

广汽集团 (601238)

自主品牌、日系合资、Jeep三箭齐发

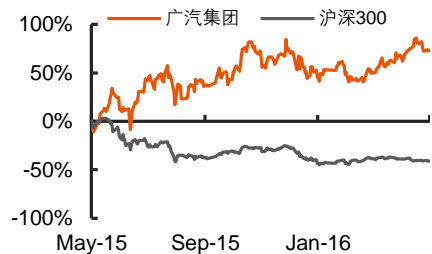
强烈推荐 (维持)

现价: 23 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/60.80%
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)	4,222
流通 B/H 股(百万股)	2,213
总市值 (亿元)	1135
流通 A 股市值(亿元)	971
每股净资产(元)	6.36
资产负债率(%)	44.90

行情走势图



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

平安观点:

- **GS4 打响传祺品牌, 自主品牌进入业绩收获期:**GS4 销售火爆, 2016 年前 4 月累计销 9.9 万辆, 在 SUV 领域排名第三。GS4 热销大幅改善广汽乘用车盈利能力, 成为自主品牌主要盈利来源。公司首款 C 级轿车 GA8 已于 2016 年 4 月份上市, 中大型 SUV GS8 有望年底上市, 高端 MPV GM8 有望 2017 年年初上市。公司以 GS4 打响传祺品牌, 随后有望借助 GA8、GS8、GM 实现高端化跨越, 自主品牌进入业绩收获期。
- **“小型车+SUV+新动力”推动广本广丰回升:**广本和广丰近年积极推小型轿车、SUV, 同时引入涡轮增压和混动技术, 于 2012 年开始触底回升。我们预计广汽本田 2016 年销售增量主要来自缤智, 2017 年增量主要来自国产讴歌和中大型 SUV 冠道, 这两款新车预计 2016 年底上市。广丰 2016 年受产能制约预计销量持平, 但雷凌和汉兰达占比增多, 净利率大概率回升, 2017 年新工厂投产后, 预计还会有全新车型引入, 从而提供新增量。
- **广菲克 Jeep 国产, 全面发力:**中型 SUV 自由光上市后月稳定销量接近万辆, 小型 SUV 自由侠也于 16 年北京车展上市, 紧凑型 SUV 指南者有望 16 年底上市, 2017 年三款 Jeep SUV 全年销售, 将为公司提供全新业绩增量。另外广汽与菲克合作不只在 Jeep, 克莱斯勒和道奇相关车型也有可能引进。预计到 2018 年, 广菲克将形成由小到大的多款 SUV 和轿车的综合性产品布局。
- **盈利预测与投资建议:**公司自主品牌、日系合资、广菲克三箭齐发, 预计 2016 年业绩增量主要来自自主品牌和广丰广本, 2017 年再叠加广菲克盈利贡献, 公司业绩全面爆发。根据最新情况, 调整公司 16/17/18 年 EPS 为 1.23/1.90/2.42 元 (原预测值为 1.10/1.74/2.33 元), 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**自主品牌高端化发展不及预期; Jeep 国产不及预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	22376	29,418	44,948	51,795	59,689
YoY(%)	18.9	31.5	52.8	15.2	15.2
净利润(百万元)	3186	4,232	7,929	12,244	15,582
YoY(%)	19.4	32.8	87.3	54.4	27.3
毛利率(%)	15.3	15.6	19.5	20.5	20.5
净利率(%)	14.2	14.4	17.6	23.6	26.1
ROE(%)	8.1	10.2	16.3	20.4	20.8
EPS(摊薄/元)	0.50	0.66	1.23	1.90	2.42
P/E(倍)	46.46	35.0	18.7	12.1	9.5
P/B(倍)	4.19	3.8	3.2	2.6	2.0

正文目录

一、自主品牌：GS4 热销，盈利超预期	4
二、日系合资：广丰广本战略回升	5
三、广菲克：Jeep 国产，全面发力	7
四、盈利预测与投资建议	8

图表目录

图表 1	广汽乘用车历年分品牌销量结构及 SUV 占比	单位：辆	4
图表 2	GS4 历月销量以及占比	单位：辆	5
图表 3	2015 年前 10 名 SUV 销量以及市占率	单位：万辆	5
图表 4	2016 年前 4 月前 10 名 SUV 销量及市占率	单位：万辆	5
图表 5	广汽丰田历年销量及同比	单位：万辆	6
图表 6	广汽本田历年销量及同比	单位：万辆	6
图表 7	缤智、汉兰达、雷凌 2015 年以来历月销量	单位：辆	6
图表 8	广本广丰 2013-2017 新车上市与规划		6
图表 9	自由光上市迅速爬坡提升广菲克销量	单位：辆	7
图表 10	广菲克的新车引进规划		7
图表 11	广汽集团历年归母净利贡献拆分	单位：亿元	8

