司和销售公司分属中方和美方负责，但美方团队对中国市场需求特点不甚明了，主导开发的车型水土不服，发动机烧机油和 9AT 变速箱高故障率等问题未能得到及时解决，打击了消费者信心，快速扩张的渠道和一味地压库也压垮了经销商，导致菲克陡转直下。

图 54：菲克销量不断下滑，尚未企稳



资料来源：交强险，安信证券研究中心

加快产销一体化运营机制调整。菲克原生产和销售公司是分立的，中方主导生产，美方主导销售，今年5月集团公司对广汽菲克进行了产销一体化运营机制改革，类似广丰广本，新的机制采用双签制，解决了原来研产销脱节的问题，但公司经营及产品问题严重，仍需大刀阔斧的改革。从产品矩阵来看是较为完整的，未来需要通过换代及时解决变速箱异响顿挫的质量问题，重拾消费者信心。

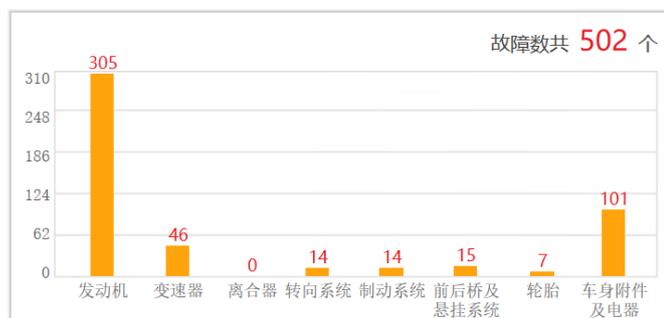
表 12: 广汽菲克车型

| | 2015.11 | 2016.6 | 2017.1 | 2018.5 | 2018.7 | 2019.6 |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| A0 级 SUV | | 自由侠 | | | | |
| A 级 SUV | | | 指南者 | | | |
| B 级 SUV | 自由光 | | | 指挥官 | | |
| 新能源 | | | | | | 悦界 |

资料来源：交强险，安信证券研究中心

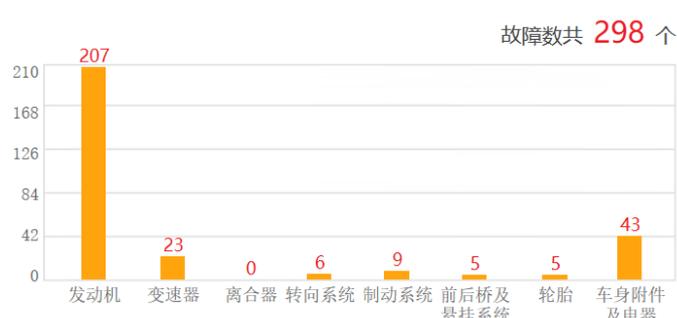
菲克及时调整，静待逐步走出困境。经营层面，广汽菲克当前的调整是改善经销商，首先清掉库存，将库存从4个月降到2-3个月。其次，广汽研究院负责解决机油门问题，广丰友情价援助油耗积分。**产品层面**，Jeep的问题主要在产品质感、舒适性、实用性和可靠性方面，据统计，Jeep的发动机（发动机烧机油、9AT故障）投诉远超半数，未来一到两年仍将是调整期。**品牌层面**，重塑定位，将菲克的品牌定位从专业品牌调整为大众品牌，不断走向主流市场抢夺市场份额，加速推出中国特供都市SUV和推进产品更新换代，或是菲克起死回生的良方。

