

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

凌派冲击家用车领域, 开启广本扩张序幕

广汽本田针对国内紧凑级家用车市场量身打造的重磅车型凌派6月底正式上市, 大气的外观、丰富的配置以及富有竞争力的价格将使凌派获得消费者的认可。我们分析了主要竞争对手的特点, 认为凌派综合竞争力极强, 月均销量有望超过1.5万辆, 并冲击家用车畅销榜。

凌派强力上市开启广本扩张序幕; 14年广丰也将开始扩张步伐。13-15年广汽集团旗下品牌新车型投放加快, 产品线更加齐全。公司中长期发展进入向好通道, 投资价值显著, 维持“强烈推荐”评级。

投资要点:

- **凌派正式上市, 高性价比确保旺销。**凌派是广本针对中国市场打造的紧凑型家用车, 外观配置符合国人喜好, 做工用料延续广本高品质, 共推出四款车型, 定价11.48-14.98万, 具有较高的综合竞争力。当前主流紧凑家用车朗逸、宝来、轩逸、科鲁兹等车型月均销量均在1.5万以上, 我们认为凌派有实力在该领域占据一席之地, 月均销量超过1.5万辆。
- **凌派开启广本扩张之路。**凌派是广本打造的重磅车型, 开启扩张进程, 全新雅阁、SUV将陆续上市; 14年广丰也将投放全新车型, 开始扩张步伐。广本和广丰是公司的主要利润来源, 两者再次进入高速发展期, 将推动公司盈利能力快速增长。
- **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, 帮助公司顺利达到国家第三阶段燃油消耗限制标准。
- **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。凌派上市旺销将改变市场对公司车型竞争力下滑的担忧, 中长期新车型上市和混动系统推广使公司进入上升通道, 当前投资价值显著, 维持目标价10.00元, “强烈推荐”评级。

风险提示: 中日关系再次恶化, 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: 7.82元

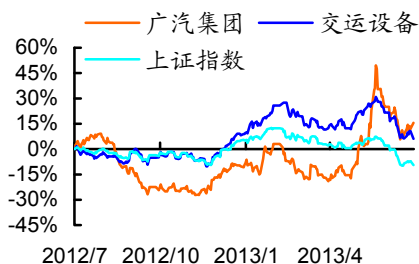
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	1958.27
总股本(百万)	6435
流通股本(百万)	604
流通市值(亿)	47
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	-7.67%	42.44%	27.36%
交运设备	-12.76%	-5.60%	-2.65%
上证指数	-11.43%	-11.45%	-13.96%



相关报告

《广汽集团-新雅阁现身环保目录, 重磅车型上市渐进》2013-5-28

《广汽集团-混合动力引领公司进入中长期增长通道》2013-5-12

凌派正式上市，专为国内市场打造

广汽本田针对国内紧凑级家用车市场量身打造的重磅车型凌派于6月底正式上市，推出一款手动、三款自动共计4款车型，售价区间为11.48万-14.98万。凌派在外观、内饰以及配置方面均参照国人喜好而开发，极易获得目标消费者的认可，并且作为广汽旗下首款紧凑级家用车，也寄托着广本再次腾飞的期望。

外观内饰：凌派是 Concept-C 概念车的量产版本，设计风格依据中国龙的理念，凸显中国元素。粗壮的镀铬中网、LED 环绕的大灯、凹凸有致的侧面线条和车尾底部扩散器一样的黑色装饰等，都给人以大气的印象。内饰样式讨人喜欢，仪表内容丰富，清晰易读，背景灯光能在白色和绿色之间变换，提示驾驶者用温和的方式对待油门。

图 1 凌派外观



资料来源：易车网，中投证券研究所

图 2 凌派内饰



资料来源：易车网，中投证券研究所

动力性能：凌派搭载了 1.8L 自然吸气发动机，最大输出功率达到了 102kW/6500rpm、峰值扭矩达到了 172Nm/4300rpm，各项数据略小于思域代号为 R18Z2 发动机(最大功率 104kW/6500rpm、峰值扭矩 174Nm/4300rpm)，传动将匹配 5 速手动变速器和 5 速自动变速器。

