

廣汽集團 (2238 HK)

銷量與利潤率進步明顯

- ❖ **2017年1季度利潤率創歷史新高。**廣汽集團在2017年第一季度的營業收入為人民幣168.85億元，同比增長66%，與廣汽乘用車的銷量增長67%基本相符。在2017年第1季度毛利率和營業利潤率分別達到23.8%和11.3%，分別同比上升3.3%和3.0%。這歸功於更好的產品結構和更高的產能利用率。對聯營企業和合營企業的投資收益達到22.95億元，同比增長76%。我們總結大幅增長的原因是：1)銷量增加(本田同比增長18%，豐田13%，菲亞特76%，三菱429%)；2)廣汽菲克和廣汽三菱的產能利用率因銷量增長而改善；3)銷售組合變化，其中SUV份額增加而中檔和經濟型轎車的份額下降。淨利潤為38.33億元，同比增長99%。
- ❖ **新車型是傳祺品牌的主要增長動力。**GS8自2016年第4季度成功推出以來，引起了廣泛的市場關注，其月度銷量在2017年3月份突破了1萬台。除了GS4和GS8兩款旗艦車型外，傳祺品牌還會在2017年下半年推出GS3緊湊型SUV、GS7中檔SUV及GM8 MPV。我們認為新車型的推出不僅會增加傳祺品牌的銷量，還可以提高平均售價，因為我們瞭解到GS7的官方指導價很可能為人民幣15.6-23萬，GS8為人民幣16.4-26萬，對比目前較為成熟的車型GS4的售價人民幣10-16.2萬有了很大幅度的提升。另一方面，我們預計到2017年底，杭州和新疆的新工廠就可以陸續開工，大幅度緩解現在的產能壓力，這將使廣汽乘用車的年生產能力達到60萬台以上。
- ❖ **合資品牌的銷售依然旺盛。**我們注意到，廣汽集團的合資品牌在2017年第1季度受到行業放緩的影響較小。我們總結原因為：SUV的銷售份額在陸續攀升，合資品牌的在售車型價格競爭力提高，以及2016年推出的新車型日益受到關注。本田的雅閣和豐田的漢蘭達都是各自品牌下的高端車型，兩款車都正在接近模型週期尾聲，我們從一些管道瞭解到這兩款車目前折扣幅度較大，這可能解釋了第一季度這兩款車不錯的銷售成績。本田的新繽智SUV也在2017年初推出市場，在升級配置同時保持了原來的官方指導價，性價比提高不少。三菱的歐蘭德和菲亞特的指南針、自由俠在2016年首次亮相之後仍在銷量爬坡的過程，從第一季度來看成績不錯。綜上，由於合資品牌的銷售依然旺盛，我們不同程度地上調了4家合資品牌的銷售預測。
- ❖ **升級到買入。**我們調整了廣汽集團盈利預測，以反映更好的銷量預期和利潤率水準，將2017和2018年的淨利潤分別提高28.0%和30.9%至人民幣89.03億元人民幣和96.63億元。我們最新的目標價為16.86港元，相當於10倍的2018年市盈率。我們調整廣汽集團到買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	29,418	49,418	72,119	92,210	102,635
調整後淨利潤(百萬人民幣)	4,212	6,288	8,903	9,663	11,467
調整後EPS(人民幣分)	65.4	97.6	138.3	150.1	178.1
EPS變動(%)	31.9	49.2	41.6	8.5	18.7
市盈率(x)	17.7	11.9	8.4	7.7	6.5
市帳率(x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
股息率(%)	1.5	2.3	3.3	3.5	4.2
權益收益率(%)	11.4	15.2	19.0	18.1	18.9
淨財務杠杆率(%)	1.0	5.0	3.1	2.9	4.9

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(上調)

目標價	HK\$16.86
(此前目標價)	HK\$13.35
潛在升幅	+29.5%
當前股價	HK\$13.02
當前股價(A)	Rmb25.72

梁甫茵

電話：(852) 3900 0826

郵件：fionaliang@cmbi.com.hk

汽車及零部件

市值(百萬港元)	152,251
3月平均流通量(百萬港元)	306.76
52周內股價高/低(港元)	14.1/8.1
總股本(百萬)	6,453.4

資料來源：彭博

股東結構

廣州汽車工業集團	9.38%
自由流通	90.62%

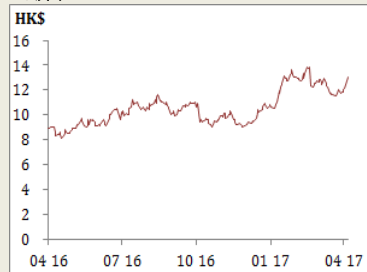
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.7%	-4.7%
3-月	13.9%	8.1%
6-月	29.0%	20.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.gagc.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	29,418	49,418	72,119	92,210	102,635
銷售成本	(25,975)	(41,961)	(60,877)	(78,067)	(86,893)
毛利	3,444	7,456	11,242	14,144	15,743
銷售費用	(1,867)	(3,396)	(5,029)	(6,245)	(6,951)
行政費用	(2,037)	(2,739)	(3,925)	(4,926)	(5,380)
其他收益	435	331	331	331	331
息稅前收益	(25)	1,652	2,620	3,303	3,742
合營企業收入	3,677	4,725	6,626	6,803	8,433
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	626	643
稅前利潤	4,386	7,050	9,982	10,834	12,856
所得稅	(400)	(754)	(1,068)	(1,159)	(1,376)
非控制股東權益	226	(8)	(11)	(12)	(14)
淨利潤	4,212	6,288	8,903	9,663	11,467

