

乘用车

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

广汽集团

601238

强烈推荐

新雅阁现身环保目录, 重磅车型上市渐进

新一代雅阁现身最新环保目录: 搭载 2.0L、2.4L 和 3.0L 发动机, 匹配最新的 CVT 变速箱, 融入中国化元素。全新动力总成+中国元素, 使新雅阁成为广汽本田下半年即将上市的重磅车型, 有望实现重回 B 级车三甲的目标。

13-15 年公司旗下品牌丰田、本田、三菱、菲亚特、传祺新车型投放加快, 产品线更加齐全。公司中长期发展均进入向好通道, 投资价值显著, 维持“强烈推荐”评级。

投资要点:

- **全新雅阁现身环保目录。**新一代雅阁是广本下半年重磅车型, 力争重回 B 级车三甲。此次现身环保目录, 搭载最新的 Earth Dream 发动机和 CVT 变速箱, 动力性能明显提升; 外观棱角丰富、大幅度弧线让车型更具运动感。新车将在 9 月上市, 预计售价 18 万起。
- **中日关系缓和使日系车销售向好, 公司运营逐步恢复。**日系品牌是公司的主要利润来源, 11 年日本地震和 12 年钓鱼岛事件使公司销量持续下滑, 加上菲亚特和三菱新投产尚在亏损, 盈利进入谷底。近期日系车销售向好, 新品牌销量提升, 公司运营逐步进入正常状态。
- **新车型完善产品线丰富度, 销量规模将再上台阶。**公司现有产品以中高级车型为主, 在市场最大的紧凑级轿车和增长最快的 SUV 市场产品较少, 未来丰田 Matrix、本田凌派、本田 SUV、菲亚特菲翔、菲跃, 三菱劲炫等众多车型的上市, 将明显提升公司在这两个细分领域的竞争力, 推动公司销量由目前 70 万辆/年攀升到 100 万辆/年。
- **混合动力总成提升产品竞争力, 引领公司中长期发展。**丰田“云动计划”和本田中期计划均将混合动力总成推广和国产化列为重要任务。混动车型节能环保优势明显, 符合国家汽车产业发展升级方向。新《节能与新能源汽车补贴政策》有望提升混合动力补贴额度, 公司将因此大为受益。
- **投资建议:** 我们预计公司 13-15 年实现收入 150.7 亿、173.5 亿和 197.2 亿元, 归属于母公司净利润为 29.2 亿、47.4 亿和 62.7 亿元, 13-15 年 EPS 为 0.45、0.74 和 0.98 元。公司短期随日系车销售向好进入恢复阶段, 中长期随新车型上市和混动系统推广进入上升通道, 当前投资价值显著, 首次给予目标价 10.00 元, “强烈推荐”评级。

风险提示: 中日关系再次恶化, 混合动力补贴不达预期, 新车型上市延后

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12874	15073	17354	19723
收入同比(%)	17%	17%	15%	14%
归属母公司净利润	1134	2924	4741	6277
净利润同比(%)	-73%	158%	62%	32%
毛利率(%)	8.1%	8.2%	9.0%	9.9%
ROE(%)	3.6%	8.6%	12.2%	13.9%
每股收益(元)	0.18	0.45	0.74	0.98
P/E	51.94	20.14	12.42	9.38
P/B	1.89	1.73	1.52	1.31
EV/EBITDA	20	13	8	7

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 10.00 元

当前股价: 9.15 元

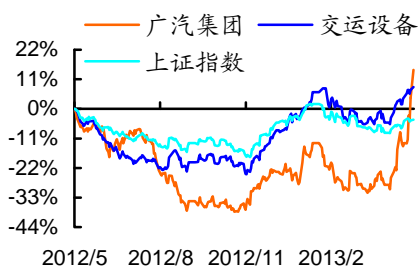
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2293.08
总股本(百万)	6435
流通股本(百万)	604
流通市值(亿)	55
EPS	0.07
每股净资产(元)	4.91
资产负债率	40.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广汽集团	59.69%	45.01%	80.83%
交运设备	13.97%	6.67%	39.98%
上证指数	5.29%	-0.87%	15.16%



