



爆发的前夜，期待新雅阁上市

——广汽集团（601238）2013年8月产销点评

分析师

张勇 0755-83515478

执业证书编号 S1070510120004

邮箱 zhangy@cgws.com

联系人

廖瀚博 0755-83666934

从业证书编号 S1070112070045

邮箱 liaohb@cgws.com

投资评级：强烈推荐（维持）

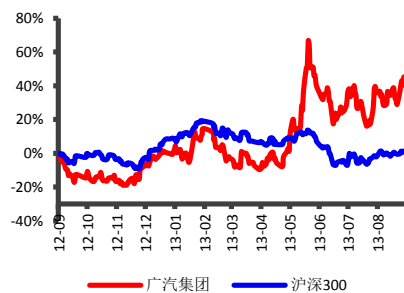
市场数据

目前股价（元）	8.83
总市值（百万元）	56,821
流通市值（百万元）	5,336
总股本（百万股）	6,435
流通股本（百万股）	604
12个月最高/最低	4.87/10.13

公司盈利预测

	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	12,964	17,924	20,034
(+/-)	18.0%	38.3%	11.8%
净利润(百万元)	1,065	3,072	4,312
(+/-)	-74.5%	188.6%	40.4%
EPS	0.18	0.51	0.71
PE	50.1	17.4	12.4

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

目前公司是乘用车板块弹性较大的品种，股价弹性主要来自业绩弹性，日系复苏将为公司业绩提供有力支撑。考虑到公司整体已步入改善通道，下半年多款新车上市，销售存在超预期可能。我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.51 元、0.71 元和 0.89 元，对应当前股价 PE 分别为 17X、12X 和 10X，维持“强烈推荐”评级。

事件：

公司发布 2013 年 8 月产销快报：集团合计销售整车 6.9 万辆，同比增长 5.0%；其中主力品牌广汽本田销售 3.1 万辆，同比增长 3.7%；广汽丰田销售 2.4 万辆，同比下滑 6.4%；新品牌广汽菲亚特销售低迷，8 月销量仅为 1001 辆；广汽三菱销售 0.3 万辆，环比基本持平。自主品牌广汽乘用车销售 0.6 万辆，同比增长 50%。

要点：

- **广本处于爆发前夜。**8 月广本销售小幅增长，增速环比 7 月大幅下降 27.6 个百分点，主要是主力车型雅阁处于换代前期，销量大幅下滑所致。新车凌派 6 月上市后广受好评，已成为广本销售的核心支柱，该车型契合国内消费者审美，性价比优势突出，我们认为未来销量有望超过 1.5 万辆。第九代雅阁预计在 9 月中旬上市，搭载本田新一代动力总成技术（Earth Dream Technology + CVT），性能和配置全面提升。考虑到雅阁在中国积淀深厚，新车上市后有望引领广本重回 B 级车第一阵营。
- **广丰仍需等待。**8 月广丰销售同比下滑 6.4%，环比下滑 16.5%，预计是凯美瑞表现不佳所致。由于广丰主力车型仅有凯美瑞和汉兰达两款，雅力士和逸致表现不佳，导致公司销售容易受主力车型波动影响。全新雅力士预计在今年 4 季度上市，车身长度和内部空间提升明显，定价更加亲民，上市后有望扭转老款产品销售低迷的局面。另一款新车（卡罗拉级别）将于明年上市，未来有望成为广丰新的利润增长点。我们认为未来广丰车型布局更趋合理，考虑到两款新车难以贡献利润，业绩大幅提升仍需等待。
- **自主品牌继续改善。**受行业淡季来临影响，8 月份广汽传祺销量进一步回落。目前主销车型 GS5 销量维持在 5500 辆左右，短期继续上行的难度较大。新车型 GA3 已于 8 月上市，该车型是传祺的第二款轿车产品，定位于紧凑型轿车，定价在 7-12 万，未来有望成为传祺品牌销量的新增长点。随着车型销量的稳步提升，公司盈利将迎来明显改善，预计今年有望实现盈亏平衡。
- **风险提示：**国内宏观经济下行；日系复苏不达预期。

附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	10,984.27	12,963.86	17,924.33	20,034.15	21,312.07
营业成本	10,347.83	11,924.69	15,625.32	17,497.73	18,649.96
销售费用	613.29	791.58	949.99	1,041.78	1,086.92
管理费用	1,259.49	1,363.56	1,456.22	1,685.19	1,884.46
财务费用	57.39	198.78	181.82	179.06	117.02
投资净收益	4,650.55	2,643.92	4,043.68	5,106.85	6,231.82
营业利润	3,183.99	957.06	2,954.70	4,168.44	5,201.10
营业外收支	873.30	42.78	42.78	42.78	42.78
利润总额	4,057.30	999.84	2,997.48	4,211.22	5,243.88
所得税	-109.91	-64.79	-74.94	-101.07	-125.85
少数股东损益	-104.41	-68.96	-199.02	-279.33	-347.83
归属于母公司净利润	4,271.62	1,133.58	3,271.43	4,591.62	5,717.56

