

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

中短期看日系复苏, 长期看混合动力发展

——广汽集团(601238)调研简报

证券研究报告-公司调研

增持(首次)

发布日期: 2013年11月29日

报告关键要素:

中短期来看, 公司自主品牌和合资品牌受益于新车型推出, 销量提升趋势明显, 特别是日系品牌的复苏对业绩提升具有重要作用。长期来看, 混合动力乘用车将带来全新的发展空间。

事件:

- 近期我们调研了广汽集团(601238), 就公司经营与发展情况与公司高管进行了交流。

点评:

- **广汽丰田积极布局混合动力。**混合动力是广汽丰田的长期看点, 也是其优势所在。目前广汽丰田推出的混合动力车型主要是凯美瑞·尊瑞, 其售价为25.98-32.98万, 高于普通版车型, 但节油率超过32%、百公里油耗仅5.3L。目前月销量稳定在500辆以上, 表现良好, 与广州市补贴政策和摇号政策对混合动力车型的倾斜密不可分。根据丰田规划, 2015年将是混合动力核心部件国产化的时间点。日前, 丰田汽车研发中心(中国)有限公司(TMEC)在江苏常熟投运, 该研发中心总投资近7亿美元, 是丰田汽车全球研发体系中最大规模的研发中心, 不仅致力于混合动力核心部件国产化, 也会着力于全方位的研发和技术导入。预计国产化后, 混合动力核心部件成本有望下降一半, 带动混合动力车型价格接近普通车型, 并展现出更好的性价比。虽然国家在混合动力乘用车方面并没有太多的政策倾斜, 但在核心部件国产化和乘用车企业油耗限值压力的双重作用下, 预计未来几年混合动力乘用车产业将有较大的发展。广汽丰田作为混合动力技术优势方, 无疑会受益于此。除了长期布局的混合动力车型外, 广汽丰田也积极推出普通新车型。11月新上市的全新Yaris致炫专为中国市场打造, 售价为6.98-10.88万元, 目前订单情况良好, 有望一改老版车型的颓势。明年, 广汽丰田将推出一款全新A级车, 改变目前没有A级车的局面, 并带来较大的销量增量。整体来看, 预计2014年总销量有望达到40万辆。

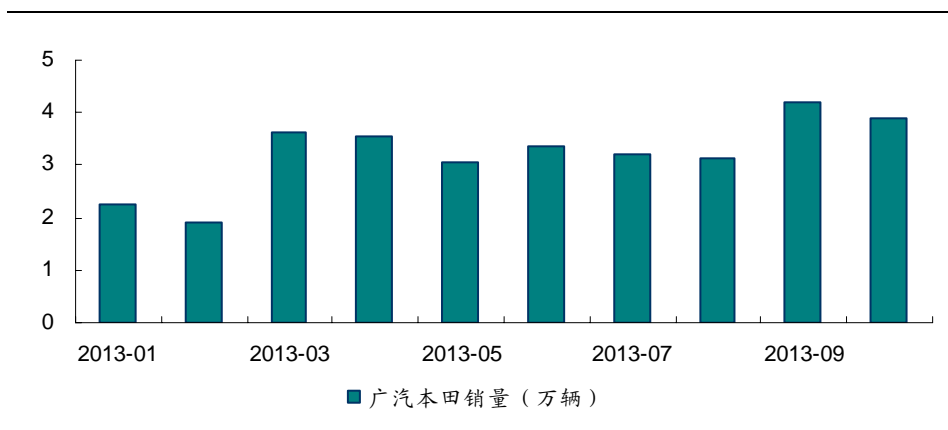
图 1: 致炫



资料来源: 公司资料, 中原证券

- **广汽本田新车型快速上量。**与广汽丰田相比，广汽本田在引进新车型方面更为积极。6月凌派正式上市，目前月销量均在1万辆以上，对总销量增长贡献较大。9月，新一代雅阁正式上市，首先主打的是2.4L车型，9月销量过万，随着2.0L车型补充进入，预计总销量仍有进一步提升空间。预计广汽本田全年总销量有望超过40万辆，同比增长约30%，真正扭转2012年9月后的颓势。预计2014年将有奥德赛换代车型和小型SUV上市，有助于广汽本田继续保持较快增速。

