广汽集团（601238.SH）

动态分析

“传祺”延续，减值计提不改变业绩高增长

投资要点

- **上半年收入同比增长 62.23%，归母净利润同比增长 55.29%，上半年业绩增幅超预期。**公司 17 年上半年实现营收 347.65 亿元，同比增长 62.23%，归母净利润 61.83 亿元，同比增长 55.29%；毛利率 22.64%，净利率 17.88%，同比分别上升 1.38 和下降 0.85 个百分点。其中 2Q 实现营收 178.81 亿元，同比增长 58.45%；实现归母净利润 23.54 亿元，同比增长 14.58%。2Q 归母净利润增速降低主要是由于公司计提了 9.3 亿资产减值损失，但计提减值不影响上半年业绩高增长的趋势。

- **传祺品牌大放异彩，新车 GS7、GS3 将进一步完善产品布局。**上半年广汽自主品牌乘用车销量 25.09 万辆，同比大增 57.02%，延续了高增长势头。广汽自主品牌销量的高增长得益于以传祺 GS4 与 GS8 为代表的高品质、高性价比的 SUV 车型持续热销。爆款车型 GS4 上半年销量超 18 万辆，位居国内 SUV 销量榜第二位；中高端车型 GS8 上市后 3 个月即月销破万，但受制于变速箱供应能力不足，5-9 月的产能下滑至 7000 辆/月，预计四季度产能将恢复至万辆水平。全新的中高端 SUV GS7 及小型 SUV GS3 将于 8 月下旬上市，届时将进一步完善传祺 SUV 产品布局。随着新车上市以及明星车型持续热销，广汽自主全年销量有望突破 50 万辆。

- **合资品牌大幅增加净利润，广本、广丰、广菲克、广汽三菱齐头并进。**由于韩系车市场份额急剧下跌，日系车销量走强。广汽集团的四家合资品牌企业销量持续增长，带动公司效益稳步提升。广汽本田、广汽丰田凭借汉兰达、雅阁、冠道等车型销量的增长强劲，上半年分别实现销量 32.13 万辆及 21.95 万辆，同比增长 17.26%和 5.13%。下半年广汽本田、广汽丰田还将进一步推出新车及旧车改款，全年有望超越年初制定的 69 万辆和 43.5 万辆的销量目标。广菲克旗下拥有“Jeep”这一极具全球号召力的 SUV 品牌，目前国产 Jeep 已形成指南者、自由光、自由侠三款产品，完成了 13-30 万元价格区间的覆盖，受益于国内 SUV 浪潮，销量有望稳步增加，全年有望突破 20 万辆。广汽三菱由于新款国产欧蓝德和劲炫 ASX 的热销带动，上半年销量提升至 5.42 万辆，同比大增 181.69%，全年销量有望突破 10 万辆。

- **新产品与产能逐步到位，广汽新能源有望延续“传祺”。**广汽乘用车通过设立全资子公司进军新能源汽车领域，目前已拥有 20 万辆新能源乘用车的生产能力。17 年上半年广汽乘用车推出了两款新能源车型 GA3S 混动版及 GS4 混动版，下半年还将推 GE3 纯电动版和 GA6 混动版。依托广汽自主品牌“传祺”在传统车市场积累的良好的口碑基础和技术储备，广汽新能源乘用车销量有望实现快速增长，未来有望成为广汽乘用车新的业绩增长点。

- **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.59 元、2.02 元和 2.44 元。净资产收益率分别为 20.2%、21.2% 和 21.3%。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 30.30 元，相当于 2018 年 15 倍的动态市盈率。

- **风险提示：**自主品牌新车销量不及预期；合资品牌新车投放速度不及预期。

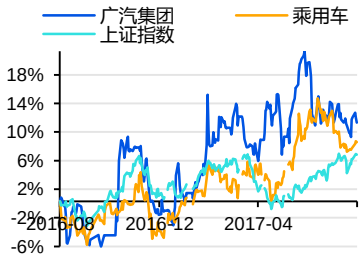
汽车 | 乘用车 III

投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	30.30 元
股价(2017-08-23)	25.86 元

