

**广汽集团 (2238 HK, HK\$12.44, 目标价: HK\$13.35, 持有) — 业绩增长喜人, 等待新的催化剂出现**

梁甫茵  
(852) 3900 0826  
fionaliang@cmbi.com.hk

❖ **2016 年 4 季度净利润按预期下降。**广汽集团公布其 2016 年全年纯利为人民币 62.88 亿元, 同比增长 49.3%, 与盈利预喜预测的数字吻合不过与我们预测相比低 15%。这主要是因为其在 2016 年第四季度净利润有了较大幅度的滑坡, 净利润同比下降 25.6% 至 6.80 亿元。这主要是由于自主品牌有一笔 6.16 亿元的资产减值, 并且营销费用和年底回扣费用增加带来销售费用增长较快引起的。来自合营企业的利润同比增长 28.5%, 公司合营企业的净利润率上升 25 个基点至 5.0%, 原因在于广汽本田及广汽菲克的利润率均有所提高。然而, 广汽丰田在 2016 年面临了利润率压力, 我们将其归因于缺乏新车型的推出。

❖ **传祺品牌应能实现其年度目标。**在 2017 年前两个月, 广汽乘用车 (或传祺品牌) 实现了 7.9 万的销量, 目标完成量略微滞后 (2017 年目标销量为 50 万辆)。不过, 据我们所知, 目前 GS8 的销售表现良好, 我们预计其在 2017 年一季度能达到 23,500 台的销量。同时 GS7 SUV 也将于 2017 年 6 月推出, 目前透露出的消息是官方指导价可能在 14-22 万的区间, 并与哈弗 H7 展开竞争。我们相信这两款新车可以为广汽乘用车带来不少增量销售。另外, 这两款 SUV 车型将提升传祺品牌的平均售价。我们对广汽乘用车 2017 年销售量的最新预测为 497 万台, 基本与其目标销量吻合。

❖ **受益于自由侠和指南者, 广汽菲克在 2017 年再攀高峰。**广汽菲克自 2016 年成立以来首次录得净利润, 这是由于公司在 2015 年底和 2016 年分别推出了两款新车型, 因此销售量同比增长 271%。展望 2017 年, 我们预计由于自由侠和指南者的销售贡献将继续提高, 广汽菲克的销售量将同比增长 37%。我们预测, 自由侠和指南者在 2017 年向广汽菲克贡献约 4.2 万和 5.8 万的销售量。随着销售量的增加, 广汽菲克的净利润率将在 2017 年和 2018 年继续改善。

❖ **目标价为 13.35 港元, 下调至持有评级。**我们将 2017、2018 年的每股盈利预测从人民币 1.42、1.51 下调至人民币 1.08、1.15 元, 并估计 2019 年每股盈利为人民币 1.35 元。较低的预测反映出销售管理费用的上升以及传祺品牌可能面临的毛利率压力。我们的新目标价是基于 11x 2017 年动态市盈率集团出来的。我们将广汽集团的新目标价设定为 13.35 港元 (先前预测为 12.72 港元), 较现价有 5.9% 的上涨空间。考虑到所有好消息已经充分被市场消化, 而价值重估需要新的催化剂出现, 我们将广汽集团降级为持有。

#### 广汽集团(2238 HK)

|                   |                 |
|-------------------|-----------------|
| 评级                | 持有              |
| 收市价               | HK\$12.44       |
| 目标价               | HK\$13.35       |
| 市值 (港币百万)         | 152,566         |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 277.10          |
| 52 周高/低 (港币)      | 14.1/7.9        |
| 发行股数 (百万)         | 6,453.4         |
| 主要股东              | 广州汽车工业集团(9.38%) |
| 来源: 彭博            |                 |

#### 股价表现

|     | 绝对    | 相对    |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | -3.1% | -5.3% |
| 3 月 | 34.5% | 21.8% |
| 6 月 | 22.5% | 19.7% |

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A  | FY16A  | FY17E  | FY18E  | FY19E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (百万人民币)    | 29,418 | 49,418 | 71,213 | 75,842 | 77,075 |
| 净利润 (百万人民币)    | 4,212  | 6,288  | 6,955  | 7,382  | 8,702  |
| 每股收益 (人民币分)    | 65.4   | 97.6   | 108.0  | 114.6  | 135.1  |
| 每股收益变动 (%)     | 31.9   | 49.2   | 10.6   | 6.1    | 17.9   |
| 市盈率 (x)        | 16.9   | 11.3   | 10.3   | 9.7    | 8.2    |
| 市账率 (x)        | 1.9    | 1.6    | 1.5    | 1.3    | 1.2    |
| 股息率 (%)        | 1.6    | 2.4    | 2.7    | 2.8    | 3.3    |
| 权益收益率 (%)      | 11.4   | 15.2   | 15.0   | 14.4   | 15.3   |
| 净财务杠杆率 (%)     | 1.0    | 5.2    | 1.5    | 2.8    | 1.5    |