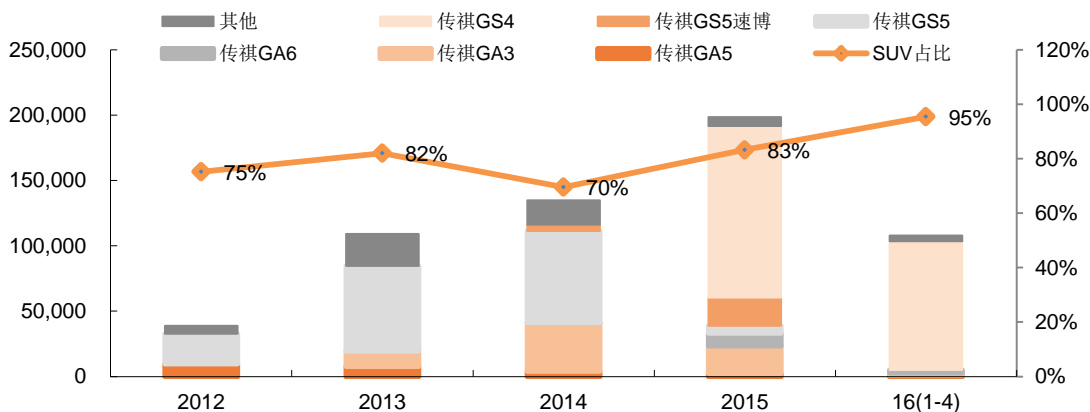
一、自主品牌：GS4 热销，盈利超预期

公司 GS4 上市以来持续热销，成为公司自主品牌主要盈利来源。广汽乘用车销售传祺品牌乘用车，包括 GA 系列的轿车以及 GS 系列的 SUV。借助中国 SUV 行业发展的高增长势头，传祺先后推出 SUV 产品 GS5 和 GS4，SUV 销量占比逐步提升到 95%。

GS4 2015 年 4 月份上市后销量逐步走高，近几个月基本稳定在月销 2.5-3 万辆之间（2016 年 2 月份由于春节因素销量较少），2016 年前 4 月累计销售 9.9 万辆，在 SUV 领域市占率 3.8%，排名第三，仅次于哈弗 H6 和宝骏 560。GS4 的成功大幅改善了广汽乘用车的盈利能力，成为公司自主品牌的主要盈利来源。

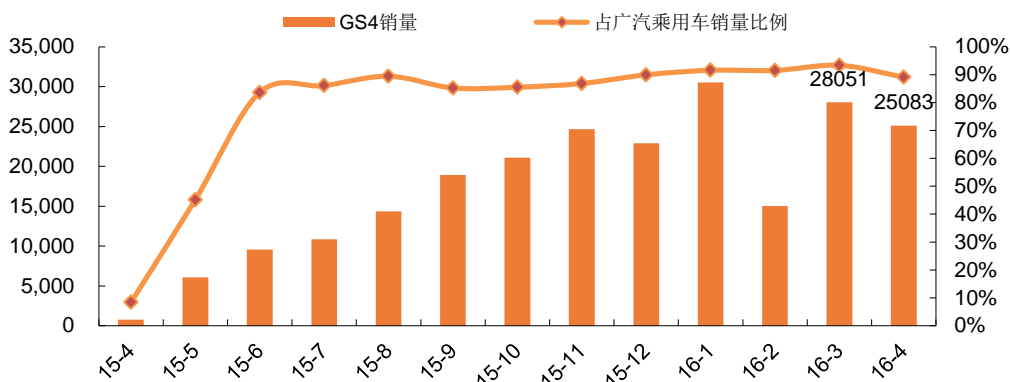
GA8 已经上市，GS8 和 GM8 即将上市，传祺品牌高端化升级。广汽传祺旗下首款 C 级轿车 GA8 已经于 2016 年 4 月份上市，定位高端行政商务座驾，主要针对政府公务用车需求。同时公司 7 座中大型 SUV GS8 也于北京车展首发，将于年底上市。而公司的大型 MPV GM8 预计将于 2017 年年初上市。我们认为 GA8 的上市标志传祺向高端化发展发出冲击，后续推出的 GS8 和 GM8 分别定位于乘用车增速最好的 SUV 和 MPV 领域，有望成为公司高端化产品上量车型。

图表1 广汽乘用车历年分品牌销量结构及 SUV 占比 单位：辆



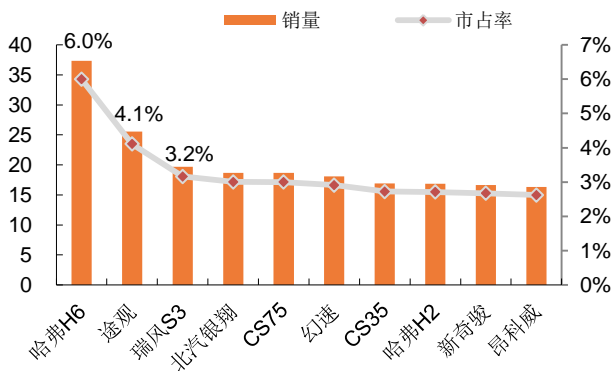
资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表2 GS4 历月销量以及占比 单位：辆



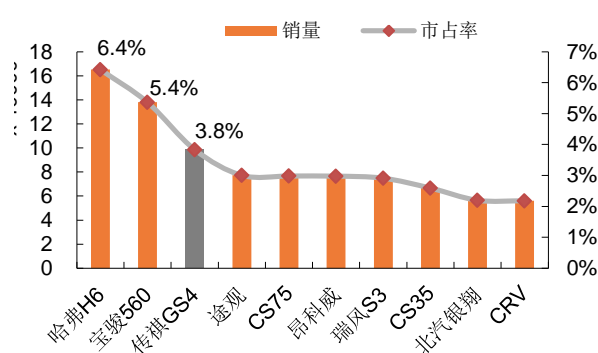
资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表3 2015 年前 10 名 SUV 销量以及市占率 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 2016 年前 4 月前 10 名 SUV 销量及市占率 单位：万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

二、 日系合资：广丰广本战略回升

“小型车+SUV+新动力”推动广本广丰战略回升。2012 年前后，广本和广丰改变过去保守的战略规划，积极推动在华发展，换代老车型，推出新车型，产品线逐渐齐全，同时升级产品动力系统，开始引入涡轮增压和混合动力技术。广丰和广本销量同比从 2012 年底开始触底回升。

广汽本田在 2013 年推出全新凌派（A 级车），2014 年底推出首款 SUV 缤智，2016 年推出国产讴歌（紧凑 SUV）以及全新国产中型 SUV，将形成从 A0 级轿车到中级 SUV 的全覆盖。

广汽丰田在 2013 年推出全新雷凌（A 级车），同时在 2015 年上半年推出搭载 2.0T 发动机的换代汉兰达，2015 年下半年推出混动版雷凌（与汽油版几乎无差价），2017 年新工厂投产后还有望推出一款全新小型 SUV。

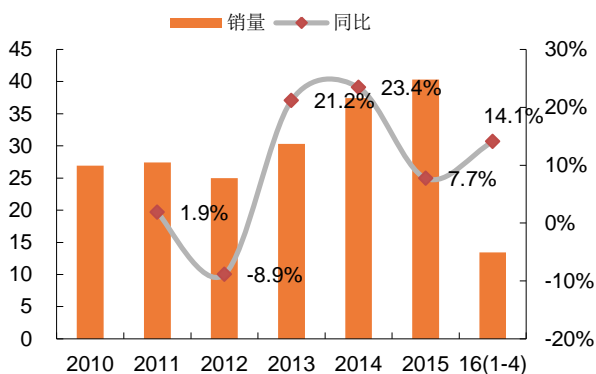
预计广本 2016 年销量有望进一步提升，广丰销量维持但产品结构改善净利率提升。广丰广本 2015 年销量分别为 40 万和 58 万，同比增长 7.7%和 20.8%。广本 2016 年销量增量预计主要来自缤智，

缤智 2015 年购置税减半后销量明显攀升，2015 年全年月均 1 万辆左右，而 2016 年 3、4 月份稳定在 1.4 万辆左右。

广本 2017 年销量主要增量预计来自国产讴歌和中大型 SUV 冠道，国产讴歌已经开始生产，预计 2016 年下半年将会上市，冠道已于北京车展发布，预计 2016 年年底上市。

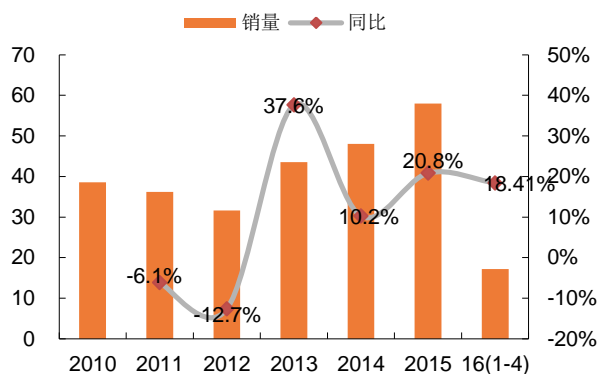
广丰 2016 年预计销量持平，考虑到车型结构改善(雷凌和汉兰达占比增多)，其净利率大概率回升，2017 年新工厂投产后，预计会有全新小型 SUV 等上市提供增量。

图表5 广汽丰田历年销量及同比 单位：万辆



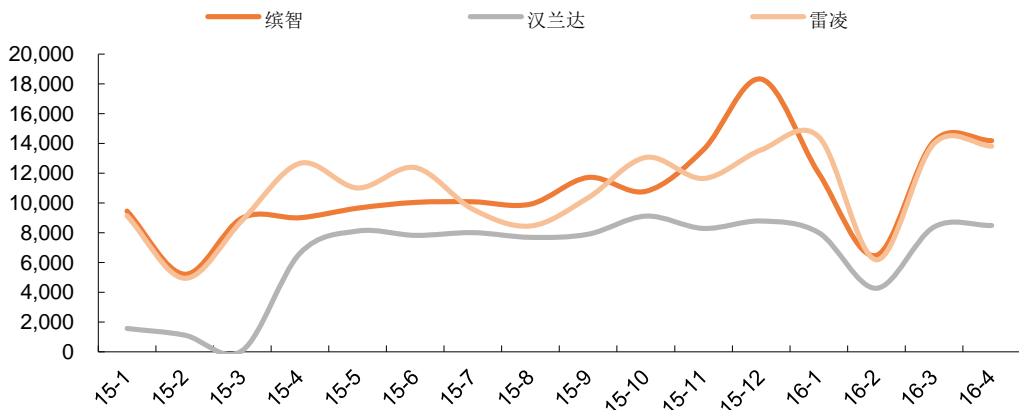
资料来源:中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表6 广汽本田历年销量及同比 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7 缤智、汉兰达、雷凌 2015 年以来历月销量 单位：辆



资料来源:中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表8 广本广丰 2013-2017 新车上市与规划

	2013 年	2014 年	2015H1	2015H2	2016 年	2017 年
广汽本田	全新凌派 (A) 第九代雅阁 (B)	飞度换代 (A0) 奥德赛换代 (MPV) 全新缤智 (小型 SUV)	锋范换代 (A)	凌派换代 (A)	国产讴歌 (SUV, 2.0T) 全新国产中型 SUV 冠道	
广汽丰田	致炫 (A0) 换代雅力士	全新雷凌 (A)	改款凯美瑞 (B)	雷凌混动版 (A)		小型 SUV

2013年	2014年	2015H1	2015H2	2016年	2017年
		汉兰达换代(2.0T) (中型SUV)			

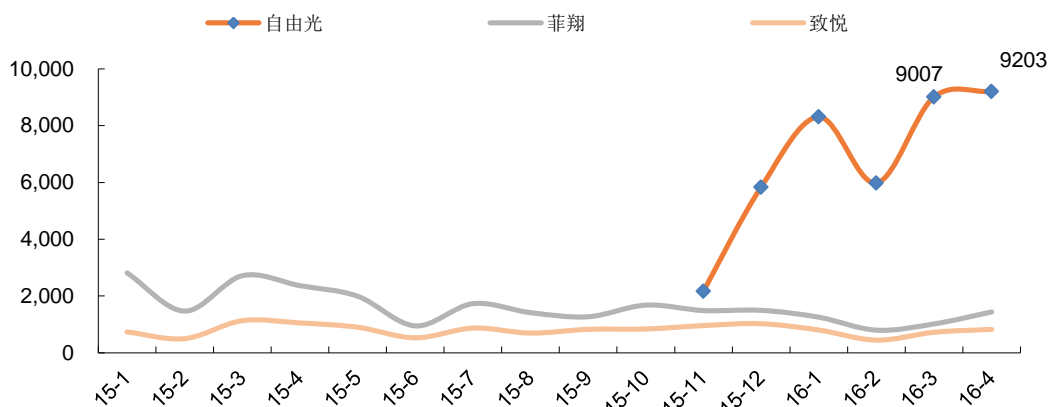
资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

三、广菲克: Jeep 国产, 全面发力

Jeep 国产打头阵, 广菲克将为广汽带来全新增量。广菲克原先销售菲亚特菲翔和致悦两款轿车, 整体销量和利润贡献并不理想。2015年7月广汽与克莱斯勒亚太、以及菲亚特合资成立广汽菲亚特克莱斯勒销售公司, 全面推进 Jeep 国产和克莱斯勒后续产品的引进销售。广菲克将为广汽带来全新增量贡献。

2018年广菲克有望形成由小到大, 由低到高的多款 SUV 和轿车的综合性布局。现阶段, Jeep 首款国产产品中型 SUV 自由光已经于 2015 年 11 月份上市, 稳定月销量接近万辆, 小型 SUV 自由侠已于 2016 年 4 月北京车展上市, 紧凑型 SUV 指南者有望 2016 年底上市, 为达到菲克集团 2014-2018 五年规划中 Jeep 品牌 2018 年在华 50 万辆的销量目标, 预计后续还会有 Jeep 品牌 SUV 国产上市。另外广汽与菲克集团的合作不仅在 Jeep 品牌, 克莱斯勒中高端轿车和道奇相关产品也可能引进。预计到 2018 年, 广菲克将形成由小到大, 由低到高的多款 SUV 和轿车的综合性产品布局。

图表9 自由光上市迅速爬坡提升广菲克销量 单位: 辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

图表10 广菲克的新车引进规划

车名	车型	上市时间	售价
自由光	5座中型SUV	2015.11	20.98万起
自由侠	小型SUV	2016年	14万起
指南者	紧凑型SUV	预计2016年年底	预计15-20万
预计 Jeep SUV		2017-2018年	-
预计 克莱斯勒 轿车		2017-2018年	-

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

我们预计广菲克 2016 年微利，2017 年产能利用充分,盈利大幅提升。广菲克现有长沙和广州两个工厂，长沙工厂 14 万产能，生产原菲亚特车型和自由光;广州工厂 16 万产能，专为 Jeep 配套。我们预计 2016 年依靠自由光的放量，广菲克产能利用率可达 50%左右，扭亏并实现微利。2017 年三款 Jeep 车型全年销售，广菲克工厂估计将接近满产，届时广菲克盈利将大幅提升。

四、盈利预测与投资建议

我们认为广汽集团自主品牌、日系合资、Jeep 三箭齐发，全面进入业绩上升通道。

自主品牌：GS4 超预期，后续高端发展。GS4 打响传祺品牌，后续还有 7 座中大型 SUV GS8 和大型 MPV GM8 推出，高端发升级发展，自主品牌进入业绩弹性期。

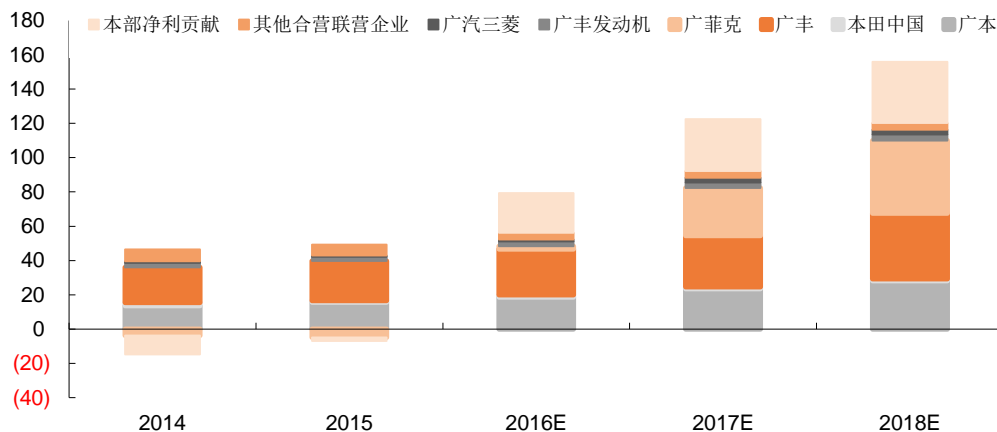
广丰广本：小型车+SUV+混合动力，战略回升。广本小型 SUV 缤智热销，16 下半年讴歌国产，全新中型 SUV 冠道也有望 2016 年年底上市；广丰汉兰达供不应求，雷凌混动热销；

广菲克：Jeep 国产带来全新增量。自有光、自由侠已上市，指南者有望 16 年底上市，17 年三款 JeepSUV 全年销售;17-18 年可能还会有新的国产 Jeep SUV 引进以及克莱斯勒和道奇的车型引进。

我们预计公司 2016 年的业绩增量主要来自自主品牌贡献和广丰广本业绩回升，2017 年再叠加广菲克的业绩放量，公司业绩进入全面爆发期，根据最新情况，调整公司 2016/2017/2018 年 EPS 为 1.23/1.90/2.42 元（原预测值为 1.10/1.74/2.33 元），维持“强烈推荐”评级。

图表11 广汽集团历年归母净利贡献拆分

单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	28008	32627	28964	34855
现金	16472	15961	15204	15529
应收账款	732	2005	1149	2486
其他应收款	857	1685	1244	2131
预付账款	436	705	610	905
存货	1927	4762	2850	5922
其他流动资产	7583	7508	7906	7881
非流动资产	39158	50469	61786	75966
长期投资	18456	24125	33561	45927
固定资产	7953	12837	14620	16470
无形资产	6311	6568	6736	6825
其他非流动资产	6438	6939	6869	6744
资产总计	67166	83095	90750	110820
流动负债	18667	26756	24804	32391
短期借款	3934	3934	3934	3934
应付账款	6674	9766	8943	12617
其他流动负债	8059	13056	11927	15839
非流动负债	9062	10123	8673	6958
长期借款	7649	8710	7260	5545
其他非流动负债	1413	1413	1413	1413
负债合计	27728	36879	33477	39349
少数股东权益	845	467	-116	-858
股本	6435	6435	6435	6435
资本公积	8949	8949	8949	8949
留存收益	23137	29321	38842	51005
归属母公司股东权益	38593	45749	57388	72330
负债和股东权益	67166	83095	90750	110820

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	5082	4678	5147	6776
净利润	4007	7551	11661	14840
折旧摊销	1669	1482	1890	2202
财务费用	281	426	602	592
投资损失	-4835	-5991	-9772	-12712
营运资金变动	3244	1215	771	1860
其他经营现金流	716	-5	-5	-6
投资活动现金流	-3078	-6797	-3430	-3664
资本支出	4322	5642	1881	1814
长期投资	-3689	-5669	79	-12366
其他投资现金流	-2445	-6824	-1469	-14217
筹资活动现金流	-4103	1608	-2475	-2786
短期借款	-606	0	0	0
长期借款	2880	1061	-1450	(1715)
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	25	0	0	0
其他筹资现金流	-6402	547	-1025	-1071
现金净增加额	-2062	-511	-757	325

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	29418	44948	51795	59689
营业成本	24816	36183	41177	47453
营业税金及附加	924	1393	1606	1850
营业费用	1855	2382	2745	3164
管理费用	2047	2158	2486	2865
财务费用	281	426	602	592
资产减值损失	276	281	352	417
公允价值变动收益	11	5	5	6
投资净收益	4835	5991	9772	12712
营业利润	4065	8120	12605	16066
营业外收入	396	345	362	368
营业外支出	54	54	152	127
利润总额	4407	8298	12815	16308
所得税	400	747	1153	1468
净利润	4007	7551	11661	14840
少数股东损益	-225	-378	-583	-742
归属母公司净利润	4232	7929	12244	15582
EBITDA	6325	9802	14739	18499
EPS (元)	0.66	1.23	1.90	2.42

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	31.5	52.8	15.2	15.2
营业利润(%)	50.8	99.8	55.2	27.5
归属于母公司净利润(%)	32.8	87.3	54.4	27.3
获利能力				
毛利率(%)	15.6	19.5	20.5	20.5
净利率(%)	14.4	17.6	23.6	26.1
ROE(%)	10.2	16.3	20.4	20.8
ROIC(%)	8.2	12.3	16.2	17.4
偿债能力				
资产负债率(%)	41.3	44.4	36.9	35.5
净负债比率(%)	-11.3	-2.5	-2.9	-4.9
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.4	1.0	1.1	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	32.8	32.8	32.8	32.8
应付账款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.23	1.90	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.41	0.73	0.80	1.05
每股净资产(最新摊薄)	6.00	7.11	8.92	11.24
估值比率				
P/E	35.0	18.7	12.1	9.5
P/B	3.8	3.2	2.6	2.0
EV/EBITDA	22.9	15.1	10.0	7.8

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 2016 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