

业绩高速增长, 自主合资齐发力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年度报告, 公司营业收入约 494.2 亿元, 同比增长约 68%; 归属于母公司所有者的净利润约 62.9 亿元, 同比增长约 48.6%, 实现每股收益 0.98 元, 同比增长约 48.5%。其中第四季度单季实现营业收入 150.3 亿元 (+43.6%), 实现归属于上市公司股东的净利润 6.8 亿元 (-55.6%)。每 10 股派发现金股利 2.2 元 (16 年中报每 10 股派发现金股利 0.8 元)。
- **自主品牌业务大放异彩, 毛利提升 8.5 个百分点。** 广汽乘用车产销量持续高速增长, 较上年同期分别大幅增长 101.8%和 90.7%, **GS4 销量超过 30 万辆, 位居 SUV 市场第二位;** 广汽传祺 GS8 上市伊始月销量便跃居细分市场第二名, 已成为第一款在 20 万元市场区间站稳脚跟的自主车型。广汽传祺连续四年位列中国新车质量研究(IQS)报告自主品牌第一。公司乘用车产品实现收入 334 亿元, 单车均价 9 万元, 毛利率达到 20.6%, 同比增加 8.5 个百分点, 规模效应及车型结构上移迅速拉动毛利率提升。
- **合资品牌稳中有进。** 合资品牌产品线进一步丰富: 广汽本田 SUV 冠道、广汽讴歌 CDX、广汽菲克 Jeep 自由侠、广汽三菱 SUV 欧蓝德等新车型的陆续上市, 为公司合资业务注入新动力。其中广菲克在 Jeep 的带动下 16 年实现扭亏为盈, 我们预计广汽三菱在欧蓝德强势带动下于 17 年也将实现扭亏为盈。
- **费用集中导致四季度单季度业绩下滑。** 公司四季度单季收入增长 43.6%, 归母净利润下降 55.6%, 主要由于销售费用同比增加 5.6 亿 (+76.9%)、资产减值损失增加 3.1 亿 (+101.2%)、投资净收益减少 4.5 亿 (-28.1%), 与公司新车型推出广告投放力度加大、无形资产减值损失、工资福利提升有关, 我们认为费用上升只是短暂现象, 更应关注毛利率快速提升带来盈利能力的本质提升。
- **十三五目标展宏图。** 公司力争“十三五”期末实现汽车产能 300 万辆, 产能利用率达到 80%。17 年公司计划推出 16 款全新及改款车型, 计划全年销量同比增长 10%。
- **盈利预测与投资建议。** 广汽自 2016 年开始, 自主、合资品牌齐发力, 2017 年广乘、广菲克、广汽三菱业绩释放, 2018 年广本、广丰产能上升及新车型引进完成增速衔接。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.24 元、1.71 元和 2.15 元, 对应 PE 为 21 倍、15 倍和 12 倍 (假设 150 亿增发 7.4 亿股), 考虑公司未来三年业绩复合增速达到 35%, 给予 18 年 18 倍估值, 目标价 30.78 元, 维持“增持”评级。广汽集团 (2238.HK) 收盘价 12.62 港元 (11.19 元人民币), 17-19 年摊薄后 PE 为 9 倍、6.5 倍和 5.2 倍, 建议积极关注。
- **风险提示:** 新推车型产品质量、销量或不及预期; 合资车型产品导入进展或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	49417.68	69412.11	89994.41	98228.52
增长率	67.98%	40.46%	29.65%	9.15%
归属母公司净利润 (百万元)	6288.22	8916.11	12313.23	15473.48
增长率	48.57%	41.79%	38.10%	25.67%
每股收益 EPS (元)	0.87	1.24	1.71	2.15
净资产收益率 ROE	14.04%	13.10%	15.32%	16.15%
PE	30	21	15	12
PB	4.17	2.73	2.31	1.94

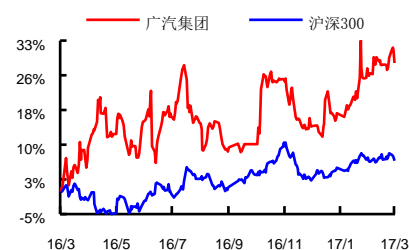
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
 执业证号: S1250515030001
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
 电话: 0755-23617478
 邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	64.66
流通 A 股(亿股)	42.53
52 周内股价区间(元)	20.42-26.98
总市值(亿元)	1,679.17
总资产(亿元)	826.09
每股净资产(元)	6.68

