

2014年01月10日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) A股:RMB 9.00
H股:HKD 10.00

公司基本资讯

| | |
|----------------|--------------------------|
| 产业别 | 汽车 |
| A 股价(2014/1/9) | 7.46 |
| 深证成指(2014/1/9) | 2027.62 |
| 股价 12 个月高/低 | 10.13/5.49 |
| 总发行股数(百万) | 6435.02 |
| A 股数(百万) | 604.32 |
| A 市值(亿元) | 480.05 |
| 主要股东 | 广州汽车工业集团有限公司 (57.58%) |
| 每股净值(元) | 5.10 |
| 股价/账面净值 | 1.46 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | -18.3 -11.2 24.1 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
| -- | -- | -- |

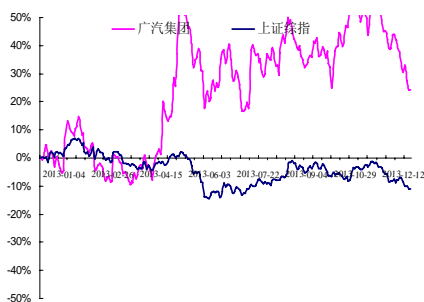
产品组合

| | |
|------|--------|
| 整车销售 | 88.62% |
| 备品 | 5.02% |
| 其他 | 6.36% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|--------|-------|
| 基金 | 6.25% |
| 券商集合理财 | 0.18% |

股价相对大盘走势



广汽集团 (601238.SH/2238.HK)

Buy 买入

13 年 Q4 销量冲高，传祺给力、日系复苏

结论与建议：

广汽 13 年凭借传祺的上量和 9 月后日系“两田”的反弹，完成了 100 万辆销量，YoY+41.1%。我们认为 14 年日系基于低基期和自身战略积极化带动的较快增长仍将持续，利于公司投资收益的增长。

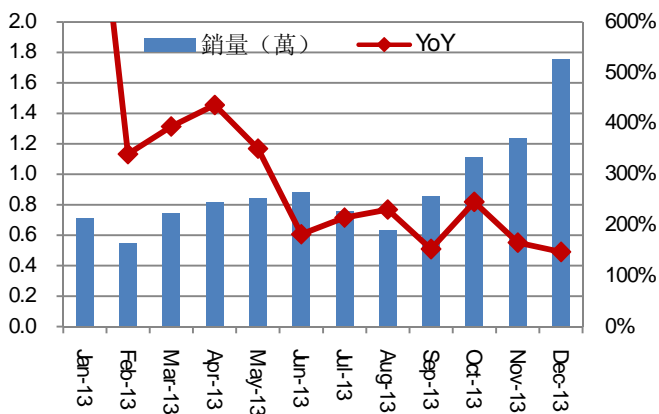
预计公司 13~15 年 EPS 分别为 0.557 元、0.850 元和 1.026 元，YoY 分别增长 216.04%、52.73%和 20.71%。目前 14 年 A 股 P/E 为 9 倍、H 股为 7.5 倍，给予买入建议，目标价 A 股 9 元，H 股为 10 港元（14 年 10x）。

