

2014年03月27日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) A股: RMB 9.50
H股: HKD 10.0

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2014/3/26)	7.59
上证综指(2014/3/26)	2063.67
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)	488.42
主要股东	广州汽车工业集团有限公司 (57.58%)
每股净值(元)	5.17
股价/账面净值	1.47
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.9 -10.9 25.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-1-28	7.57	买入

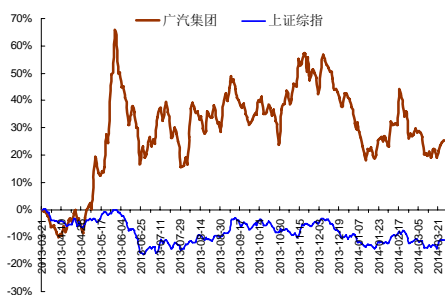
产品组合

整车销售	94.19%
其他	2.39%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.2%
一般法人	30.6%

股价相对大盘走势



广汽集团 (601238.SH/2238.HK)

Buy 买入

预计 14 年日系盈利将继续改善

结论与建议:

得益于传祺上量和日系的复苏, 广汽集团 13 年劲增 135%。我们认为 14 年前 3Q 销量能保持较快的增长趋势, 全年预期达到 125 万辆、YoY+24%, 由此 14 年主营收入和投资收益能实现较快增长, 而菲亚特引入 JEEP 国产化预计会在 15 年实现产销, 将成为公司又一看点。

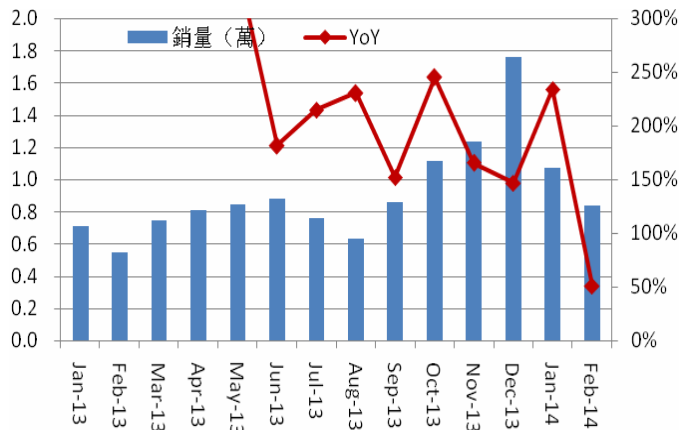
预计公司 14、15 年 EPS 分别为 0.749 元和 0.865 元, YoY 分别增长 80.74% 和 15.47%。目前 14 年 A 股 P/E 为 10 倍、H 股为 8.4 倍, 鉴于 14 年日系和传祺增长预期依旧良好, 维持买入建议, 目标价 A 股 9.5 元 (14 年 12x), H 股为 10 港元 (14 年 12x)。

- **13 年传祺给力, 日系复苏:** 广汽集团 2013 年实现营业收入 188.24 亿元, YoY+45.21%, 毛利率 14.40%, YoY 提高 6.4 个 pct, 实现净利润 26.69 亿元, YoY+135.41%, EPS 为 0.415 元, 得益于自主品牌传祺销量大幅增长以及日系车的回暖, 集团 13 年营收、利润双双大增。其中 Q4 单季营收以及净利润分别为 63.9 亿元和 4.26 亿元, YoY 分别增长 48.2% 和大幅扭亏, QoQ 分别增长 53% 和下降 19% (因 Q4 营业外支出较多)。
- **13 年费用增长较快, 业外支出超预期:** 广汽 13 年销售费用 YoY+35% 至 10.7 亿元, 为工资福利、售后服务及销售奖励增加; 管理费用 YoY+27% 至 17.3 亿元, 为研发费用、事务经费和折旧摊销增长较多。业外收入确认 2.5 亿元, YoY+53.5%, 为政府补助增加; 业外支出 6.01 亿元, YoY+407%, 为集团向第三方转让一项目资产计提 5 亿元左右 (处置长丰部分固定资产), 但集团表示, 未来有望通过政府补助弥补上述亏损。
- **日系复苏, 投资收益大增:** 凭借 9 月起日系车复苏, 广汽本田和丰田 13 年分别录得了 21% 和 38% 的销量增速, 实现 584.4 亿元和 523.9 亿元的营收。14 年前两月, “两田” 共计实现了 10.3 万辆销售, YoY+30.6%, 继续强势反弹的势头, 我们预计广汽本田和丰田 14 年销量将分别达到 58.4 万辆和 37.6 万辆, YoY 分别增长 30% 和 24%, 由此将带动 14 年投资收益进一步的快速增长。
- **广汽菲亚特期待 2015 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)、自由光 (37~46 万) 或自由侠 (全新车型, 小型 SUV), 作为传统 “强硬派” 越野车品牌, 我们看好其国产化后的市场。同时广汽三菱则将同样加码 SUV 战略, 三菱在运动型 SUV 领域有独有的客户群, 需求稳定。
- **2014 年预计销量 125 万辆, YoY+24%:** 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。
- **盈利预期:** 预计公司 2014、15 年实现营收分别为 248.23 亿元和 286.71 亿元, YoY 分别增长 31.87% 和 15.50%, 净利润分别为 48.23 亿元和 55.69 亿元, YoY 分别增长 80.74% 和 15.47%; EPS 分别为 0.749 元和 0.865 元。目前 14 年 A 股 P/E 为 10 倍、H 股为 8.4 倍, 鉴于 14 年日系和传祺增长预期依旧良好, 维持买入建议, 目标价 A 股 9.5 元 (14 年 12x), H 股为 10 港元 (14 年 12x)。