交易数据

总市值（百万元）	168,108.56
流通市值（百万元）	110,872.62
总股本（百万股）	6,500.72
流通股本（百万股）	4,287.42
12 个月价格区间	21.61/28.43 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.8	-3.14	2.55
绝对收益	-2.27	4.24	8.96

分析师 林帆
SAC 执业证书编号：S0910516040001
linfan@huajinsc.cn
021-20655793

报告联系人 刘文婷
liuwenting@huajinsc.cn
021-20377055

相关报告

广汽集团：自主合资双翼齐飞，7 月销量延续高增长 2017-08-07

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	29,418.2	49,417.7	68,755.1	88,791.9	112,144.9
同比增长(%)	31.5%	68.0%	39.1%	29.1%	26.3%
营业利润(百万元)	4,064.8	6,832.2	10,709.3	13,862.4	16,920.8
同比增长(%)	50.8%	68.1%	56.7%	29.4%	22.1%
净利润(百万元)	4,232.4	6,288.2	10,420.2	13,216.8	15,946.7
同比增长(%)	32.8%	48.6%	65.7%	26.8%	20.7%
每股收益(元)	0.65	0.97	1.59	2.02	2.44
PE	39.9	26.8	16.3	12.9	10.7
PB	4.4	3.9	3.3	2.7	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、营收大增 62.23%，计提减值不改变业绩高增长趋势 4
（一）汽车业务收入与投资收益均处于上升通道 4
（二）三费递减，研发投入提升 5
二、自主合资双剑合璧，新能源汽车添砖加瓦 6
（一）自主品牌大放异彩，产品线进一步完善 6
（二）合资品牌进入上升通道 6
（三）广汽新能源有望延续“传祺” 6
三、投资建议 7
四、风险提示 7

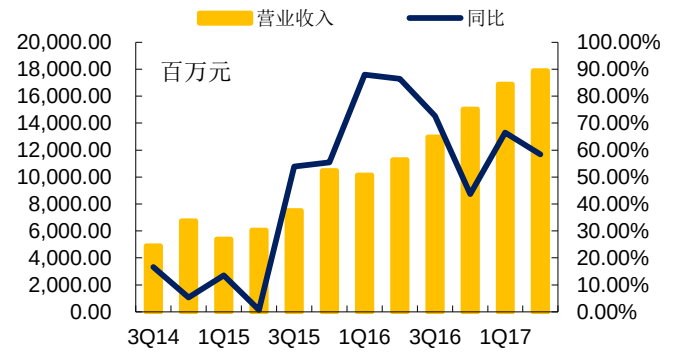
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率 4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率 4
图 3：过往 5 年汽车业务收入及增速 4
图 4：过往 5 年合资企业投资收益及增速 4
图 5：过往 12 个季度毛利率及净利率变化 5
图 6：过往 12 个季度三费率 5
图 7：过往 5 年研发投入占营业收入比重 5

一、营收大增 62.23%，计提减值不改变业绩高增长趋势

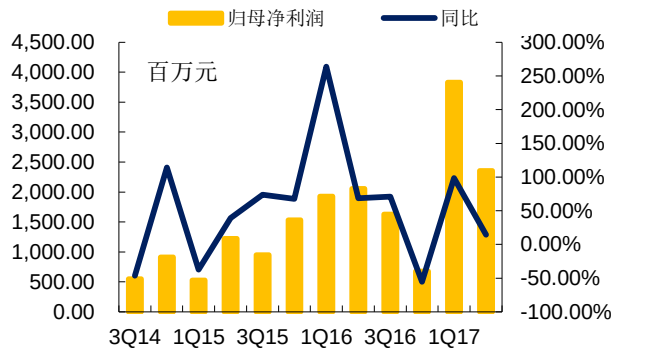
公司 17 年上半年实现营收 347.65 亿元，同比增长 62.23%；归母净利润 61.83 亿元，同比增长 55.29%；毛利率 22.64%，净利率 17.88%，同比分别上升 1.38 和下降 0.85 个百分点。其中 2Q 实现营收 178.81 亿元，同比增长 58.45%，实现归母净利润 23.54 亿元，同比增长 14.58%。2Q 归母净利润增速降低主要是由于公司计提了 9.3 亿资产减值损失，但计提减值不影响上半年业绩高增长的趋势。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率