- **自主“传祺”表现给力，主业营收增长快速：**广汽自主乘用车现有 GA3、GA5 以及 GS5（SUV）三款乘用车在售，定位在自主品牌领域中为高端车型，凭借 GS5 的出色表现，13 年实现 10.9 万辆的销售数字，YoY+234%；而 13 年上市的 A 级轿车 GA3 也有良好的表现，14 年广汽将在此基础上推出小型 SUV（预计为 GS3）。受益于传祺的增量，公司 13 年营收增长快速，毛利率亦有明显提升，且这一趋势在 14 年很可能继续持续。
- **丰田本田 Q4 回暖，14 年前三季 YoY 预增长快速：**13 年 9 月起，大陆日系车一改 12 年 9 月以来的低迷，销量快速增长。广汽本田、丰田 9~12 月合计销量分别达到 19.5 万和 11.1 万辆，YoY 分别增长 128%和 64%，而 1~8 月增速分别为 4.2%和 5.4%。13 全年两个合资品牌分别实现 37.6%和 21.2%的销售增速。受益于此，预计公司 13 年 Q4 投资收益将大幅增长。而考虑 13 年 1~8 月的基期较低，故业绩快速增长的趋势在 14 年 1~3Q 仍将持续。
- **广汽菲亚特期待 15 年：**菲亚特收购克莱斯勒后，并入了 Jeep 品牌，我们预计在 14 年底、15 年初，广汽菲亚特会推动 Jeep SUV 的国产化，第一款引入的车型可能是指南者（22~28 万）或自由光（37~46 万），作为传统“强硬派”越野车品牌，我们看好其国产化后的市场。同时广汽三菱将继续贯彻 SUV 战略，三菱在运动型 SUV 领域有独有的客户群，需求稳定。
- **Hybrid 渗透率提升，丰田本田有优势：**目前 PHEV 和 EV 的乘用车在国内发展并不顺利，我们始终认为不改变消费者使用习惯、不需额外配套设施的混合动力拥有更大的增长潜力，丰田作为全球混合动力技术的领先者拥有技术的优势，其同样会惠及广汽集团。除了丰田 Camry 和本田 Fit 相继在国内推出了混动版车型后，广汽传祺也将有混合动力版的乘用车上市，将受益于节能减排的大潮。
- **2014 年预计销量 122 万辆，YoY+21%：**其中本田、丰田因 13 年 1~8 月基期较低，利于增速释放。新车方面，广本将有新飞度、奥德赛上市，并推出 A 级 SUV 新车，雅阁也将有新配置上市；广丰除了 13 年 Yaris 致炫上市，14 年将推出新的 A 级车，同时 14 年是广丰十周年，销售方面预计会有不少活动，利于推动销量增长；而传祺会有小型 SUV GS3 推出。
- **盈利预期：**预计公司 2013~15 年实现营收分别为 193.32 亿元、232.39 和 271.08 亿元，YoY 分别增长 49.12%、20.21%和 16.65%，净利润分别为 35.83 亿元、54.71 亿元和 66.05 亿元，YoY 分别增长 216.04%、52.73%和 20.71%；EPS 分别为 0.557 元、0.850 元和 1.026 元。目前 14、15 年 A 股 P/E 为 9 倍和 7 倍、H 股为 7.5 倍和 6.2 倍，给予买入建议，目标价 A 股 9 元，H 股为 10 港元（14 年 10x）。

..... 接续下页

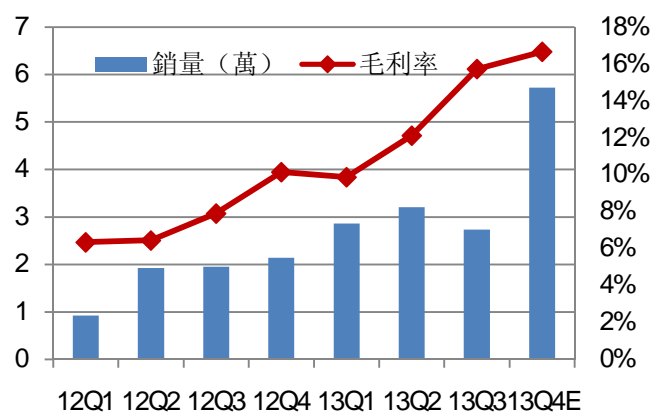
| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|----------------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 4272 | 1134 | 3583 | 5471 | 6605 |
| 同比增减 | % | -0.52% | -73.46% | 216.04% | 52.73% | 20.71% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 0.695 | 0.176 | 0.557 | 0.850 | 1.026 |
| 同比增减 | % | -0.52% | -74.65% | 216.04% | 52.73% | 20.71% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 10.74 | 42.35 | 13.40 | 8.77 | 7.27 |
| 股利(DPS) | RMB 元 | 0.27 | 0.08 | 0.10 | 0.13 | 0.15 |
| 股息率(Yield) | % | 3.15% | 0.93% | 1.17% | 1.52% | 1.75% |