资产负债表	(百万)				
流动资产	21,893.23	20,274.38	24,397.86	19,574.89	20,677.06
货币资金	17,140.09	15,542.41	18,474.07	13,063.43	13,865.79
应收账款	763.22	1,022.99	1,389.21	1,552.72	1,651.77
应收票据	63.60	58.97	44.74	50.01	53.20
存货	1,536.70	1,397.42	1,834.62	2,038.44	2,155.56
非流动资产	22,443.79	29,107.35	32,800.11	36,656.47	38,947.28
固定资产	4,150.09	5,729.95	7,939.34	10,175.25	11,878.32
资产总计	44,337.02	49,381.73	57,197.98	56,231.35	59,624.34
流动负债	5,971.71	8,867.52	10,180.01	11,301.96	10,217.32
短期借款	1,792.82	2,415.78	1,651.16	1,834.59	215.56
应付款项	2,528.27	3,928.15	5,157.12	5,730.05	6,059.27
非流动负债	8,230.48	8,502.59	12,424.65	6,712.53	6,678.06
长期借款	7,828.05	7,794.61	11,716.67	6,004.55	5,970.08
负债合计	14,202.20	17,370.12	22,604.66	18,014.49	16,895.38
股东权益	30,134.83	32,011.61	34,593.32	38,216.86	42,728.96
股本	6,148.06	6,435.02	6,435.02	6,435.02	6,435.02
留存收益	16,387.85	15,784.56	18,565.28	22,468.16	27,328.08
少数股东权益	976.05	921.76	722.74	443.41	95.59
负债和权益总计	44,337.02	49,381.73	57,197.98	56,231.35	59,624.34

现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	443.75	1,887.11	884.17	787.36	821.75
其中营运资本减少	233.61	2,294.03	885.28	350.84	234.58
投资活动现金流	345.92	-4,687.69	-437.41	198.48	2,608.77
其中资本支出	-2,694.49	-3,131.73	-4,481.08	-4,908.37	-3,623.05
融资活动现金流	-121.26	1,188.24	2,484.90	-6,396.49	-2,628.16
净现金总变化	668.42	-1,612.34	2,931.66	-5,410.65	802.36

数据来源: wind、长城证券研究所

主要财务指标	2011AA	2012AA	2013EE	2014EE	2015EE
成长性					
营业收入增长	25.64%	18.02%	38.26%	11.77%	6.38%
营业成本增长	30.75%	15.24%	31.03%	11.98%	6.58%
营业利润增长	-36.83%	-69.94%	208.73%	41.08%	24.77%
利润总额增长	-26.51%	-75.36%	199.80%	40.49%	24.52%
净利润增长	-24.50%	-74.45%	188.59%	40.36%	24.52%
盈利能力					
毛利率	5.79%	8.02%	12.83%	12.66%	12.49%
销售净利率	37.94%	8.21%	17.14%	21.52%	25.20%
ROE	14.90%	3.43%	9.23%	11.85%	13.27%
ROIC	-3.87%	-3.84%	-1.38%	-1.63%	-1.95%
营运效率					
销售费用/营业收入	5.58%	6.11%	5.30%	5.20%	5.10%
管理费用/营业收入	11.47%	10.52%	8.12%	8.41%	8.84%
财务费用/营业收入	0.52%	1.53%	1.01%	0.89%	0.55%
投资收益/营业利润	146.06%	276.26%	136.86%	122.51%	119.82%
所得税/利润总额	-2.71%	-6.48%	-2.50%	-2.40%	-2.40%
应收账款周转率	19.20	14.52	14.86	13.62	13.30
存货周转率	7.16	8.13	9.67	9.04	8.89
流动资产周转率	0.53	0.61	0.80	0.91	1.06
总资产周转率	0.27	0.28	0.34	0.35	0.37
偿债能力					
资产负债率	32.03%	35.18%	39.52%	32.04%	28.34%
流动比率	3.67	2.29	2.40	1.73	2.02
速动比率	3.41	2.13	2.22	1.55	1.81
每股指标 (元)					
EPS	0.69	0.18	0.51	0.71	0.89
每股净资产	4.90	4.97	5.38	5.94	6.64
每股经营现金流	0.07	0.29	0.14	0.12	0.13
每股经营现金/EPS	0.10	1.66	0.27	0.17	0.14

估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
PE	12.71	50.13	17.37	12.37	9.94
PEG	-51.88	-67.33	9.21	30.67	40.53
PB	1.80	1.78	1.64	1.49	1.33
EV/EBITDA	-53.51	-59.38	265.33	158.82	112.17
EV/SALES	4.38	3.71	2.68	2.40	2.26
EV/IC	1.21	1.14	1.00	1.04	0.98
ROIC/WACC	-0.35	-0.34	-0.12	-0.15	-0.17
REP	-3.49	-3.32	-8.13	-7.16	-5.64

研究员介绍及承诺:

张勇: 经济学硕士, 2001年加入长城证券, 现任金融研究所副所长。

廖瀚博: 中山大学硕士, 2012年加入长城证券, 任汽车行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦16层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦10层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>