相关报告

《广汽集团-混合动力引领公司进入中长期增长通道》2013-5-12

全新雅阁亮相环保目录

在全新一期的环保目录中，广汽本田全新一代雅阁终于现身，动力总成参数也得以曝光。新雅阁最大的亮点在于使用了最新的 CVT 无级变速箱，搭载了 2.0L、2.4L 和 3.0L 三种发动机，为满足国人需要，外观设计加入了不少中国化元素。新车将在今年 9 月上市销售，预计售价 18 万起

外观：新一代雅阁的线条更加富有棱角、时尚醒目的前格栅、带有角度的前大灯以及沿整个车身向后延伸的大幅度弧线形特征线条是其引人注目的特征。另外设计师为新雅阁安装了流线型的挡风玻璃和平滑流畅的车身底部面板，以减小运动阻力，提升燃油经济性。

图 1 第九代雅阁外形（美版）



资料来源：中投证券研究所

图 2 第八代雅阁外形



资料来源：中投证券研究所

动力：新一代雅阁采用融入本田 Earth Dreams 技术的全新发动机，其中 2.0L 和 2.4L 发动机将在原有技术基础上采用直喷及阿特金森循环技术，将大大提升新车的动力性能。与之匹配的是一款全新 CVT 变速箱，在轻量化和紧凑化的同时实现宽变速比，大幅度提高效率，燃油经济性比以往的 CVT 提高 5%，比同级别 5AT 提高约 10%。另外还推出一款代号为 J30A5 的 3.0L 发动机，匹配六档自动变速箱。

表 1 新旧雅阁动力总成对比

	新雅阁			老雅阁	
	2.0L	2.4L	3.0L	2.0L	2.4L
排量	2.0L	2.4L	3.0L	2.0L	2.4L
发动机型号	R20Z4	K24W5	J30A5	R20A3	R24Z2
变速箱	CVT	CVT	6 速自动	5 档自动	5 档自动
最大功率		136kW@6400rpm		115kW@6300rpm	135kW@6500rpm
最大扭矩		245Nm@3900rpm		189Nm@4300rpm	225Nm@4500rpm

资料来源：中投证券研究所

竞争对手：在目前 B 级车市场上，帕萨特、迈腾、君越、君威、蒙迪欧、凯美瑞、雅阁、天籁众多车型群雄争霸。全新雅阁的到来，或将凭借更动感的造型、更丰富的配置以及更具燃油经济性的表现来获取最佳的销量成绩。

表 2 新雅阁与主要竞争对手比较 1

	新雅阁	帕萨特	迈腾	君威	君越
价格(万)	-	20.88-32.28	19.98-33.48	18.59-25.99	22.69-32.29
发动机	2.0/2.4/3.0L	1.4T/1.8T/2.0T/3.0L	1.4T/1.8T/2.0T/3.0L	1.6T/2.0T/2.0L/2.4L	2.0T/2.4L/3.0L
变速器	CVT/6 档自动	7 档/6 档双离合	7 档/6 档双离合	6 档手自一体	6 档手自一体
功率(kW)	-/135/	96/118/147/184	96/118/147/184	135/162/108/137	162/137/190
扭矩(Nm)	-/240/	220/250/280/310	220/250/280/310	235/350/190/240	350/240/296
综合油耗 (L/100km)				-/9.3/8.2/8.3	9.8/8.7/10.3
长(mm)	4862	4870	4865	4830	5000
宽(mm)	1849	1834	1820	1856	1858
高(mm)	1466	1472	1475	1484	1497
轴距(mm)	2776	2803	2812	2737	2837

