

## 反转趋势明显加强，盈利弹性开始显现，股价仍处历史底部

**广汽集团 (601238.SH)**
**推荐 维持评级**
**核心观点：**

### 1. 事件

9月31日公布三季报，1-9月份实现收入124亿元，同比+44%，净利润22.42亿，同比22%，每股eps为0.35元；主要是投资收益贡献30.36亿元，同比增加了3.3亿元，原因广本广丰持续复苏，盈利能力全面恢复。业绩超预期，总体符合我们的判断，2013年公司基本面触底反转，2014年车型大放量，2015年技术大飞跃，未来成长速度和盈利能力值得期待，目前股价仍处历史底部，维持“推荐”评级。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 日系反弹趋势明显，全年业绩弹性可期

3季度实现净利润10.24亿元，同比+187%，环比+39%，盈利达到两年来的新高；投资收益贡献11.82亿元，同比+114%，环比2季度+35%。无论销量还是盈利，目前广本和广丰强劲恢复，已经达到历史最好水平；三菱也开始贡献利润，而本部的减亏速度也明显超预期。除了菲亚特仍然拖累，没有改观，其他合资公司和本部全面向上，并且未来两年势头不减。

#### (二) 新车型+新技术，推动未来成长性

广汽集团未来两年新车型数量、车型结构改善、新技术引入速度，在众多车企中异常突出，未来销量和盈利增速将明显提速。广本（凌派、新雅阁、A0级SUV）、广丰（matrix）、菲亚特（菲跃、JEEP自由光）的重磅车型持续引入，将原本车型数量不足的广汽集团带来重大成长机遇。

#### (三) 成长空间广阔，股价仍在底部

2013年是广汽集团的反转之年，2014年车型数量大幅攀升，2015年丰田本田的混合动力技术引入，菲亚特进入丰收之年，整个广汽集团的销量规模、盈利能力和市值空间将得到极大的提升，对比未来成长空间，目前公司价值低估。

### 3. 投资建议

我们认为2013年将是广汽集团的长期拐点，车型大放量和业绩回归将推动公司持续成长，混合动力技术将强化这一反转趋势和成长空间，预计13-14年EPS为0.45和0.75，PE为19和11，维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

中日关系持续恶化压制日系车型消费，混合动力技术推广严重滞后。

**分析师**

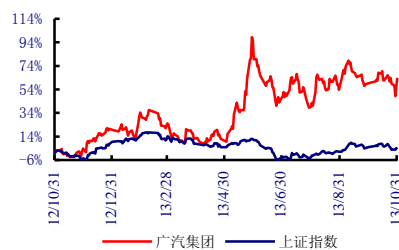
邓学

☎: 0755-82837691

✉: dengxue@chinastock.com.cn

**市场数据** 时间 2013.10.31

A股收盘价(元)	8.29
A股一年内最高价(元)	10.20
A股一年内最低价(元)	4.87
上证指数	2141.61
市净率	1.72
总股本(万股)	643502.01
实际流通A股(万股)	60431.64
限售的流通A股(万股)	361740.35
流通A股市值(亿元)	50.10

**相对指数表现图**


资料来源：中国银河证券研究部

**相关研究**

## 一、反转趋势明显加强，盈利弹性开始显现

### (一) 三季度业绩超市场预期，反转趋势明显加强

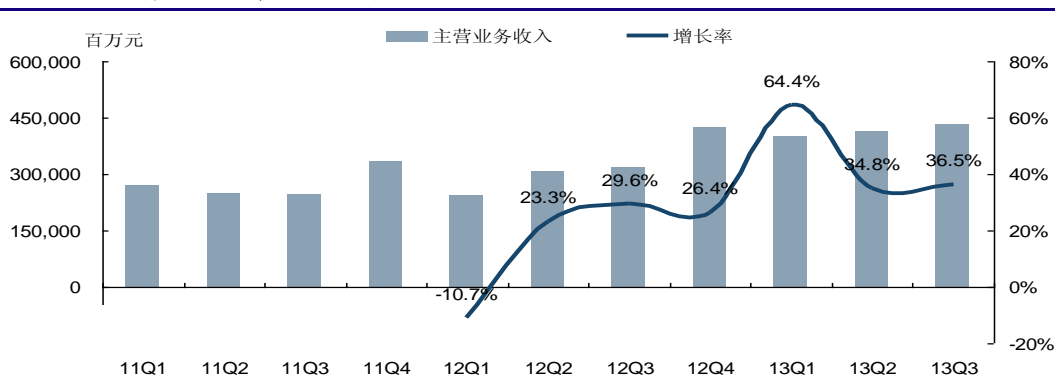
9月31日公布三季报，1-9月份实现收入124亿元，同比+44%，净利润22.42亿，同比22%，每股eps为0.35元；主要是投资收益贡献30.36亿元，同比增加了3.3亿元，原因广本广丰持续复苏，盈利能力全面恢复。业绩超市场预期，总体符合我们的判断，2013年公司基本面触底反转，2014年车型大放量，2015年技术大飞跃，未来成长速度和盈利能力值得期待，目前股价历史底部，维持“推荐”评级。

