

广汽集团 (2238 HK)

销量与利润率进步明显

❖ **2017 年 1 季度利润率创历史新高。**广汽集团在 2017 年第一季度的营业收入为人民币 168.85 亿元，同比增长 66%，与广汽乘用车的销量增长 67% 基本相符。在 2017 年第 1 季度毛利率和营业利润率分别达到 23.8% 和 11.3%，分别同比上升 3.3% 和 3.0%，这归功于更好的产品结构和更高的产能利用率。对联营企业和合营企业的投资收益达到 22.95 亿元，同比增长 76%。我们总结大幅增长的原因是：1) 销量增加（本田同比增长 18%，丰田 13%，菲亚特 76%，三菱 429%）；2) 广汽菲克和广汽三菱的产能利用率因销量增长而改善；3) 销售组合变化，其中 SUV 份额增加而中档和经济型轿车的份额下降。净利润为 38.33 亿元，同比增长 99%。

❖ **新车型是传祺品牌的主要增长动力。**GS8 自 2016 年第 4 季度成功推出以来，引起了广泛的市场关注，其月度销量在 2017 年 3 月份突破了 1 万台。除了 GS4 和 GS8 两款旗舰车型外，传祺品牌还会在 2017 年下半年推出 GS3 紧凑型 SUV、GS7 中档 SUV 及 GM8 MPV。我们认为新车型的推出不仅会增加传祺品牌的销量，还可以提高平均售价，因为我们了解到 GS7 的官方指导价很可能为人民币 15.6-23 万，GS8 为人民币 16.4-26 万，对比目前较为成熟的车型 GS4 的售价人民币 10-16.2 万有了很大幅度的提升。另一方面，我们预计到 2017 年底，杭州和新疆的新工厂就可以陆续开工，大幅度缓解现在的产能压力，这将使广汽乘用车的年生产能力达到 60 万台以上。

❖ **合资品牌的销售依然旺盛。**我们注意到，广汽集团的合资品牌在 2017 年第 1 季度受到行业放缓的影响较小。我们总结原因为：SUV 的销售份额在陆续攀升，合资品牌的在售车型价格竞争力提高，以及 2016 年推出的新车型日益受到关注。本田的雅阁和丰田的汉兰达都是各自品牌下的高端车型，两款车都正在接近模型周期尾声，我们从一些渠道了解到这两款车目前折扣幅度较大，这可能解释了第一季度这两款车不错的销售成绩。本田的新缤智 SUV 也在 2017 年初推出市场，在升级配置同时保持了原来的官方指导价，性价比提高不少。三菱的欧兰德和菲亚特的指南针、自由侠在 2016 年首次亮相之后仍在销量爬坡的过程，从第一季度来看成绩不错。综上，由于合资品牌的销售依然旺盛，我们不同程度地上调了 4 家合资品牌的销售预测。

❖ **升级到买入。**我们调整了广汽集团盈利预测，以反映更好的销量预期和利润率水平，将 2017 和 2018 年的净利润分别提高 28.0% 和 30.9% 至人民币 89.03 亿元人民币和 96.63 亿元。我们最新的目标价为 16.86 港元，相当于 10 倍的 2018 年市盈率。我们调整广汽集团到买入评级。

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	72,119	92,210	102,635
调整后净利润(百万人民币)	4,212	6,288	8,903	9,663	11,467
调整后 EPS (人民币分)	65.4	97.6	138.3	150.1	178.1
EPS 变动 (%)	31.9	49.2	41.6	8.5	18.7
市盈率(x)	17.7	11.9	8.4	7.7	6.5
市帐率(x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	1.5	2.3	3.3	3.5	4.2
权益收益率 (%)	11.4	15.2	19.0	18.1	18.9
净财务杠杆率(%)	1.0	5.0	3.1	2.9	4.9

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (上调)

目标价	HK\$16.86
(此前目标价)	HK\$13.35
潜在升幅	+29.5%
当前股价	HK\$13.02
当前股价(A)	Rmb25.72

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)	152,251
3 月平均流通量(百万港元)	306.76
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%