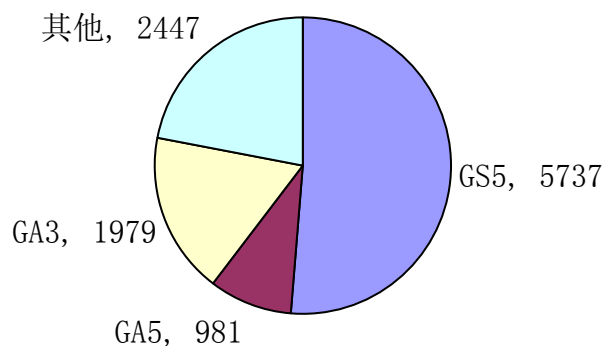
图 2: 广汽本田月销量



资料来源：公司资料，中原证券

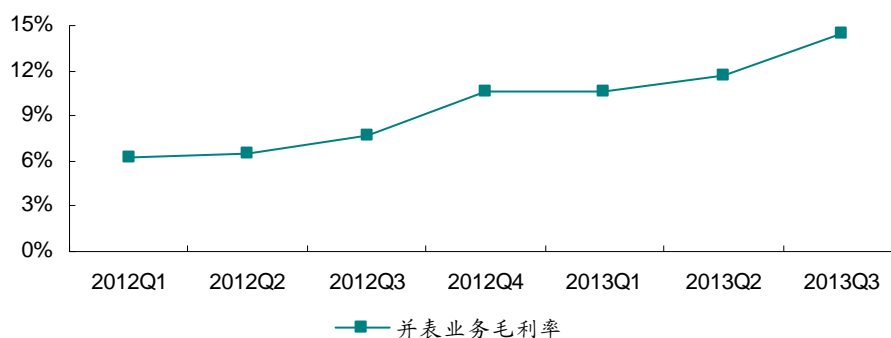
- **广汽乘用车实现盈利。**近年来广汽乘用车相继推出GS5和GA3自主品牌车型。其中GS5月销量在5000辆上下，是目前广汽乘用车销量的主要构成车型。GA3目前月销量约2000辆。整体来看，广汽乘用车月销量在1万辆上下，已经受制于产能，未来随着产能进一步扩张，其销量也有进一步提升空间。比较难能可贵的是，目前广汽乘用车已经实现盈利。

图 3: 广汽乘用车 10 月销量构成



资料来源：CAAM，中原证券

图 4：并表业务季度毛利率



资料来源：公司资料，中原证券

- **广汽三菱基本达到盈亏平衡。** 广汽三菱现有工厂以原广汽长丰为基础，盈亏平衡点相对较低，并受益于日元贬值。2013年总销量预计达到4.5万辆，并有望达到盈亏平衡。目前主力车型为劲炫。作为SUV的专业厂家，并有三菱在SUV领域的良好口碑，未来有望借助行业东风实现大发展。
- **广汽菲亚特未来发展在于新车型引进。** 与广汽三菱不同，广汽菲亚特初期投入较大，目前仍处于亏损状态中。其推出的第一款车型菲翔表现一般，今年以来月均销量仅超过3000辆。预计2014年将有新车型上市，有助于销量增长。未来如果实现JEEP品牌车型国产上市，对提升企业知名度以及盈利能力将有莫大的帮助。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2013-2014年EPS分别为0.52元和0.77元，按11月28日收盘价9.08元计算，对应市盈率分别为17.60倍和11.74倍，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：** 政策变动；行业竞争加剧，特别是SUV行业；新车型推出和表现不及预期；中日关系出现波动。

盈利预测

	2011 年	2012 年	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	109.84	129.64	178.17	232.47
增长比率 (%)		18.02	37.43	30.48
净利润 (亿元)	42.72	11.34	33.20	49.77
增长比率 (%)		-73.46	192.88	49.90
每股收益 (元)	0.66	0.18	0.52	0.77
市盈率 (倍)	13.68	51.54	17.60	11.74

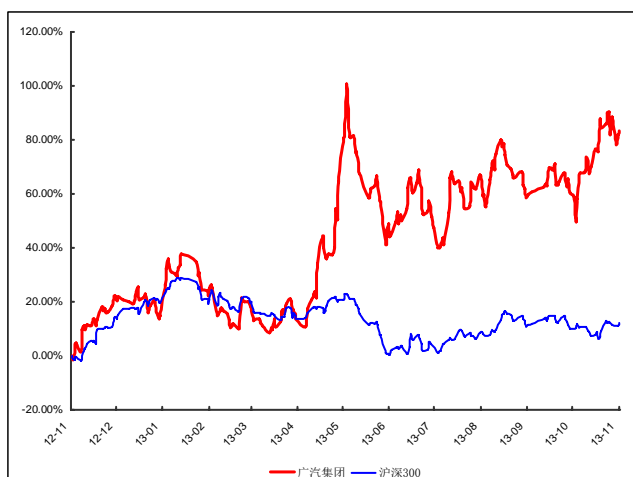
市场数据 (2013年11月28日)

收盘价 (元)	9.18
一年内最高最低 (元)	4.88/10.10
沪深300	2414.48
市净率 (倍)	1.80
流通市值 (亿元)	55.48

基础数据 (2013年9月30日)

每股净资产 (元)	5.10
每股经营现金流 (元)	0.05
毛利率 (%)	12.61
净资产收益率 (%)	9.36
资产负债率 (%)	39.69
总股本/流通股 (亿股)	64.35/6.04
B股/H股 (亿股)	/22.13

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。