图表一： 广汽乘用车月销量及 YoY



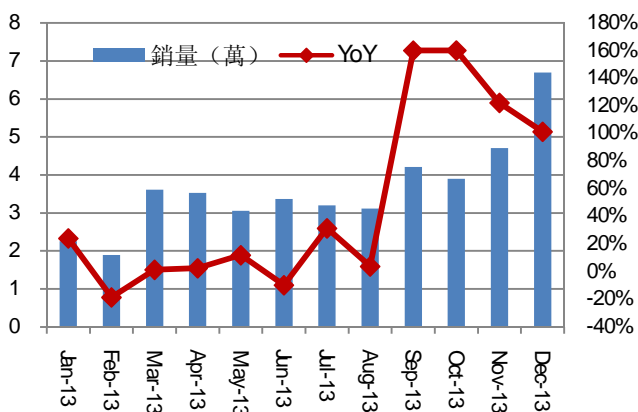
资料来源：公司公告，群益证券整理

图表二： 广汽乘用车分季度销量及主营毛利率



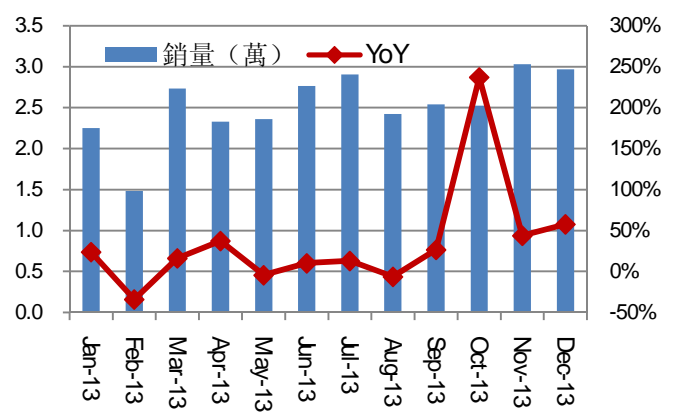
资料来源：公司公告，群益证券整理

图表三： 广汽本田月销量及 YoY



资料来源：公司公告，群益证券整理

图表四： 广汽丰田月销量及 YoY



资料来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10984 | 12964 | 19332 | 23239 | 27108 |
| 经营成本 | 10342 | 11829 | 16454 | 19541 | 22577 |
| 营业税金及附加 | 170 | 362 | 657 | 795 | 930 |
| 销售费用 | 613 | 792 | 1257 | 1522 | 1784 |
| 管理费用 | 1259 | 1364 | 1779 | 2091 | 2440 |
| 财务费用 | 57 | 199 | 309 | 349 | 407 |
| 资产减值损失 | 2 | 10 | 100 | 150 | 200 |
| 投资收益 | 4651 | 2644 | 4818 | 6861 | 8576 |
| 营业利润 | 3184 | 957 | 3434 | 5482 | 7146 |
| 营业外收入 | 1046 | 161 | 140 | 160 | 180 |
| 营业外支出 | 173 | 118 | 40 | 50 | 60 |
| 利润总额 | 4057 | 1000 | 3534 | 5592 | 7266 |
| 所得税 | -110 | -65 | 99 | 280 | 727 |
| 少数股东损益 | -104 | -69 | -148 | -159 | -65 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4272 | 1134 | 3583 | 5471 | 6605 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 17140 | 15542 | 19295 | 21474 | 23832 |
| 应收帐款 | 827 | 1095 | 1204 | 1445 | 1590 |
| 存货 | 1537 | 1397 | 1845 | 2084 | 2189 |
| 流动资产合计 | 21659 | 20274 | 24735 | 27208 | 29929 |
| 长期投资净额 | 14365 | 16862 | 19223 | 21337 | 22404 |
| 固定资产合计 | 3275 | 4298 | 5072 | 5681 | 6078 |
| 在建工程 | 875 | 1432 | 1002 | 702 | 723 |
| 无形资产 | 2159 | 2538 | 2867 | 2925 | 2866 |
| 资产总计 | 44561 | 49382 | 56252 | 61576 | 65989 |
| 流动负债合计 | 6196 | 8868 | 13922 | 15175 | 16692 |
| 长期负债合计 | 8230 | 8503 | 8077 | 8724 | 7851 |
| 负债合计 | 14426 | 17370 | 21999 | 23899 | 24544 |
| 少数股东权益 | 976 | 922 | 830 | 896 | 968 |
| 股东权益合计 | 30135 | 32012 | 34252 | 37678 | 41445 |
| 负债和股东权益总计 | 44561 | 49382 | 56252 | 61576 | 65989 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -287 | 956 | 1319 | 1715 | 1972 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 2472 | -716 | 215 | 1730 | 1903 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -547 | -2220 | 2886 | -1265 | -1518 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 1596 | -1969 | 4420 | 2180 | 2357 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。