

## 广汽集团 (601238. SH)

### 日系车复苏可期，价值应回归合理

**评级:** 买入      **前次:**  
**目标价 (元):** 10-12  
 分析师 刘江啸  
 白宇 S0740511110001  
 021-20315193 S0740510120006  
 baiyu@r.qlzq.com.cn liujx@r.qlzq.com.cn  
 2012年5月2日

#### 基本状况

总股本(百万股)	6435.02
流通股本(百万股)	286.96
市价(元)	8.30
市值(百万元)	53410.67
流通市值(百万元)	2381.79

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	8,742.3	10,980.	13,120.	15,056.	17,280.
营业收入增速	23.89%	25.60%	19.49%	14.76%	14.77%
净利润增长率	111.54	-0.49%	19.27%	23.87%	19.32%
摊薄每股收益 (元)	0.70	0.70	0.83	1.03	1.23
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	0.00	0.00	10.39	8.38	7.03
PEG	0.00	—	0.54	0.35	0.36
每股净资产 (元)	4.16	4.74	5.37	6.40	7.62
每股现金流量	-0.10	-0.05	-0.18	-0.11	-0.09
净资产收益率	16.80%	14.65%	15.43%	16.05%	16.07%
市净率	0.00	0.00	1.60	1.35	1.13
总股本 (百万股)	6,148.0	6,148.0	6,148.0	6,148.0	6,148.0

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 事件:** 公司公布 2012 年 1 季报, 录得营收 24 亿元, 同比下降 12%, 归属母公司净利润 9 亿元, 同比下滑 36%。
- 自主品牌乘用车表现不佳, 但对公司整体业绩影响微小。** 目前公司合并利润表中的主营业务主要是以长丰 SUV 以及广汽传祺轿车为主的自主品牌乘用车。一季度无论是长丰猎豹还是广汽传祺销量都出现了负增长。我们预计未来长丰猎豹将很难成为广汽的经营重点, 销量将持续下滑。而广汽虽然在传祺品牌上倾注了较大的心血但是短期内希望其贡献收益并不现实, 继续扩大产销量、拓展品牌影响力将是其未来几年的主要任务, 因此未来两年内广汽的主要投资看点仍在其旗下的几个合资公司的表现。
- 二季度广本、广丰业绩必将高增。** 一季度, 公司以广丰、广本为主要的投资收益同比下滑 23%。我们认为这其中广本的下滑可能更为明显: 一季度广本销量同比下滑 25%, 其中主要赢利车型雅阁的下滑超过了 35%。同时, 去年下半年广本有大约 10 万左右产能投放, 今年开始折旧完全计入成本, 这也对一季度其业绩下滑造成影响。根据我们对广本盈利的测算, 预计一季度广本的净利润下滑可能超过 40%。广本贡献广汽的投资收益占比约为 45%左右, 因此广本盈利情况的恶化是投资收益下滑的主要原因。而广丰的情况预计相对比较乐观, 新凯美瑞虽然没有达到预想中的那么火热, 但至少依然保持了老款车型的销量水平, 预计广丰的盈利与 2011 年同期基本持平。展望二季度, 去年由于日本地震影响, 广丰、广本贡献广汽的投资收益大幅下滑 58%, 仅有 5 亿元左右, 今年二季度虽然广本的情况并不乐观, 但预计相比去年仍有增长, 再加上广丰稳健的复苏, 短期广汽的业绩将出现较高增长。
- B 级车价格战出现的可能性低。** 目前市场对入门级豪华车大幅调价从而引起 B 级中端车价格战的担忧成为制约广汽集团投资价值的主要因素。我们相对乐观的认为中端车价格战出现的可能不高: 首先, 此次

入门级豪华车降价更多是厂商短期去库存的行为，并不会影响未来产品的价格体系，我们认为这种降价的将不会持续很久。其次，影响普通消费者购买豪华车除了初次购置成本外，后续维修保养费用也是非常重要的考虑因素，在这方面上豪华车并不占优势。因此，我们对未来 B 级车市场的价格体系以及广本、广丰的盈利能力仍然保持乐观。