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	39,226	47,201	54,972	62,840	71,624
固定資產	10,581	11,856	11,805	11,675	10,829
無形資產	4,827	5,319	5,269	5,218	5,168
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	30,530	38,579	48,259
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	42,577	49,291	52,718
現金及現金等價物	11,548	12,580	14,702	16,253	16,542
存貨	1,927	2,494	3,728	4,781	5,322
應收賬款和票據	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
其他流動資產	868	2,763	2,763	2,763	2,763
流動負債	18,656	24,273	32,468	39,213	42,221
短期借款	4,279	4,478	4,926	5,418	5,960
應付賬款	14,077	19,128	26,875	33,127	35,594
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	1,048	1,060	1,074
淨資產總值	38,647	43,856	50,018	56,706	64,642
股東權益	38,647	43,856	50,018	56,706	64,642

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
稅前收益	3,986	6,295	8,914	9,674	11,481
折舊和攤銷	1,660	2,183	3,697	4,561	5,658
營運資金變動	3,234	926	2,238	1,089	(672)
合營企業和聯營公司的損益	(4,720)	(5,774)	(7,872)	(8,049)	(9,679)
稅務開支	(91)	(707)	(1,068)	(1,159)	(1,376)
其他	(177)	1,986	1,068	1,159	1,376
經營活動所得現金淨額	3,891	4,910	6,977	7,276	6,788
收購	(16,894)	(28,117)	-	-	-
購置固定資產	(4,322)	(5,212)	(3,596)	(4,380)	(4,762)
合營企業和聯營公司的損益	4,154	4,726	7,872	8,049	9,679
在聯營公司的投資	(193)	(48)	(1,246)	(1,246)	(1,246)
在合資公司的投資	(1,707)	(724)	(6,626)	(6,803)	(8,433)
資產處置	16,042	26,539	-	-	-
其他	3,662	(3,278)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	742	(6,114)	(3,596)	(4,380)	(4,762)
募集資金	-	121	-	-	-
股份發行	254	154	-	-	-
淨銀行借貸	(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	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(3,372)	2,194	(1,259)	(1,344)	(1,737)
現金增加淨額	1,260	990	2,123	1,551	289
年初現金及現金等價物	10,274	11,548	12,580	14,702	16,253
外匯匯率變動的影響	14	41	-	-	-
年末現金及現金等價物	11,548	12,580	14,702	16,253	16,542
資產負債表的現金	11,548	12,580	14,702	16,253	16,542

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷量組合（%）					
廣汽本田	45.0	39.0	35.5	33.1	33.0
廣汽豐田	31.3	25.8	22.4	20.9	20.9
廣汽菲亞特	3.1	8.9	11.1	10.7	10.4
廣汽三菱	4.3	3.4	5.7	5.2	4.9
廣汽品牌	14.9	22.6	25.1	30.0	30.7
其他	1.4	0.3	0.2	0.2	0.1
廣汽集團	100	100	100	100	100
增長（%）					
收入	31.4	68.0	45.9	27.9	11.3
毛利	34.9	116.5	50.8	25.8	11.3
經營利潤	NA	NA	58.6	26.1	13.3
淨利潤	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
稅前利率	14.9	14.3	13.8	11.7	12.5
淨利潤率	13.5	12.7	12.4	10.5	11.2
核心淨利潤率	13.5	12.7	12.4	10.5	11.2
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	1.3	1.2
平均應收賬款周轉天數	12.0	9.2	9.4	9.5	9.5
平均應付賬款周轉天數	173.7	144.4	137.9	140.3	144.3
平均存貨周轉天數	10.6	10.4	9.3	7.2	6.5
淨負債 / 總權益比率（%）	1.0	5	3.1	2.9	4.9
回報率（%）					
資本回報率	11.4	15.2	19.0	18.1	18.9
資產回報率	6.5	8.4	9.9	9.2	9.7
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.654	0.976	1.383	1.501	1.781
每股股息（人民幣）	0.200	0.301	0.426	0.462	0.548
每股賬面值（人民幣）	6.006	6.811	7.768	8.806	10.039

來源：公司及招銀國際研究部預測

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。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布時的判斷，可能會隨時調整，且承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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。接收本報告之行爲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。