

广汽集团 (2238 HK)

疫情过后有彩虹

根据广汽集团已公布的 2019 年销量，我们将 2019 年盈利预测提高 11.5%。同时，我们考虑到新冠肺炎爆发对 2020 年的影响，将 2020 年收入预测调低了 6.2%。但是我们认为，延迟的需求、强产品线以及政策支持将使广汽集团的销量将在疫情过后飙升。我们维持买入评级，并将目标价从 9.05 港元上调至 10.91 港元。

- 广汽集团 2019 年销量为 206 万辆，同比下降 4.0%，未达到其 222 万辆的销售目标。在新冠肺炎爆发前，广汽集团将其 2020 年销售目标定为 222 万辆，目标增长率为 8%。广汽集团在 2019 年的市场份额从 7.64% 增加到 8.01%。而在过去的五年中，其市场份额累计增长了 3 个百分点。我们相信，良好的产品质量以及出色的供应链管理将使得其市场份额进一步提升。因此，我们预计其 2020 年总销量将为 214 万辆，同比增长 3.6%。
- 在过去两年中，广汽集团 1 季度 / 2 季度 / 3 季度 / 4 季度的销售占比分别约为 24%/24%/25%/27%。由于新冠肺炎爆发的影响，汽车需求将被推迟到二至四季度。此外，正如我们以前提到的，广汽集团在去年国五国六排放标准切换的过程中，其国五车辆略高于同行业公司，我们预计广汽集团原本在 2020 年第 1 季度开始补库存周期。但由于新冠疫情爆发，补库存过程也将推迟至 2 季度。综合以上两个因素，我们认为公司销量将从 2 季度开始飙升。
- 全新一代广汽传祺 GS4 于 2019 年 11 月推出。根据过去的销售数据，GS4 的销量约占传祺产品系列总销量的 45% 左右。我们看到 2020 年 1 月，GS4 单月销量达到 16,771 辆，同比增长 133%，这反映了消费者对其新一代产品的认可。我们相信，在疫情结束后，其自主品牌广汽传祺系列将在 GS4 的带领下实现快速增长。
- 广汽本田新车型皓影 (Breeze) 于 2019 年 11 月推出。2020 年 1 月已售出 9,539 辆，并保持了强劲的增长势头。而 2020 年，广汽本田将开始在本地产新一代 FIT (飞度)。其他产品如 Avancier (中改款车型) 和 Crider (混合动力版) 也将在 2020 年推出。广汽本田指定的 2020 年增长目标为“不少于 5%”，而我们预计其销量将实现同比增长 4%。
- 广汽丰田新车型威兰达 (Willander) 将于 2020 年 2 月 28 日正式上线。其定价区间为 17 万至 25 万人民币，与其姊妹车型荣放 (RAV4) 形成了直接竞争。此外，新一代汉兰达也将在 2020 年底推出。对于新能源汽车，丰田氢能源车型 Mirai 也有望在 2020 年通过广汽丰田引入中国市场。丰田中国预计其 2020 年总销量将增长 8.6%。我们预计广汽丰田在 2020 年将实现 8.0% 的同比增长。
- 广汽集团在广东省销量约占其总销量的 25% 左右。我们认为，广东省在支持汽车消费为最积极的省份之一。我们看到，佛山在 2 月 17 日成为是 2020 年第一个推出汽车消费支持政策的城市，而该政策将于 3 月 1 日生效。具体而言，佛山市将向每位购车者提供 2,000 元至 5,000 元人民币的直接补贴。广东省在 2 月 21 日推出政策，鼓励有条件的城市出台汽车补贴政策，并鼓励广州/深圳进一步放宽汽车配额。我们相信相关政策将进一步支持广汽集团的业绩。
- 为充分反映新冠肺炎爆发所带来的影响，我们将广汽集团 2020 年收入预测下调了 6.2%。我们将 2020 年盈利预测上调了 2.9%，以反映我们对广汽丰田和广汽本田的乐观预期。同时，鉴于其良好的基本面和政策支持，我们认为汽车市场将有望超市场预期。我们将目标价从 9.05 港元（基于 8.2 倍 2020 年预期市盈率）上调至 10.91 港元（基于 9.6 倍 2020 年预期市盈率），股价具有 16.18% 的上涨空间。我们重申买入评级。

买入 (维持)

目标价	HK\$10.91
(此前目标价)	HK\$9.05
潜在升幅	+16.18%
当前股价	HK\$9.39

中国汽车行业

白毅阳

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	122,107
3 月平均流通量(百万港元)	238.05
52 周内股价高/低(港元)	10.60/ 6.95
总股本(百万) - 2238 HK	3,099
总股本(百万) - 601238 CH	7,139

资料来源：彭博

股东结构

广州汽车工业集团有限公司	53.56%
Citigroup Inc.	1.96%
Schroders Plc	1.80%

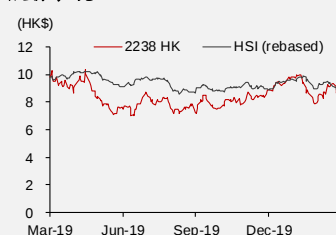
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	16.4%	16.5%
3-月	6.8%	7.4%
6-月	22.9%	19.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PricewaterhouseCoopers

近期报告

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

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万元人民币)	71,575	72,380	58,404	62,548	66,205
同比增长 (%)	44.84%	1.12%	-19.31%	7.10%	5.85%
净收入 (百万元人民币)	11,005	10,900	8,356	10,192	11,425
每股盈利 (元人民币)	1.51	1.07	0.82	1.00	1.12
每股盈利变动 (%)	55%	-29%	-23%	22%	12%
市盈率 (倍)	5.46	7.73	10.08	8.26	7.37
市帐率 (倍)	0.86	1.08	0.98	0.88	0.78
股息率 (%)	3.21%	4.48%	4.60%	4.03%	4.53%
权益收益率 (%)	19.43%	14.93%	10.34%	11.31%	11.32%
净负债率 (%)	17%	34%	26%	24%	27%

