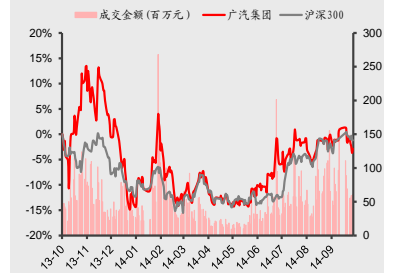


丰田加码广汽，产品线薄弱有望得到改善

推荐（维持）

市场表现 截至 2014.10.20



事件

近日，广汽丰田发布中期规划，将启动“微笑战略”，计划至2020年形成10款以上车型的产品阵容，形成逾800家经销商的销售网络，挑战年产销100万辆的目标。此外，在中小型车、混合动力、TNGA、研发和生产等方面也提出相应的战略规划。

点评

广汽丰田已从中日“钓鱼岛”事件中恢复，业绩显著增长。广汽丰田和广汽本田一直是广汽集团主要的利润来源，2012年中日钓鱼岛事件直接导致这两家日系合资公司销量骤减，广汽集团业绩因此下滑明显。经过两年多时间，在决策前移和本土化研发等措施推动下，广汽丰田的业绩已恢复到之前水平，并保持高速增长趋势。

后续多款新车投放，产品线薄弱有望得到改善。与在华的欧美合资企业相比，广汽丰田的产品线较为薄弱。中期规划的发布体现出丰田对中国市场的进一步重视，而后续新车型的不断投放，将直接改善产品线薄弱这一短板，有望实现更快速地增长。

投资策略

预计公司2014年-2016年EPS分别为0.73元、0.87元、1.01元，对应当前PE为11.2倍、9.4倍和8.1倍，考虑到丰田已恢复业绩贡献，产品线薄弱有望改善，实现更快增长，而旗下其他合营和自主品牌也开始发力，我们维持公司“推荐”投资评级。

风险提示

1、中日政治事件再次升级；2、中期规划未严格执行；3、汽车市场增长大幅放缓；4、新产品销售不达预期；5、更多城市出台限购政策。

市场数据 2014-10-20

A股收盘价(元)	8.17
一年内最高价(元)	9.78
一年内最低价(元)	7.08
上证指数	2,356.73
市净率	1.58
总股本(万股)	634,502
实际流通A股(万股)	60,432
限售流通A股(万股)	361,740
流通A股市值(亿元)	49.4

分析师：刘宏程

执业证书号：S1490514020002

电话：010-58565133

邮箱：liuhongcheng@hrsec.com.cn

联系人：何健康

电话：010-58565123

邮箱：hejiankang@hrsec.com.cn

公司盈利预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	18,824	24,038	27,085	29,659
同比增长(+/-%)	46.2%	27.7%	12.7%	9.5%
归属净利润(百万元)	2,669	4,721	5,626	6,469
同比增长(+/-%)	135.4%	76.9%	19.2%	15.0%
每股收益(元)	0.41	0.73	0.87	1.01
PE	19.87	11.19	9.39	8.09
PB	1.58	1.42	1.26	1.11

证券研究报告

目 录

一、广丰已从中日“钓鱼岛”事件中恢复，业绩显著增长.....	4
二、后续多款新车投放，产品线薄弱有望得到改善.....	5
三、投资策略.....	6
四、风险提示.....	7

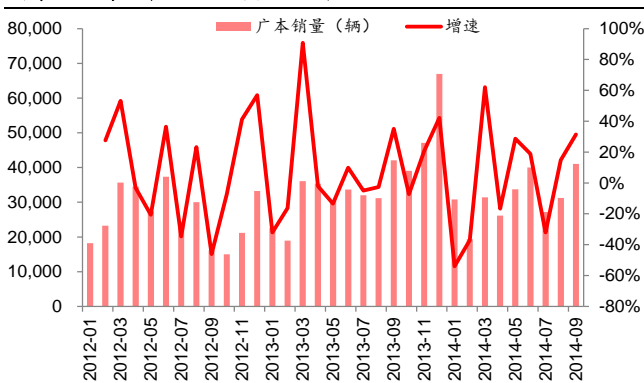
图表目录

图表 1: 广本月度销量及增速.....	4
图表 2: 广丰月度销量及增速.....	4
图表 3: 广汽集团 2012 年下半年出现亏损.....	4
图表 4: 近一年广丰各月销量同比增速明显快于行业.....	5
图表 5: 广汽丰田产品较为薄弱.....	5
图表 6: 新车型受市场欢迎（14 年 9 月销量/辆）.....	6
图表 7: 实现 100 万辆目标需 CAGR 达到 18.59%.....	6