来源: 公司及招銀国际研究部

## 利润表

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY15A    | FY16E    | FY17E    | FY18E    | FY19E    |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入               | 29,418   | 49,418   | 71,213   | 75,842   | 77,075   |
| 销售成本             | (25,975) | (41,961) | (60,824) | (64,968) | (65,831) |
| 毛利               | 3,444    | 7,456    | 10,389   | 10,875   | 11,244   |
| 销售费用             | (1,867)  | (3,396)  | (4,966)  | (5,137)  | (5,220)  |
| 行政费用             | (2,037)  | (2,739)  | (3,876)  | (4,052)  | (4,040)  |
| 其他收益             | 435      | 331      | 221      | 221      | 221      |
| 息税前收益            | (25)     | 1,652    | 1,769    | 1,908    | 2,205    |
| 合营企业收入           | 3,677    | 4,725    | 5,292    | 5,606    | 6,865    |
| 联营企业收入           | 1,043    | 1,050    | 1,246    | 1,246    | 1,246    |
| 融资成本             | (849)    | (963)    | (1,083)  | (1,145)  | (1,208)  |
| 利息收入             | 540      | 586      | 573      | 662      | 649      |
| 税前利润             | 4,386    | 7,050    | 7,797    | 8,276    | 9,757    |
| 所得税              | (400)    | (754)    | (834)    | (886)    | (1,044)  |
| 非控制股东权益          | 226      | (8)      | (9)      | (9)      | (11)     |
| 净利润              | 4,212    | 6,288    | 6,955    | 7,382    | 8,702    |

来源：公司及招银国际研究部

## 资产负债表

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY15A  | FY16E  | FY17E  | FY18E  | FY19E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 非流动资产            | 39,226 | 47,201 | 52,599 | 57,662 | 61,740 |
| 固定资产             | 10,581 | 11,856 | 17,040 | 21,889 | 25,753 |
| 无形资产             | 4,827  | 5,319  | 5,533  | 5,747  | 5,961  |
| 土地使用权            | 1,820  | 2,309  | 2,309  | 2,309  | 2,309  |
| 合资公司和联营公司投资      | 18,478 | 22,658 | 22,658 | 22,658 | 22,658 |
| 递延所得税资产          | 3,520  | 5,059  | 5,059  | 5,059  | 5,059  |
| 流动资产             | 27,994 | 34,945 | 43,260 | 45,656 | 48,888 |
| 现金及现金等价物         | 11,548 | 12,580 | 15,548 | 16,395 | 18,822 |
| 存货               | 1,927  | 2,494  | 3,725  | 3,979  | 4,032  |
| 应收账款和票据          | 8,727  | 8,371  | 12,486 | 13,781 | 14,533 |
| 限制存款             | 837    | 1,548  | 1,548  | 1,548  | 1,548  |
| 定期存款             | 4,087  | 7,190  | 7,190  | 7,190  | 7,190  |
| 其他流动资产           | 868    | 2,763  | 2,763  | 2,763  | 2,763  |
| 流动负债             | 18,656 | 24,273 | 32,130 | 33,333 | 33,357 |
| 短期借款             | 4,279  | 4,478  | 4,926  | 5,418  | 5,960  |
| 应付账款             | 14,077 | 19,128 | 26,537 | 27,247 | 26,729 |
| 应交税金             | 300    | 667    | 667    | 667    | 667    |
| 其他流动负债           | -      | -      | -      | -      | -      |
| 非流动负债            | 9,072  | 12,979 | 14,014 | 15,152 | 16,404 |
| 长期借款             | 7,649  | 10,346 | 11,381 | 12,519 | 13,771 |
| 政府补助             | 1,077  | 2,159  | 2,159  | 2,159  | 2,159  |
| 其他长期负债           | 347    | 474    | 474    | 474    | 474    |
| 少数股东权益           | 845    | 1,037  | 1,046  | 1,055  | 1,066  |
| 净资产总值            | 38,647 | 43,856 | 48,670 | 53,779 | 59,801 |
| 股东权益             | 38,647 | 43,856 | 48,670 | 53,779 | 59,801 |

