

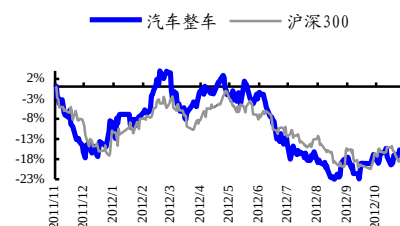
## 激烈竞争环境下的必然选择

### ——广汽与奇瑞战略合作事件点评

#### 报告摘要:

- 11月7日, 广汽集团(601238)与奇瑞汽车在北京钓鱼台国宾馆正式签署了战略联盟合作框架协议。根据协议, 双方在整车开发、动力总成、关键零部件、研发资源、节能与新能源汽车、国际业务、生产制造管理等领域开展合作。
- 2009年, 国家在汽车产业振兴规划中明确提出, 鼓励一汽、东风、上汽、长安等大型汽车企业在全国范围内实施兼并重组; 支持北汽、广汽、奇瑞、重汽等汽车企业实施区域性兼并重组。没有想到, 短短三年多的时间, 广汽与奇瑞之间的战略合作开始了。
- 奇瑞汽车的优势在于技术和研发, 劣势在于: 一、受累于技术优势, 开发车型太多, 而贡献销量的车型不多; 二、财务管理有问题, 连续多年营业利润亏损。
- 广汽集团存在的问题是长期以来的“重合资、轻自主”。9月以来的日本“购岛”闹剧, 导致旗下日系合资公司广汽本田、广汽丰田的销量大幅下降, 而且没有短期向好的迹象, 将使得广汽的利润表变得难看。
- 双方在资本和技术方面存在优势互补, 双方战略合作是激烈竞争环境下的必然选择。双方公告明确, 暂不涉及股权、资本渗透。但愿双方合作不要流于形式。否则的话, 双方都将陷入僵局, 失去调整发展战略的时机。

#### 历史收益率曲线



| 涨跌幅 (%) | 1M    | 3M     | 12M     |
|---------|-------|--------|---------|
| 绝对收益    | 2.04% | -0.78% | -17.56% |
| 相对收益    | 5.46% | 6.30%  | 1.00%   |

#### 重点公司

#### 投资评级

|      |    |
|------|----|
| 江淮汽车 | 推荐 |
| 上海汽车 | 推荐 |
| 华域汽车 | 推荐 |
| 长城汽车 | 推荐 |
| 宇通客车 | 推荐 |

#### 相关报告

证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

(021)20361162 liulx@nesc.cn

## 事件:

11月7日,“十八大”召开前一天,广汽集团与奇瑞汽车在北京钓鱼台国宾馆正式签署了战略联盟合作框架协议。广东省委书记汪洋、广东省长朱小舟、安徽省委书记张宝顺、安徽省长李斌、科技部部长万钢、国家发改委副主任刘铁男、工信部副部长苏波,以及广州市和芜湖市的各级主要领导、签约方代表和来自全国各地的100多家媒体共同见证了签约仪式。根据协议,合作双方本着“真诚、平等、务实、开放、互利”的原则,在整车开发、动力总成、关键零部件、研发资源、节能与新能源汽车、国际业务、生产制造管理等领域开展合作。

## 点评:

### 1. 奇瑞汽车存在车型多而乱、经营持续亏损等诸多问题。

1995年1月,安徽芜湖领导考察了欧洲汽车工业,购买了英国福特的一条发动机生产线,秘密上马轿车项目。项目启动时,内部代号为“951工程”(即国家九五期间安徽头号工程),公开则称为“安徽汽车零部件工业公司(筹备处)”。

1997年1月8日,奇瑞汽车股份有限公司注册成立,股东为安徽省五家投资公司,注册资本为32亿元,1997年3月18日动工建设,1999年12月18日,第一辆奇瑞轿车下线。2001年6月16日,第1万辆奇瑞轿车下线。从第1辆整车下线,到销量过万,奇瑞创造了中国自主品牌汽车企业的黑马速度。2001年10月27日,首批奇瑞轿车出口叙利亚,开创了自主轿车的出口先河,为奇瑞汽车未来荣登中国轿车出口冠军奠定了基础,也为中国轿车产品打开了国际之门。

2006年奇瑞首批2100台发动机出口美国,成为中国首个自主品牌发动机批量出口美国的企业。2006年10月,“奇瑞”被认定为“中国驰名商标”,并入选“中国最有价值商标500强”第62位。同年11月,奇瑞公司被美国《财富》杂志评为“最受赞赏的中国公司”第11位,成为我国唯一一家进入此排行榜前25位的汽车制造企业。

2007年8月22日,第100万辆奇瑞轿车下线,同时也迎来了中国自主品牌企业第一个100万辆。从1到100万辆,仅用了93个月,创下了中国乃至世界汽车行业发展之最。2007年6月,奇瑞公司入选2007年度“最具全球竞争力中国公司”20强;同年12月,入选“发展中国家100大竞争力企业”。