一、广丰已从中日“钓鱼岛”事件中恢复，业绩显著增长

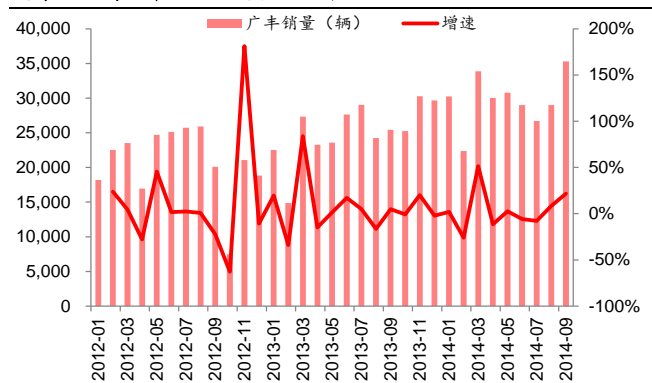
2012年9月，中日“钓鱼岛”争端再次掀起反日情绪，抵制日货风潮直接导致广汽集团旗下两家日系合资公司广汽丰田和广汽本田销量骤减。而两家合资公司一直以来都是广汽集团主要的利润来源，因此其业绩也显著下滑，在2012年下半年甚至出现亏损。

图表 1: 广本月度销量及增速



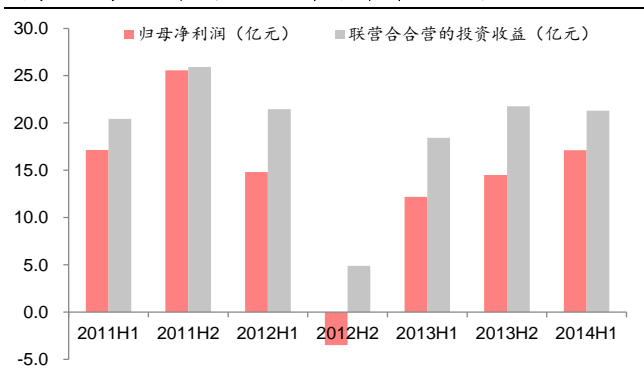
数据来源：公司公告、华融证券整理

图表 2: 广丰月度销量及增速



数据来源：公司公告、华融证券整理

图表 3: 广汽集团 2012 年下半年出现亏损

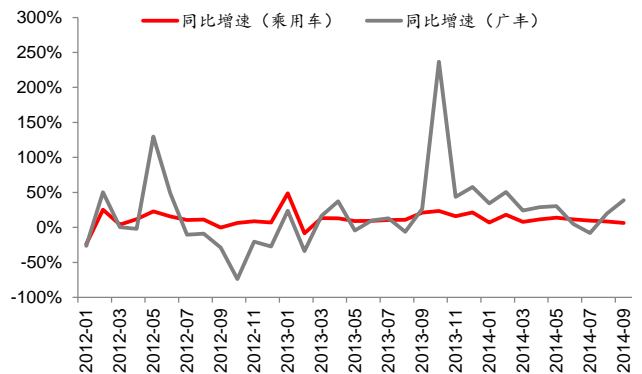


数据来源：公司公告、华融证券整理

在决策前移和本土化研发等措施推动下，广汽丰田的业绩已恢复到之前水平，并保持高速增长趋势。事件之前，丰田就已将日本所有负责中国事业职能部门全部迁至中国，意味着其所有在华决策都将在中国完成，在中国市场的决策速度加快。在常熟投资设立的丰田汽车研发中心（中国）有限公司（TMEC）对推出更适合中国市场的产品以及混合动力车型关键部件的国产化则起到关键作用。

2013年，广汽丰田销量同比增速为21.19%，高于同期乘用车销量同比增速15.71%。而2014年前三季度，在中国乘用车市场增速放缓趋势下，广汽丰田继续发力，累计销量同比增长28.59%，而同期乘用车市场整体销量增速仅为10.17%。

图表4：近一年广丰各月销量同比增速明显快于行业



数据来源：公司公告、华融证券整理

二、后续多款新车投放，产品线薄弱有望得到改善

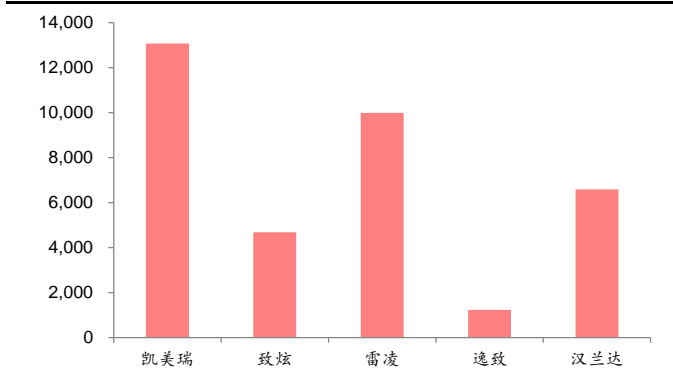
与在华的欧美合资企业相比，广汽丰田的产品线较为薄弱。车型较少，且更新较慢。SUV方面仅有汉兰达一款，且属于大中型SUV，在最畅销的小型城市SUV领域缺少布局。相比之下，轿车方面由于今年新车型的推出，表现有所改善。除了凯美瑞单月销量过万外，今年推出的雷凌接近万辆，而雅力士的升级版致炫 (YARIS L)，目前月均销量也接近5000辆。

图表5：广汽丰田产品较为薄弱



资料来源：公司网站、华融证券市场研究部

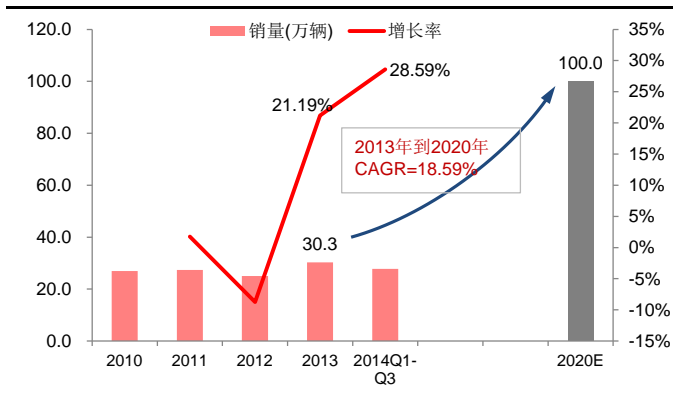
图表 6: 新车型受市场欢迎 (14 年 9 月销量/辆)



资料来源：公司网站、华融证券市场研究部

日系车节能环保的优势契合中国政府当前倡导的汽车消费理念，具有一定的竞争力。如果能按照广汽丰田的中期规划，至 2020 年形成 10 款以上车型的产品阵容，那么将直接改善产品线薄弱这一短板，有望实现更快速地增长。加之营销网点的不断完善以及在中小型车、混合动力和本土化研发等方面的投入加大，实现年产销 100 万辆的目标属于大概率事件。

图表 7: 实现 100 万辆目标需 CAGR 达到 18.59%



资料来源：公司公告、华融证券市场研究部

三、投资策略

预计公司 14 年-16 年 EPS 分别为 0.73 元、0.87 元、1.01 元，对应当前 PE 为 11.2 倍、9.4 倍和 8.1 倍，考虑到丰田已恢复业绩贡献，产品线薄弱有望改善，实现更快增长，而旗下其他合营和自主品牌也开始发力，我们维持公司“推荐”投资评级。