- **广汽三菱有望迅速成长为公司一大利润贡献点。**根据媒体的最新报道，广汽三菱或将在 10 月份挂牌成立同时推出国产化的三菱劲炫车型。我们认为广汽三菱将快速上量并贡献广汽较大的业绩弹性：首先，广汽三菱在原长丰资产的基础上建立，而长丰原来便是三菱帕杰罗的国内生产基地，因此具备快速量产三菱各款车型的能力。其次，未来国产三菱将与进口三菱共享销售渠道，再加上原有的长丰销售网点，广汽三菱的销售渠道有较好的基础。最后，广汽三菱以 SUV 为主打的产品系列均价较高，因此盈亏平衡点相对较低。因此，我们看好广汽三菱从今年四季度开始成为广汽新的增长点。
- **投资策略。**广汽集团是目前 A 股市场上少有的中高级车及日系车投资标的，在中国汽车消费升级的大背景下，公司旗下企业面向中高端车的产品结构将明显受益。其次，虽然过去两年日系车在国内市场份额不断下滑，但我们认为更多的原因在于日本车企对中国市场战略布局的失误，而日系车在可靠性、经济性方面的优势仍比较明显，日系车市场占有率有望复苏。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为：0.83、1.03、1.23 元，给予公司“买入”评级。

图表 1: 键入图表的标题

项 目	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>乘用车</b>					
销售数量 (件)	73,186.00	82,700.18	95,105.21	109,370.99	120,308.09
增长率 (YOY)	—	13.00%	15.00%	15.00%	10.00%
销售收入	9,862.62	11,826.13	13,600.04	15,640.05	17,204.06
增长率 (YOY)	—	19.91%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	6.20%	7.00%	10.00%	12.00%	15.00%
销售成本	9,251.14	10,998.30	12,240.04	13,763.25	14,623.45
增长率 (YOY)	—	18.89%	11.29%	12.44%	6.25%
毛利	611.48	827.83	1,360.00	1,876.81	2,580.61
增长率 (YOY)	—	35.38%	64.29%	38.00%	37.50%
占总销售额比重	89.79%	90.14%	90.33%	90.51%	90.30%
占主营业务利润比重	95.13%	93.39%	94.46%	95.36%	96.10%
<b>商用车</b>					
销售数量 (件)	1,699.00	2,000.00	2,240.00	2,508.80	2,809.86
增长率 (YOY)	—	17.72%	12.00%	12.00%	12.00%
销售收入	461.63	560.00	627.20	702.46	786.76
增长率 (YOY)	—	21.31%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	-15.00%	-10.00%	-8.00%	-8.00%	-8.00%
销售成本	530.87	616.00	677.38	758.66	849.70
增长率 (YOY)	—	16.04%	9.96%	12.00%	12.00%
毛利	-69.24	-56.00	-50.18	-56.20	-62.94
增长率 (YOY)	—	-19.13%	-10.40%	12.00%	12.00%
占总销售额比重	4.20%	4.27%	4.17%	4.07%	4.13%
占主营业务利润比重	-10.77%	-6.32%	-3.48%	-2.86%	-2.34%
<b>零部件</b>					
销售数量 (件)	17,006.00	19,046.72	21,903.73	25,189.29	28,967.68
增长率 (YOY)	—	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%
销售收入	394.47	441.80	508.07	584.29	671.93
增长率 (YOY)	—	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	17.50%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本	325.44	362.28	416.62	479.11	550.98
增长率 (YOY)	—	11.32%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利	69.03	79.52	91.45	105.17	120.95
增长率 (YOY)	—	15.20%	15.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	3.59%	3.37%	3.37%	3.38%	3.53%
占主营业务利润比重	10.74%	8.97%	6.35%	5.34%	4.50%
<b>其他</b>					
销售收入	265.54	292.09	321.30	353.43	388.78
增长率 (YOY)	—	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	11.88%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本	233.99	257.04	282.75	311.02	342.12
增长率 (YOY)	—	9.85%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	31.55	35.05	38.56	42.41	46.65
增长率 (YOY)	—	11.11%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.42%	2.23%	2.13%	2.05%	2.04%
占主营业务利润比重	4.91%	3.95%	2.68%	2.15%	1.74%
销售收入小计	10984.25	13120.02	15056.62	17280.23	19051.52
销售成本小计	10341.44	12233.62	13616.78	15312.04	16366.25
毛利	642.82	886.40	1439.84	1968.19	2685.27
平均毛利率	5.85%	6.76%	9.56%	11.39%	14.09%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。