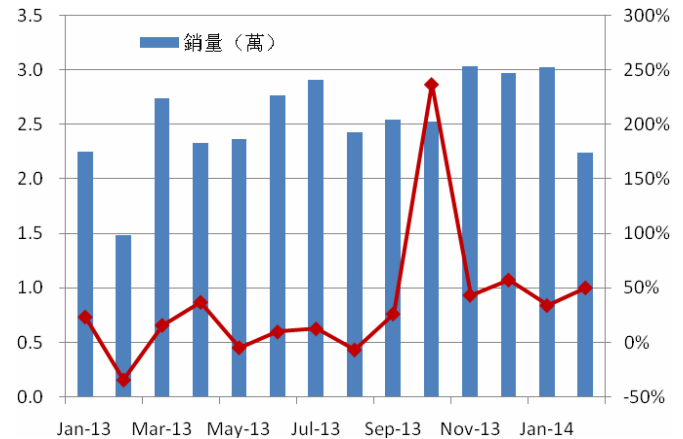
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	4272	1134	2669	4823	5569
同比增减	%	-0.52%	-73.46%	135.41%	80.74%	15.47%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.695	0.176	0.415	0.749	0.865
同比增减	%	-0.52%	-74.65%	135.41%	80.74%	15.47%
A 股市盈率(P/E)	X	10.92	43.09	18.30	10.13	8.77
股利(DPS)	RMB 元	0.27	0.08	0.16	0.20	0.20
股息率(Yield)	%	3.09%	0.92%	1.83%	2.29%	2.29%

图表一： 广汽乘用车月销量及 YoY



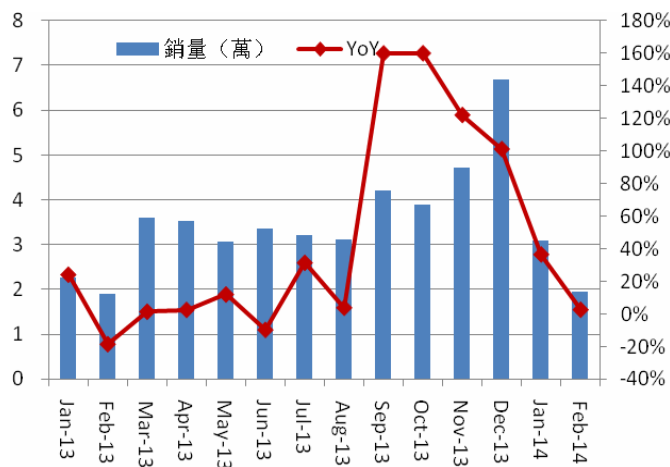
图表二： 广汽丰田月销量及 YoY



资料来源：公司公告，群益证券整理

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

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	2013	2014F	2015F
营业收入	10984	12964	18824	24823	28671
经营成本	10342	11829	16113	21253	24498
营业税金及附加	170	362	669	894	1032
销售费用	613	792	1066	1415	1620
管理费用	1259	1364	1731	2259	2595
财务费用	57	199	161	-74	29
资产减值损失	2	10	80	130	120
投资收益	4651	2644	3995	5351	6831
营业利润	3184	957	2999	4298	5609
营业外收入	1046	161	247	600	250
营业外支出	173	118	601	40	45
利润总额	4057	1000	2645	4858	5814
所得税	-110	-65	101	243	407
少数股东损益	-104	-69	-124	-208	-162
归属于母公司所有者的净利润	4272	1134	2669	4823	5569

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	17140	15542	19040	20485	22332
应收帐款	827	1095	1287	1544	1698
存货	1537	1397	2036	2301	2416
流动资产合计	21659	20413	26514	29165	32082
长期投资净额	14365	16862	18403	20427	21449
固定资产合计	3275	4298	6585	7375	7892
在建工程	875	1432	472	331	341
无形资产	2159	2538	2945	3003	2943
资产总计	44561	49382	57790	63275	68384
流动负债合计	6196	9066	18083	19710	21681
长期负债合计	8230	8304	5644	6096	5486
负债合计	14426	17370	23727	25806	27168
少数股东权益	976	922	805	869	939
股东权益合计	30135	32010	34063	37469	41216
负债和股东权益总计	44561	49380	57790	63275	68384

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	-287	956	978	1272	1463
投资活动产生的现金流量净额	2472	-716	-165	1730	1903
筹资活动产生的现金流量净额	-547	-2220	3081	-1265	-1518
现金及现金等价物净增加额	1596	-1969	3874	1737	1847

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。