

广汽集团 (2238 HK, HK\$10.42 目标价: HK\$12.72, 买入) — 传祺将为业绩增长主要推动因素

- ❖ **拥有多个业务线的综合型制造商。** 广汽集团是一家国有控股汽车制造商，旗下有广汽本田，广汽丰田，广汽菲亚特，自主品牌传祺等系列产品——多样化的产品组合使广汽集团能够同时两条腿发展 - 通过与日本和意大利品牌合作，保持在中高端市场的竞争优势，同时立足于中国市场，通过自主品牌抓住 SUV 和中端汽车不断增长的需求的机遇。
- ❖ **传祺品牌是未来业绩增长的主要动力。** 由于传祺品牌的卓越销售业绩，特别是旗舰车型 GS4，广汽乘用车在 2016 年的销售额增长了 90.7%。传祺品牌计划在 2017 年会推出 9 款新车型，届时旗下车型将增加至 17 款。我们预计雄心勃勃的战略将使广汽乘用车的总销量分别在 2017 年达到接近 50 万台，和在 2018 年达到 51.7 万台，同比增长 34.1% 和 3.6%。我们的信心建立在广汽集团在开发符合中国客户口味和偏好的产品方面的能力和洞察力，以及其在研发方面付出的不断努力，这也可以由 GS4 的受欢迎程度来佐证。我们相信它的 2017 年新车型，如 GS3 和 GS7 (已在 2017 年 1 月的底特律汽车展亮相，并在 2017 年年中上市)，将获得许多市场关注。
- ❖ **广汽菲克随着新 SUV 的推出而实现转变。** 广汽菲克从 2012 年到 2016 年上半年都录得亏损，原因是工厂初始成本高并且产能利用率持续低迷。但随着 2015 和 2016 年以来推出的 SUV 车型自由光和自由侠提高了产能利用率和平均售价，我们预计广汽菲克在 2016 年下半年将能够首次实现正回报。我们认为，广汽菲克的增长势头将延续到 2017 年和 2018 年，并将实现 33.8% 和 12.5% 的年增长率。因为广汽菲克又在 2016 年 12 月推出了另一个紧凑型 SUV 车型指南者。因此，我们估计广汽菲克在 2016、17、18 年对广汽集团的利润贡献将会达到 0.2 亿、3.92 亿和 5.1 亿人民币。
- ❖ **两个日本合资品牌的业绩将保持稳定。** 我们预测，广汽本田在 2017 年和 2018 年能实现约 66 万和 71.6 万台的年销售量，同比增长率分别为 3.3% 和 8.5%，广汽丰田在 2017 年和 2018 年能实现 43 万和 45.8 万的年销售量，同比增长率分别为 1.9% 和 6.5%。我们推测两个合资品牌的销量增速低于上述其他品牌主要原因是产能限制和在 2017 年新车型推出较其他品牌少。因此，我们认为两个合资品牌对广汽集团的利润贡献在 2017 年将较 2016 年持平或有少许变化。
- ❖ **首次覆盖，给予买入评级。** 我们估计广汽集团 2017 年每股收益为人民币 1.41 元，并应用 8.0 倍市盈率计算出其估值为港币 12.72。我们首次覆盖广汽集团，给予买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (人民币百万)	22,383	29,418	55,979	78,427	84,140
净利润 (人民币百万)	2,935	3,986	7,417	8,785	9,294
每股收益 (人民币)	49.6	65.4	116.0	141.5	149.7
每股收益变动 (%)	20.4	31.9	77.3	21.9	5.8
市盈率(x)	18.7	14.2	8.0	6.6	6.2
市帐率(x)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	1.7	1.3	2.3	2.8	3.0
权益收益率 (%)	9.3	11.4	17.9	18.8	17.2
净财务杠杆率 (%)	11.1	1.0	净现金	净现金	净现金

来源:公司,招银国际预测

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

广汽集团 (2238 HK)

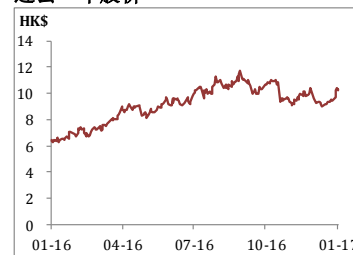
评级	买入
收市价	HK\$10.42
目标价	HK\$12.72
市值 (港币百万)	140,910
过去 3 月平均交易 (港币百万)	167.02
52 周高/低 (港币)	12.12/6.26
发行股数 (百万)	6,435.0
主要股东	广州汽车工业集团(9.38%)
来源:	彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	13.0%	9.5%
3 月	-3.5%	-0.6%
6 月	0.0%	-4.0%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	22,383	29,418	55,979	78,427	84,140
销售成本	(19,831)	(25,975)	(46,627)	(65,325)	(70,294)
毛利	2,552	3,444	9,352	13,102	13,846
销售费用	(1,841)	(1,867)	(3,384)	(5,055)	(5,254)
行政费用	(1,882)	(2,037)	(3,317)	(4,725)	(5,069)
其他收益	363	435	(53)	(53)	(53)
息税前收益	(809)	(25)	2,598	3,269	3,469
合营企业收入	3,213	3,677	4,931	5,522	5,801
联营企业收入	968	1,043	987	987	987
融资成本	(745)	(849)	(890)	(1,054)	(1,109)
利息收入	439	540	536	943	1,079
税前利润	3,066	4,386	8,162	9,667	10,227
所得税	(131)	(400)	(745)	(882)	(933)
非控制股东权益	259	226	50	318	336
净利润	3,194	4,212	7,467	9,103	9,630

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	35,481	39,226	46,193	52,067	57,617
固定资产	8,544	10,581	14,139	19,799	25,135
无形资产	4,046	4,827	5,041	5,255	5,469
土地使用权	1,501	1,820	1,820	1,820	1,820
合资公司和联营公司投资	18,693	18,478	21,673	21,673	21,673
递延所得税资产	2,698	3,520	3,520	3,520	3,520
流动资产	26,981	27,994	40,252	50,964	55,776
现金及现金等价物	10,274	11,548	21,705	26,669	29,577
存货	2,661	1,927	3,220	4,673	5,028
应收账款和票据	5,516	8,727	9,535	13,830	15,379
限制存款	674	837	837	837	837
定期存款	7,422	4,087	4,087	4,087	4,087
其他流动资产	434	868	868	868	868
流动负债	20,232	18,656	28,773	37,172	38,829
短期借款	9,541	4,279	5,990	6,589	7,248
应付账款	10,651	14,077	22,483	30,283	31,281
应交税金	41	300	300	300	300
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	5,981	9,072	12,132	13,203	14,381
长期借款	4,769	7,649	10,708	11,779	12,957
政府补助	990	1,077	1,077	1,077	1,077
其他长期负债	222	347	347	347	347
少数股东权益	796	845	795	477	141
净资产总值	35,453	38,647	44,745	52,178	60,043
股东权益	35,453	38,647	44,745	52,178	60,043

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	2,935	3,986	7,417	8,785	9,294
折旧和摊销	1,224	1,660	2,131	2,656	3,934
营运资金变动	915	3,234	6,305	2,052	(907)
合营企业和联营公司的损益	(4,181)	(4,720)	(5,918)	(6,509)	(6,788)
税务开支	(85)	(91)	(745)	(882)	(933)
其他	(460)	(177)	745	882	933
经营活动所得现金净额	348	3,891	9,936	6,984	5,533
收购	(20,518)	(16,894)	-	-	-
购置固定资产	(3,513)	(4,322)	(5,903)	(8,529)	(9,485)
合营企业和联营公司的损益	4,247	4,154	5,918	6,509	6,788
在联营公司的投资	(7)	(193)	-	-	-
在合资公司的投资	(223)	(1,707)	(3,195)	-	-
资产处置	19,836	16,042	-	-	-
其他	(3,077)	3,662	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,254)	742	(3,181)	(2,020)	(2,697)
募集资金	-	-	-	-	-
股份发行	249	254	-	-	-
净银行借贷	28	(2,469)	4,771	1,670	1,837
股息	(1,172)	(1,068)	(1,369)	(1,669)	(1,766)
其他	(14)	(89)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(909)	(3,372)	3,402	1	71
现金增加净额	(3,815)	1,260	10,157	4,964	2,908
年初现金及现金等价物	14,091	10,274	11,548	21,705	26,669
外汇汇率变动的影响	(2)	14	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,274	11,548	21,705	26,669	29,577
资产负债表的现金	10,274	11,548	21,705	26,669	29,577

来源: 公司、招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
广汽本田	41	45	39	35	35
广汽丰田	32	31	26	23	23
广汽菲亚特	6	3	9	10	11
广汽三菱	5	4	3	6	6
广汽品牌	12	15	23	26	25
其他	3	1	0	0	0
广汽集团	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	18.9	31.4	90.3	40.1	7.3
毛利	28.0	34.9	171.6	40.1	5.7
经营利润	NA	NA	NA	25.8	6.1
净利润	20.4	31.9	77.3	21.9	5.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	11.4	11.7	16.7	16.7	16.5
税前利率	13.7	14.9	14.6	12.3	12.2
净利润率	13.1	13.5	13.2	11.2	11.0
核心净利润率	13.1	13.5	13.2	11.2	11.0
有效税率	4.3	9.1	9.1	9.1	9.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
平均应收账款周转天数	21.7	12.0	10.5	10.9	10.9
平均应付账款周转天数	245.9	173.7	143.1	147.4	159.8
平均存货周转天数	6.3	10.6	6.6	4.7	4.3
净负债/ 总权益比率 (%)	11.1	1.0	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	12.4	11.4	17.9	18.8	17.2
资产回报率	6.7	6.5	9.7	9.6	8.9
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.496	0.654	1.160	1.415	1.497
每股股息 (港元)	0.160	0.120	0.213	0.259	0.274
每股账面值 (人民币)	5.509	6.006	6.953	8.108	9.331

来源: 公司、招银国际预测

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风险。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。