

## 广汽集团 (601238)

# 自由光震撼上市，Jeep国产大幕开启

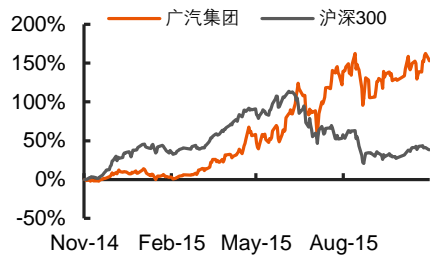
### 强烈推荐 (维持)

现价: 20.11 元

#### 主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gagc.com.cn
大股东/持股	广州汽车工业集团/57.58%
实际控制人/持股	广州市国资委/58.81%
总股本(百万股)	6,435
流通 A 股(百万股)	4222
流通 B/H 股(百万股)	2,213
总市值 (亿元)	1,294
流通 A 股市值(亿元)	849
每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	39.31

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《广汽集团\*601238\* Jeep 归来，谁与争锋》  
2015-07-27

#### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@pingan.com.cn

**余兵** 投资咨询资格编号  
S1060511010004  
021-38636729  
YUBING006@pingan.com.cn

#### 研究助理

**戴畅** 一般从业资格编号  
S1060115050033  
021-20667852  
DAICHANG706@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

Jeep 国产自由光正式上市，先推出 2.4L+9AT 动力组合，定价 22.98-31.58 万，2016 年将国产 2.0L 车型，售价 20 万起。

#### 平安观点:

- **国产自由光定价实惠，竞争优势明显。**国产自由光上市，先推出 2.4L+9AT 动力组合，定价 22.98-31.58 万，明年将国产 2.0L 车型，售价 20 万起。前期市场普遍担忧自由光定价过高而影响销售上量，如今 23 万起的价格体现厂商对中国市场的诚意。**与原进口车型相比，外观细节调整，配置有所提升，价格大幅下降。**国产版后备箱贴有“广汽菲克”字样表明国产身份，新增副驾驶座椅电动调节、防 PM2.5 空调滤芯、发动机启停，售价 22.98 万起，比进口版 37.19 万的起售价下探接近 40%。**与国内同级别竞品相比，自由光 9AT 变速箱明显优于其他同类竞品。**Jeep 作为 SUV 鼻祖，携专业级城市中型 SUV 自由光以低于预期的价格登陆中国市场，预计稳定年销量在 10-12 万。
- **自由光国产化率高，单车盈利可期。**公司四年前就为自由光国产进行准备，现在自由光国产化率已经达到 60% 以上，明年预计可达 90% 以上。我们认为较高的国产化率将使生产成本进一步降低，预计销量稳定后单车净利能够达到 3 万左右。
- **自由侠和另一款紧凑型 SUV 也即国产上市。**自由侠(主打车型 1.4T, 9AT)所处的小型 SUV 为我国最火爆的 SUV 子领域，有望成为 Jeep 国产车型主要上量车型，预计稳定年销量 14-18 万，C-SUV 为紧凑型 SUV，其换代的自由客和指南者为中国进口 Jeep 销售最火爆车型，预计稳定年销 10-12 万。至 2016 年末，广菲克将形成小型、紧凑型、中型 SUV 的全布局，Jeep 品牌将强势回归。
- **广菲克产能储备充足，销售渠道整合扩张。**产能方面，广菲克现在有长沙

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	18824	22376	26430	33046	39688
YoY(%)	45.2	18.9	18.1	25.0	20.1
净利润(百万元)	2669	3186	3862	7256	11518
YoY(%)	135.4	19.4	21.2	87.9	58.7
毛利率(%)	14.4	15.3	15.5	17.1	18.0
净利率(%)	14.2	14.2	14.6	22.0	29.0
ROE(%)	7.5	8.1	9.1	14.7	19.1
EPS(摊薄/元)	0.41	0.50	0.60	1.13	1.79
P/E(倍)	48.5	40.6	33.5	17.8	11.2
P/B(倍)	-169.3	3.7	3.3	2.9	2.3

工厂 14 万产能，现阶段生产菲亚特和自由光，另外在建的广州工厂设计产能 16 万，全部为 Jeep 车型配套。其中长沙工厂产能完全释放可以达到近 30 万。我们预计公司将根据 JEEP 三款车型国产引入的时间节奏和具体销售情况来进一步扩张和释放产能。渠道方面，公司 2015 年 7 月成立合资销售公司（广汽 50%，克莱斯勒亚太 40%，菲亚特 10%），将整合菲亚特和克莱斯勒原有中国销售渠道，预计到 2018 年有望建成由 500 家经销商组成的全渠道、全品牌销售网络。

