

廣汽集團 (2238 HK, HK\$12.44, 目標價: HK\$13.35, 持有) — 業績增長喜人，等待新的催化劑出現

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

- ❖ **2016 年 4 季度淨利潤按預期下降。**廣汽集團公佈其 2016 年全年純利為人民幣 62.88 億元，同比增長 49.3%，與盈利預喜預測的數字吻合不過與我們預測相比低 15%。這主要是因為其在 2016 年第四季度淨利潤有了較大幅度的滑坡，淨利潤同比下降 25.6% 至 6.80 億元。這主要是由於自主品牌有一筆 6.16 億元的資產減值，並且行銷費用和年底回扣費用增加帶來銷售費用增長較快引起的。來自合營企業的利潤同比增長 28.5%，公司合營企業的淨利潤率上升 25 個基點至 5.0%，原因在於廣汽本田及廣汽菲克的利潤率均有所提高。然而，廣汽豐田在 2016 年面臨了利潤率壓力，我們將其歸因於缺乏新車型的推出。
- ❖ **傳祺品牌應能實現其年度目標。**在 2017 年前兩個月，廣汽乘用車（或傳祺品牌）實現了 7.9 萬的銷量，目標完成量略微滯後（2017 年目標銷量為 50 萬輛）。不過，據我們所知，目前 GS8 的銷售表現良好，我們預計其在 2017 年一季度能達到 23,500 台的銷量。同時 GS7 SUV 也將於 2017 年 6 月推出，目前透露出的消息是官方指導價可能在 14-22 萬的區間，並與哈弗 H7 展開競爭。我們相信這兩款新車可以為廣汽乘用車帶來不少增量銷售。另外，這兩款 SUV 車型將提升傳祺品牌的平均售價。我們對廣汽乘用車 2017 年銷售量的最新預測為 497 萬台，基本與其目標銷量吻合。
- ❖ **受益於自由俠和指南者，廣汽菲克在 2017 年再攀高峰。**廣汽菲克自 2016 年成立以來首次錄得淨利潤，這是由於公司在 2015 年底和 2016 年分別推出了兩款新車型，因此銷售量同比增長 271%。展望 2017 年，我們預計由於自由俠和指南者的銷售貢獻將繼續提高，廣汽菲克的銷售量將同比增長 37%。我們預測，自由俠和指南者在 2017 年向廣汽菲克貢獻約 4.2 萬和 5.8 萬的銷售量。隨著銷售量的增加，廣汽-菲克的淨利潤率將在 2017 年和 2018 年繼續改善。
- ❖ **目標價為 13.35 港元，下調至持有評級。**我們將 2017、2018 年的每股盈利預測從人民幣 1.42、1.51 下調至人民幣 1.08、1.15 元，並估計 2019 年每股盈利為人民幣 1.35 元。較低的預測反映出銷售管理費用的上升以及傳祺品牌可能面臨的毛利率壓力。我們的新目標價是基於 11x 2017 年動態市盈率集團出來的。我們將廣汽集團的新目標價設定為 13.35 港元（先前預測為 12.72 港元），較現價有 5.9% 的上漲空間。考慮到所有好消息已經充分被市場消化，而價值重估需要新的催化劑出現，我們將廣汽集團降級為**持有**。

廣汽集團(2238 HK)

評級	持有
收市價	HK\$12.44
目標價	HK\$13.35
市值 (港幣百萬)	150,566
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	277.10
52 周高/低 (港幣)	14.1/7.9
發行股數 (百萬)	6,435.4
主要股東	廣州汽車工業集團(9.38%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.1%	-5.3%
3 月	34.5%	21.8%
6 月	22.5%	19.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (人民幣百萬)	29,418	49,418	71,213	75,842	77,075
淨利潤 (人民幣百萬)	4,212	6,288	6,955	7,382	8,702
每股收益 (人民幣)	65.4	97.6	108.0	114.6	135.1
每股收益變動 (%)	31.9	49.2	10.6	6.1	17.9
市盈率(x)	16.9	11.3	10.3	9.7	8.2
市帳率(x)	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	1.6	2.4	2.7	2.8	3.3
權益收益率 (%)	11.4	15.2	15.0	14.4	15.3
淨財務槓桿率 (%)	1.0	5.2	1.5	2.8	1.5

來源: 公司, 招銀國際預測

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	29,418	49,418	71,213	75,842	77,075
銷售成本	(25,975)	(41,961)	(60,824)	(64,968)	(65,831)
毛利	3,444	7,456	10,389	10,875	11,244
銷售費用	(1,867)	(3,396)	(4,966)	(5,137)	(5,220)
行政費用	(2,037)	(2,739)	(3,876)	(4,052)	(4,040)
其他收益	435	331	221	221	221
息稅前收益	(25)	1,652	1,769	1,908	2,205
合營企業收入	3,677	4,725	5,292	5,606	6,865
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	662	649
稅前利潤	4,386	7,050	7,797	8,276	9,757
所得稅	(400)	(754)	(834)	(886)	(1,044)
非控制股東權益	226	(8)	(9)	(9)	(11)
淨利潤	4,212	6,288	6,955	7,382	8,702