表1：广汽集团季度数据对比

财务指标(万)	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	环比	同比
营业总收入	334,293	241,877	305,680	317,399	422,445	397,582	412,195	433,400	5.1%	36.5%
营业成本	319,258	226,640	285,811	292,360	378,055	355,395	363,788	367,246	1.0%	25.6%
营业费用	25,735	14,472	15,991	20,417	28,277	26,779	18,087	25,814	42.7%	26.4%
管理费用	42,392	26,942	34,440	30,447	44,528	33,791	33,446	39,119	17.0%	28.5%
财务费用	-2,084	5,191	7,276	-2,421	9,831	6,427	9,563	5,458	-42.9%	-325.5%
营业利润	76,861	84,219	52,347	22,630	-63,491	45,537	70,152	100,918	43.9%	345.9%
利润总额	158,002	85,903	52,337	35,635	-73,892	46,171	73,142	101,327	38.5%	184.3%
所得税	-3,070	-1,458	-5,174	1,209	-1,056	1,311	1,894	2,600	37.3%	115.0%
归属于母公司净利润	166,887	90,196	57,941	35,682	-70,461	47,825	74,001	102,416	38.4%	187.0%
EPS	0.00	0.14	0.09	0.06	-0.11	0.07	0.11	0.16	45.5%	166.7%
毛利率	4.5%	6.3%	6.5%	7.9%	10.5%	10.6%	11.7%	15.3%	30.0%	93.5%
营业费用率	7.7%	6.0%	5.2%	6.4%	6.7%	6.7%	4.4%	6.0%	35.7%	-7.4%
管理费用率	12.7%	11.1%	11.3%	9.6%	10.5%	8.5%	8.1%	9.0%	11.2%	-5.9%
营业利润率	23.0%	34.8%	17.1%	7.1%	-15.0%	11.5%	17.0%	23.3%	36.8%	226.6%
实际所得税率	-1.9%	-1.7%	-9.9%	3.4%	1.4%	2.8%	2.6%	2.6%	-0.9%	-24.4%

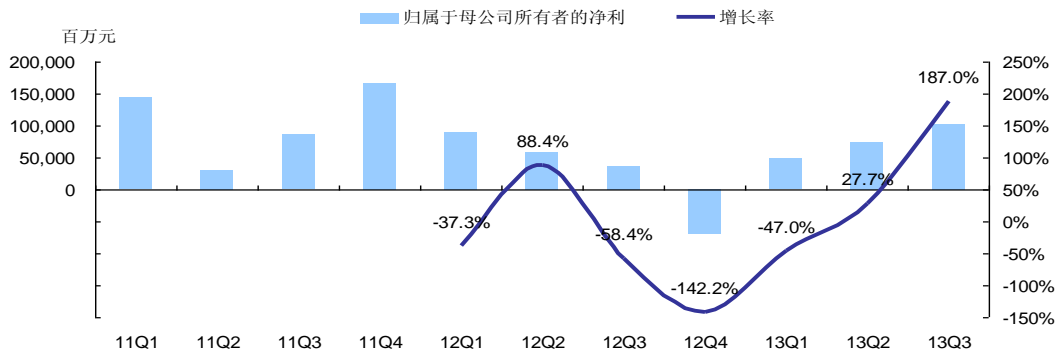
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图2：主营业务收入分季度同比增长