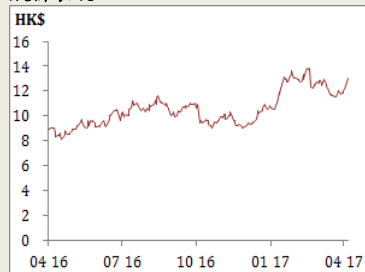
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.7%	-4.7%
3-月	13.9%	8.1%
6-月	29.0%	20.2%

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	72,119	92,210	102,635
销售成本	(25,975)	(41,961)	(60,877)	(78,067)	(86,893)
毛利	3,444	7,456	11,242	14,144	15,743
销售费用	(1,867)	(3,396)	(5,029)	(6,245)	(6,951)
行政费用	(2,037)	(2,739)	(3,925)	(4,926)	(5,380)
其他收益	435	331	331	331	331
息税前收益	(25)	1,652	2,620	3,303	3,742
合营企业收入	3,677	4,725	6,626	6,803	8,433
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	626	643
税前利润	4,386	7,050	9,982	10,834	12,856
所得税	(400)	(754)	(1,068)	(1,159)	(1,376)
非控制股东权益	226	(8)	(11)	(12)	(14)
净利润	4,212	6,288	8,903	9,663	11,467

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	54,972	62,840	71,624
固定资产	10,581	11,856	11,805	11,675	10,829
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	30,530	38,579	48,259
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	42,577	49,291	52,718
现金及现金等价物	11,548	12,580	14,702	16,253	16,542
存货	1,927	2,494	3,728	4,781	5,322
应收账款和票据	8,727	8,371	12,645	16,756	19,353
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	32,468	39,213	42,221
短期借款	4,279	4,478	4,926	5,418	5,960
应付账款	14,077	19,128	26,875	33,127	35,594
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	1,060	1,074
净资产总值	38,647	43,856	50,018	56,706	64,642
股东权益	38,647	43,856	50,018	56,706	64,642

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	8,914	9,674	11,481
折旧和摊销	1,660	2,183	3,697	4,561	5,658
营运资金变动	3,234	926	2,238	1,089	(672)
合营企业和联营公司的损益	(4,720)	(5,774)	(7,872)	(8,049)	(9,679)
税务开支	(91)	(707)	(1,068)	(1,159)	(1,376)
其他	(177)	1,986	1,068	1,159	1,376
经营活动所得现金净额	3,891	4,910	6,977	7,276	6,788
收购	(16,894)	(28,117)	-	-	-
购置固定资产	(4,322)	(5,212)	(3,596)	(4,380)	(4,762)
合营企业和联营公司的损益	4,154	4,726	7,872	8,049	9,679
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)	(6,626)	(6,803)	(8,433)
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)	(3,596)	(4,380)	(4,762)
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)	(2,741)	(2,975)	(3,530)
其他	(89)	4,060	-	-	-
融资活动所得现金净额	(3,372)	2,194	(1,259)	(1,344)	(1,737)
现金增加净额	1,260	990	2,123	1,551	289
年初现金及现金等价物	10,274	11,548	12,580	14,702	16,253
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	14,702	16,253	16,542
资产负债表中的现金	11,548	12,580	14,702	16,253	16,542

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	21	21
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	30	31
其他	1	0	0	0	0
广汽集团	100	100	100	100	100
增长（%）					
收入	31.4	68.0	45.9	27.9	11.3
毛利	34.9	116.5	50.8	25.8	11.3
经营利润	NA	NA	58.6	26.1	13.3
净利润	31.9	49.3	41.6	8.5	18.7
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	13.8	11.7	12.5
净利润率	13.5	12.7	12.4	10.5	11.2
核心净利润率	13.5	12.7	12.4	10.5	11.2
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	1.3	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	137.9	140.3	144.3
平均存货周转天数	10.6	10.4	9.3	7.2	6.5
净负债/总权益比率（%）	1.0	5.0	3.1	2.9	4.9
回报率（%）					
资本回报率	11.4	15.2	19.0	18.1	18.9
资产回报率	6.5	8.4	9.9	9.2	9.7
每股数据					
每股盈利（人民币）	0.654	0.976	1.383	1.501	1.781
每股股息（人民币）	0.200	0.301	0.426	0.462	0.548
每股账面值（人民币）	6.006	6.811	7.768	8.806	10.039

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上责任。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。