空间配置：凌派车型较大，乘坐空间完全满足一般人士的需求，前后排驾乘感良好；配备的 533 升后备箱大于多数竞争对手，但后备箱空间造型并不是非常规整，如果要放许多物品的话还需要车主自己好好规划一下；此外全系标配前排双安全气囊、BOS 刹车优先系统、EPS 电动助力转向系统、ABS 防抱死制动系统、电子防盗系统、ISO FIX 儿童座椅固定装置、ECON 智能绿色节能辅助系统以及遥控钥匙等配置，在紧凑级家用车领域吸引力较高。

备选车型：凌派共有一款手动、三款自动车型可供选择，若不考虑手动车型，则分为舒适、豪华和旗舰三种配置。三种配置外观差别较小，豪华版相比舒适版多了天窗，旗舰版多了 LED 头灯、天窗和后视镜加热；内饰配置上，豪华版和舒适版配置基本相当，差别只是在驾驶席座椅高度调节上，旗舰版则是拥有更多的专属配置，比如说真皮方向盘、自动空调、前排氛围灯、高级皮座椅、驾驶席座椅高度调节等；安全配置上，标配了 BOS 刹车优先系统、ABS 防抱死制动系统、前排双安全气囊、安全带未系提醒、ISO FIX 儿童安全座椅固定装置等，豪华版则多了 VSA 车身稳定系统、倒车雷达、前排侧安全气囊、电子防盗报警系统等，旗舰版则比豪华版多了后视摄像头和侧安全气帘两项配置；娱乐配置上，舒适版只是配置了单碟 CD 音响、AUX 接口和 USB 接口，豪华版和旗舰版则是多了更多的比如中央显示屏、蓝牙系统、智能进入系统、一键启动、定速巡航、多功能方向盘等。可见，凌派豪华版和旗舰版的配置还是很丰富和齐全的，在家用车中竞争力较强。

表 1 凌派车型配置

	1.8L MT 舒适版	1.8L AT 舒适版	1.8L AT 豪华版	1.8L AT 旗舰版
价格 (万)	11.48	12.48	13.48	14.98
带 LED 近光功能的前大灯				●
防夹电动天窗			●	●
电动调节外后视镜 (带转向灯)	●	●	●	
电动调节外后视镜 (带转向灯+电动折叠+加热)				●
ECON 智能绿色节能辅助系统		●	●	●
真皮方向盘				●
自动空调				●
手动空调	●	●	●	
前排氛围灯				●
高级皮座椅				●
高级绒布座椅	●	●	●	
驾驶席座椅高度调节			●	●
VSA 车身稳定系统			●	●
倒车雷达			●	●
后视摄像头				●
前排侧安全气囊 (带 OPDS 乘员坐姿感知系统)			●	●
侧安全气囊				●
电子防盗报警系统			●	●
智能屏互联系统			●	●
7 英寸高清彩色触控屏			●	●
车载蓝牙			●	●
单碟 CD 音响	●	●		
AUX 接口	●	●		
USB 接口	● (1 个)	● (1 个)	● (2 个)	● (2 个)
HDMI 接口			●	●
2.5cm 硬质高音 2 扬声器				●
Smart Entry 智能进入系统			●	●
一键启动			●	●
定速巡航				●
多功能方向盘			●	●

资料来源：易车网，中投证券研究所

对标车型分析：凌派竞争力突出，有望进入畅销榜

紧凑级家用车是当前最大的细分市场，也是主流汽车厂商的必争之地，竞争车型数量庞大。近期稳定在该细分市场销量前列的主要有上海大众朗逸、上海通用凯越和科鲁兹、一汽大众的速腾、宝来和捷达，长安福特福克斯、北京现代朗动、东风日产轩逸、一汽丰田卡罗拉等车型。其中，凯越和捷达车型偏老，但价格便宜，主要针对 10 万元以下的市场；速腾、两厢福克斯定位偏运