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 3: 归属于母公司净利分季度同比增长



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

## (二) 日系份额提升明显, 盈利弹性开始显现

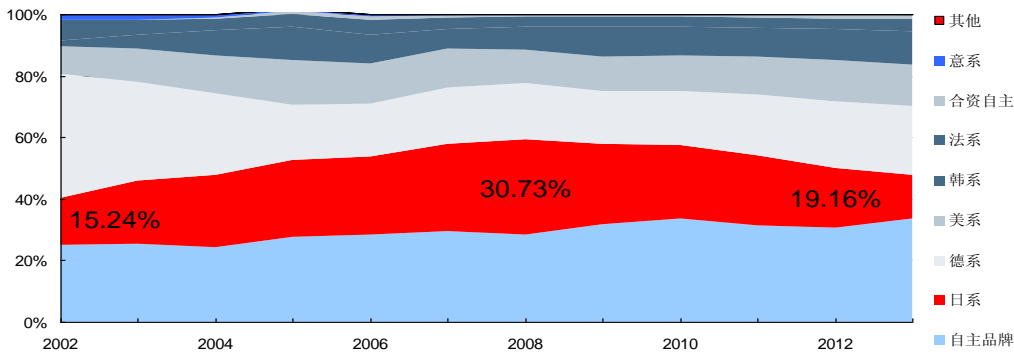
根据 1-9 月销量月度情况, 日系恢复力度持续。9 月份, 广汽丰田实现销量 2.5 万辆, 同比+26.51%, 环比+6.76%, 广汽本田实现销量 4.15 万辆, 同比+156.22%, 环比+28.36%, 日系复苏趋势仍较为明显, 广汽集团受益南方的区域优势更为明显。预计广汽丰田全年实现销量 30 万辆, 凯美瑞、汉兰达有望实现年销量新高, 盈利有望达到 40 亿元; 广汽本田凌派、新雅阁开始发力, 预计全年销量突破 43 万辆, 盈利超过 30 亿元。

表 1: 广汽本田、广汽丰田月度销量细节 (2013 年 1-9 月份)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	单月同比	累计同比
<b>广汽丰田合计</b>	<b>23,007</b>	<b>13,223</b>	<b>27,325</b>	<b>23,277</b>	<b>23,593</b>	<b>27,654</b>	<b>29,037</b>	<b>23,805</b>	<b>25,413</b>	<b>26.51%</b>	<b>7.46%</b>
凯美瑞	13,184	7,412	17,170	13,092	14,008	15,141	16,988	14,493	15,315	38.41%	9.96%
雅力士	798	645	1,150	1,352	1,428	1,591	1,497	1,315	104	-90.65%	-13.07%
逸致	1,012	567	2,321	1,683	1,763	1,717	1,510	1,554	1,674	-6.95%	-9.53%
汉兰达	8,013	4,599	6,684	7,150	6,394	9,205	9,042	6,443	8,320	36.15%	10.91%
<b>广汽本田合计</b>	<b>36,584</b>	<b>12,476</b>	<b>36,095</b>	<b>35,393</b>	<b>30,526</b>	<b>33,625</b>	<b>32,003</b>	<b>32,312</b>	<b>41,477</b>	<b>156.22%</b>	<b>18.31%</b>
雅阁	12,096	3,363	10,828	11,747	9,043	7,534	6,644	3,939	10,448	85.51%	-3.51%
飞度	3,314	1,747	4,848	4,078	3,841	3,874	3,327	3,196	3,995	87.73%	11.16%
奥德赛	2,246	813	2,312	2,423	2,159	2,483	2,408	4,985	1,863	111.46%	29.38%
歌诗图	4,479	2,144	4,627	4,314	3,901	4,470	3,690	3,424	3,901	38.88%	38.74%
锋范	11,701	3,459	11,084	11,694	10,197	9,405	4,496	3,372	7,194	98.73%	-4.62%
理念	2,748	950	2,396	1,137	1,385	2,752	1,081	896	322	-71.20%	-31.97%
凌派						3,107	10,357	12,500	13,754	-	-

