

## 廣汽集團 (2238 HK)

### 因變速箱供應問題，傳祺生產結構出現調整

- ❖ **GS8 變速箱供應不足。**廣汽集團不久前宣佈，由於 GS8 和 GS7 的愛信 6AT 變速箱供應不足，在 2017 年 5 月至 9 月期間，GS8 的月度產量將降低到 7,000 輛。而在 2017 年前四個月 GS8 的平均月度銷量為 9,120 輛。因此，我們將我們對 GS8 在 2017 年的銷量預測從 10.7 萬輛下調至 9.9 萬輛。公司表示 GS8 產量減少後多出來的生產能力將會用於 GS4 生產線。因此我們預計，2017 年 GS4 的量將增加 1.9 萬輛。不過總的來說我們對傳祺品牌 2017 年的銷量預測並沒有大的變化，仍然維持在 49.2 萬輛。
- ❖ **此次事件將不會影響傳祺品牌在 2017 年的利潤率。**我們認為，傳祺品牌的利潤水準在 2017 年將不會受到太大影響，儘管傳祺品牌最高檔的 GS8 車型的銷售份額可能下降。我們總結原因是如果考慮到生產車型的盈虧平衡點，GS4 目前仍是傳祺品牌利潤率最高的車型之一，因為它只要達到每年 7 萬輛的產量就可以實現盈虧平衡。而由 GS8 的銷售份額降低所產生的負面影響將會被 GS4 產量增加所抵消。
- ❖ **產能不足問題將在 2018 年得到極大的緩解。**傳祺品牌的杭州和新疆生產線將於 2017 年第 4 季度開始投產，總共將會為傳祺品牌增加 25 萬輛的產能。因此，GS8、GS4 和轎車產品的產能限制將會得到極大的緩解。管理層評論說，隨著產能的不斷增加，一些因為產能受限而銷量一直得不到提高的車型在 2018 年會取得比較好的成績。因此我們將傳祺品牌在 2018 年的銷量預測提高到了 70 萬輛。
- ❖ **維持買入評級。**為了反映傳祺品牌在 2018 年因產能問題解決而帶來的更好的銷售前景，我們相應地修改廣汽集團的盈利預測。我們將廣汽集團在 2017 和 2018 年的淨利潤預測分別提高了 0.1% 和 3.3%，達到人民幣 86.16 億和 99.82 億。我們的最新目標價為 15.68 港元，代表著 23.2% 的上漲空間。與上一次報告相比我們的目標價有所下降，主要是由於我們下調了所使用的市盈率倍數 - 改為使用過去 5 年的平均動態市盈率，以更好地反映其前景。我們維持廣汽集團的買入評級。

#### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A  | FY16A  | FY17E  | FY18E  | FY19E   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 營業額 (百萬人民幣)    | 29,418 | 49,418 | 70,849 | 95,261 | 108,372 |
| 調整後淨利潤 (百萬人民幣) | 4,212  | 6,288  | 8,916  | 9,982  | 11,917  |
| 調整後 EPS (人民幣分) | 65.4   | 97.6   | 138.5  | 155.0  | 185.1   |
| EPS 變動 (%)     | 31.9   | 49.2   | 41.8   | 12.0   | 19.4    |
| 市盈率 (x)        | 17.7   | 11.9   | 8.2    | 7.3    | 6.1     |
| 市帳率 (x)        | 1.9    | 1.7    | 1.5    | 1.3    | 1.1     |
| 股息率 (%)        | 1.5    | 2.3    | 3.4    | 3.8    | 4.5     |
| 權益收益率 (%)      | 11.4   | 15.2   | 19.0   | 18.7   | 19.5    |
| 淨財務杠杆率 (%)     | 1.0    | 5.0    | 3.5    | 2.5    | 4.4     |

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 買入 (維持)

|         |            |
|---------|------------|
| 目標價     | HK\$15.68  |
| (此前目標價) | HK\$16.86) |
| 潛在升幅    | +23.2%     |
| 當前股價    | HK\$12.72  |
| 當前股價(A) | Rmb26.20   |

#### 梁甫茵

電話：(852) 3900 0826

郵件：[fionaliang@cmbi.com.hk](mailto:fionaliang@cmbi.com.hk)

#### 汽車及零部件

|                 |          |
|-----------------|----------|
| 市值(百萬港元)        | 155,543  |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 281.44   |
| 52 周內股價高/低 (港元) | 14.1/8.9 |
| 總股本 (百萬)        | 6,453.4  |

資料來源：彭博

#### 股東結構

|          |        |
|----------|--------|
| 廣州汽車工業集團 | 9.38%  |
| 自由流通     | 90.62% |

資料來源：彭博

#### 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報   |
|-----|-------|--------|
| 1-月 | -3.2% | -7.4%  |
| 3-月 | -1.9% | -10.4% |
| 6-月 | 24.8% | 10.6%  |

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師：普華永道

公司網站：[www.gagc.com.cn](http://www.gagc.com.cn)

**利潤表**

| 年結：12月31日（百萬人民幣） | FY15A         | FY16A         | FY17E         | FY18E         | FY19E          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>收入</b>        | <b>29,418</b> | <b>49,418</b> | <b>70,849</b> | <b>95,261</b> | <b>108,372</b> |
| 銷售成本             | (25,975)      | (41,961)      | (59,805)      | (80,649)      | (91,750)       |
| <b>毛利</b>        | <b>3,444</b>  | <b>7,456</b>  | <b>11,044</b> | <b>14,611</b> | <b>16,622</b>  |
| 銷售費用             | (1,867)       | (3,396)       | (4,940)       | (6,452)       | (7,340)        |
| 行政費用             | (2,037)       | (2,739)       | (3,856)       | (5,089)       | (5,681)        |
| 其他收益             | 435           | 331           | 331           | 331           | 331            |
| <b>息稅前收益</b>     | <b>(25)</b>   | <b>1,652</b>  | <b>2,579</b>  | <b>3,402</b>  | <b>3,933</b>   |
| 合營企業收入           | 3,677         | 4,725         | 6,680         | 7,071         | 8,739          |
| 聯營企業收入           | 1,043         | 1,050         | 1,246         | 1,246         | 1,246          |
| 融資成本             | (849)         | (963)         | (1,083)       | (1,145)       | (1,208)        |
| 利息收入             | 540           | 586           | 573           | 618           | 652            |
| <b>稅前利潤</b>      | <b>4,386</b>  | <b>7,050</b>  | <b>9,997</b>  | <b>11,192</b> | <b>13,361</b>  |
| 所得稅              | (400)         | (754)         | (1,070)       | (1,198)       | (1,430)        |
| 非控制股東權益          | 226           | (8)           | (11)          | (12)          | (15)           |
| <b>淨利潤</b>       | <b>4,212</b>  | <b>6,288</b>  | <b>8,916</b>  | <b>9,982</b>  | <b>11,917</b>  |

來源：公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

| 年結：12月31日（百萬人民幣） | FY15A         | FY16A         | FY17E         | FY18E         | FY19E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流動資產</b>     | <b>39,226</b> | <b>47,201</b> | <b>54,984</b> | <b>63,231</b> | <b>72,497</b> |
| 固定資產             | 10,581        | 11,856        | 11,763        | 11,743        | 11,074        |
| 無形資產             | 4,827         | 5,319         | 5,269         | 5,218         | 5,168         |
| 土地使用權            | 1,820         | 2,309         | 2,309         | 2,309         | 2,309         |
| 合資公司和聯營公司投資      | 18,478        | 22,658        | 30,585        | 38,903        | 48,887        |
| 遞延所得稅資產          | 3,520         | 5,059         | 5,059         | 5,059         | 5,059         |
| <b>流動資產</b>      | <b>27,994</b> | <b>34,945</b> | <b>42,100</b> | <b>50,227</b> | <b>54,377</b> |
| 現金及現金等價物         | 11,548        | 12,580        | 14,514        | 16,477        | 16,822        |
| 存貨               | 1,927         | 2,494         | 3,663         | 4,939         | 5,619         |
| 應收賬款和票據          | 8,727         | 8,371         | 12,423        | 17,310        | 20,435        |
| 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         |
| 其他流動資產           | 868           | 2,763         | 2,763         | 2,763         | 2,763         |
| <b>流動負債</b>      | <b>18,656</b> | <b>24,273</b> | <b>31,995</b> | <b>40,309</b> | <b>44,211</b> |
| 短期借款             | 4,279         | 4,478         | 4,926         | 5,418         | 5,960         |
| 應付賬款             | 14,077        | 19,128        | 26,402        | 34,223        | 37,583        |
| 應交稅金             | 300           | 667           | 667           | 667           | 667           |
| 其他流動負債           | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>非流動負債</b>     | <b>9,072</b>  | <b>12,979</b> | <b>14,014</b> | <b>15,152</b> | <b>16,404</b> |
| 長期借款             | 7,649         | 10,346        | 11,381        | 12,519        | 13,771        |
| 政府補助             | 1,077         | 2,159         | 2,159         | 2,159         | 2,159         |
| 其他長期負債           | 347           | 474           | 474           | 474           | 474           |
| <b>少數股東權益</b>    | <b>845</b>    | <b>1,037</b>  | <b>1,048</b>  | <b>1,061</b>  | <b>1,075</b>  |
| <b>淨資產總值</b>     | <b>38,647</b> | <b>43,856</b> | <b>50,027</b> | <b>56,936</b> | <b>65,184</b> |
| <b>股東權益</b>      | <b>38,647</b> | <b>43,856</b> | <b>50,027</b> | <b>56,936</b> | <b>65,184</b> |

來源：公司及招銀國際研究部預測

## 現金流量表

| 年結：12月31日（百萬人民幣）  | FY15A          | FY16A          | FY17E          | FY18E          | FY19E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 稅前收益              | 3,986          | 6,295          | 8,927          | 9,995          | 11,932         |
| 折舊和攤銷             | 1,660          | 2,183          | 3,694          | 4,563          | 5,692          |
| 營運資金變動            | 3,234          | 926            | 2,053          | 1,658          | (445)          |
| 合營企業和聯營公司的損益      | (4,720)        | (5,774)        | (7,927)        | (8,318)        | (9,985)        |
| 稅務開支              | (91)           | (707)          | (1,070)        | (1,198)        | (1,430)        |
| 其他                | (177)          | 1,986          | 1,070          | 1,198          | 1,430          |
| <b>經營活動所得現金淨額</b> | <b>3,891</b>   | <b>4,910</b>   | <b>6,747</b>   | <b>7,898</b>   | <b>7,194</b>   |
| 收購                | (16,894)       | (28,117)       | -              | -              | -              |
| 購置固定資產            | (4,322)        | (5,212)        | (3,550)        | (4,492)        | (4,973)        |
| 合營企業和聯營公司的損益      | 4,154          | 4,726          | 7,927          | 8,318          | 9,985          |
| 在聯營公司的投資          | (193)          | (48)           | (1,246)        | (1,246)        | (1,246)        |
| 在合資公司的投資          | (1,707)        | (724)          | (6,680)        | (7,071)        | (8,739)        |
| 資產處置              | 16,042         | 26,539         | -              | -              | -              |
| 其他                | 3,662          | (3,278)        | -              | -              | -              |
| <b>投資活動所得現金淨額</b> | <b>742</b>     | <b>(6,114)</b> | <b>(3,550)</b> | <b>(4,492)</b> | <b>(4,973)</b> |
| 募集資金              | -              | 121            | -              | -              | -              |
| 股份發行              | 254            | 154            | -              | -              | -              |
| 淨銀行借貸             | (2,469)        | (793)          | 1,482          | 1,631          | 1,794          |
| 股息                | (1,068)        | (1,348)        | (2,745)        | (3,073)        | (3,669)        |
| 其他                | (89)           | 4,060          | -              | -              | -              |
| <b>融資活動所得現金淨額</b> | <b>(3,372)</b> | <b>2,194</b>   | <b>(1,263)</b> | <b>(1,443)</b> | <b>(1,875)</b> |
| <b>現金增加淨額</b>     | <b>1,260</b>   | <b>990</b>     | <b>1,934</b>   | <b>1,963</b>   | <b>346</b>     |
| 年初現金及現金等價物        | 10,274         | 11,548         | 12,580         | 14,514         | 16,477         |
| 外匯匯率變動的影響         | 14             | 41             | -              | -              | -              |
| <b>年末現金及現金等價物</b> | <b>11,548</b>  | <b>12,580</b>  | <b>14,514</b>  | <b>16,477</b>  | <b>16,822</b>  |
| <b>資產負債表的現金</b>   | <b>11,548</b>  | <b>12,580</b>  | <b>14,514</b>  | <b>16,477</b>  | <b>16,822</b>  |

來源：公司及招銀國際研究部預測

## 主要比率

| 年結：12月31日        | FY15A      | FY16A      | FY17E      | FY18E      | FY19E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>銷量組合（%）</b>   |            |            |            |            |            |
| 廣汽本田             | 45.0       | 39.0       | 35.5       | 32.8       | 32.6       |
| 廣汽豐田             | 31.3       | 25.8       | 22.2       | 20.4       | 20.3       |
| 廣汽菲亞特            | 3.1        | 8.9        | 11.2       | 10.7       | 10.3       |
| 廣汽三菱             | 4.3        | 3.4        | 5.7        | 5.1        | 4.9        |
| 廣汽品牌             | 14.9       | 22.6       | 25.2       | 30.9       | 31.9       |
| 其他               | 1.4        | 0.3        | 0.2        | 0.2        | 0.1        |
| <b>廣汽集團</b>      | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |
| <b>增長（%）</b>     |            |            |            |            |            |
| 收入               | 31.4       | 68.0       | 43.4       | 34.5       | 13.8       |
| 毛利               | 34.9       | 116.5      | 48.1       | 32.3       | 13.8       |
| 經營利潤             | NA         | NA         | 56.1       | 31.9       | 15.6       |
| 淨利潤              | 31.9       | 49.3       | 41.8       | 12.0       | 19.4       |
| <b>盈利能力比率（%）</b> |            |            |            |            |            |
| 毛利率              | 11.7       | 15.1       | 15.6       | 15.3       | 15.3       |
| 稅前利率             | 14.9       | 14.3       | 14.1       | 11.7       | 12.3       |
| 淨利潤率             | 13.5       | 12.7       | 12.6       | 10.5       | 11.0       |
| 核心淨利潤率           | 13.5       | 12.7       | 12.6       | 10.5       | 11.0       |
| 有效稅率             | 9.1        | 10.7       | 10.7       | 10.7       | 10.7       |
| <b>資產負債比率</b>    |            |            |            |            |            |
| 流動比率（x）          | 1.5        | 1.4        | 1.3        | 1.2        | 1.2        |
| 平均應收賬款周轉天數       | 12.0       | 9.2        | 9.4        | 9.5        | 9.5        |
| 平均應付帳款周轉天數       | 173.7      | 144.4      | 138.9      | 137.2      | 142.8      |
| 平均存貨周轉天數         | 10.6       | 10.4       | 9.4        | 7.0        | 6.2        |
| 淨負債 / 總權益比率（%）   | 1.0        | 5          | 3.5        | 2.5        | 4.4        |
| <b>回報率（%）</b>    |            |            |            |            |            |
| 資本回報率            | 11.4       | 15.2       | 19.0       | 18.7       | 19.5       |
| 資產回報率            | 6.5        | 8.4        | 9.9        | 9.5        | 9.9        |
| <b>每股數據</b>      |            |            |            |            |            |
| 每股盈利（人民幣）        | 0.654      | 0.976      | 1.385      | 1.550      | 1.851      |
| 每股股息（人民幣）        | 0.200      | 0.301      | 0.426      | 0.477      | 0.570      |
| 每股賬面值（人民幣）       | 6.006      | 6.811      | 7.769      | 8.842      | 10.123     |

來源：公司及招銀國際研究部預測

## 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并無直接或間接關係。

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。

### 招銀證券投資評級

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 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 | : 招銀國際并未給予投資評級                 |

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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。

如需索取更多有關證券的資訊，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)2000 年英國不時修訂之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。接收本報告之行爲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士。