图 55: 广汽菲克 Jeep—自由光 2015 款投诉情况



资料来源：车质网,安信证券研究中心

图 56: 广汽菲克 Jeep—自由光 2016 款投诉情况

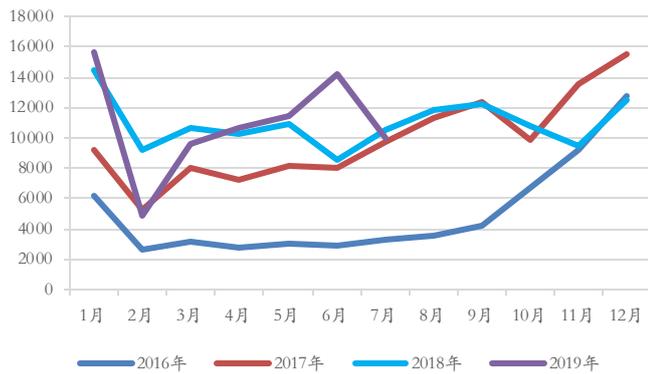


资料来源：车质网,安信证券研究中心

4.2. 三菱经营有方，维持平稳发展

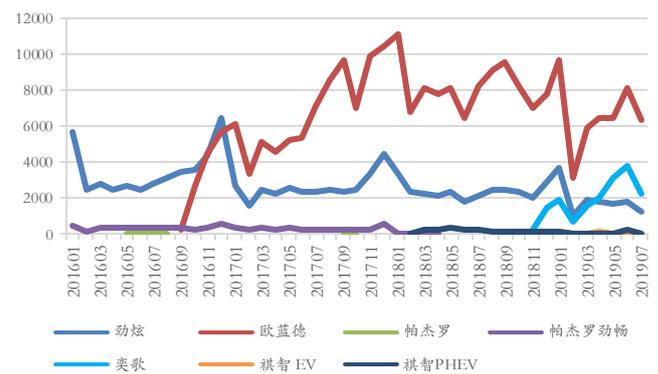
广汽三菱经营稳健，销量逆势增长。2012年，广汽与三菱正式联姻后，一改之前三菱的低迷，销量快速提升。在销量普遍放缓的2018年，广汽三菱实现144018台的总销量，同比增长高达23%，依然保持着高增速，被业内人士称为“广三速度”。2019年，广汽三菱销量继续保持逆势微增。其实即使销量不佳，对广汽三菱的影响也较弱。主要原因是，当年广汽集团通过换股吸收合并广汽长丰并与三菱成立合资公司，此次并购涉及的固定资产成本很低，即使销量下滑，三菱也不会形成大的拖累。

图 57: 三菱市场份额逆势微增



资料来源: 易车网, 安信证券研究中心

图 58: 三菱主力车型销量平稳



资料来源: 交强险, 安信证券研究中心

产品线过于单一始终是广三菱发展的制约, 未来有望迎来缓解。广汽三菱产品线过于单薄, 一直被业内所诟病, 三款在售车型清一色紧凑型 SUV, 轴距一模一样, 只是车长有所区别。受限于合作方三菱的汽车业务仅是大集团中的小业务, 加之轿车产品投放在东南汽车, 产品线扩容速度比较慢。随着 SUV 的热度消退, 广汽三菱的 SUV 市场红利是否持续有待确定, 不排除后面发展受阻。今年 11 月, 新劲炫将迎来换代, 新车基于跟雷诺-日产合作研发的新平台打造, 内外饰升级较大, 新车更加运动化, 新劲炫将首次以插混作为主销车型。未来的储备车型主要有预计在 2022 年上市的欧蓝德换代和纯电动车 Emore, 产品矩阵的扩容, 有望带来销量的持续稳定增长。

表 13: 广汽三菱车型

| 车型 | 新劲炫 | 帕杰罗·劲畅 | 欧蓝德 | RVR | 祺智 EV | 奕歌 | 帕杰罗 | 祺智 PHEV | 新欧蓝德 | Emore |
|----|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 类型 | 紧凑型 SUV | 中型 SUV | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV | 中大型 SUV | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV | 纯电动 SUV |
| 级别 | A 级 | B 级 | A 级 | A 级 | A 级 | A 级 | C 级 | A 级 | A 级 | A 级 |
| 车长 | 4575 | 4695 | 4705 | 4295 | 4331 | 4405 | 4830 | 4510 | 4905 | 4331 |
| 轴距 | 2670 | 2800 | 2670 | 2670 | 2560 | 2670 | 2780 | 2650 | 2670 | 2560 |

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值

5.1. 销量预测

表 14: 广汽丰田销量预测

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 广汽丰田 | 422700 | 442379 | 580008 | 663000 | 750000 |
| 致享 | 0 | 39477 | 41355 | 45000 | 55000 |
| 致炫 | 64343 | 54527 | 54335 | 55000 | 60000 |
| 雷凌 | 159071 | 172626 | 192697 | 220000 | 243000 |
| 凯美瑞 | 100611 | 74329 | 163046 | 185000 | 217000 |
| C-HR | 0 | 0 | 22720 | 60000 | 70000 |
| 威兰达 | 0 | 0 | 0 | 0 | 68000 |
| 汉兰达 | 92000 | 99996 | 104856 | 98000 | 105000 |
| 逸致 | 6675 | 1424 | 0 | 0 | 0 |
| ix4 | 0 | 0 | 999 | 0 | 0 |

资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

表 15: 广汽本田销量预测

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 广汽本田 | 638791 | 705010 | 741377 | 739900 | 766750 |
| 飞度 | 113596 | 111634 | 129179 | 125000 | 115000 |
| 锋范 | 70841 | 64007 | 44751 | 30000 | 0 |
| 凌派 | 87405 | 98429 | 113107 | 139000 | 150000 |
| 雅阁 | 136246 | 149649 | 176770 | 210000 | 225000 |
| 缤智 | 164084 | 144947 | 141600 | 86500 | 125000 |
| 皓影 | 0 | 0 | 0 | 3500 | 113500 |
| 冠道 | 9445 | 86455 | 80848 | 85000 | 82000 |
| 歌诗图 | 6130 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 奥德赛 | 40029 | 35639 | 45498 | 50000 | 55000 |
| 世锐 PHEV | 0 | 0 | 100 | 2500 | 2000 |
| 讴歌 CDX | 6842 | 14111 | 6612 | 6850 | 7500 |
| 讴歌 RDX | 0 | 0 | 604 | 4000 | 5050 |
| 讴歌 TLX-L | 0 | 134 | 2208 | 1050 | 200 |
| 理念 S1 | 4173 | 0 | 100 | 0 | 0 |

资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

表 16: 广汽乘用车销量预测

| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 广汽乘用车 | 378117 | 508586 | 535168 | 383000 | 480500 |
| 传祺 GA3 | 8747 | 8207 | 2548 | 500 | 0 |
| 传祺 GA4 | 0 | 0 | 36266 | 15000 | 18000 |
| 传祺 GA5 | 3498 | 869 | 0 | 0 | 0 |
| 传祺 GA6 | 13401 | 25032 | 12975 | 14000 | 30000 |
| 传祺 GA8 | 3108 | 4700 | 4115 | 1500 | 1000 |
| 传祺 GS3 | 0 | 18241 | 89310 | 63000 | 38000 |
| 传祺 GS4 | 333280 | 337330 | 246636 | 120000 | 155000 |
| 传祺 GS5 | 0 | 0 | 14598 | 30000 | 35000 |
| 传祺 GS5 速博 | 7077 | 1419 | 0 | 0 | 0 |
| 传祺 GS7 | 0 | 8262 | 25350 | 6000 | 2000 |
| 传祺 GS8 | 9006 | 102214 | 61773 | 35000 | 35000 |
| 传祺 GM6 | 0 | 0 | 1976 | 37500 | 42000 |
| 传祺 GM8 | 0 | 550 | 30769 | 23000 | 30000 |
| 传祺 GE3 | 0 | 1762 | 8852 | 8500 | 6000 |
| Aion S | 0 | 0 | 0 | 25500 | 42000 |
| Aion LX | 0 | 0 | 0 | 3500 | 13500 |
| Aion XX | 0 | 0 | 0 | 0 | 25000 |

资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

5.2. 盈利预测与估值

行业正从周期底部缓慢复苏, 广汽自主和菲克及时调整, 两田进入产品、产能和渠道的快速扩张期, 公司盈利有望加速提升, 叠加自主有望再度崛起, 消融市场对合资股比调整的担忧, 或将迎来戴维斯双击。2019-2021 年公司营收预计分别为 605.16/769.00/810.07 亿元, 同比增长-16.39%/27.07%/5.34%, 归母净利 82.60/110.58/123.78 亿元, 同比增长-24.23%/33.86%/11.95%, 对应估值分别为 15.7/11.8/10.5 倍, 给予目标价 17.00 元。

6. 风险提示

自主销量持续恶化的风险，乘用车竞争趋于激烈，如果传祺 GS4 不能如期回升，Aion 系列竞争激烈，则自主或存销量不及预期的风险。

新能源烧车的风险，Aion 系列是最早使用 811 电池的车系，当前 811 尚不稳定，后续存在自燃率较高的风险。

广丰威兰达销量或不及预期，威兰达国外弯道测评不是很好，销量或不及预期。

广本发动机失速扩大的风险，发动机失速，广本快速召回，但 1.5T 发动机广泛应用，或蔓延到其他车型，也存在召回后再次发生失速的可能。

菲克亏损持续扩大的风险，菲克后续缺乏主打车型，产品质量问题短时间难以扭转，销量不断下滑的情况下，经销商或存在大范围退网可能。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 71,574.9 | 72,379.8 | 60,516.0 | 76,900.0 | 81,006.5 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 54,778.0 | 58,240.7 | 49,623.1 | 62,289.0 | 63,185.0 | 营业收入增长率 | 44.8% | 1.1% | -16.4% | 27.1% | 5.3% |
| 营业税费 | 2,547.7 | 2,310.9 | 2,118.1 | 2,768.4 | 2,997.2 | 营业利润增长率 | 72.8% | -1.4% | -34.6% | 61.1% | 5.3% |
| 销售费用 | 5,199.8 | 5,073.0 | 4,538.7 | 5,844.4 | 6,237.5 | 净利润增长率 | 71.5% | 1.1% | -24.2% | 33.9% | 11.9% |
| 管理费用 | 4,007.9 | 4,068.2 | 3,933.5 | 5,075.4 | 5,427.4 | EBITDA 增长率 | 52.8% | 2.8% | -25.7% | 42.1% | 5.7% |
| 财务费用 | 315.5 | -150.8 | -217.4 | -644.0 | -744.8 | EBIT 增长率 | 66.4% | -3.2% | -35.6% | 57.1% | 4.7% |
| 资产减值损失 | 1,576.8 | 168.3 | 1,361.0 | 1,039.0 | 856.1 | NOPLAT 增长率 | 71.8% | -3.2% | -31.0% | 43.7% | 8.7% |
| 加:公允价值变动收益 | 89.4 | -23.9 | -317.7 | 50.0 | 50.0 | 投资资本增长率 | -18.7% | 59.4% | 12.8% | -40.2% | 56.1% |
| 投资和汇兑收益 | 8,327.7 | 9,003.2 | 8,780.0 | 11,700.0 | 9,827.7 | 净资产增长率 | 57.0% | 10.7% | 7.8% | 8.4% | 8.6% |
| 营业利润 | 11,806.5 | 11,644.9 | 7,621.3 | 12,277.8 | 12,925.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 170.0 | 222.2 | 820.0 | 80.0 | 374.1 | 毛利率 | 23.5% | 19.5% | 18.0% | 19.0% | 22.0% |
| 利润总额 | 11,976.5 | 11,867.1 | 8,441.3 | 12,357.8 | 13,299.7 | 营业利润率 | 16.5% | 16.1% | 12.6% | 16.0% | 16.0% |
| 减:所得税 | 1,154.3 | 920.8 | 105.0 | 1,199.9 | 829.6 | 净利润率 | 15.1% | 15.1% | 13.6% | 14.4% | 15.3% |
| 净利润 | 10,786.2 | 10,902.6 | 8,260.4 | 11,057.5 | 12,378.3 | EBITDA/营业收入 | 19.7% | 20.0% | 17.8% | 19.9% | 20.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 16.6% | 15.9% | 12.2% | 15.1% | 15.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 固定资产周转天数 | 58 | 65 | 84 | 69 | 69 |