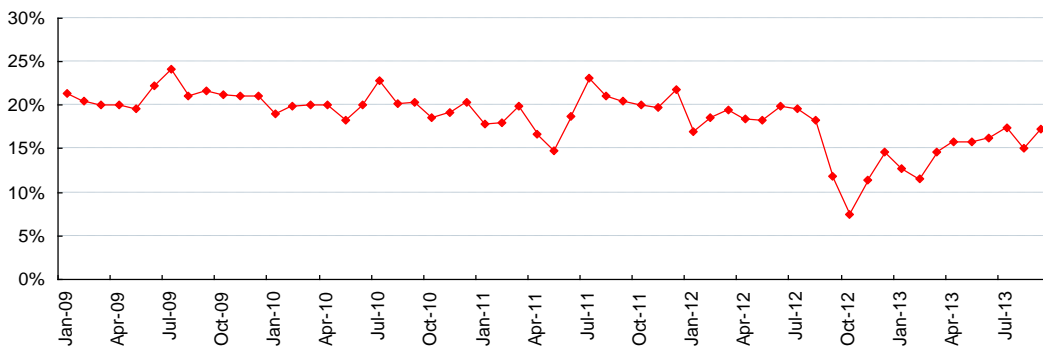
资料来源: 中汽协、中国银河证券研究部整理

图 1: 各国车系份额变化 (2002-2013), 日系份额由 2008 年的 30.73% 下滑至 2012 年的 19.16%



资料来源: wind、中国银河证券研究部整理

图 2: 2009 年 1 月-13 年 9 月乘用车市场日系份额走势

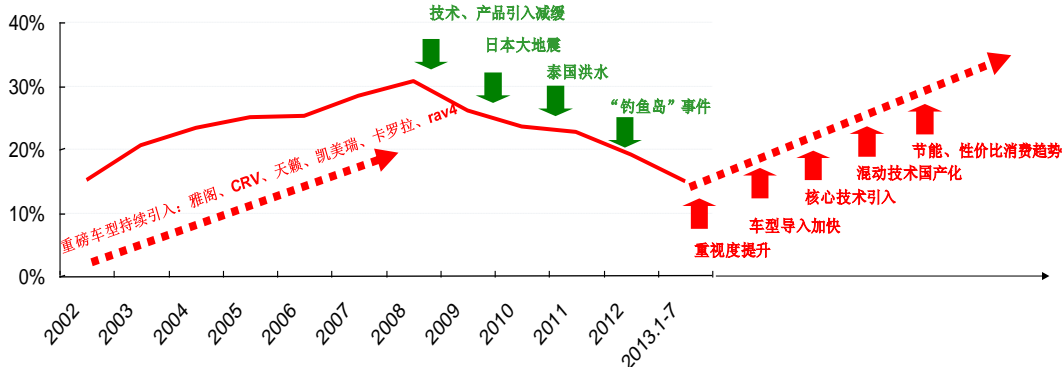


资料来源: wind、中国银河证券研究部整理

## (二) 未来更多关注新车型+新技术

下一个五年,是日系份额回归的黄金五年。主要的推动力来自于日系车型引入速度加快,混合动力技术的国产化,政府和民众节能环保意识的觉醒。广汽集团 2013 年日系份额平稳回归,2014 年新车型开始发力,无论是数量上还是销量结构上均有加大幅度提升,2015 年丰田本田混合动力技术国产化完毕,节能优势将大范围凸显,同时国产 JEEP 自由光的上市也将助推广汽集团切入的高端 SUV 市场。

图 3: 2009 年 1 月-13 年 9 月乘用车市场日系份额走势



资料来源: wind、中国银河证券研究部整理

表 2: 广汽集团在销车型及新车型 (标黄为 2013 年下半年以后新车型)

车型	排量	价格区间 (万元)	级别	备注
广汽丰田				
凯美瑞	2L-2.5L	17.98-27.48	B	凯美瑞
凯美瑞-混动	2L-2.5L	25.98-32.98	B	凯美瑞-混动
雅力士	1.3L-1.6L	8.7-10.68	A0	2013 改款
逸致	1.6L-2.0L	14.98-23.98	MPV	
汉兰达	2.7L-3.5L	24.88-42.98	SUV	
Matrix			A	2014 年上市
凯美瑞 (改款)			B	2014 年
广汽本田				
雅阁	2L-3.5L	18.68-34.28	B	
飞度	1.3L-1.5L	7.98-11.98	A0	
奥德赛	2.4L	22.98-27.98	MPV	
歌诗图	2.4L-3.5L	25.98-42.88	C	
锋范	1.5L-1.8L	9.68-15.98	A0	
理念 S1	1.3L-1.5L	6.98 万-9.98	A0	
凌派			A	2013 年 6 月上市
新雅阁			B	2013 年底上市
理念			SUV	2014 年
未命名			SUV (A 级)	2014 年年中上市
广汽三菱				
帕杰罗	3.0L	29.8-39.86	SUV	
劲炫	1.6L-2.0L	12.88-21.88	SUV	
劲畅			SUV	2013 年 6 月上市
广汽菲亚特				
菲翔	1.4L	10.88-15.88	A	
菲跃			SUV (B 级)	待定
自由光 (JEEP)			SUV (B 级)	2014 年底上市
广汽乘用车				
传祺	1.8L-2.0L	10.58-20.18	B	
传祺 GS5	1.8L-2.0L	12.38 万-22.98	SUV	
传祺 GA3			A	2014 年上市

资料来源: 公司调研, 中国银河证券研究部整理

## 二、投资建议

我们认为 2013 年将是广汽集团的长期拐点, 车型大放量 and 业绩回归将推动公司持续成长, 混合动力技术将强化这一反转趋势和成长空间, 预计 13-14 年 EPS 为 0.45 和 0.75, PE 为 19 和 11, 基于 2013 年公司基本面触底反转, 2014 年车型大放量, 2015 年技术大飞跃, 未来成长速度和盈利能力值得期待, 目前股价仍在历史底部, 维持“推荐”评级

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**邓学，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171

[fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：高兴 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)