资料来源：中投证券研究所

表 3 新雅阁与主要竞争对手比较 2

	新雅阁	蒙迪欧	凯美瑞	雅阁	天籁
价格(万)	-	17.98-25.68	17.98-27.48	18.98-23.68	17.78-24.48
发动机	2.0/2.4/3.0L	2.3L/2.0T	2.0L/2.5L	2.0L/2.4L	2.0L/2.5L
变速器	CVT/6 档自动	6 档手自一体/双离合	4 档/6 档手自一体	5 档自动	CVT
功率(kW)	-/135/	117/149/176	110/135	115/132	104/137
扭矩(Nm)	-/240/	205/300/340	190/235	189/225	190/234
综合油耗 (L/100km)		10.1/7.9	8.4/7.8	8.4/8.7	7.3
长(mm)	4862	4854	4825	4960	4868
宽(mm)	1849	1886	1825	1860	1830
高(mm)	1466	1495	1480	1480	1490
轴距(mm)	2776	2850	2775	2800	2775

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	20274	25391	30168	37338	营业收入	12874	15073	17354	19723
现金	15542	19974	24155	30739	营业成本	11829	13839	15791	17778
应收账款	1023	1058	1277	1448	营业税金及附加	362	423	487	554
其它应收款	463	504	605	682	营业费用	792	980	1128	1282
预付账款	365	492	537	614	管理费用	1364	1596	1838	2089
存货	1397	1905	2111	2358	财务费用	199	-225	-329	-467
其他	1484	1457	1484	1497	资产减值损失	10	10	10	10
非流动资产	29107	26662	26758	26266	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	16862	15449	15743	15833	投资净收益	2644	4000	5700	7000
固定资产	4298	4783	4880	4785	营业利润	957	2449	4128	5477
无形资产	2538	2322	2085	1858	营业外收入	161	300	231	265
其他	5410	4108	4050	3789	营业外支出	118	120	137	125
资产总计	49382	52053	56927	63604	利润总额	1000	2629	4222	5617
流动负债	8868	8847	9141	9849	所得税	-65	-170	-274	-364
短期借款	2416	2778	2095	2110	净利润	1065	2799	4495	5981
应付账款	2817	2730	3325	3799	少数股东损益	-69	-124	-246	-296
其他	3635	3339	3722	3939	归属母公司净利润	1134	2924	4741	6277
非流动负债	8503	8395	8479	8468	EBITDA	1824	2704	4322	5539
长期借款	505	525	546	566	EPS (元)	0.18	0.45	0.74	0.98
其他	7998	7870	7934	7902					
负债合计	17370	17242	17621	18317					
少数股东权益	922	797	552	255	主要财务比率				
股本	6435	6435	6435	6435	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	8870	8870	8870	8870	成长能力				
留存收益	15783	18707	23447	29725	营业收入	17.2%	17.1%	15.1%	13.6%
归属母公司股东权益	31090	34014	38754	45032	营业利润	-69.9%	155.9%	68.6%	32.7%
负债和股东权益	49382	52053	56927	63604	归属于母公司净利润	-73.5%	157.9%	62.2%	32.4%
					获利能力				
					毛利率	8.1%	8.2%	9.0%	9.9%
					净利率	8.8%	19.4%	27.3%	31.8%
					ROE	3.6%	8.6%	12.2%	13.9%
					ROIC	16.2%	28.6%	54.0%	76.8%
					偿债能力				
					资产负债率	35.2%	33.1%	31.0%	28.8%
					净负债比率	17.38	19.64%	15.55	15.27%
					流动比率	2.29	2.87	3.30	3.79
					速动比率	2.12	2.65	3.06	3.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.30	0.32	0.33
					应收账款周转率	13	13	13	13
					应付账款周转率	5.07	4.99	5.22	4.99
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.45	0.74	0.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	-0.24	-0.14	-0.13
					每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.29	6.02	7.00
					估值比率				
					P/E	51.94	20.14	12.42	9.38
					P/B	1.89	1.73	1.52	1.31
					EV/EBITDA	20	13	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

邢卫军,中投证券研究所汽车行业分析师,2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位,2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434