资料来源：公司及招银国际证券预测

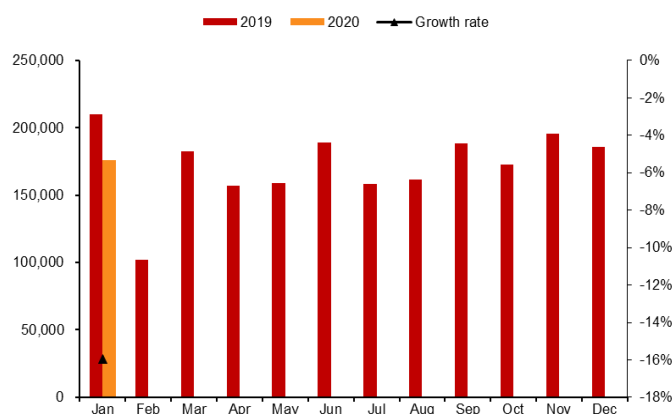
重要图表

图 1: 盈利预测

	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

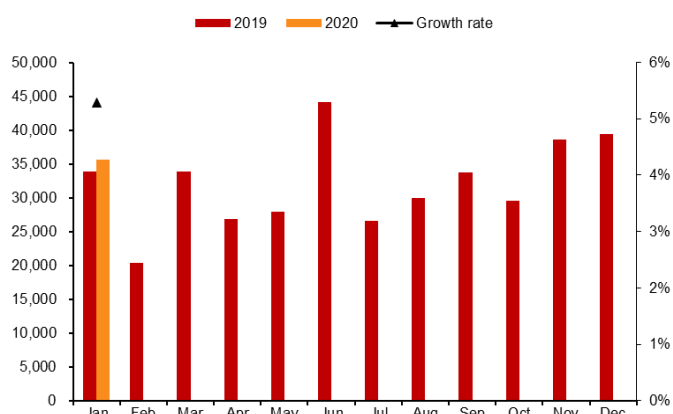
资料来源: 公司数据及招银国际预测

图 2: 广汽集团销量



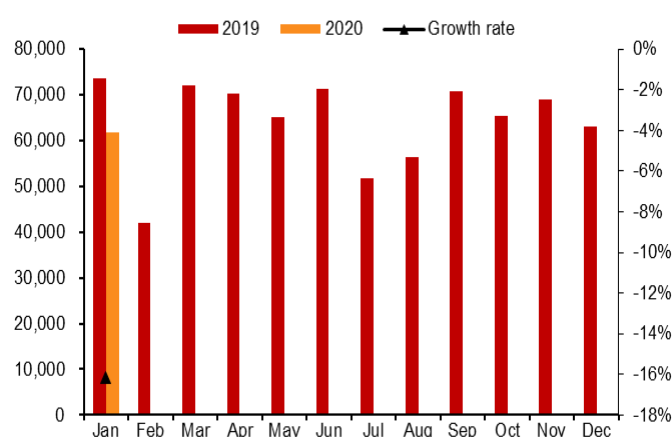
资料来源: 万得及招银国际

图 3: 广汽传祺销量



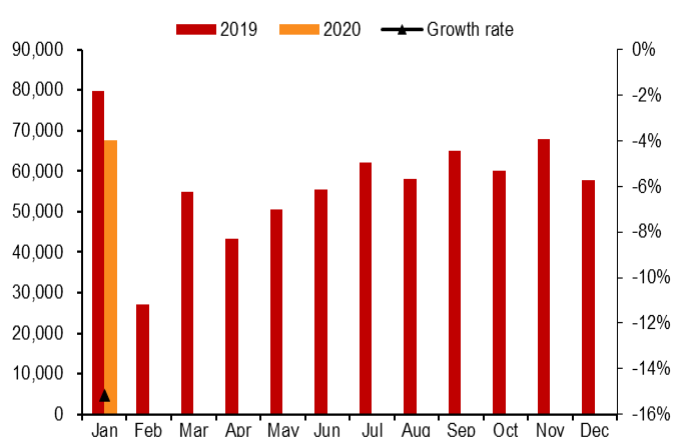
资料来源: 万得及招银国际

图 4: 广汽本田销量



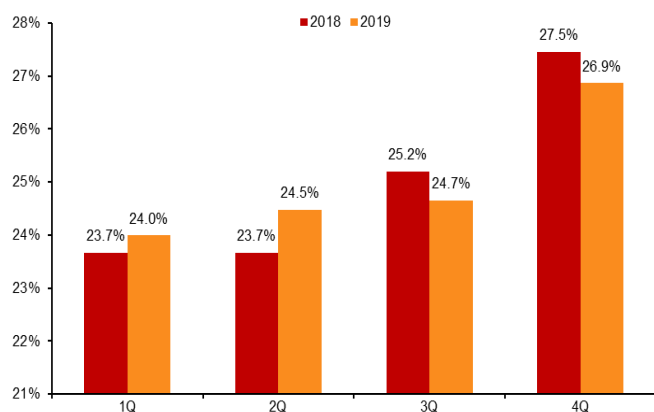
资料来源: 万得及招银国际

图 5: 广汽丰田销量



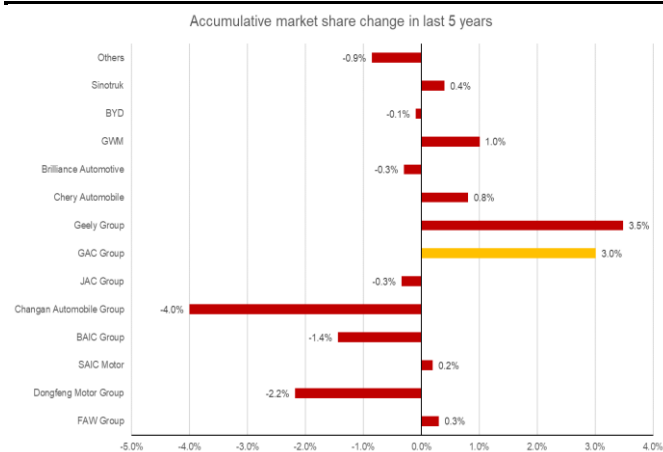
资料来源: 万得及招银国际

图 6: 季度销售比例



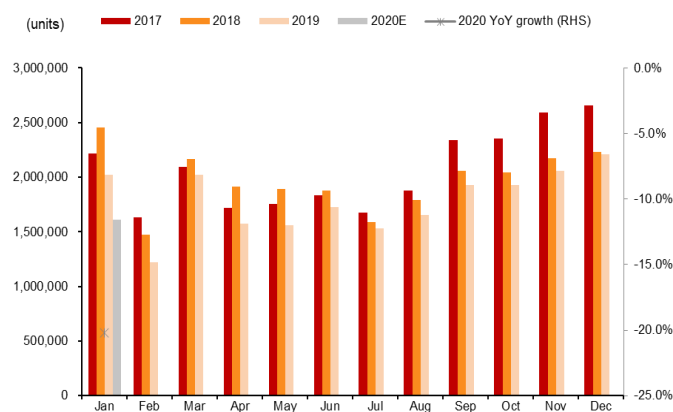
资料来源：万得及招银国际

图 7: 过去 5 年市场份额变化



资料来源：万得及招银国际

图 8: 中国乘用车市场月度销量



资料来源：中汽协及招银国际

图 9: 市盈率



资料来源：彭博及招银国际预测

图 10: Breeze (皓影)



资料来源：汽车之家及招银国际

图 11: Willander (威兰达)