然而任何事物的发展都一样,“欲速则不达”。奇瑞快速发展过程中隐存的问题也逐步暴露出来。根据媒体报道,奇瑞的问题主要在两个方面:

一是受限于技术优势,开发车型太多,而贡献销量的车型不多。尽管从2010年开始,公司就认识到这个问题,可调整起来是相当痛苦的事情。两年多的调整成效并不显著。

图 1: 奇瑞汽车的主要车型



数据来源：网上搜索：奇瑞汽车的介绍

二是财务管理有问题，连续多年营业利润亏损。10月17日，奇瑞汽车通过中期票据融资18亿元，期限为3年，发行利率为5.49%。根据公司中期票据融资的招募说明书，2009-2011年，公司资产负债率分别为72.98%、77.71%和74.32%，2012年上半年，资产负债率达到75.99%。

2009-2011年及2012年上半年，奇瑞汽车的存货分别为36.21亿元、41.73亿元、42.50亿元和40.46亿元，占总资产的比重分别为10.69%、9.54%、7.96%、6.91%。

2009-2011年及2012年上半年末货币资金分别为53.79亿元、49.99亿元、51.90亿元和53.45亿元。但是其同期的短期借款更高，分别为32.38亿元、55.37亿元、107.90亿元和172.72亿元。

2009-2011年及2012年上半年，奇瑞汽车的经营活动现金净流量分别为45.53亿元、33.26亿元、-47.46亿元和-21.38亿元。

今年上半年，营业总收入为137.78亿元，较去年同期206.22亿元，同比下滑33.19%；净利润为-3.79亿元，而去年同期这个数据为2亿元。

事实上，奇瑞汽车的营业利润多年亏损，主要靠政府补贴维持账面利润。根据《21世纪经济报道》记者的推算，2011年，公司的营业利润为-4.15亿元，而营业外收入高达5.94亿元，其中绝大部分来自政府的财政补贴，使得公司2011年净利润为2.03亿元。

从下表可以看出，快速发展起来的奇瑞和比亚迪，不得不放慢脚步，2011年比亚迪甚至退出了前10的位置。而选择稳健发展之路的吉利汽车，市场地位稳定提升。根据中汽协的数据，2012年10月，乘用车销量排名前十位的企业为：上海大众、一汽大众、上海通用、上汽通用五菱、北京现代、重庆长安、吉利、长城、长安福特和东风悦达，分别销售13.16万辆、12.48万辆、11.83万辆、11.80万辆、8.06万辆、5.82万辆、4.88万辆、4.66万辆、4.59万辆和4.50万辆。吉利、长城的销

量数据大幅提前，而不见奇瑞、比亚迪的踪影。

图 2：2009-2011 年企业轿车国内销量排行

| 企业轿车销量排行榜 |        |        |        |       |        |       |
|-----------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
|           | 2011 年 |        | 2010 年 |       | 2009 年 |       |
| 排名        | 企业名称   | 销量（万）  | 企业名称   | 销量（万） | 企业名称   | 销量（万） |
| 1         | 上海通用   | 112.45 | 上海通用   | 95.99 | 一汽大众   | 70.81 |
| 2         | 上海大众   | 100.54 | 上海大众   | 90.89 | 上海大众   | 66.92 |
| 3         | 一汽大众   | 97.63  | 一汽大众   | 83.75 | 上海通用   | 66.82 |
| 4         | 东风日产   | 66.82  | 北京现代   | 58.32 | 北京现代   | 52.1  |
| 5         | 北京现代   | 58.56  | 东风日产   | 56.31 | 东风日产   | 45.93 |
| 6         | 奇瑞     | 46.88  | 比亚迪    | 51.71 | 比亚迪    | 44.84 |
| 7         | 吉利     | 43.28  | 奇瑞     | 50.21 | 奇瑞     | 40.93 |
| 8         | 长安福特   | 41.57  | 吉利     | 41.62 | 广汽本田   | 33.72 |
| 9         | 神龙汽车   | 40.41  | 长安福特   | 40.64 | 一汽丰田   | 33.47 |
| 10        | 一汽丰田   | 40.06  | 一汽丰田   | 38.64 | 吉利     | 32.91 |

数据来源：中汽协 新车评网 [www.xincheping.com](http://www.xincheping.com)

## 2. 广汽集团存在“重合资、轻自主”等问题。

广汽集团的自主业务板块为广汽乘用车、广汽客车及广汽长丰、广汽吉奥。合资公司包括广汽本田、广汽丰田、广汽菲亚特、广汽三菱、广汽日野等五家合资公司。

根据中国汽车产业研究院的统计，上半年广汽集团的自主业务板块的营业收入仅为 54.82 亿元，较去年同期增长约 5.67%，仅占广汽集团总收入的 6.96%，销量为 43883 辆，占总销量的 11.87%。广汽集团此前选择的“重合资、轻自主”的战略发展路径，使得公司在自主研发上的投入大大落后于其他企业，将在相对长时间内，影响其竞争力。要想缩短这种差距，必须要加大研发投入，而广汽集团上半年的研发费用仅为 6515.23 万元。