四、风险提示

1、中日政治事件再次升级；2、中期规划未严格执行；3、汽车市场增长大幅放缓；4、新产品销售不达预期；5、更多城市出台限购政策。

附录：财务预测表

资产负债表	单位：百万元			
	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	25,708	28,411	31,758	35,237
现金	20,006	21,634	24,377	26,693
应收票据	1,287	1,384	1,467	1,499
应收账款	484	584	614	696
其他应收款	782	820	873	925
存货	2,036	2,630	2,642	3,140
其他	1,112	1,358	1,785	2,284
非流动资产	30,746	33,237	35,871	38,717
长期股权投资	18,403	21,163	24,214	27,528
固定资产	6,585	6,136	5,263	5,110
无形资产	2,945	3,412	3,105	2,779
其他	2,814	2,527	3,289	3,300
资产总计	56,455	61,649	67,629	73,955
流动负债	16,769	18,360	20,095	21,981
短期负债	2,700	3,645	4,769	6,035
应付账款	4,568	5,004	5,730	6,003
预收账款	409	434	468	488
其他	9,092	9,275	9,128	9,455
长期负债	5,623	5,457	5,153	4,322
长期借款	4,775	4,653	4,205	3,296
其他	848	803	948	1,026
负债合计	22,392	23,816	25,248	26,303
股本	6,435	6,435	6,435	6,435
资本公积金	8,901	8,901	8,901	8,901
留存收益	17,922	21,818	26,468	31,820
少数股东权益	805	678	577	496
母公司所有者权益	33,258	37,154	41,804	47,156
负债及权益合计	56,455	61,649	67,629	73,955

现金流量表	单位：百万元			
	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,004	208	1,062	966
净利润	-952	-873	-488	-118
折旧摊销	951	1,477	1,539	1,682
财务费用	611	-28	-39	-72
投资收益	80	70	21	21
营运资金变动	915	164	20	-46
其他	-601	-601	10	-502
投资活动现金流	-165	1,542	2,129	2,259
资本支出	-2,741	-1,029	-1,047	-1,063
其他投资	2,576	2,571	3,175	3,322
筹资活动现金流	3,081	-122	-448	-909
借款变动	60	824	675	357
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	31	0	0	0
股利分配	-515	-974	-1,163	-1,338
其他	3,505	28	39	72
现金净流量	3,921	1,628	2,743	2,316

数据来源：Wind、华融证券市场研究部

利润表	单位：百万元			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	18,824	24,038	27,085	29,659
营业成本	16,113	20,305	22,769	24,887
营业税金及附加	669	854	963	1,054
营业费用	1,066	1,346	1,449	1,453
管理费用	1,731	2,260	2,411	2,432
财务费用	161	77	-39	-72
资产减值损失	80	70	21	21
投资收益	3,995	5,520	6,102	6,628
营业利润	2,999	4,646	5,614	6,511
营业外收入	247	250	250	250
营业外支出	601	120	120	120
利润总额	2,646	4,776	5,744	6,641
所得税	101	182	219	253
净利润	2,545	4,594	5,525	6,388
少数股东权益	-124	-127	-101	-81
归属母公司所有者净利润	2,669	4,721	5,626	6,469
EBITDA	3,732	6,224	7,244	8,252

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
同比增长率				
营业收入	46.2%	27.7%	12.7%	9.5%
净利润	139.0%	86.4%	20.4%	15.7%
EBIT	139.8%	70.7%	20.2%	15.2%
EBITDA	104.2%	66.8%	16.4%	13.9%
盈利能力				
毛利率	14.4%	15.5%	15.9%	16.1%
净利率	13.5%	19.7%	21.1%	22.3%
ROE	8.0%	13.1%	13.9%	14.2%
ROIC	7.8%	12.1%	12.2%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	39.7%	38.6%	37.3%	35.6%
流动比率	1.53	1.55	1.58	1.60
速动比率	1.35	1.33	1.36	1.36
带息债务/总负债	33%	35%	36%	35%
营运能力				
资产周转率	0.33	0.39	0.40	0.40
存货周转率	7.91	7.72	8.62	7.93
应收账款周转率	14.63	17.37	18.46	19.79
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.73	0.87	1.01
每股经营现金	0.16	0.03	0.17	0.15
每股净资产	5.17	5.77	6.50	7.33
每股股利	0.08	0.15	0.18	0.21
估值比率				
PE	19.87	11.19	9.39	8.09
PB	1.58	1.42	1.26	1.11
EV/EBITDA	14.73	8.80	7.38	6.32

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

刘宏程，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn