

# 廣汽集團 (2238 HK)

## 疫情過後有彩虹

根據廣汽集團已公佈的2019年銷量，我們將2019年盈利預測提高11.5%。同時，我們考慮到新冠肺炎爆發對2020年的影響，將2020年收入預測調低了6.2%。但是我們認為，延遲的需求、強產品線以及政策支持將使廣汽集團的銷量將在疫情過後飆升。我們維持買入評級，並將目標價從9.05港元上調至10.91港元。

- 廣汽集團2019年銷量為206萬輛，同比下降4.0%，未達到其222萬輛的銷售目標。在新冠肺炎爆發前，廣汽集團將其2020年銷售目標定為222萬輛，目標增長率為8%。廣汽集團在2019年的市場份額從7.64%增加到8.01%。而在過去的五年中，其市場份額累計增長了3個百分點。我們相信，良好的產品質量以及出色的供應鏈管理能力將使得其市場份額進一步提升。因此，我們預計其2020年總銷量將為214萬輛，同比增長3.6%。
- 在過去兩年中，廣汽集團1季度/2季度/3季度/4季度的銷售占比分別約為24%/24%/25%/27%。由於新冠肺炎爆發的影響，汽車需求將被推遲到二至四季度。此外，正如我們以前提到的，廣汽集團在去年國五國六排放標準切換的過程中，其國五車輛略高於同行業公司，我們預計廣汽集團原本在2020年第1季度開始補庫存週期。但由於新冠疫情爆發，補庫存過程也將推遲至2季度。綜合以上兩個因素，我們認為公司銷量將從2季度開始飆升。
- 全新一代廣汽傳祺GS4於2019年11月推出。根據過去的銷售數據，GS4的銷量約占傳祺產品系列總銷量的45%左右。我們看到2020年1月，GS4單月銷量達到16,771輛，同比增長133%，這反映了消費者對其新一代產品的認可。我們相信，在疫情結束後，其自主品牌廣汽傳祺系列將在GS4的帶領下實現快速增長。
- 廣汽本田新車型皓影(Breeze)於2019年11月推出。2020年1月已售出9,539輛，並保持了強勁的增長勢頭。而2020年，廣汽本田將開始在本地生產新一代FIT(飛度)。其他產品如Avancier(中改款車型)和Crider(混合動力版)也將在2020年推出。廣汽本田指定的2020年增長目標為“不少於5%”，而我們預計其銷量將實現同比增長4%。
- 廣汽豐田新車型威蘭達(Willander)將於2020年2月28日正式上線。其定價區間為17萬至25萬人民幣，與其姊妹車型榮放(RAV4)形成了直接競爭。此外，新一代漢蘭達也將在2020年底推出。對於新能源汽車，豐田氫能源車型Mirai也有望在2020年通過廣汽豐田引入中國市場。豐田中國預計其2020年總銷量將增長8.6%。我們預計廣汽豐田在2020年將實現8.0%的同比增長。
- 廣汽集團在廣東省銷量約占其總銷量的25%左右。我們認為，廣東省在支持汽車消費為最積極的省份之一。我們看到，佛山在2月17日成為是2020年第一個推出汽車消費支持政策的城市，而該政策將於3月1日生效。具體而言，佛山市將向每位購車者提供2,000元至5,000元人民幣的直接補貼。廣東省在2月21日推出政策，鼓勵有條件的城市出臺汽車補貼政策，並鼓勵廣州/深圳進一步放寬汽車配額。我們相信相關政策將進一步支持廣汽集團的業績。
- 為充分反映新冠肺炎爆發所帶來的影響，我們將廣汽集團2020年收入預測下調了6.2%。我們將2020年盈利預測上調了2.9%，以反映我們對廣汽豐田和廣汽本田的樂觀預期。同時，鑒於其良好的基本面和政策支持，我們認為汽車市場將有望超市場預期。我們將目標價從9.05港元(基於8.2倍2020年預期市盈率)上調至10.91港元(基於9.6倍2020年預期市盈率)，股價具有16.18%的上漲空間。我們重申買入評級。

### 買入(維持)

目標價	HK\$10.91
(此前目標價)	HK\$9.05
潛在升幅	+16.18%
當前股價	HK\$9.39

### 中國汽車行業

#### 白毅陽

(852) 3900 0835  
jackbai@cmbi.com.hk

#### 公司數據

市值(百萬港元)	122,107
3月平均流通量(百萬港元)	238.05
52周內股價高/低(港元)	10.60/6.95
總股本(百萬) - 2238 HK	3,099
總股本(百萬) - 601238 CH	7,139

資料來源：彭博

#### 股東結構

廣州汽車工業集團有限公司	53.56%
Citigroup Inc.	1.96%
Schroders PLC	1.80%

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	16.4%	16.5%
3-月	6.8%	7.4%
6-月	22.9%	19.8%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

#### 審計師：PricewaterhouseCoopers

#### 近期報告

1. GAC Group (2238 HK) – “Expect earnings rebound in 2020E” – 31 Oct 2019
2. GAC Group (2238 HK) – “Outperformed the overall market in 1H19” – 4 Oct 2019

## 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	71,575	72,380	58,404	62,548	66,205
同比增長(%)	44.84%	1.12%	-19.31%	7.10%	5.85%
淨收入(百萬元人民幣)	11,005	10,900	8,356	10,192	11,425
每股盈利(元人民幣)	1.51	1.07	0.82	1.00	1.12
每股盈利變動(%)	55%	-29%	-23%	22%	12%
市盈率(倍)	5.46	7.73	10.08	8.26	7.37
市帳率(倍)	0.86	1.08	0.98	0.88	0.78
股息率(%)	3.21%	4.48%	4.60%	4.03%	4.53%
權益收益率(%)	19.43%	14.93%	10.34%	11.31%	11.32%
淨負債率(%)	17%	34%	26%	24%	27%

資料來源：公司及招銀國際證券預測

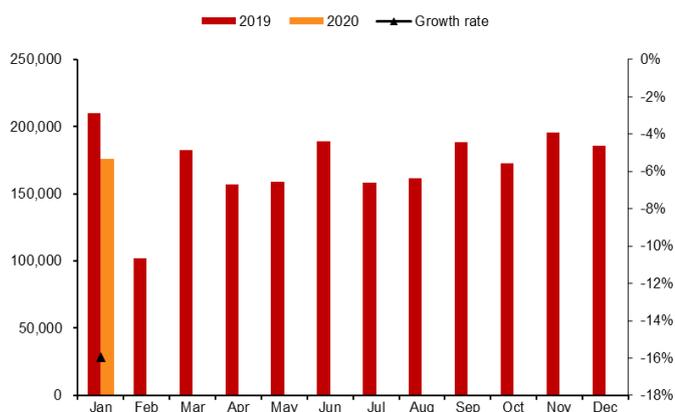
## 重要圖表

圖 1: 盈利預測

	Old			New			Change (%/ppt)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Revenue	62,593	66,663	70,432	58,404	62,548	66,205	-6.7%	-6.2%	-6.0%
Net income	7,492	9,901	11,581	8,356	10,192	11,425	11.5%	2.9%	-1.3%
EPS	0.74	0.97	1.14	0.82	1.00	1.12	10.8%	3.1%	-1.7%
GPM	8.6%	11.6%	13.3%	9.4%	11.9%	13.3%	0.8	0.3	0.0
NPM	12.0%	14.9%	16.4%	14.3%	16.3%	17.3%	2.3	1.4	0.8

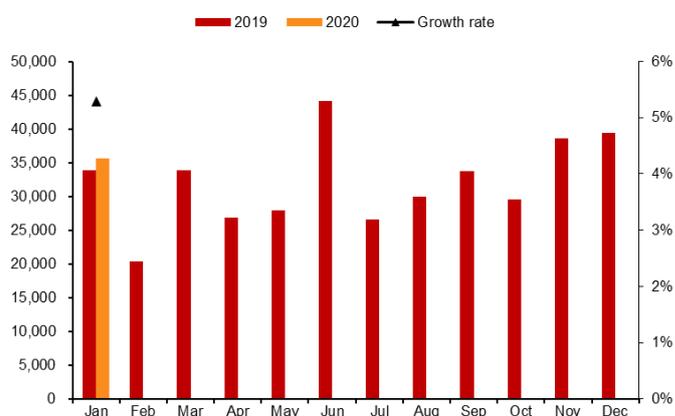
資料來源: 公司數據及招銀國際預測

圖 2: 廣汽集團銷量



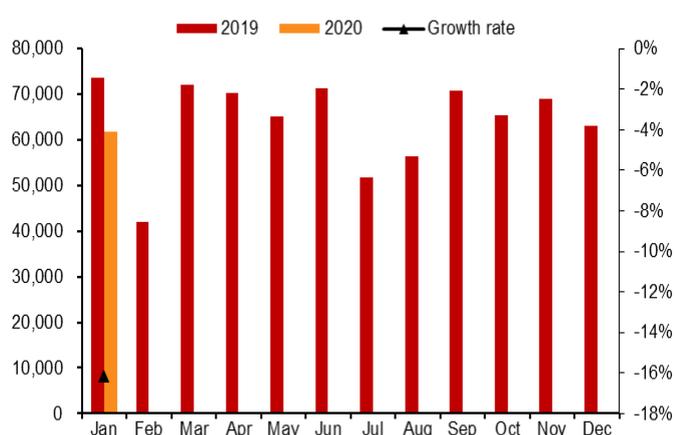
資料來源: 萬得及招銀國際

圖 3: 廣汽傳祺銷量



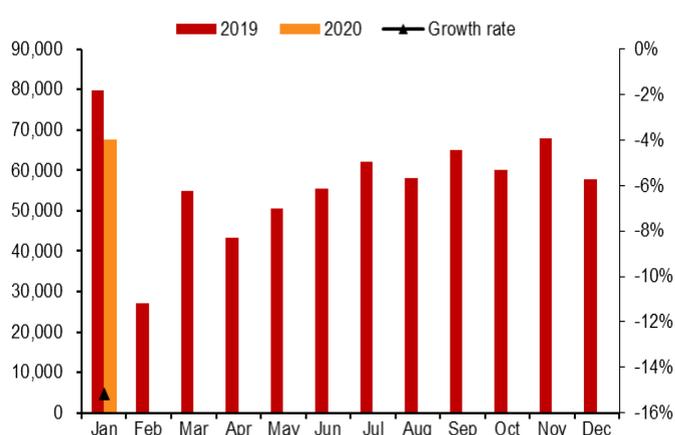
資料來源: 萬得及招銀國際

圖 4: 廣汽本田銷量



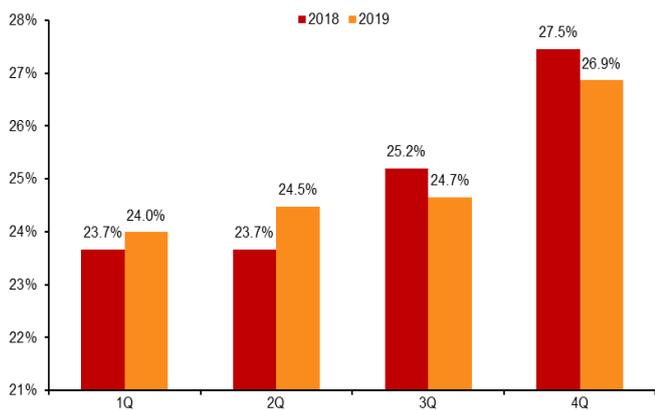
資料來源: 萬得及招銀國際

圖 5: 廣汽豐田銷量



資料來源: 萬得及招銀國際

圖 6: 季度銷售比例



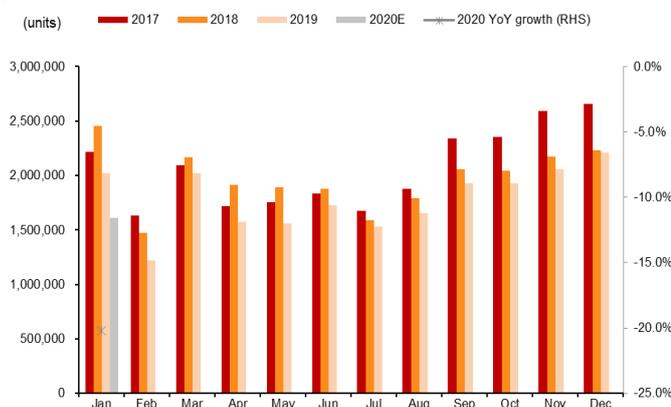
資料來源: 萬得及招銀國際

圖 7: 過去 5 年市場份額變化



資料來源: 萬得及招銀國際

圖 8: 中國乘用車市場月度銷量



資料來源: 中汽協及招銀國際

圖 9: 市盈率



資料來源: 彭博及招銀國際預測

圖 10: Breeze (皓影)



資料來源: 汽車之家及招銀國際

圖 11: Willander (威蘭達)



資料來源: 汽車之家及招銀國際

## 財務分析

### 利潤表

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	71,575	72,380	58,404	62,548	66,205
銷售成本	(58,716)	(60,836)	(52,913)	(55,084)	(57,418)
毛利潤	12,858	11,544	5,491	7,464	8,787
銷售費用	(5,250)	(5,073)	(4,130)	(4,424)	(4,682)
管理費用	(4,022)	(4,519)	(3,388)	(3,629)	(3,841)
金融資產減值	0	(7)	(1)	(1)	(1)
利息收入	343	453	408	437	462
其他收入	562	1,068	571	611	647
經營利潤	4,492	3,466	(1,051)	459	1,372
財務費用	(646)	(459)	(498)	(498)	(498)
利息收入	53	103	85	64	53
合營及聯營企業利潤	8,296	8,753	10,532	11,036	11,472
稅前利潤	12,194	11,863	9,069	11,062	12,400
所得稅	(1,154)	(921)	(680)	(830)	(930)
利潤總額	11,040	10,942	8,389	10,232	11,470
減：非控制股東權益	35	43	33	40	45
歸母淨利潤	11,005	10,900	8,356	10,192	11,425

### 現金流量表

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	11,040	10,942	8,389	10,232	11,470
折舊和攤銷	2,397	3,140	2,416	3,171	4,387
運營資金變動	(16,601)	703	(1,064)	1,058	121
其它	8,661	1,427	4,714	4,263	4,564
經營活動所得現金流	5,498	16,213	14,454	18,723	20,543
資本開支	(7,659)	(9,108)	(10,119)	(12,744)	(16,348)
聯營公司	(3,085)	(3,252)	(3,814)	(4,404)	(4,976)
其它	7,661	14,172	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,082)	1,811	(13,933)	(17,149)	(21,324)
股份發行	840	2,939	-	-	-
淨借貸	(3,911)	1,528	-	-	-
股息	(1,936)	(3,786)	(3,887)	(3,407)	(3,832)
其它	6,651	8,887	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,644	9,568	(3,887)	(3,407)	(3,832)
現金增加淨額	4,060	27,592	(3,366)	(1,833)	(4,613)
年初現金及現金等價物	35,294	39,355	31,572	28,206	26,373
匯兌	-	(35,375)	-	-	-
年末現金及現金等價物	39,355	31,572	28,206	26,373	21,760
受限制現金	2,156	3,842	3,842	3,842	3,842

### 資產負債表

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	55,171	65,963	75,011	88,294	104,750
固定資產	13,405	16,318	19,544	22,857	26,198
預付租金	5,861	8,540	11,618	16,376	23,580
合資及聯營公司投資	25,743	28,995	32,809	37,214	42,190
其它非流動資產	10,161	12,109	11,039	11,847	12,782
流動資產	64,485	66,211	57,792	54,399	49,880
現金及現金等價物	39,355	31,572	28,206	26,373	21,760
應收賬款	10,638	16,605	14,170	12,774	12,728
預付款	3,347	6,730	4,112	3,948	4,088
其它流動資產	11,146	11,304	11,304	11,304	11,304
流動負債	36,618	40,291	32,853	34,064	35,223
借貸	2,640	2,829	2,829	2,829	2,829
融資租賃應付款	33,071	35,786	28,213	29,332	30,468
其它應付	0	1,336	1,336	1,336	1,336
應付稅款	907	340	475	568	590
非流動負債	12,570	13,908	13,587	12,034	11,341
借貸	8,273	9,611	9,611	9,611	9,611
融資租賃	915	675	547	610	682
遞延收入	108	161	79	100	117
其它	3,275	3,461	3,349	1,713	930
少數股東權益	1,044	1,371	1,371	1,371	1,371
淨資產總額	69,424	76,604	84,992	95,224	106,694
股東權益	70,468	77,975	86,363	96,595	108,065

### 主要比率

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
整車製造	70%	70%	59%	57%	55%
汽車零部件	4%	4%	6%	6%	6%
商貿服務	23%	23%	32%	33%	35%
金融服務	3%	4%	4%	4%	4%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	18%	16%	9%	12%	13%
稅前利率	17%	16%	16%	18%	19%
淨利潤率	15%	15%	14%	16%	17%
有效稅率	9%	8%	8%	8%	8%
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.76	1.64	1.76	1.60	1.42
速動比率 (X)	1.67	1.48	1.63	1.48	1.30
現金比率 (X)	1.07	0.78	0.86	0.77	0.62
平均應收款周轉天數	6.73	4.36	4.12	4.90	5.20
債務 / 股本比率 (%)	70%	70%	54%	48%	43%
淨負債 / 股東權益比率 (%)	17%	34%	26%	24%	27%
回報率 (%)					
資本回報率	19%	15%	10%	11%	11%
資產回報率	13%	10%	7%	8%	9%
每股數據 (人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	1.51	1.07	0.82	1.00	1.12
每股股息 (人民幣)	0.27	0.37	0.38	0.33	0.37
每股賬面價值 (人民幣)	9.66	7.62	8.44	9.44	10.56

資料來源：公司及招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需要索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。