| 货币资金 | 49,467.9 | 41,908.2 | 42,202.2 | 65,883.3 | 59,110.0 | 流动营业资本周转天数 | -75 | -88 | -75 | -85 | -83 |
| 交易性金融资产 | 608.9 | 967.7 | 650.0 | 700.0 | 750.0 | 流动资产周转天数 | 250 | 325 | 372 | 337 | 363 |
| 应收账款 | 1,994.7 | 3,154.8 | 689.7 | 4,098.8 | 1,219.1 | 应收账款周转天数 | 9 | 13 | 11 | 11 | 12 |
| 应收票据 | 2,469.7 | 4,756.8 | 2,291.9 | 3,833.5 | 3,058.6 | 存货周转天数 | 15 | 25 | 39 | 20 | 21 |
| 预付账款 | 1,209.8 | 1,425.6 | 431.6 | 2,038.9 | 537.7 | 总资产周转天数 | 507 | 626 | 758 | 634 | 642 |
| 存货 | 3,346.6 | 6,729.8 | 6,473.8 | 2,040.9 | 7,229.8 | 投资资本周转天数 | 135 | 155 | 243 | 162 | 147 |
| 其他流动资产 | 5,387.7 | 7,268.1 | 6,209.9 | 6,288.5 | 6,588.8 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 2,205.2 | - | 1,409.9 | 1,205.0 | 871.6 | ROE | 15.5% | 14.2% | 10.0% | 12.3% | 12.7% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 9.0% | 8.3% | 6.8% | 7.5% | 8.9% |
| 长期股权投资 | 25,720.7 | 28,972.9 | 29,979.3 | 32,979.3 | 35,979.3 | ROIC | 37.0% | 44.1% | 19.1% | 24.3% | 44.1% |
| 投资性房地产 | 1,340.0 | 1,486.0 | 1,486.0 | 1,486.0 | 1,486.0 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 12,151.6 | 13,887.5 | 14,502.9 | 15,159.5 | 15,678.2 | 销售费用率 | 7.3% | 7.0% | 7.5% | 7.6% | 7.7% |
| 在建工程 | 1,051.7 | 2,222.9 | 2,611.9 | 3,003.5 | 3,213.1 | 管理费用率 | 5.6% | 5.6% | 6.5% | 6.6% | 6.7% |
| 无形资产 | 9,443.9 | 12,336.2 | 10,626.1 | 8,915.9 | 7,205.7 | 财务费用率 | 0.4% | -0.2% | -0.4% | -0.8% | -0.9% |
| 其他非流动资产 | 2,716.5 | 7,003.3 | 2,842.2 | 334.7 | -2,192.0 | 三费/营业收入 | 13.3% | 12.4% | 13.6% | 13.4% | 13.5% |
| 资产总额 | 119,602.4 | 132,119.7 | 122,569.9 | 148,184.4 | 140,862.4 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 1,325.9 | 1,943.6 | - | - | - | 资产负债率 | 41.1% | 41.0% | 31.5% | 38.5% | 29.8% |
| 应付账款 | 19,646.0 | 20,679.7 | 11,552.3 | 29,340.5 | 12,749.9 | 负债权益比 | 69.9% | 69.6% | 45.9% | 62.7% | 42.4% |
| 应付票据 | 440.8 | 834.8 | 223.3 | 987.2 | 332.4 | 流动比率 | 1.76 | 1.63 | 2.23 | 1.88 | 2.63 |
| 其他流动负债 | 15,326.7 | 17,041.2 | 14,685.1 | 14,717.1 | 16,757.9 | 速动比率 | 1.66 | 1.47 | 1.98 | 1.84 | 2.39 |
| 长期借款 | 568.8 | 1,536.5 | - | - | - | 利息保障倍数 | 37.66 | -76.24 | -34.05 | -18.06 | -16.35 |
| 其他非流动负债 | 11,880.3 | 12,163.2 | 12,116.3 | 12,053.3 | 12,110.9 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 49,188.4 | 54,199.1 | 38,577.0 | 57,098.1 | 41,951.2 | DPS(元) | 0.37 | 0.38 | 0.27 | 0.38 | 0.42 |