资料来源：汽车之家及招银国际

财务分析

利润表

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	71,575	72,380	58,404	62,548	66,205
销售成本	(58,716)	(60,836)	(52,913)	(55,084)	(57,418)
毛利润	12,858	11,544	5,491	7,464	8,787
销售费用	(5,250)	(5,073)	(4,130)	(4,424)	(4,682)
管理费用	(4,022)	(4,519)	(3,388)	(3,629)	(3,841)
金融资产减值	0	(7)	(1)	(1)	(1)
利息收入	343	453	408	437	462
其他收入	562	1,068	571	611	647
经营利润	4,492	3,466	(1,051)	459	1,372
财务费用	(646)	(459)	(498)	(498)	(498)
利息收入	53	103	85	64	53
合营及联营企业利润	8,296	8,753	10,532	11,036	11,472
税前利润	12,194	11,863	9,069	11,062	12,400
所得税	(1,154)	(921)	(680)	(830)	(930)
利润总额	11,040	10,942	8,389	10,232	11,470
减：非控制股东权益	35	43	33	40	45
归母净利润	11,005	10,900	8,356	10,192	11,425

现金流量表

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	11,040	10,942	8,389	10,232	11,470
折旧和摊销	2,397	3,140	2,416	3,171	4,387
运营资金变动	(16,601)	703	(1,064)	1,058	121
其它	8,661	1,427	4,714	4,263	4,564
经营活动所得现金流	5,498	16,213	14,454	18,723	20,543
资本开支	(7,659)	(9,108)	(10,119)	(12,744)	(16,348)
联营公司	(3,085)	(3,252)	(3,814)	(4,404)	(4,976)
其它	7,661	14,172	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,082)	1,811	(13,933)	(17,149)	(21,324)
股份发行	840	2,939	-	-	-
净借贷	(3,911)	1,528	-	-	-
股息	(1,936)	(3,786)	(3,887)	(3,407)	(3,832)
其它	6,651	8,887	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,644	9,568	(3,887)	(3,407)	(3,832)
现金增加净额	4,060	27,592	(3,366)	(1,833)	(4,613)
年初现金及现金等价物	35,294	39,355	31,572	28,206	26,373
汇兑	-	(35,375)	-	-	-
年末现金及现金等价物	39,355	31,572	28,206	26,373	21,760
受限制现金	2,156	3,842	3,842	3,842	3,842

资产负债表

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	55,171	65,963	75,011	88,294	104,750
固定资产	13,405	16,318	19,544	22,857	26,198
预付租金	5,861	8,540	11,618	16,376	23,580
合资及联营公司投资	25,743	28,995	32,809	37,214	42,190
其它非流动资产	10,161	12,109	11,039	11,847	12,782
流动资产	64,485	66,211	57,792	54,399	49,880
现金及现金等价物	39,355	31,572	28,206	26,373	21,760
应收账款	10,638	16,605	14,170	12,774	12,728
预付款	3,347	6,730	4,112	3,948	4,088
其它流动资产	11,146	11,304	11,304	11,304	11,304
流动负债	36,618	40,291	32,853	34,064	35,223
借贷	2,640	2,829	2,829	2,829	2,829
融资租赁应付款	33,071	35,786	28,213	29,332	30,468
其它应付	0	1,336	1,336	1,336	1,336
应付税款	907	340	475	568	590
非流动负债	12,570	13,908	13,587	12,034	11,341
借贷	8,273	9,611	9,611	9,611	9,611
融资租赁	915	675	547	610	682
递延收入	108	161	79	100	117
其它	3,275	3,461	3,349	1,713	930
少数股东权益	1,044	1,371	1,371	1,371	1,371
净资产总额	69,424	76,604	84,992	95,224	106,694
股东权益	70,468	77,975	86,363	96,595	108,065

主要比率

	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
整车制造	70%	70%	59%	57%	55%
汽车零部件	4%	4%	6%	6%	6%
商贸服务	23%	23%	32%	33%	35%
金融服务	3%	4%	4%	4%	4%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	18%	16%	9%	12%	13%
税前利率	17%	16%	16%	18%	19%
净利润率	15%	15%	14%	16%	17%
有效税率	9%	8%	8%	8%	8%
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.76	1.64	1.76	1.60	1.42
速动比率 (X)	1.67	1.48	1.63	1.48	1.30
现金比率 (X)	1.07	0.78	0.86	0.77	0.62
平均应收款周转天数	6.73	4.36	4.12	4.90	5.20
债务/股本比率 (%)	70%	70%	54%	48%	43%
净负债/股东权益比率 (%)	17%	34%	26%	24%	27%
回报率 (%)					
资本回报率	19%	15%	10%	11%	11%
资产回报率	13%	10%	7%	8%	9%
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	1.51	1.07	0.82	1.00	1.12
每股股息 (人民币)	0.27	0.37	0.38	0.33	0.37
每股账面价值 (人民币)	9.66	7.62	8.44	9.44	10.56

资料来源：公司及招银国际证券预测

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。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在变幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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責任。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。招银国际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投资银行相关业务联系。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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国投资者

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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。