

廣汽集團 (2238 HK, HK\$10.42, 目標價: HK\$12.72, 買入) — 傳祺將為業績增長主要推動因素

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

❖ **擁有多個業務線的綜合型製造商。**廣汽集團是一家國有控股汽車製造商，旗下有廣汽本田、廣汽豐田、廣汽菲亞特、自主品牌傳祺等系列产品——多樣化的產品組合使廣汽集團能夠同時兩條腿發展 - 通過與日本和意大利品牌合作，保持在中高端市場的競爭優勢，同時立足於中國市場，通過自主品牌抓住 SUV 和中端汽車不斷增長的需求的機遇。

❖ **傳祺品牌是未來業績增長的主要動力。**由於傳祺品牌的卓越銷售業績，特別是旗艦車型 GS4，廣汽乘用車在 2016 年的銷售額增長了 90.7%。傳祺品牌計畫在 2017 年會推出 9 款新車型，屆時旗下車型將增加至 17 款。我們預計雄心勃勃的戰略將使廣汽乘用車的總銷量在 2017 年達到接近 50 萬台和在 2018 年達到 51.7 萬台，同比增長分別為 34.1% 和 3.6%。我們的信心建立在廣汽集團在開發符合中國客戶口味和偏好的產品方面的能力和洞察力，以及其在研發方面付出的不斷努力，這也可以由 GS4 的受歡迎程度來佐證。我們相信它的 2017 年新車型，如 GS3 和 GS7（已在 2017 年 1 月的底特律汽車展亮相，並在 2017 年年中上市），將獲得許多市場關注。

❖ **廣汽菲克隨著新 SUV 的推出而實現轉變。**廣汽菲克從 2012 年到 2016 年上半年都錄得虧損，原因是工廠初始成本高並且產能利用率持續低迷。但隨著 2015 年和 2016 年以來推出的 SUV 車型自由光和自由俠提高了產能利用率和平均售價，我們預計廣汽菲克在 2016 年下半年將能夠首次實現正回報。我們認為，廣汽菲克的增長勢頭將延續到 2017 年和 2018 年，並將實現 33.8% 和 12.5% 的年增長率。因為廣汽菲克又在 2016 年 12 月推出了另一個緊湊型 SUV 車型指南者。因此，我們估計廣汽菲克在 2016、17、18 年對廣汽集團的利潤貢獻將會達到 0.2 億、3.92 億和 5.1 億人民幣。

❖ **兩個日本合資品牌的業績將保持穩定。**我們預測，廣汽本田在 2017 年和 2018 年能實現約 66 萬和 71.6 萬台的年銷售量，同比增長率分別為 3.3% 和 8.5%，廣汽豐田在 2017 年和 2018 年能實現 43 萬和 45.8 萬的年銷售量，同比增長率分別為 1.9% 和 6.5%。我們推測兩個合資品牌的銷量增速低於上述其他品牌主要原因是產能限制和在 2017 年新車型推出較其他品牌少。因此，我們認為兩個合資品牌對廣汽集團的利潤貢獻在 2017 年將較 2016 年持平或有少許變化。

❖ **首次覆蓋，給予買入評級。**我們估計廣汽集團 2017 年每股收益為人民幣 1.41 元，並應用 8.0 倍市盈率計算出其估值為港幣 12.72。我們首次覆蓋廣汽集團，給予買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	22,383	29,418	55,979	78,427	84,140
淨利潤 (人民幣百萬)	2,935	3,986	7,417	8,785	9,294
每股收益 (人民幣)	49.6	65.4	116.0	141.5	149.7
每股收益變動 (%)	20.4	31.9	77.3	21.9	5.8
市盈率(x)	18.7	14.2	8.0	6.6	6.2
市帳率(x)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	1.7	1.3	2.3	2.8	3.0
權益收益率 (%)	9.3	11.4	17.9	18.8	17.2
淨財務槓桿率 (%)	11.1	1.0	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司, 招銀國際預測

廣汽集團(2238 HK)

評級	買入
收市價	HK\$10.42
目標價	HK\$12.72
市值 (港幣百萬)	140,910
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	167.02
52 周高/低 (港幣)	12.12/6.26
發行股數 (百萬)	6,435.0
主要股東	廣州汽車工業集團(9.38%)

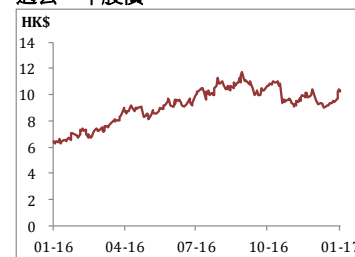
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	13.0%	9.5%
3 月	-3.5%	-0.6%
6 月	0.0%	-4.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	22,383	29,418	55,979	78,427	84,140
銷售成本	(19,831)	(25,975)	(46,627)	(65,325)	(70,294)
毛利	2,552	3,444	9,352	13,102	13,846
銷售費用	(1,841)	(1,867)	(3,384)	(5,055)	(5,254)
行政費用	(1,882)	(2,037)	(3,317)	(4,725)	(5,069)
其他收益	363	435	(53)	(53)	(53)
息稅前收益	(809)	(25)	2,598	3,269	3,469
合營企業收入	3,213	3,677	4,931	5,522	5,801
聯營企業收入	968	1,043	987	987	987
融資成本	(745)	(849)	(890)	(1,054)	(1,109)
利息收入	439	540	536	943	1,079
稅前利潤	3,066	4,386	8,162	9,667	10,227
所得稅	(131)	(400)	(745)	(882)	(933)
非控制股東權益	259	226	50	318	336
淨利潤	3,194	4,212	7,467	9,103	9,630

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）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	35,481	39,226	46,193	52,067	57,617
固定資產	8,544	10,581	14,139	19,799	25,135
無形資產	4,046	4,827	5,041	5,255	5,469
土地使用權	1,501	1,820	1,820	1,820	1,820
合資公司和聯營公司投資	18,693	18,478	21,673	21,673	21,673
遞延所得稅資產	2,698	3,520	3,520	3,520	3,520
流動資產	26,981	27,994	40,252	50,964	55,776
現金及現金等價物	10,274	11,548	21,705	26,669	29,577
存貨	2,661	1,927	3,220	4,673	5,028
應收賬款和票據	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
其他流動資產	434	868	868	868	868
流動負債	20,232	18,656	28,773	37,172	38,829
短期借款	9,541	4,279	5,990	6,589	7,248
應付賬款	10,651	14,077	22,483	30,283	31,281
應交稅金	41	300	300	300	300
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	5,981	9,072	12,132	13,203	14,381
長期借款	4,769	7,649	10,708	11,779	12,957
政府補助	990	1,077	1,077	1,077	1,077
其他長期負債	222	347	347	347	347
少數股東權益	796	845	795	477	141
淨資產總值	35,453	38,647	44,745	52,178	60,043
股東權益	35,453	38,647	44,745	52,178	60,043

來源：公司、招銀國際預測

2017 年 1 月 17 日



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
稅前收益	2,935	3,986	7,417	8,785	9,294
折舊和攤銷	1,224	1,660	2,131	2,656	3,934
營運資金變動	915	3,234	6,305	2,052	(907)
合營企業和聯營公司的損益	(4,181)	(4,720)	(5,918)	(6,509)	(6,788)
稅務開支	(85)	(91)	(745)	(882)	(933)
其他	(460)	(177)	745	882	933
經營活動所得現金淨額	348	3,891	9,936	6,984	5,533
收購	(20,518)	(16,894)	-	-	-
購置固定資產	(3,513)	(4,322)	(5,903)	(8,529)	(9,485)
合營企業和聯營公司的損益	4,247	4,154	5,918	6,509	6,788
在聯營公司的投資	(7)	(193)	-	-	-
在合資公司的投資	(223)	(1,707)	(3,195)	-	-
資產處置	19,836	16,042	-	-	-
其他	(3,077)	3,662	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,254)	742	(3,181)	(2,020)	(2,697)
募集資金	-	-	-	-	-
股份發行	249	254	-	-	-
淨銀行借貸	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)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(909)	(3,372)	3,402	1	71
現金增加淨額	(3,815)	1,260	10,157	4,964	2,908
年初現金及現金等價物	14,091	10,274	11,548	21,705	26,669
外匯匯率變動的影響	(2)	14	-	-	-
年末現金及現金等價物	10,274	11,548	21,705	26,669	29,577
資產負債表的現金	10,274	11,548	21,705	26,669	29,577

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷量組合 (%)					
廣汽本田	41.4	44.9	39.0	34.7	35.2
廣汽豐田	32.2	31.2	25.7	22.6	22.5
廣汽菲亞特	5.9	3.1	8.9	10.3	10.9
廣汽三菱	5.4	4.3	3.4	5.9	5.8
廣汽品牌	11.6	15.1	22.7	26.2	25.4
其他	3.5	1.4	0.3	0.2	0.2
廣汽集團	100	100	100	100	100
增長 (%)					
收入	18.9	31.4	90.3	40.1	7.3
毛利	28.0	34.9	171.6	40.1	5.7
經營利潤	NA	NA	NA	25.8	6.1
淨利潤	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
稅前利率	13.7	14.9	14.6	12.3	12.2
淨利潤率	13.1	13.5	13.2	11.2	11.0
核心淨利潤率	13.1	13.5	13.2	11.2	11.0
有效稅率	4.3	9.1	9.1	9.1	9.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
平均應收賬款周轉天數	21.7	12.0	10.5	10.9	10.9
平均應付賬款周轉天數	245.9	173.7	143.1	147.4	159.8
平均存貨周轉天數	6.3	10.6	6.6	4.7	4.3
淨負債 / 總權益比率 (%)	11.1	1.0	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	12.4	11.4	17.9	18.8	17.2
資產回報率	6.7	6.5	9.7	9.6	8.9
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	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
每股賬面值 (人民幣)	5.509	6.006	6.953	8.108	9.331

來源：公司、招銀國際預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

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。