

2014年04月29日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) A股:RMB 9.50
H股:HKD 9.10

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2014/4/28)	7.23
上证综指(2014/4/28)	2003.49
股价 12 个月高/低	10.13/5.6
总发行股数(百万)	6435.02
A 股数(百万)	604.32
A 市值(亿元)	465.25
主要股东	广州汽车工业集团有限公司 (57.58%)
每股净值(元)	5.30
股价/账面净值	1.36
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.3 -5.6 23.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-3-27	7.59	买入

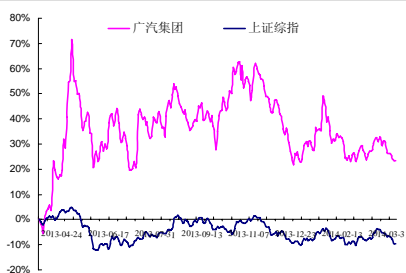
产品组合

整车销售	94.19%
其他	2.39%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.4%
一般法人	60.4%

股价相对大盘走势



广汽集团 (601238.SH/2238.HK)

Buy 买入

自主品牌毛利率再升，Q1 符合预期

结论与建议：

一季度广汽取得了 20%的销量增长，自主品牌和日系两田皆实现良好的增势；而三菱和菲亚特作为小众车型增长十分快速，配合各自的 SUV 战略，未来盈利有望再上台阶。广汽 Q1 净利增 77.6%，迎来开门红。

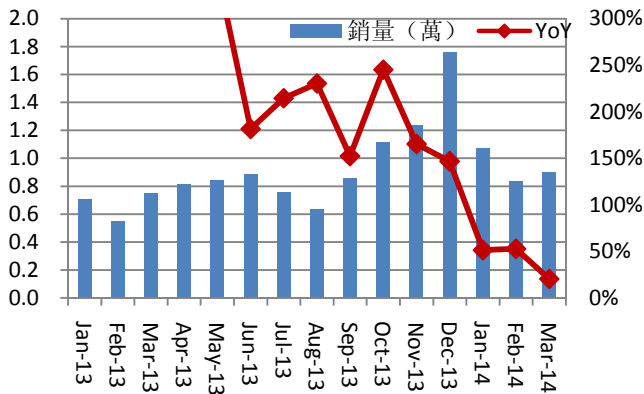
预计公司 14、15 年 EPS 分别为 0.732 元和 0.909 元，YoY 分别增长 76.46% 和 24.21%。目前 14、15 年 A 股 P/E 为 10 倍和 8 倍、H 股为 8 倍和 7 倍，维持买入建议，目标价 A 股 9.1 元（15 年 10x），H 股为 9 港元（15 年 8x）。

- **14 年 Q1 自主品牌经营再获改善：**广汽集团 14 年 Q1 实现营业收入 47.50 亿元，YoY+18.26%，毛利率 11.25%，YoY 提高 1.4 个 pct，实现净利润 8.49 亿元，YoY+77.57%，EPS 为 0.132 元。从主营收入情况看，自主传祺销量快速增长，带动了营收以及毛利率的不断改善。
- **Q1 费用控制理想：**一季度销售、管理费用 YoY+0.9%至 6.1 亿元，我们认为系公司现阶段产品进入成熟期，宣传费用等未有额外投入所致；财务费用 YoY+27.7%至 0.8 亿元。
- **Q1 销量增 20% 传祺增 5 成：**广汽集团 Q1 完成销量 23.26 万辆 YoY+20.2%，其中自主乘用车 YoY+40%至 2.8 万辆，传祺品牌 Q1 销售 2.5 万辆，YoY+51%，销售情况依旧良好。同时日系“两田”销量合计达到 16.8 万辆 YoY+18.3% 持续复苏 而广汽菲亚特和广汽三菱 Q1 分别实现了 86.5% 和 36.8%的销量增长，表现不俗
- **日系继续复苏，盈利贡献良好：**Q1 日系车继续复苏符合我们的预期，报告期内投资收益亦实现了 19.5%的增长。14 年，广丰将发布新车雷凌（LEVIN，北美版卡罗拉），而广本也推出了全新轿跑 SUV 缤智（VEZEL）。另一方面丰田和本田在混动领域丰富的经验和技術将进一步中国化。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%，由此将改善 14 年投资收益。
- **广汽菲亚特将引入 JEEP 三款 SUV：**广汽菲亚特预计会在 14 年底起陆续引入三款 Jeep 品牌 SUV，包括自由光（37~46 万）或自由侠（全新车型，小型 SUV），以及一款为中国大陆全新设计的 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，同时自主品牌增速保持理想，后续将推出 GS6 SUV，同时还有 GA3 视界等新车，产品线进一步完善，公司计划传祺 14 年销量达到 11.5 万辆，YoY+36%。
- **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 47.09 亿元和 58.49 亿元，YoY 分别增长 76.46%和 24.21%；EPS 分别为 0.732 元和 0.909 元。目前 14、15 年 A 股 P/E 为 10 倍和 8 倍、H 股为 8 倍和 7 倍，维持买入建议，目标价 A 股 9.1 元（15 年 10x），H 股为 9 港元（15 年 8x）。