相应地，广汽集团的主要利润来自投资收益。上半年广汽集团的投资收益达到 21.57 亿元，而公司净利润仅为 14.81 亿元，大致推算，广汽自主业务上半年亏损 6.76 亿元。

广汽集团的大部分营业收入和大部分的利润来自几家日系合资企业。而随着产品竞争力的弱化，合资企业贡献的利润呈下滑趋势，1-6 月，来自广本、广丰等公司的投资收益仅为 17.20 亿元，同比减少 0.90 亿元。

而更值得注意的是，9 月以来，日本非法“购岛”闹剧导致日系车销量同比环比大幅下降。10 月，日系车销量为 9.89 万辆，自 2009 年以来首次低于 10 万辆，市场占有率仅为 7.61%，首次跌破 10%。与 9 月份相比，环比下降 38.22%，同比下降 59.41%，降幅继续扩大，占有率环比下降 4.55 个百分点，比上年同期下降 12.34 个百分点。我们判断，中日钓鱼岛之争短期内不会结束，日系车在中国的命运难料。而主要依靠几家日系合资企业贡献利润的广汽集团后续的财务状况也令人堪忧。

### 3. 激烈竞争环境下的必然选择，但合作前景并不乐观。

11月7日，广汽集团公司发表了《关于签署合作协议的公告》。该公告称，广汽与奇瑞将在未来三年，在整车、核心零部件及新能源等技术研发、体系能力建设等领域开展合作与共享，实现优势互补，共赢发展，共同提高企业核心竞争力，为顾客提供更好的优质产品和满意的服务。

双方将开展车型平台、关键零部件技术和实验测试等研发资源方面的共享及整合，在节能与新能源汽车方面开展技术交流与互通，进行互助式开发。双方还将在包括发动机、变速箱等零部件配套领域开展合作，共享平台化零部件成果，并将在国际业务、生产制造管理等方面进行交流共享。

**(1) 双方在资本和技术方面存在优势互补，双方战略合作是激烈竞争环境下的必然选择。**

奇瑞董事长尹明跃说：“广汽集团拥有先进的管理技术和理念，是一个初具规模的国际化产业集团，近年来，企业效益和影响力不断提升。”广汽董事长张房有说：“奇瑞汽车是我国自主品牌的标杆企业，拥有整车、发动机以及关键零部件的自主研发能力、自主知识产权和核心技术，建立了比较完善的整车生产和销售体系，在自主研发和国际化业务等领域拥有丰富经验。”看来对对方的优势和不足都比较明确，双方的确存在优势可以互补。

不过，双方领导在对自己公司的劣势和不足都避而不谈，这才是问题的关键。双方各自都有自己短期内无法解决的难题，而且随着整体市场的竞争加剧，这些难题有可能致公司于死地。因此双方战略合作就成为必然选择。

对奇瑞而言，由于前期投入较大、后期战略调整而陷入技术相对过剩、业务濒临亏损、资金愈发紧张的困局，倘若将过剩的技术分享与输出，将是奇瑞获得未来可持续发展的资金支持与后续动力。

对广汽来说，自主品牌发展较晚，面临较大发展瓶颈。奇瑞所拥有的技术、平台和体系资源，正是广汽所需要的。媒体猜测，奇瑞将转让A级车平台给广汽，并转让1.6DVVT与CVT动力系统。

**(2) 双方公告明确，暂不涉及股权、资本渗透。但愿双方合作不要流于形式。否则的话，双方将陷入僵局，失去调整发展战略的时机。**

根据我们前面的分析，广汽集团的资金优势在快速衰减，而奇瑞的技术优势也在发生变化。因此双方的合作如若流于形式，对双方或许都是个灾难，将错失提升自己发展能力的机会。根据媒体报道，早年间，奇瑞汽车和江淮汽车同样签署过类似的合作协议，最终不了了之。因此这次结盟是否能够给奇瑞和广汽带来实质性成效，尚需时间进一步考验。

奇瑞与广汽战略合作的另一个阻碍是，双方公司背后是两省，两个公司在技术与资金合作的背后，是两省相关领导和部门的协调。不要忘记奇瑞与上汽合作，最后结局是不了了之。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                                        |
|----------------------|------|----------------------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 推荐   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。    |
|                      | 谨慎推荐 | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。 |
|                      | 中性   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。  |
|                      | 回避   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。     |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。          |
|                      | 同步大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。       |
|                      | 落后大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。         |

### 东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361000  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

### 销售支持

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

周磊  
电话：(021)20361151  
手机：18616333251

凌云  
电话：(021) 20361152  
手机：18621755986

陈方立  
电话：(021) 20361153  
手机：18616824760