相关研究

1. 广汽集团(601238): 数据靓丽, 缔造“传祺” (2017-02-09)
2. 广汽集团(601238): 铸自主真“传祺”, 谱发展新乐章 (2017-02-05)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	49417.68	69412.11	89994.41	98228.52	净利润	6296.38	8956.41	12368.89	15543.42
营业成本	39558.35	55563.89	70672.67	75867.07	折旧与摊销	2207.68	1372.76	1586.53	1721.91
营业税金及附加	1518.84	2133.36	2765.95	3019.02	财务费用	306.48	1009.36	1065.13	1006.41
销售费用	3370.02	4720.02	6074.62	6630.42	资产减值损失	983.02	364.06	364.06	364.06
管理费用	2748.89	3861.10	5006.00	5464.03	经营营运资本变动	6143.34	4145.63	2291.93	1395.06
财务费用	306.48	1009.36	1065.13	1006.41	其他	-10438.54	-8122.49	-9730.82	-11423.97
资产减值损失	983.02	364.06	364.06	364.06	经营活动现金流净额	5498.36	7725.73	7945.72	8606.88
投资收益	5847.86	7775.97	9332.55	11016.25	资本支出	-3136.08	-3800.00	-2300.00	-2300.00
公允价值变动损益	52.22	29.87	34.22	35.77	其他	53.97	8894.47	9218.98	11086.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3082.11	5094.47	6918.98	8786.32
营业利润	6832.16	9566.17	13412.75	16929.53	短期借款	-2718.10	8783.89	0.00	0.00
其他非经营损益	218.56	282.94	271.34	266.41	长期借款	-473.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	7050.72	9849.10	13684.09	17195.94	股权融资	-157.01	15000.00	0.00	0.00
所得税	754.34	892.69	1315.19	1652.51	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	6296.38	8956.41	12368.89	15543.42	其他	4992.43	-2470.44	-1065.13	-1006.41
少数股东损益	8.16	40.30	55.66	69.95	筹资活动现金流净额	1644.16	21313.45	-1065.13	-1006.41
归属母公司股东净利润	6288.22	8916.11	12313.23	15473.48	现金流量净额	4134.50	34133.65	13799.57	16386.80
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	21317.03	55450.68	69250.25	85637.05	成长能力				
应收和预付款项	4582.20	6364.96	8274.14	9066.82	销售收入增长率	67.98%	40.46%	29.65%	9.15%
存货	2493.56	3831.91	4726.99	5142.98	营业利润增长率	68.08%	40.02%	40.21%	26.22%
其他流动资产	6578.38	10312.46	12990.61	13728.71	净利润增长率	57.14%	42.25%	38.10%	25.67%
长期股权投资	22635.70	22635.70	22635.70	22635.70	EBITDA 增长率	55.39%	27.84%	34.45%	22.37%
投资性房地产	1311.43	988.94	1096.44	1060.61	获利能力				
固定资产和在建工程	11618.66	13806.83	14357.23	14848.26	毛利率	19.95%	19.95%	21.47%	22.76%
无形资产和开发支出	7598.91	7852.48	8030.06	8131.63	三费率	13.00%	13.82%	13.50%	13.34%
其他非流动资产	3956.34	3972.11	3947.51	3936.37	净利率	12.74%	12.90%	13.74%	15.82%
资产总计	82092.22	125216.07	145308.93	164188.11	ROE	14.04%	13.10%	15.32%	16.15%
短期借款	1216.11	10000.00	10000.00	10000.00	ROA	7.67%	7.15%	8.51%	9.47%
应付和预收款项	13065.70	20252.26	25561.62	27244.42	ROIC	46.77%	78.20%	103.29%	125.37%
长期借款	625.67	625.67	625.67	625.67	EBITDA/销售收入	18.91%	17.21%	17.85%	20.01%
其他负债	22345.29	25981.49	28396.09	30049.06	营运能力				
负债合计	37252.78	56859.42	64583.38	67919.15	总资产周转率	0.66	0.67	0.67	0.63
股本	6453.36	7194.83	7194.83	7194.83	固定资产周转率	5.21	5.59	6.57	7.19
资本公积	8773.30	23031.83	23031.83	23031.83	应收账款周转率	52.37	49.37	47.48	43.97
留存收益	28136.27	37052.38	49365.61	64839.09	存货周转率	17.34	17.44	16.33	15.24
归属母公司股东权益	43802.13	67279.04	79592.27	95065.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.43%	—	—	—
少数股东权益	1037.31	1077.61	1133.27	1203.22	资本结构				
股东权益合计	44839.44	68356.65	80725.54	96268.96	资产负债率	45.38%	45.41%	44.45%	41.37%
负债和股东权益合计	82092.22	125216.07	145308.93	164188.11	带息债务/总负债	31.04%	35.78%	31.50%	29.96%
					流动比率	1.44	1.73	1.84	2.07
					速动比率	1.34	1.64	1.75	1.97
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	9346.32	11948.29	16064.41	19657.84	每股收益	0.87	1.24	1.71	2.15
PE	29.71	20.96	15.17	12.08	每股净资产	6.23	9.50	11.22	13.38
PB	4.17	2.73	2.31	1.94	每股经营现金	0.76	1.07	1.10	1.20
PS	3.78	2.69	2.08	1.90	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	16.12	12.11	8.12	5.81					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn