

广汽集团 (2238 HK)

因变速箱供应问题，传祺生产结构出现调整

- ❖ **GS8 变速箱供应不足。**广汽集团不久前宣布，由于GS8和GS7的爱信6AT变速箱供应不足，在2017年5月至9月期间，GS8的月度产量将降低到7,000辆。而在2017年前四个月GS8的平均月度销量为9,120辆。因此，我们将我们对GS8在2017年的销量预测从10.7万辆下调至9.9万辆。公司表示GS8产量减少后多出来的生产能力将会用于GS4生产线。因此我们预计，2017年GS4的量将增加1.9万辆。不过总的来说我们对传祺品牌2017年的销量预测并没有大的变化，仍然维持在49.2万辆。
- ❖ **此次事件将不会影响传祺品牌在2017年的利润率。**我们认为，传祺品牌的利润水平在2017年将不会受到太大影响，尽管传祺品牌最高档的GS8车型的销售额可能下降。我们总结原因是如果考虑到生产车型的盈亏平衡点，GS4目前仍是传祺品牌利润率最高的车型之一，因为它只要达到每年7万辆的产量就可以实现盈亏平衡。而由GS8的销售份额降低所产生的负面影响将会被GS4产量增加所抵消。
- ❖ **产能不足问题将在2018年得到极大的缓解。**传祺品牌的杭州和新疆生产线将于2017年第4季度开始投产，总共将会为传祺品牌增加25万辆的产能。因此，GS8、GS4和轿车产品的产能限制将会得到极大的缓解。管理层评论说，随着产能的不断增加，一些因为产能受限而销量一直得不到提高的车型在2018年会取得比较好的成绩。因此我们将传祺品牌在2018年的销量预测提高到了70万辆。
- ❖ **维持买入评级。**为了反映传祺品牌在2018年因产能问题解决而带来的更好的销售前景，我们相应地修改广汽集团的盈利预测。我们将广汽集团在2017和2018年的净利润预测分别提高了0.1%和3.3%，达到人民币86.16亿和99.82亿。我们的最新目标价为15.68港元，代表着23.2%的上涨空间。与上一次报告相比我们的目标价有所下降，主要是由于我们下调了所使用的市盈率倍数 - 改为使用过去5年的平均动态市盈率，以更好地反映其前景。我们维持广汽集团的买入评级。

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	70,849	95,261	108,372
调整后净利润(百万人民币)	4,212	6,288	8,916	9,982	11,917
调整后EPS(人民币分)	65.4	97.6	138.5	155.0	185.1
EPS变动(%)	31.9	49.2	41.8	12.0	19.4
市盈率(x)	17.7	11.9	8.2	7.3	6.1
市帐率(x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
股息率(%)	1.5	2.3	3.4	3.8	4.5
权益收益率(%)	11.4	15.2	19.0	18.7	19.5
净财务杠杆率(%)	1.0	5.0	3.5	2.5	4.4

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$15.68
(此前目标价)	HK\$16.86)
潜在升幅	+23.2%
当前股价	HK\$12.72
当前股价(A)	Rmb26.2

梁甫茵

电话：(852) 3900 0826

邮件：fionaliang@cmbi.com.hk

汽车及零部件

市值(百万港元)	155,543
3月平均流通量(百万港元)	281.44
52周内股价高/低(港元)	14.1/8.1
总股本(百万)	6,453.4

资料来源：彭博

股东结构

广州汽车工业集团	9.38%
自由流通	90.62%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.2%	-7.4%
3-月	-1.9%	-10.4%
6-月	24.8%	10.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.gagc.com.cn

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	29,418	49,418	70,849	95,261	108,372
销售成本	(25,975)	(41,961)	(59,805)	(80,649)	(91,750)
毛利	3,444	7,456	11,044	14,611	16,622
销售费用	(1,867)	(3,396)	(4,940)	(6,452)	(7,340)
行政费用	(2,037)	(2,739)	(3,856)	(5,089)	(5,681)
其他收益	435	331	331	331	331
息税前收益	(25)	1,652	2,579	3,402	3,933
合营企业收入	3,677	4,725	6,680	7,071	8,739
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	618	652
税前利润	4,386	7,050	9,997	11,192	13,361
所得税	(400)	(754)	(1,070)	(1,198)	(1,430)
非控制股东权益	226	(8)	(11)	(12)	(15)
净利润	4,212	6,288	8,916	9,982	11,917

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	39,226	47,201	54,984	63,231	72,497
固定资产	10,581	11,856	11,763	11,743	11,074
无形资产	4,827	5,319	5,269	5,218	5,168
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	30,585	38,903	48,887
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	42,100	50,227	54,377
现金及现金等价物	11,548	12,580	14,514	16,477	16,822
存货	1,927	2,494	3,663	4,939	5,619
应收账款和票据	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
其他流动资产	868	2,763	2,763	2,763	2,763
流动负债	18,656	24,273	31,995	40,309	44,211
短期借款	4,279	4,478	4,926	5,418	5,960
应付账款	14,077	19,128	26,402	34,223	37,583
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	1,048	1,061	1,075
净资产总值	38,647	43,856	50,027	56,936	65,184
股东权益	38,647	43,856	50,027	56,936	65,184

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	3,986	6,295	8,927	9,995	11,932
折旧和摊销	1,660	2,183	3,694	4,563	5,692
营运资金变动	3,234	926	2,053	1,658	(445)
合营企业和联营公司的损益	(4,720)	(5,774)	(7,927)	(8,318)	(9,985)
税务开支	(91)	(707)	(1,070)	(1,198)	(1,430)
其他	(177)	1,986	1,070	1,198	1,430
经营活动所得现金净额	3,891	4,910	6,747	7,898	7,194
收购	(16,894)	(28,117)	-	-	-
购置固定资产	(4,322)	(5,212)	(3,550)	(4,492)	(4,973)
合营企业和联营公司的损益	4,154	4,726	7,927	8,318	9,985
在联营公司的投资	(193)	(48)	(1,246)	(1,246)	(1,246)
在合资公司的投资	(1,707)	(724)	(6,680)	(7,071)	(8,739)
资产处置	16,042	26,539	-	-	-
其他	3,662	(3,278)	-	-	-
投资活动所得现金净额	742	(6,114)	(3,550)	(4,492)	(4,973)
募集资金	-	121	-	-	-
股份发行	254	154	-	-	-
净银行借贷	(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	-	-	-
融资活动所得现金净额	(3,372)	2,194	(1,263)	(1,443)	(1,875)
现金增加净额	1,260	990	1,934	1,963	346
年初现金及现金等价物	10,274	11,548	12,580	14,514	16,477
外汇汇率变动的影响	14	41	-	-	-
年末现金及现金等价物	11,548	12,580	14,514	16,477	16,822
资产负债表中的现金	11,548	12,580	14,514	16,477	16,822

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
广汽本田	45	39	35	33	33
广汽丰田	31	26	22	20	20
广汽菲亚特	3	9	11	11	10
广汽三菱	4	3	6	5	5
广汽品牌	15	23	25	31	32
其他	1	0	0	0	0
广汽集团	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	31.4	68.0	43.4	34.5	13.8
毛利	34.9	116.5	48.1	32.3	13.8
经营利润	NA	NA	56.1	31.9	15.6
净利润	31.9	49.3	41.8	12.0	19.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	11.7	15.1	15.6	15.3	15.3
税前利率	14.9	14.3	14.1	11.7	12.3
净利率	13.5	12.7	12.6	10.5	11.0
核心净利率	13.5	12.7	12.6	10.5	11.0
有效税率	9.1	10.7	10.7	10.7	10.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	12.0	9.2	9.4	9.5	9.5
平均应付账款周转天数	173.7	144.4	138.9	137.2	142.8
平均存货周转天数	10.6	10.4	9.4	7.0	6.2
净负债 / 总权益比率 (%)	1.0	5.0	3.5	2.5	4.4
回报率 (%)					
资本回报率	11.4	15.2	19.0	18.7	19.5
资产回报率	6.5	8.4	9.9	9.5	9.9
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.654	0.976	1.385	1.550	1.851
每股股息 (人民币)	0.200	0.301	0.426	0.477	0.570
每股账面值 (人民币)	6.006	6.811	7.769	8.842	10.123

来源: 公司及招银国际研究部预测

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之分析员，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士。