

强烈推荐-A (维持)

广汽集团 601238.SH

当前股价: 25.5 元

2017年05月01日

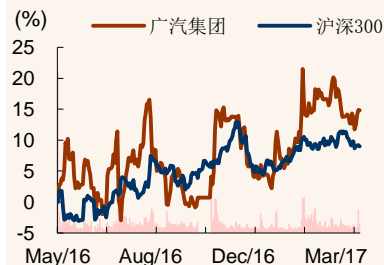
业绩大幅超预期, 广汽传祺锋芒毕露

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	646606
已上市流通股(万股)	425276
总市值(亿元)	1649
流通市值(亿元)	1084
每股净资产(MRQ)	7.4
ROE(TTM)	17.1
资产负债率	42.2%
主要股东	普星聚能股份公司
主要股东持股比例	1.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	14	20
相对表现	-3	11	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《广汽集团(601238)——业绩符合预期, 自主品牌强势崛起》2017-03-31
- 2、《广汽集团(601238.SH): 自主合资齐发力, 业绩爆发续“传祺”》2017-02-10
- 3、《广汽集团(601238)——业绩符合预期, 传祺强势发力》2017-01-26

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

唐楠

021-68407142  
tangnan@cmschina.com.cn  
S1090511080002

彭琪

0755-83174724  
pengqi@cmschina.com.cn  
S1090514080003

事件:

公司公布 2017 年一季报, 实现营业收入 168.9 亿元 (+66.4%), 净利润 38.3 亿元 (+98.68%)。尽管 17 年一季度增加了额外补贴购置税、15 万产线的折旧与摊销和 GS8 的广告费, 但受益自主合资新车型的热卖和出色的成本控制能力, 公司一季度业绩仍大幅超预期, 盈利能力进一步凸显。我们看好公司“传祺”品牌的竞争力及公司未来产品布局, 上调 17 年 EPS 至 1.78 元/股, 维持公司“强烈推荐-A”评级。建议关注估值更低的 H 股 (17 年 PE 为 7X)。

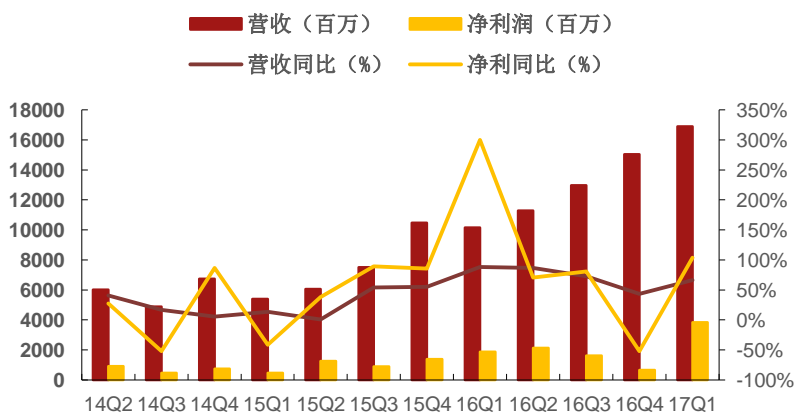
评论:

1、17 年 Q1 业绩大幅超预期, 锋芒毕露

公司 17Q1 实现营业收入 168.9 亿元 (+66.4%), 净利润 38.3 亿元 (+98.7%), 业绩大幅超预期, 仅 Q1 净利润就超过 16 年全年净利润的一半, 同时这还是在增加了新产线的折旧与摊销 (16 年下半年投放 15 万新产线)、补贴 17 年新增的 1.6L 以下 2.5% 购置税 (1-2k)、新车型 GS8 广告费的基础上做到的, 足见其盈利能力之强。

营收增加源于汽车销量增长, 集团 17Q1 汽车销量 45.72 万辆 (+37.64%), 其中 SUV 销量 26.18 万辆 (72.99%), 仍是增长的核心动力。分子/合资公司来看, 广汽乘用车销售 12.17 万辆 (+67.28%), 广菲销量 4.98 万辆 (+75.74%), 广本销量 14.43 万辆 (+17.73%), 广丰销量 11.17 万辆 (+12.76%), 销量增速均超过我们此前预期, 旧车型保持销量稳定的同时, 新车型 GS8、指南者等 SUV 热卖成为新增赢利点。

图 1: 公司分季度营收、净利润情况

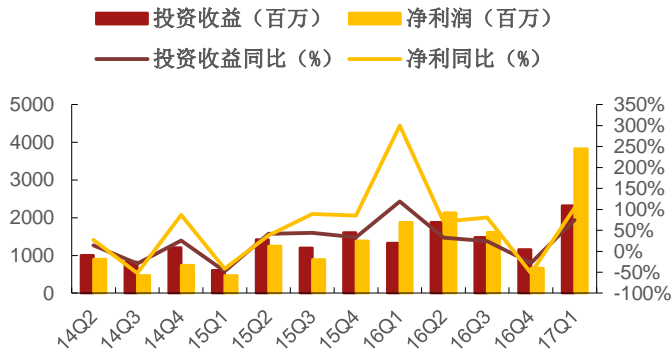


资料来源: 公司公告, 招商证券

风险提示: SUV 销量不及预期。

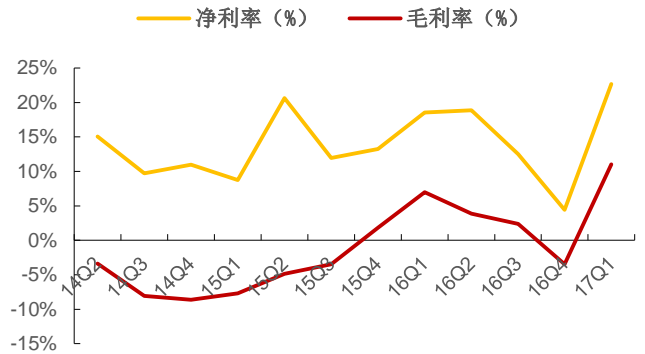
17Q1 净利润中，自主品牌贡献 15 亿，投资收益 23 亿，二者均较 16 年大幅提升，主要源于广乘、广菲在 16 年扭亏为盈，随着新车型放量，盈利能力迅速凸显。在费用方面，由于没有 16Q4 大量资产减值损失、年度返利、超额收益奖金等，销售费用和管理费用均大幅下降。公司毛利率、净利率也较 16 年 Q4 大幅回升，站上历史最高点，成本控制能力和盈利能力均大幅提高。

图 2：公司季度投资收益和净利润变化



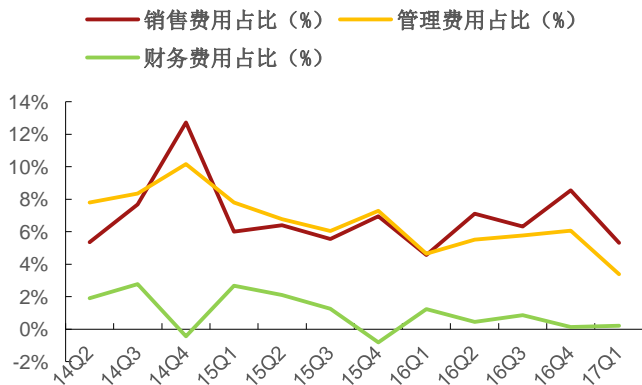
资料来源：公司公告，招商证券

图 3：公司毛利率和净利率变化



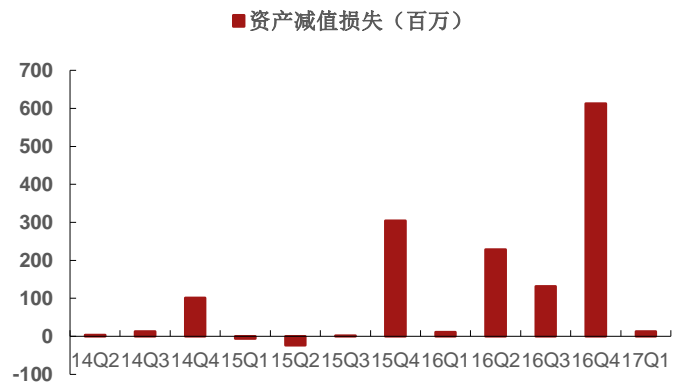
资料来源：公司公告，招商证券

图 4：公司三费比例变化



资料来源：公司公告，招商证券

图 5：公司资产减值损失变化



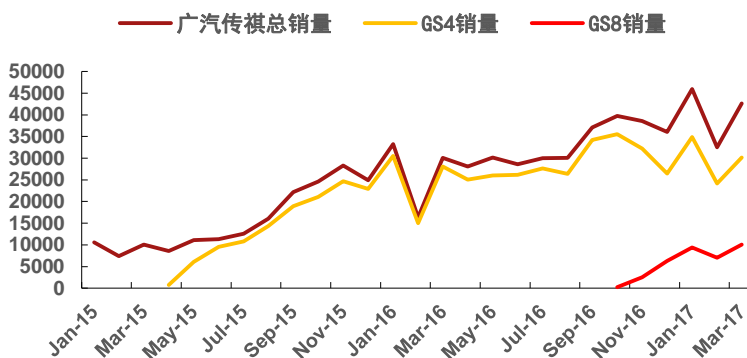
资料来源：公司公告，招商证券

## 2、受益传祺 GS8 热卖，广汽传祺盈利能力凸显

广汽乘用车方面，Q1 销量 12.17 万辆 (+67.3%)，其中传祺 GS4 累计销量 8.9 万辆，新车型 GS8 累计销量 2.65 万辆，且 GS8 在 3 月销量突破 1 万辆，且目前仍有 15000 订单，两款车均处于供不应求状态。由于 GS8 售价更高，其盈利能力更强（销量 10 万辆会达到 GS4 销量 30 万辆的贡献），仅看一季度数据，GS8+GS7 能够轻松达到销量 10 万目标，预计公司未来有可能上调 GS8 供应量，随着 GS8 销量持续爬坡，盈利能力会进一步提升。

从 Q1 自主品牌业务贡献净利润 15 亿来计算，我们推算 17Q1 广汽乘用车单车净利润 0.80 万元左右（假设汽车销售收入占比 65%），相比 16 年 GS4 单车净利润 0.34 万元提高明显。我们预计随着 GS8 持续放量和公司对小排量车购置税额外 2.5% 补贴退坡，传祺品牌单车净利润有望突破 1 万元，将达到自主品牌领先水平。

图 6 广汽传祺销量一览



资料来源: 招商证券

目前除去热销王牌 GS4 和 GS8 以外,公司今年还将推出新产品:GS3(定位小型 SUV)、GS7 (定位中型 SUV)、GA4、GM8 等;新能源汽车方面,预计 17 年还会新增 GS4 PHEV/EV、GE3 EV、GA6 PHEV 等车型。目前由于产能限制,短期贡献有限,但能丰富产品深度,未来销量可期。

表 1: 广汽自主 2017 年新车型规划

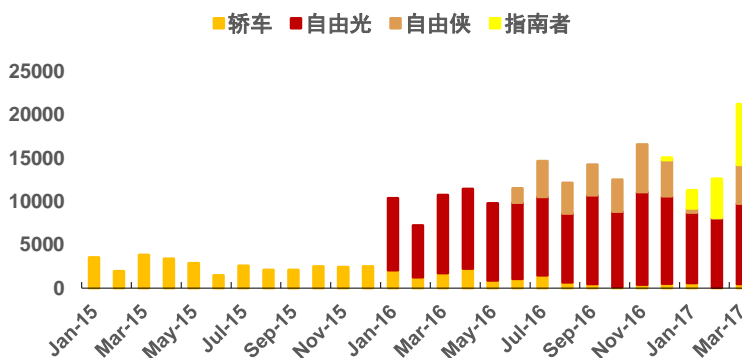
车型名称	类型	备注
GA4	CAR	下半年推出
GS7	SUV	GS8 的五座版本, 6 月推出
GS3	SUV	小型 SUV, 下半年推出
GM8	MPV	下半年推出
GS4 PHEV/EV	NEV	下半年推出
GE3 PHEV	NEV	下半年推出
GA6 PHEV	NEV	下半年推出

资料来源: 招商证券

### 3、合资品牌 SUV 增速略超预期

合资品牌中,17 年 Q1 广菲销量 4.98 万辆(+75.74%),广本销量 14.43 万辆(+17.73%),广丰销量 11.17 万辆 (+12.76%), 增速皆超预期, 合资品牌 Q1 净利润贡献 23 亿元, 相比 16 年 Q1 增加 10 亿元, 我们认为除销量自然增长率外, 主要增长源于广汽菲克。广汽菲克经历了前两个月的低迷后, 三月份销量迎来爆发, 自由光、自由侠和新车指南者分别销售 9200、4500、6980 辆, 由于广汽菲克在 16 年扭亏为盈, 所以 17 年 Q1 销量增长后盈利能力首次显现, 未来随着三款布局全 SUV 细分市场 Jeep 车型销量持续爬坡, 盈利能力将进一步凸显。

图 7 广汽菲克汽车销量一览



资料来源: 招商证券

4、18 新产能集中释放+加码布局新能源汽车，长期看好

公司 17 年并无新增产能，但目前产能能够满足 17 年销量规划。而 18 年公司将迎来接近 30 万辆的新产能（广乘 15-20 万辆，广本 12 万辆），进入新产能投放期。新产能将给公司带来更大的弹性和自由度，成为新的盈利爆发点。

表 2: 公司主要子/合营公司产能规划

公司	现有产能及新增产线产能情况
广汽乘用车	35 万产线满足 50 万台产能，17 年底新增杭州 15 万台、新疆 5 万台
广汽本田	目前产线 60 万，三期二线 12 万台，18 年释放
广汽丰田	目前产线 38 万台，产能饱和，18 年有望解决
广汽菲克	总产能 32.8 万台

资料来源: 公司公告，招商证券

掌握核心技术，公司加码布局新能源车型。公司未来将投资 46.94 亿元，用于子公司广汽乘用车新增 20 万辆/年新能源汽车扩能项目。值得说明的是，目前广汽自主的新能源 PHEV 技术已经能完全实现国产化，电池供应商为万向，未来有望向合资品牌输出新能源技术。虽然目前销量贡献有限，但随着国家对新能源车大力支持与推进，此块业务未来也有望提供稳定增长点。

表 3: 公司新能源车型规划

年份	车型规划
2015	GA5 PHEV
2016	GA3S PHEV
2017	GS4 PHEV/EV GE3 EV GA6 PHEV
2018	至少七款新车型
2020	销量目标 20 万辆

资料来源: 公开资料，招商证券

盈利预测与评级

尽管 Q1 增加了额外补贴购置税、新产线的折旧与摊销和 GS8 的广告费，但受益自主合资新车型的热卖和出色的成本控制能力，公司 17 年 Q1 业绩仍大幅超预期，盈利能力进一步凸显。我们看好公司“传祺”品牌的竞争力及公司未来产品布局，上调净利润预测为 2017-2019 分别为：115、136、160 亿元，对应 EPS 分别为：1.78 元、2.10 元、2.48 元，对应的 PE 分别为 14X、12X、10X。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

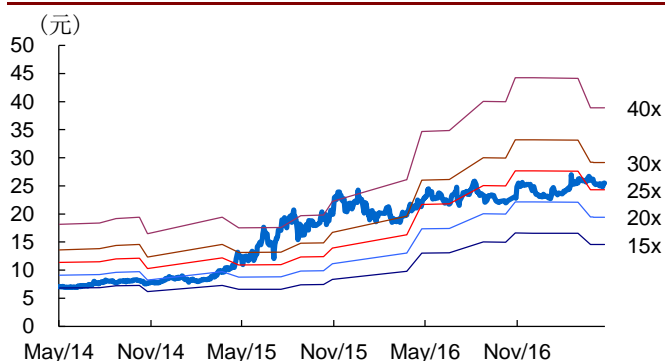
风险提示：SUV 销量不及预期。

表 4：简式盈利预测模型

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	29418	49418	72461	89778	102219
同比增长	31%	68%	47%	24%	14%
营业利润(百万元)	4065	6832	12180	14440	17087
同比增长	51%	68%	78%	19%	18%
净利润(百万元)	4232	6288	11482	13574	16025
同比增长	33%	49%	83%	18%	18%
每股收益(元)	0.66	0.97	1.78	2.10	2.48
P/E(倍)	38.8	26.2	14.4	12.1	10.3
P/B(倍)	4.3	3.8	3.0	2.5	2.0

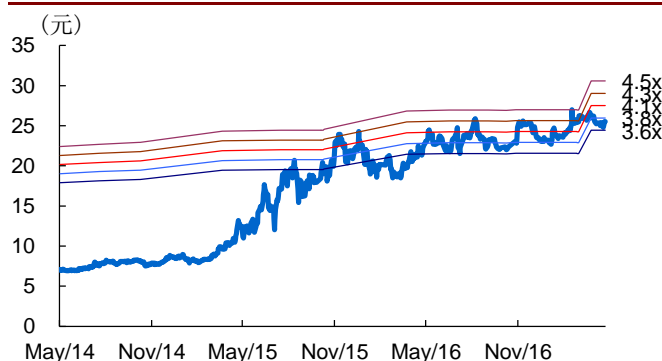
资料来源：招商证券

图 8：广汽集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：广汽集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	28008	34971	53202	69914	87677
现金	16472	21317	33557	45792	60338
交易性投资	487	605	605	605	605
应收票据	1098	2066	3030	3754	4274
应收款项	732	1155	1672	2072	2359
其它应收款	857	582	853	1057	1204
存货	1927	2494	3598	4402	4980
其他	6435	6753	9887	12232	13917
<b>非流动资产</b>	39158	47121	46849	46458	46109
长期股权投资	18456	22636	22636	22636	22636
固定资产	7953	11018	11299	11400	11489
无形资产	4241	4952	4457	4011	3610
其他	8509	8515	8457	8411	8374
<b>资产总计</b>	<b>67166</b>	<b>82092</b>	<b>100051</b>	<b>116371</b>	<b>133785</b>
<b>流动负债</b>	18667	24322	32342	36865	40119
短期借款	3934	1216	4000	4000	4000
应付账款	6674	8999	13022	15930	18022
预收账款	1262	1328	1922	2351	2660
其他	6797	12778	13398	14584	15437
<b>长期负债</b>	9062	12931	12559	12559	12559
长期借款	1099	626	626	626	626
其他	7963	12305	11934	11934	11934
<b>负债合计</b>	<b>27728</b>	<b>37253</b>	<b>44902</b>	<b>49425</b>	<b>52678</b>
股本	6435	6453	6466	6466	6466
资本公积金	9012	8817	8817	8817	8817
留存收益	23145	28147	38855	51136	65868
少数股东权益	845	1037	628	143	(428)
归属于母公司所有者权益	38593	43802	54138	66419	81151
<b>负债及权益合计</b>	<b>67166</b>	<b>82092</b>	<b>99667</b>	<b>115987</b>	<b>133401</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	5082	5498	6675	6904	7990
净利润	4232	6288	11482	13574	16025
折旧摊销	1669	2208	1772	1742	1699
财务费用	701	1036	285	298	298
投资收益	(4835)	(5848)	(6722)	(8273)	(9497)
营运资金变动	3488	2122	258	40	31
其它	(173)	(308)	(400)	(477)	(567)
<b>投资活动现金流</b>	(3078)	(3082)	(1500)	(1350)	(1350)
资本支出	(4322)	(5212)	(1500)	(1350)	(1350)
其他投资	1244	2129	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(4103)	1644	7065	6682	7906
借款变动	(10439)	(7313)	1762	0	0
普通股增加	0	18	12	0	0
资本公积增加	80	(195)	0	0	0
股利分配	(515)	(772)	(774)	(1293)	(1293)
其他	6771	9906	6065	7975	9199
<b>现金净增加额</b>	<b>(2099)</b>	<b>4060</b>	<b>12240</b>	<b>12236</b>	<b>14546</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	29418	49418	72461	89778	102219
营业成本	24816	39558	57244	70027	79220
营业税金及附加	924	1519	2227	2759	3142
营业费用	1855	3370	4203	5207	5929
管理费用	2047	2749	2898	5207	5929
财务费用	281	306	285	298	298
资产减值损失	276	983	145	113	113
公允价值变动收益	11	52	52	52	52
投资收益	4835	5848	6669	8221	9445
<b>营业利润</b>	4065	6832	12180	14440	17087
营业外收入	396	296	296	296	296
营业外支出	54	77	77	77	77
<b>利润总额</b>	4407	7051	12399	14658	17305
所得税	400	754	1327	1568	1851
<b>净利润</b>	4007	6296	11072	13090	15454
少数股东损益	(225)	8	(410)	(484)	(572)
<b>归属于母公司净利润</b>	4232	6288	11482	13574	16025
<b>EPS (元)</b>	0.66	0.97	1.78	2.10	2.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	31%	68%	47%	24%	14%
营业利润	51%	68%	78%	19%	18%
净利润	32.85%	48.57%	82.59%	18.22%	18.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.6%	20.0%	21.0%	22.0%	22.5%
净利率	14.4%	12.7%	15.8%	15.1%	15.7%
ROE	11.0%	14.4%	21.2%	20.4%	19.7%
ROIC	8.8%	13.4%	18.7%	18.5%	18.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.3%	45.4%	44.9%	42.5%	39.4%
净负债比率	8.1%	3.5%	4.6%	4.0%	3.5%
流动比率	1.5	1.4	1.6	1.9	2.2
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.8	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	10.8	17.9	18.8	17.5	16.9
应收帐款周转率	32.8	52.4	51.3	48.0	46.1
应付帐款周转率	4.4	5.0	5.2	4.8	4.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.66	0.97	1.78	2.10	2.48
每股经营现金	0.79	0.85	1.03	1.07	1.24
每股净资产	6.00	6.79	8.37	10.27	12.55
每股股利	0.12	0.12	0.20	0.20	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	38.8	26.2	14.4	12.1	10.3
PB	4.3	3.8	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	53.9	34.0	19.5	16.9	14.6



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

**主要研究特点：**客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。