

交运设备/汽车整车

广汽集团（601238）调研报告

维持

报告原因：调研报告

自主品牌竞争力不断增强，菲亚特双品牌运作

增持

2014年6月19日

公司研究/调研简报

市场数据（2014年6月19日）

| | |
|------------|-------|
| 收盘价（元） | 7.38 |
| 市净率 | 1.39 |
| 市盈率（TTM） | 15.62 |
| 流通A股市值（亿元） | 44.6 |

事件：近期，我们走访公司进行了实地调研。

投资要点：

相关研究：

《广汽集团（601238）年报点评：自主品牌表现超预期，日系品牌恢复明显》2014.3.27

分析师：王德文

执业证书编号：S0760514050006

电话：010-82190302

邮箱：wangdewen@sxzq.com

联系人：

王德文

电话：010-82190302

邮箱：wangdewen@sxzq.com

地址：北京市海淀区大柳树路17号富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

■ **自主品牌产品力优秀，营销服务模式独特，竞争力不断增强。**公司自主品牌定位为中高端乘用车，自2010年9月第一款自主品牌乘用车传祺正式下线后，公司不断加大研发投入，努力提升产品力，使得其品质达到了与合资品牌相近的水平，2013年J.D. Power 亚太公司发布的中国新车质量研究（IQS）报告评分中，传祺以97分的表现优于行业平均水平。此外，从传祺得到军队公务用车的青睐，也能看出产品的优秀品质。在渠道建设方面，公司自主品牌一直推行集群网络营销服务模式，即以4S店为基础，鼓励4S店在下一级市场建立二级网络—卫星店（建设成本不到4S店的1/10），而卫星店可以只做服务也可以卖车，这样做实现了以小投入来迅速扩张网络的目的。凭借优秀的产品力和独特的营销模式，公司三年来销量实现了大跨越，第一个完整年度2011年传祺销量仅为1.7万辆，2012年翻倍达到3.3万辆，2013年暴涨到8.5万辆，并实现利润3个亿。目前受限于产能（12万辆），公司2014年目标是销售11.5万辆，随着10月份产能开始逐渐释放，15年公司目标是销售20万辆。今年前5月，公司传祺共销售4.17万辆，同比增长55%，随着下半年GA3S、GA5S以及GA6（或明年初）的上市，我们预计2014年有望实现公司制定的销售目标。

■ **日系品牌短期难以恢复到“钓鱼岛”事件影响之前的水平。**今年以来，日系乘用车表现一般，没有延续去年下半年的恢复态势，前5月市场份额下滑至14.9%。受政治因素影响，我们预计日系品牌短期难以恢复到之前的水平。前5月集团的日系合资公司表现不一。广汽三菱前5月销量大涨，随着下半年产能的释放，全年有望保持50%以上的增长；广汽丰田由于致炫的上市贡献增量，前5月销量同比增长32%，新上市的雷凌下半年将贡献一定的增量，我们预计全年销量增长20%以上；广汽本田今年以来表现较差，销量同比小幅下降，主要是由于去年9月第九代雅阁换代上市后暂无低配车型，使得雅阁前5月销量同比大幅下滑37%，2月底两款低配车型正式上市，从单月销量看，5月恢复较为明显，我们预计下半年雅阁将逐渐放量，此外凌派的畅销贡献一定增量，再加上四季度将有一款A级SUV缤智上市，预计全年增速在10%左右。

- 菲亚特开始蓄力，双品牌运作，未来在集团的地位将越来越重要。**

目前，刚成立 4 年的合营子公司广汽菲亚特已有的品牌菲亚特规模较小，产能利用率不高，理论产能在 14 万辆，但 2013 年仅销售 4.84 万辆，2014 年前 5 月销量达到 2.69 万辆，同比大涨 76%，预计全年可实现 50% 以上增长，规模达到 7 万辆以上，产能利用率将逐渐提升。目前制约菲亚特发展的一个关键因素是营销渠道，随着营销渠道的本土化变革和不断下沉，再加上新车型的推出，预计菲亚特的品牌影响力将增强，产品需求将快速打开。另一品牌 JEEP 的工厂昨日正式奠基，预计 2016 年一季度竣工投产。按目前计划，将有 3 款车型国产，两款在广州工厂投产，另一款在长沙工厂投产。JEEP 作为世界第一大专业 SUV 品牌，其优秀的品质不言而喻，预计国产车型将得到热捧。菲亚特在轿车方面的实力再加上 JEEP 在 SUV 领域的地位，双品牌运作，将促使广汽菲亚特在集团的地位不断得到提升。
- 新能源汽车积极推进，2015 年后逐步推出。**集团制定了《广汽集团节能与新能源发展规划（2014-2020）》，今后将以混合动力、插电式车型为重点，纯电动车型为主要战略趋向，着力突破关键与平台技术，分布实现产业化。今年北美车展期间展出三台新能源车型，包括传祺 GA 四驱混合动力版、传祺 GS5 纯电动车和广汽 E-JET 增程式电动概念车，不过目前均没有市场化，2015 年后有望逐步推出。其中，传祺 E-JET 将出演《变形金刚 4》，此外 GS5 和 GA5 也将出演，传祺能够获得好莱坞认可，说明其品质足够优秀，这将使得传祺在全世界得到宣传。此外，集团还将与比亚迪合作，双方将共同投资 30 亿元在广州从化合资建设新能源客车项目，初期规划产能 5000-10000 辆，未来扩展到 4 万辆。
- 2014 年销量增长 18% 左右。**我们假设各种新车型能如期上市、中日关系没有恶化、广汽中兴汽车有限公司暂不计入，进而对公司 2014 年的销量增长做出如下情景预测：