动；因此，与凌派目标客户定位最接近的将是朗逸、宝来、福克斯三厢、朗动、轩逸和卡罗拉。

我们以有望成为销量主力的凌派豪华版为标杆，选取相同价格的对标车型进行对比。

表 2 凌派与主要竞争对手比较 1

	凌派豪华版	朗逸 1.6 自动舒适版	宝来 1.6 自动豪华版	科鲁兹 1.8SE	福克斯 1.6 自动风尚
价格(万)	13.48	13.79	13.63	13.69	14.39
发动机	1.8	1.6	1.6/1.4T	1.8	1.6
变速器	5 档自动	6 档自动	6 档自动	6 档自动	6 档双离合
功率(kW)	102	77	77	108	92
扭矩(Nm)	172	155	155	177	159
综合油耗 (L/100km)	6.7	6.8	6.8	7.8	6.4
长(mm)	4650	4605	4523	4598	4534
宽(mm)	1750	1765	1775	1797	1823
高(mm)	1505	1460	1467	1477	1483
轴距(mm)	2650	2610	2610	2685	2648

资料来源：易车网，中投证券研究所

表 3 凌派与主要竞争对手比较 2

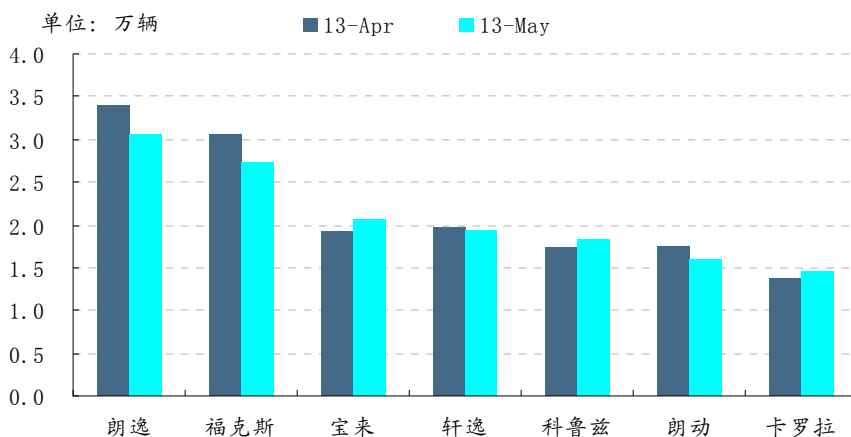
	凌派豪华版	轩逸 1.6 豪华版	朗动 1.6 自动尊贵	卡罗拉 1.6 炫酷	思域 1.8 自动舒适
价格(万)	13.48	13.5	13.28	13.68	13.98
发动机	1.8	1.6	1.6	1.6	1.8/
变速器	5 档自动	CVT	6 档自动	4 档自动	5 档自动
功率(kW)	102	93/	93	90	104
扭矩(Nm)	172	154	155	154	174
综合油耗 (L/100km)	6.7	6.2	6.6	6.9	6.6
长(mm)	4650	4665	4570	4545	4535
宽(mm)	1750	1700	1775	1760	1755
高(mm)	1505	1505	1445	1490	1450
轴距(mm)	2650	2700	2700	2600	2670

资料来源：易车网，中投证券研究所

凌派价格优势明显：相比竞争对手，凌派目前仅有四款车型可选，丰富度有所欠缺，但价格优势非常明显，13.5 万即可买到配置较高的豪华版，而德美系的类似车型官方指导价均接近 15 万，即使与日系中的轩逸、卡罗拉、思域等车型相比，价格也依然具有优势，可以和以性价比著称的现代朗动相媲美。在紧凑级家用车领域，价格是十分重要的影响因素，凌派凭借出众的性价比有望在该领域占据一席之地。

凌派月均销量有望超过 1.5 万辆：当前主流紧凑级家用车月均销量均超过 1.5 万辆，畅销的朗逸、福克斯甚至达到月均 3 万辆。凌派作为广本专为国内市场打造的车型，外观配置等各项设计均针对国人喜好，极易获得目标客户认可，同时价格定位合理，相比竞争对手具有优势，因此我们认为凌派有望成为紧凑级家用车市场又一畅销车型。

图 3 凌派竞争对手销量



资料来源：CAAM，中投证券研究所

投资建议

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

我们认为广汽的投资逻辑主要依循两条主线：1、广丰、广本新车型完善产品线和提升产能利用率，增加市场份额；2、广汽三菱、广汽菲亚特、广汽乘用车销量规模上升，实现减亏或贡献盈利。

凌派强力上市开启广本扩张序幕，后续还有全新雅阁、SUV 车型陆续上市；14 年广丰也将投放全新车型，开始扩张步伐，逐步验证第一条主线。

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