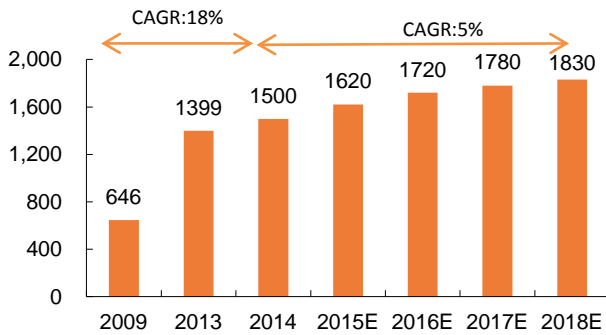
- **广菲克未来 10 款新车入华，Jeep 2018 销量有望达 50 万。**未来 5 年，广菲克将有 10 款新车入华（克莱斯勒定位大气的美式商务轿车，JEEP 定位高品质 SUV，菲亚特瞄准年轻群体的首次购车需求），我们预计 Jeep 将成为其中主力。类比 JEEP 在美国市场表现，JEEP 在中国 2018 年 50 万的销量目标指日可待（美国 SUV 销量稳定在总汽车销量一半左右，2014 年 867 万，其中 JEEP 市占率 8%。预计 18 年中国 SUV 行业 900 万左右，JEEP 市占率 6%左右），有望为广汽贡献 50-75 亿投资收益。
- **盈利预测与投资建议：**广汽集团合资企业广本广丰业绩稳步回升，同时即将国产的 JEEP SUV 将给公司带来很大业绩弹性。根据国产自由光的定价，我们认为公司之后上市的自由侠和 C-SUV 也会采取“实惠冲量”的定价策略，因此调低价格预测，调高销量预计，调整公司 15、16、17、18EPS 为 0.60，1.13，1.79，2.39 元（原预测为 15、16、17、18 年 EPS 分别为 0.60、1.11、1.77、2.38 元），维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**Jeep 国产销量不及预期；广丰广本业绩回升不及预期。

图表1 自由光与主要竞品配置比较

两驱低配版比较	Jeep 自由光 [2016 款]2.4L 领先版	福特 锐界[2015 款] 2.0T GTDi 两驱精锐 型（5 座）	丰田 汉兰达[2015 款]2.0T 两驱 5 座精 英版	别克 昂科威[2016 款]20T 两驱领先型
厂商指导价	22.98 万元	24.98 万元	23.98 万元	21.19 万元
车厂	Jeep 汽车	长安福特	广汽丰田	上海通用
车体结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长 x 宽 x 高(mm)	4649×1859×1686	4878×1925×1734	4855×1925×1720	4667×1839×1660
发动机	2.4L 175 马力 L4	2.0T 245 马力 L4	2.0T 220 马力 L4	1.5T 169 马力 L4
变速箱	9 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体	7 挡双离合
官方最高车速(km/h)		192		190
工信部综合油耗	8.1	8.5	8.2	6.6
四驱低配版比较	Jeep 自由光 [2016 款]2.4L 专业版	锐界 2015 款 2.0T GTDi 四驱豪锐型	汉兰达 2015 款 2.0T 四驱精英版 7 座	昂科威 2016 款 20T 四驱精英型
厂商指导价	24.98 万元	31.98 万元	25.88 万元	24.99 万元
车厂	Jeep 汽车	长安福特	广汽丰田	上海通用
车体结构	5 门 5 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长 x 宽 x 高(mm)	4649×1859×1695	4878×1925×1770	4855×1925×1720	4667×1839×1694
发动机	2.4L 175 马力 L4	2.0T 245 马力 L4	2.0T 220 马力 L4	1.5T 169 马力 L4
变速箱	9 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体	7 挡双离合
官方最高车速(km/h)		192		185
工信部综合油耗	8.5	10	8.6	7.4

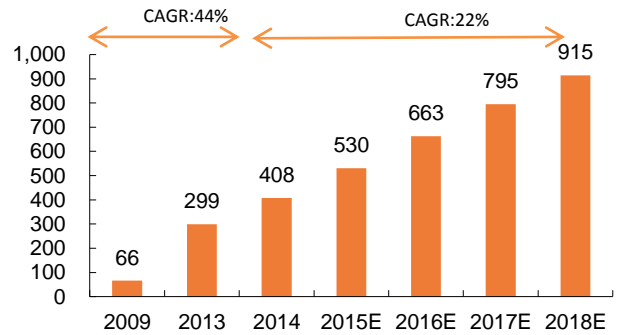
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 世界历年 SUV 销量及预测 单位：万辆