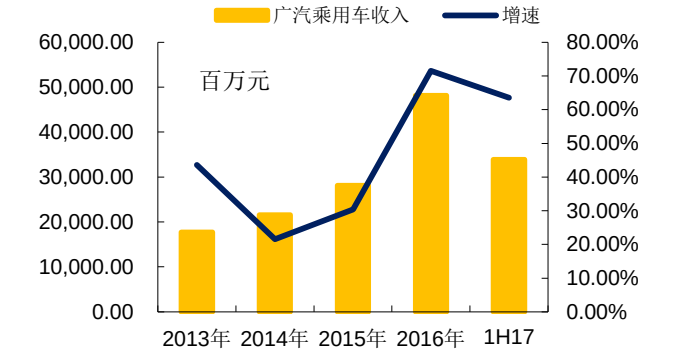


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）汽车业务收入与投资收益均处于上升通道

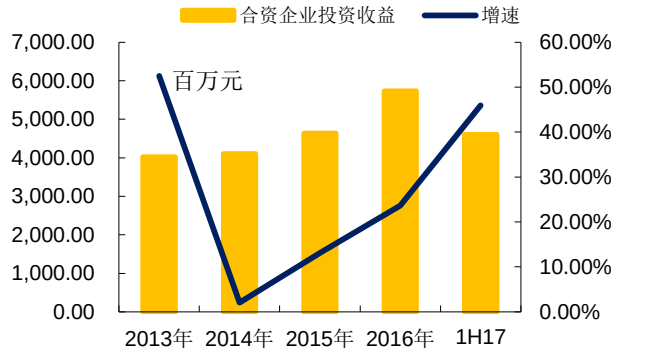
17 年上半年广汽乘用车收入 339.40 亿元，同比增长 63.53%。17 年上半年来自广本、广丰、广菲克等合资企业的投资收益 46.01 亿元，同比增长 45.96%。自主及合资均为集团带来了巨大的收益，且从趋势上看均处于上升通道中。

图 3：过往 5 年汽车业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

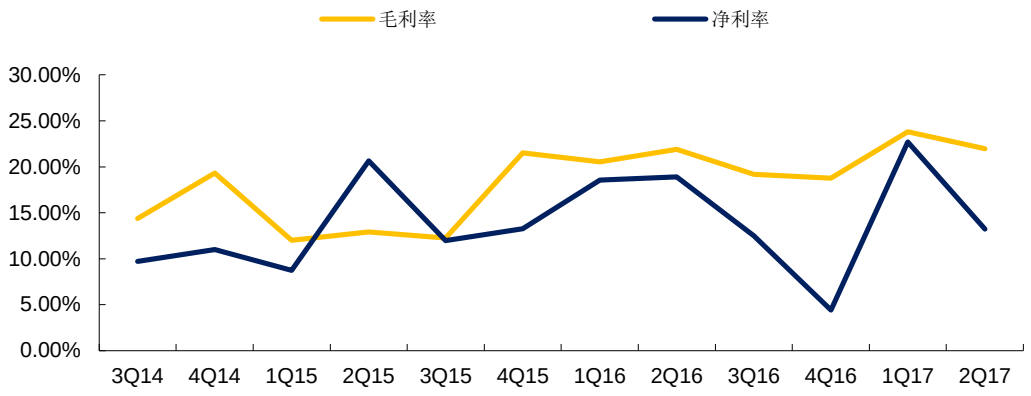
图 4：过往 5 年合资企业投资收益及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