..... 接续下页

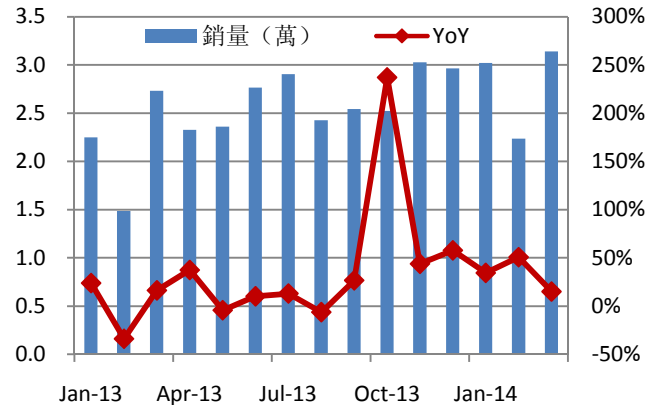
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	4272	1134	2669	4709	5849
同比增减	%	-0.52%	-73.46%	135.41%	76.46%	24.21%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.695	0.176	0.415	0.732	0.909
同比增减	%	-0.52%	-74.65%	135.41%	76.46%	24.21%
A 股市盈率(P/E)	X	10.41	41.04	17.43	9.88	7.95
股利(DPS)	RMB 元	0.27	0.08	0.16	0.20	0.20
股息率(Yield)	%	3.25%	0.96%	1.93%	2.41%	2.41%

图表一： 广汽乘用车月销量及 YoY



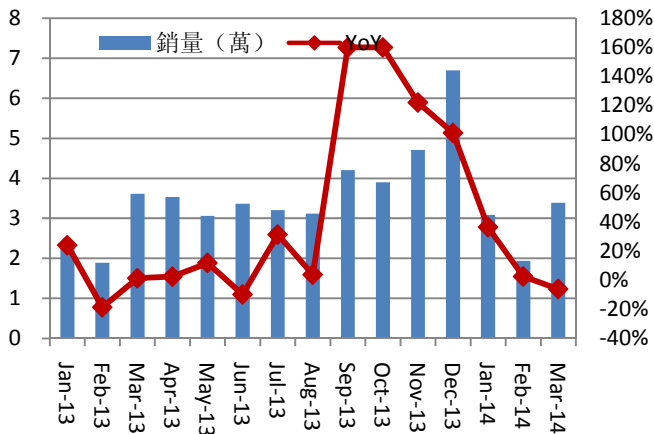
资料来源：公司公告，群益证券整理

图表二： 广汽丰田月销量及 YoY



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	918	1061
销售费用	613	792	1066	1465	1677
管理费用	1259	1364	1731	2011	2294
财务费用	57	199	161	422	487
资产减值损失	2	10	80	120	120
投资收益	4651	2644	3995	5351	7367
营业利润	3184	957	2999	3986	5901
营业外收入	1046	161	247	800	250
营业外支出	173	118	601	40	45
利润总额	4057	1000	2645	4746	6106
所得税	-110	-65	101	261	427
少数股东损益	-104	-69	-124	-224	-170
归属于母公司所有者的净利润	4272	1134	2669	4709	5849

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。