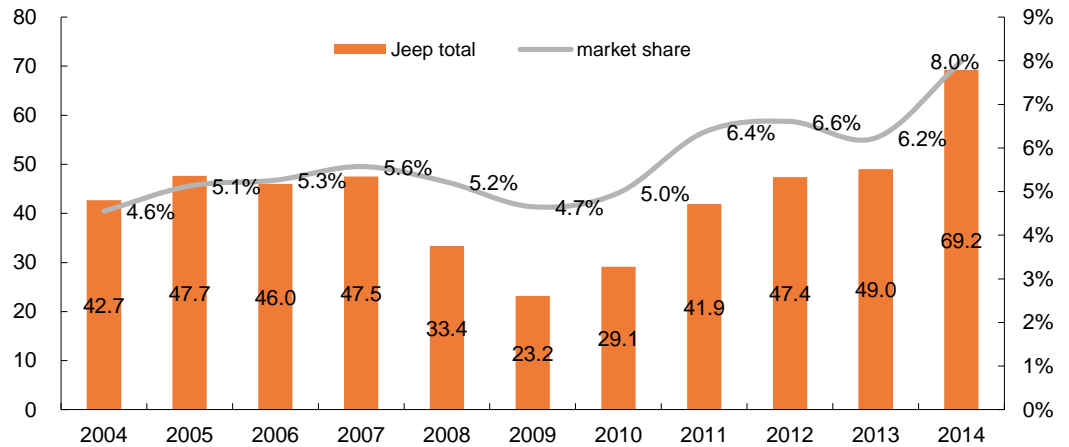
资料来源: HIS Global Insight, 平安证券研究所

图表3 中国历年 SUV 销量及预测 单位：万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表4 Jeep 在美国市场销量以及在 SUV 市场占有率 单位：万辆



资料来源: Marklines, 平安证券研究所

图表5 2018 年我国 Jeep 的销量测算 单位：万辆

我国 SUV 市场空间	700	800	900	1000	1100
JEEP 国内市占率					
4%	28	32	36	40	44
5%	35	40	45	50	55
6%	42	48	54	60	66
7%	49	56	63	70	77
8%	56	64	72	80	88

资料来源: 中汽协, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	26974	25702	24412	20688
现金	18365	15883	13065	8102
应收账款	1059	1402	1675	2021
其他应收款	807	1070	1277	1542
预付账款	311	628	546	864
存货	2661	2874	3914	4151
其他流动资产	3772	3844	3935	4008
<b>非流动资产</b>	35344	41913	52871	67546
长期投资	18671	23647	32136	44562
固定资产	7912	8837	10585	12284
无形资产	5163	5635	6063	6419
其他非流动资产	3597	3794	4087	4282
<b>资产总计</b>	62318	67615	77283	88234
<b>流动负债</b>	20245	22456	25962	27344
短期借款	4540	4540	4540	4540
应付账款	4601	5091	6796	7327
其他流动负债	11104	12826	14625	15478
<b>非流动负债</b>	5958	6006	6050	5550
长期借款	4769	4818	4861	4361
其他非流动负债	1188	1188	1188	1188
<b>负债合计</b>	26203	28462	32011	32894
少数股东权益	796	486	-98	-1030
股本	6435	6435	6435	6435
资本公积	8923	8923	8923	8923
留存收益	19947	22829	28278	36891
<b>归属母公司股东权益</b>	35319	38667	45370	56370
<b>负债和股东权益</b>	62318	67615	77283	88234

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	1105	124	1659	208
净利润	2927	3552	6673	10586
折旧摊销	1219	922	1095	1299
财务费用	303	428	363	511
投资损失	-4210	-4618	-8136	-12078
营运资金变动	319	-160	1665	-110
其他经营现金流	546	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-474	-2873	-3916	-3897
资本支出	3475	1593	2468	2249
长期投资	-644	-4976	-533	-12426
其他投资现金流	2356	-6255	-1981	-14074
<b>筹资活动现金流</b>	-1666	267	-561	-1274
短期借款	1840	0	0	0
长期借款	-6	48	44	-500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	24	0	0	0
其他筹资现金流	-3524	219	-604	-774
<b>现金净增加额</b>	-1058	-2482	-2818	-4963

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	22376	26430	33046	39688
营业成本	18959	22339	27398	32552
营业税金及附加	784	753	1049	1298
营业费用	1827	1881	2614	3057
管理费用	1899	1955	2713	3179
财务费用	303	428	363	511
资产减值损失	117	94	130	163
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4210	4618	8136	12078
<b>营业利润</b>	2696	3598	6915	11006
营业外收入	403	372	335	351
营业外支出	45	45	241	238
<b>利润总额</b>	3054	3731	7009	11120
所得税	126	179	336	534
<b>净利润</b>	2927	3552	6673	10586
少数股东损益	-258	-310	-584	-932
<b>归属母公司净利润</b>	3186	3862	7256	11518
EBITDA	4312	4572	8104	12529
EPS (元)	0.50	0.60	1.13	1.79

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	18.9	18.1	25.0	20.1
营业利润(%)	-10.1	33.5	92.2	59.2
归属于母公司净利润(%)	19.4	21.2	87.9	58.7
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	15.3	15.5	17.1	18.0
净利率(%)	14.2	14.6	22.0	29.0
ROE(%)	8.1	9.1	14.7	19.1
ROIC(%)	6.5	6.9	11.7	15.7
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	42.0	42.1	41.4	37.3
净负债比率(%)	-25.0	-13.6	-4.7	4.6
流动比率	1.3	1.1	0.9	0.8
速动比率	1.2	1.0	0.8	0.6
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	21.5	21.5	21.5	21.5
应付账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.60	1.13	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.02	0.26	0.03
每股净资产(最新摊薄)	5.49	6.01	7.05	8.76
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	40.6	33.5	17.8	11.2
P/B	3.7	3.3	2.9	2.3
EV/EBITDA	28.3	27.5	15.8	10.5

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033