单位：万辆，%

| 公司 | 2013 | 保守 | | 中性 | | 乐观 | |
|---------------|-------|-------|------|-------|------|-------|------|
| | | 2014E | 增长 | 2014E | 增长 | 2014E | 增长 |
| 广汽本田汽车有限公司 | 43.55 | 47.03 | 8.0 | 47.90 | 10.0 | 50.08 | 15.0 |
| 广汽丰田汽车有限公司 | 30.31 | 36.37 | 20.0 | 36.98 | 22.0 | 37.89 | 25.0 |
| 广州汽车集团乘用车有限公司 | 10.90 | 13.63 | 25.0 | 14.17 | 30.0 | 14.72 | 35.0 |



| | | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| 广汽菲亚特汽车有限公司 | 4.84 | 7.26 | 50.0 | 7.50 | 55.0 | 7.74 | 60.0 |
| 广汽三菱汽车有限公司 | 4.30 | 6.46 | 50.0 | 6.89 | 60.0 | 7.32 | 70.0 |
| 广汽吉奥汽车有限公司 | 3.63 | 3.34 | -8.0 | 3.45 | -5.0 | 3.52 | -3.0 |
| 本田汽车(中国)有限公司 | 2.41 | 1.57 | -35.0 | 1.69 | -30.0 | 1.93 | -20.0 |
| 广汽日野汽车有限公司 | 0.44 | 0.48 | 10.0 | 0.50 | 15.0 | 0.52 | 20.0 |
| 广州汽车集团客车有限公司 | 0.09 | 0.04 | -60.0 | 0.04 | -50.0 | 0.05 | -40.0 |
| 合计 | 100.46 | 116.16 | 15.6 | 119.11 | 18.6 | 123.76 | 23.2 |

- **盈利预测与投资建议。**集团未来将形成自主品牌、菲亚特和日系品牌三足鼎立的格局。自主品牌打造方面，从产品力、营销力、品牌力三管齐下，目前产品力已接近合资品牌，营销力正逐渐加强，而品牌力稍显薄弱，未来将重点培育品牌价值。合资品牌方面，日系车受政治因素影响，在一段时间内很难有突出的表现，未来看点主要在欧美系菲亚特的快速成长。我们维持 2014、15 年的盈利预测、新增 16 年预测，预计公司 2014、15、16 年 EPS 分别为：0.68 元、0.90 和 1.14 元，按当前价格（6 月 19 日收盘价 7.38 元）算，2014、15 年 PE 分别为 11、8 和 6，估值较低，但鉴于目前以及未来一段时间内盈利主体日系车的一般表现，仍维持“增持”评级。
- **风险提示：**中日关系紧张；新车上市延期；JEEP 工厂建设周期不达预期；限购城市的增加导致自主品牌需求低迷。



盈利预测

单位：百万元

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 12,874.01 | 18,824.20 | 22,212.56 | 25,544.44 | 30,653.33 |
| 增长率 (%) | 17.25 | 46.22 | 18.00 | 15.00 | 20.00 |
| 营业成本 | 11,828.67 | 16,113.01 | 18,614.12 | 21,201.88 | 25,350.30 |
| 毛利率 (%) | 8.12 | 14.40 | 16.20 | 17.00 | 17.30 |
| 营业税金及附加 | 1,594.77 | 2,057.03 | 2,612.08 | 932.37 | 1,103.52 |
| 销售费用 | 791.58 | 1,066.26 | 1,288.33 | 1,430.49 | 1,839.20 |
| 管理费用 | 1,363.56 | 1,730.94 | 1,865.85 | 2,043.56 | 2,329.65 |
| 财务费用 | 198.78 | 160.81 | 222.13 | 191.58 | 245.23 |
| 资产减值损失 | 10.48 | 80.28 | 85.00 | 90.00 | 80.00 |
| 公允价值变动净收益 | -0.04 | 0.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2,643.92 | 3,995.35 | 4,993.45 | 5,940.30 | 7,719.39 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 2,634.88 | 4,018.91 | 4,983.45 | 5,930.30 | 7,709.39 |
| 营业利润 | 957.06 | 2,999.47 | 4,330.92 | 5,594.86 | 7,424.82 |
| 加：营业外收入 | 161.11 | 247.22 | 300.00 | 450.00 | 600.00 |
| 减：营业外支出 | 118.33 | 600.97 | 200.00 | 200.00 | 400.00 |
| 利润总额 | 999.84 | 2,645.72 | 4,430.92 | 5,844.86 | 7,624.82 |
| 减：所得税 | -64.79 | 100.78 | 124.07 | 163.66 | 213.49 |
| 净利润 | 1,064.62 | 2,544.94 | 4,306.86 | 5,681.20 | 7,411.33 |
| 减：少数股东损益 | -68.96 | -123.98 | -100.00 | -120.00 | 100.00 |
| 归属于母公司所有者净利润 | 1,133.58 | 2,668.92 | 4,406.86 | 5,801.20 | 7,311.33 |
| 增长率 (%) | -73.46 | 135.44 | 65.12 | 31.64 | 26.03 |
| EPS (摊薄 元) | 0.18 | 0.41 | 0.68 | 0.90 | 1.14 |

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。