| 少数股东权益 | 1,043.7 | 1,370.9 | 1,442.9 | 1,541.7 | 1,631.4 | 分红比率 | 35.1% | 35.7% | 33.9% | 34.9% | 34.8% |
| 股本 | 7,293.4 | 10,232.5 | 10,236.5 | 10,236.5 | 10,236.5 | 股息收益率 | 2.9% | 3.0% | 2.2% | 3.0% | 3.3% |
| 留存收益 | 61,493.8 | 65,443.9 | 72,313.5 | 79,308.2 | 87,043.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 70,414.0 | 77,920.7 | 83,992.9 | 91,086.3 | 98,911.3 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | | |
| 净利润 | 10,822.2 | 10,946.3 | 8,260.4 | 11,057.5 | 12,378.3 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 加:折旧和摊销 | 2,385.0 | 3,113.7 | 3,363.0 | 3,662.0 | 3,981.8 | EPS(元) | 1.05 | 1.06 | 0.81 | 1.08 | 1.21 |
| 资产减值准备 | 1,576.8 | 168.3 | - | - | - | BVPS(元) | 6.78 | 7.48 | 8.06 | 8.75 | 9.50 |
| 公允价值变动损失 | -89.4 | 23.9 | -317.7 | 50.0 | 50.0 | PE(X) | 12.1 | 11.9 | 15.7 | 11.8 | 10.5 |
| 财务费用 | 527.2 | 438.3 | -217.4 | -644.0 | -744.8 | PB(X) | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| 投资损失 | -8,327.7 | -9,003.2 | -8,780.0 | -11,700.0 | -9,827.7 | P/FCF | 8.8 | -77.1 | 440.5 | 4.6 | -62.9 |
| 少数股东损益 | 36.0 | 43.7 | 75.9 | 100.4 | 91.8 | P/S | 1.8 | 1.8 | 2.1 | 1.7 | 1.6 |
| 营运资金的变动 | 17,154.7 | -9,879.9 | -2,469.6 | 16,217.4 | -15,975.2 | EV/EBITDA | 9.5 | 4.6 | 8.4 | 4.3 | 4.5 |
| 经营活动产生现金流量 | 15,097.9 | -1,268.1 | -85.5 | 18,743.2 | -10,045.7 | CAGR(%) | 1.0% | 4.4% | 9.8% | 1.0% | 4.4% |
| 投资活动产生现金流量 | 2,926.3 | -5,581.2 | 5,472.7 | 8,685.3 | 7,099.3 | PEG | 11.8 | 2.7 | 1.6 | 11.5 | 2.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 9,568.1 | -2,474.4 | -5,093.2 | -3,747.5 | -3,826.9 | ROIC/WACC | 3.4 | 4.0 | 1.8 | 2.2 | 4.1 |
| | | | | | | REP | 1.6 | 0.4 | 1.2 | 1.1 | 0.4 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

袁伟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 021-35082790 | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 021-35082799 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 王银银 | 021-35082985 | wangyy4@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | | |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 曹琰 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 袁进 | 010-83321345 | yuanjin@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| | 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034