来源：公司及招银国际研究部

## 现金流量表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY15A          | FY16E          | FY17E          | FY18E          | FY19E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 息税前收益              | 3,986          | 6,295          | 6,963          | 7,391          | 8,713          |
| 折旧和摊销              | 1,660          | 2,183          | 2,438          | 3,586          | 5,107          |
| 营运资金变动             | 3,234          | 4,840          | 2,062          | (839)          | (1,323)        |
| 合营企业和联营公司的损益       | (4,720)        | (5,774)        | (6,538)        | (6,852)        | (8,111)        |
| 税务开支               | (91)           | (754)          | (834)          | (886)          | (1,044)        |
| 其他                 | (177)          | (5,045)        | 834            | 886            | 1,044          |
| <b>经营活动所得现金净额</b>  | <b>3,891</b>   | <b>1,745</b>   | <b>4,926</b>   | <b>3,286</b>   | <b>4,385</b>   |
| 收购                 | (16,894)       | -              | -              | -              | -              |
| 购置固定资产             | (4,322)        | (3,950)        | (7,837)        | (8,648)        | (9,185)        |
| 合营企业和联营公司的损益       | 4,154          | 5,774          | 6,538          | 6,852          | 8,111          |
| 在联营公司的投资           | (193)          | -              | -              | -              | -              |
| 在合资公司的投资           | (1,707)        | (4,180)        | -              | -              | -              |
| 资产处置               | 16,042         | -              | -              | -              | -              |
| 其他                 | 3,662          | (489)          | -              | -              | -              |
| <b>投资活动所得现金净额</b>  | <b>742</b>     | <b>(2,845)</b> | <b>(1,299)</b> | <b>(1,796)</b> | <b>(1,074)</b> |
| 募集资金               | -              | 858            | -              | -              | -              |
| 股份发行               | 254            | 185            | -              | -              | -              |
| 净银行借贷              | (2,469)        | 2,897          | 1,482          | 1,631          | 1,794          |
| 股息                 | (1,068)        | (1,936)        | (2,141)        | (2,273)        | (2,679)        |
| 其他                 | (89)           | 128            | -              | -              | -              |
| <b>融资活动所得现金净额</b>  | <b>(3,372)</b> | <b>2,131</b>   | <b>(659)</b>   | <b>(642)</b>   | <b>(885)</b>   |
| <b>现金增加净额</b>      | <b>1,260</b>   | <b>1,031</b>   | <b>2,968</b>   | <b>847</b>     | <b>2,426</b>   |
| 年初现金及现金等价物         | 10,274         | 11,548         | 12,580         | 15,548         | 16,395         |
| 外汇汇率变动的影响          | 14             | -              | -              | -              | -              |
| <b>年末现金及现金等价物</b>  | <b>11,548</b>  | <b>12,580</b>  | <b>15,548</b>  | <b>16,395</b>  | <b>18,822</b>  |
| <b>资产负债表中的现金</b>   | <b>11,548</b>  | <b>12,580</b>  | <b>15,548</b>  | <b>16,395</b>  | <b>18,822</b>  |

来源: 公司及招银国际研究部

## 主要比率

| 年结: 12月31日        | FY15A      | FY16A      | FY17E      | FY18E      | FY19E      |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>销售组合 (%)</b>   |            |            |            |            |            |
| 广汽本田              | 45         | 39         | 35         | 36         | 37         |
| 广汽丰田              | 31         | 26         | 23         | 23         | 24         |
| 广汽菲亚特             | 3          | 9          | 11         | 11         | 10         |
| 广汽三菱              | 4          | 3          | 5          | 5          | 5          |
| 广汽品牌              | 15         | 23         | 26         | 26         | 24         |
| 其他                | 1          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>广汽集团</b>       | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |
| <b>增长 (%)</b>     |            |            |            |            |            |
| 收入                | 31.4       | 68.0       | 44.1       | 6.5        | 1.6        |
| 毛利                | 34.9       | 116.5      | 39.3       | 4.7        | 3.4        |
| 经营利润              | NA         | NA         | 7.1        | 7.8        | 15.6       |
| 净利润               | 31.9       | 49.3       | 10.6       | 6.1        | 17.9       |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |            |            |            |            |            |
| 毛利率               | 11.7       | 15.1       | 14.6       | 14.3       | 14.6       |
| 税前利率              | 14.9       | 14.3       | 10.9       | 10.9       | 12.7       |
| 净利润率              | 13.5       | 12.7       | 9.8        | 9.7        | 11.3       |
| 核心净利润率            | 13.5       | 12.7       | 9.8        | 9.7        | 11.3       |
| 有效税率              | 9.1        | 10.7       | 10.7       | 10.7       | 10.7       |
| <b>资产负债比率</b>     |            |            |            |            |            |
| 流动比率 (x)          | 1.5        | 1.4        | 1.3        | 1.4        | 1.5        |
| 平均应收账款周转天数        | 12.0       | 9.2        | 9.5        | 9.6        | 9.5        |
| 平均应付账款周转天数        | 173.7      | 144.4      | 137.0      | 151.1      | 149.6      |
| 平均存货周转天数          | 10.6       | 10.4       | 9.3        | 8.7        | 8.6        |
| 净负债/ 总权益比率 (%)    | 1.0        | 5.0        | 1.5        | 2.8        | 1.5        |
| <b>回报率 (%)</b>    |            |            |            |            |            |
| 资本回报率             | 11.4       | 15.2       | 15.0       | 14.4       | 15.3       |
| 资产回报率             | 6.5        | 8.4        | 7.8        | 7.4        | 8.1        |
| <b>每股数据</b>       |            |            |            |            |            |
| 每股盈利(人民币)         | 0.654      | 0.976      | 1.080      | 1.146      | 1.351      |
| 每股股息(港元)          | 0.200      | 0.301      | 0.333      | 0.353      | 0.416      |
| 每股账面值(人民币)        | 6.006      | 6.811      | 7.558      | 8.352      | 9.287      |

来源: 公司及招银国际研究部

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级                 |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。