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	39,226	47,201	52,599	57,662	61,740
固定資產	10,581	11,856	17,040	21,889	25,753
無形資產	4,827	5,319	5,533	5,747	5,961
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	22,658	22,658	22,658
遞延所得稅資產	3,520	5,059	5,059	5,059	5,059
流動資產	27,994	34,945	43,260	45,656	48,888
現金及現金等價物	11,548	12,580	15,548	16,395	18,822
存貨	1,927	2,494	3,725	3,979	4,032
應收賬款和票據	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
其他流動資產	868	2,763	2,763	2,763	2,763
流動負債	18,656	24,273	32,130	33,333	33,357
短期借款	4,279	4,478	4,926	5,418	5,960
應付賬款	14,077	19,128	26,537	27,247	26,729
應交稅金	300	667	667	667	667
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	9,072	12,979	14,014	15,152	16,404
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

少數股東權益	845	1,037	1,046	1,055	1,066
淨資產總值	38,647	43,856	48,670	53,779	59,801
股東權益	38,647	43,856	48,670	53,779	59,801

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
稅前收益	3,986	6,295	6,963	7,391	8,713
折舊和攤銷	1,660	2,183	2,438	3,586	5,107
營運資金變動	3,234	4,840	2,062	(839)	(1,323)
合營企業和聯營公司的損益	(4,720)	(5,774)	(6,538)	(6,852)	(8,111)
稅務開支	(91)	(754)	(834)	(886)	(1,044)
其他	(177)	(5,045)	834	886	1,044
經營活動所得現金淨額	3,891	1,745	4,926	3,286	4,385
收購	(16,894)	-	-	-	-
購置固定資產	(4,322)	(3,950)	(7,837)	(8,648)	(9,185)
合營企業和聯營公司的損益	4,154	5,774	6,538	6,852	8,111
在聯營公司的投資	(193)	-	-	-	-
在合資公司的投資	(1,707)	(4,180)	-	-	-
資產處置	16,042	-	-	-	-
其他	3,662	(489)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	742	(2,845)	(1,299)	(1,796)	(1,074)
募集資金	-	858	-	-	-
股份發行	254	185	-	-	-
淨銀行借貸	(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	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(3,372)	2,131	(659)	(642)	(885)
現金增加淨額	1,260	1,031	2,968	847	2,426
年初現金及現金等價物	10,274	11,548	12,580	15,548	16,395
外匯匯率變動的影響	14	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	11,548	12,580	15,548	16,395	18,822
資產負債表的現金	11,548	12,580	15,548	16,395	18,822

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
銷量組合 (%)					
廣汽本田	45.0	39.0	35.0	35.8	37.0
廣汽豐田	31.3	25.8	22.8	22.9	23.7
廣汽菲亞特	3.1	8.9	10.6	10.5	9.9
廣汽三菱	4.3	3.4	5.0	5.0	5.4
廣汽品牌	14.9	22.6	26.3	25.6	23.9
其他	1.4	0.3	0.2	0.2	0.2
廣汽集團	100	100	100	100	100

增長 (%)

收入	31.4	68.0	44.1	6.5	1.6
毛利	34.9	116.5	39.3	4.7	3.4
經營利潤	NA	NA	7.1	7.8	15.6
淨利潤	31.9	49.3	10.6	6.1	17.9

盈利能力比率 (%)

毛利率	11.7	15.1	14.6	14.3	14.6
稅前利率	14.9	14.3	10.9	10.9	12.7
淨利潤率	13.5	12.7	9.8	9.7	11.3
核心淨利潤率	13.5	12.7	9.8	9.7	11.3
有效稅率	9.1	10.7	10.7	10.7	10.7

資產負債比率

流動比率 (x)	1.5	1.4	1.3	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	12.0	9.2	9.5	9.6	9.5
平均應付帳款周轉天數	173.7	144.4	137.0	151.1	149.6
平均存貨周轉天數	10.6	10.4	9.3	8.7	8.6
淨負債 / 總權益比率 (%)	1.0	5	1.5	2.8	1.5

回報率 (%)

資本回報率	11.4	15.2	15.0	14.4	15.3
資產回報率	6.5	8.4	7.8	7.4	8.1

每股數據

每股盈利 (人民幣)	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
每股賬面值 (人民幣)	6.006	6.811	7.558	8.352	9.287

來源：公司、招銀國際預測

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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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。報告所載資料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。而過去的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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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。接收本報告之行為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。