17 年上半年公司综合毛利率 22.64%，净利率 17.88%，同比分别上升 1.38 和下降 0.85 个百分点。公司毛利率、净利率除个别年份外，基本实现了稳中有升，整体趋势向好。

图 5：过往 12 个季度毛利率及净利率变化



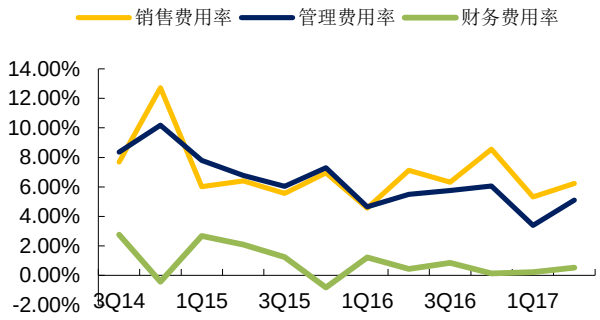
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）三费递减，研发投入提升

17 年上半年公司三费率合计 10.43%，比上年同期下降 1.40%。随着公司规模的扩张，公司对三费进行了有效的管控，使得三费率在过往几年中逐年递减趋势。

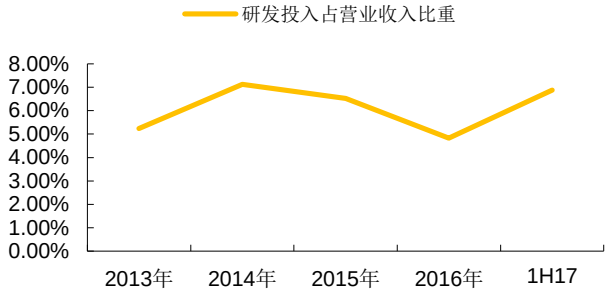
公司研发费用占营业收入比例从 15 年的 5.24%提升至 17 年上半年的 6.87%，持续的研发投入也为公司带来了传祺 GS4、GS8 等富有竞争力的产品。

图 6：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：过往 5 年研发投入占营业收入比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、自主合资双剑合璧，新能源汽车添砖加瓦

（一）自主品牌大放异彩，产品线进一步完善

传祺品牌大放异彩，新车 GS7、GS3 将进一步完善产品布局。上半年广汽自主品牌乘用车销量 25.09 万辆，同比大增 57.02%，延续了高增长势头。广汽自主品牌销量的高增长得益于以传祺 GS4 与 GS8 为代表的高品质、高性价比的 SUV 车型持续热销。爆款车型 GS4 上半年销量超 18 万辆，位居国内 SUV 销量榜第二位；中高端车型 GS8 上市后 3 个月即月销破万，但受制于变速箱供应能力不足，5-9 月的产能下滑至 7000 辆/月，预计四季度产能将恢复至万辆水平。全新的中高端 SUV GS7 及小型 SUV GS3 将于 8 月下旬上市，届时将进一步完善传祺 SUV 产品布局。随着新车上市以及明星车型持续热销，广汽自主全年销量有望突破 50 万辆。

（二）合资品牌进入上升通道

由于韩系车市场份额急剧下跌，日系车销量走强。广汽本田、广汽丰田凭借汉兰达、雅阁、冠道等车型销量的稳步增长，上半年分别实现销量 32.13 万辆及 21.95 万辆，同比增长 17.26%和 5.13%。下半年广汽本田、广汽丰田还将进一步推出新车及旧车改款，全年有望超越年初制定的 69 万辆和 43.5 万辆的销量目标。广菲克旗下拥有“Jeep”这一极具全球号召力的 SUV 品牌，目前国产 Jeep 已形成指南者、自由光、自由侠三款产品，完成了 13-30 万元价格区间的覆盖，受益于国内 SUV 浪潮，销量有望稳步增加，全年有望突破 20 万辆。广汽三菱由于新款国产欧蓝德和劲炫 ASX 的热销带动，上半年销量提升至 5.42 万辆，同比大增 181.69%，全年销量有望突破 10 万辆。

（三）广汽新能源有望延续“传祺”

17 年上半年受骗补核查等因素影响，新能源汽车产销分别为 21.20 万辆和 19.50 万辆，比上年同期分别增长 19.70%和 14.40%，虽不及预期但仍保持着较快的增长速度，下半年随景气度提升新能源汽车产销有望快速增长。另外，油耗与新能源汽车双积分政策也有望于年内推出，这将长期利好新能源汽车产业。

广汽集团全资设立的广汽新能源汽车有限公司，大踏步迈向新能源汽车领域，目前已拥有 20 万辆新能源乘用车产能。17 年上半年广汽乘用车推出了两款新能源车型 GA3S 混动版及 GS4 混动版。下半年还将推 GE3 纯电动版和 GA6 混动版。依托广汽自主品牌“传祺”在燃油车市场积累的良好的客户基础和技术储备，广汽新能源乘用车有望实现销量的快速增长，未来成为广汽乘用车新的增长点。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.59 元、2.02 元和 2.44 元。净资产收益率分别为 20.2%、21.2% 和 21.3%。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 30.3 元，相当于 2018 年 15 倍的动态市盈率。

四、风险提示

自主品牌新车销量不及预期；合资品牌新车投放速度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	29,418.2	49,417.7	68,755.1	88,791.9	112,144.9
减:营业成本	24,816.2	39,558.4	54,396.5	70,643.4	88,235.4
营业税费	923.9	1,518.8	2,062.7	2,727.1	3,418.5
销售费用	1,855.5	3,370.0	4,469.1	5,809.0	7,424.6
管理费用	2,047.5	2,748.9	3,781.5	4,794.8	6,055.8
财务费用	281.1	306.5	-604.8	-1,123.5	-1,610.8
资产减值损失	275.7	983.0	200.0	200.0	200.0
加:公允价值变动收益	11.3	52.2	-240.9	121.2	-0.5
投资和汇兑收益	4,835.2	5,847.9	6,500.0	8,000.0	8,500.0
营业利润	4,064.8	6,832.2	10,709.3	13,862.4	16,920.8
加:营业外净收支	342.1	218.6	341.1	336.6	333.6
利润总额	4,406.9	7,050.7	11,050.4	14,199.1	17,254.4
减:所得税	400.1	754.3	1,105.0	1,419.9	1,725.4
净利润	4,232.4	6,288.2	10,420.2	13,216.8	15,946.7

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	16,472.1	21,317.0	27,352.8	41,881.0	58,779.0
交易性金融资产	486.5	604.6	363.7	484.9	484.4
应收帐款	1,589.4	1,736.7	6,259.8	2,651.1	7,964.1
应收票据	1,097.6	2,066.3	1,047.6	3,583.9	2,452.3
预付帐款	435.8	779.2	1,083.4	1,154.5	1,687.7
存货	1,927.0	2,493.6	3,550.5	4,298.8	5,523.9
其他流动资产	5,999.2	5,973.8	5,151.7	5,708.2	5,611.2
可供出售金融资产	2,035.3	2,024.4	1,653.1	1,904.3	1,860.6
持有至到期投资	79.9	-	53.2	44.3	32.5
长期股权投资	18,455.9	22,635.7	22,735.7	22,835.7	22,935.7
投资性房地产	344.0	1,311.4	1,461.4	1,611.4	1,761.4
固定资产	7,952.8	11,018.1	11,338.6	11,359.1	11,079.6
在建工程	2,388.5	600.6	800.6	1,000.6	1,200.6
无形资产	4,241.0	4,951.9	4,360.1	3,608.4	2,696.6
其他非流动资产	3,660.9	4,579.0	3,744.8	3,647.4	3,619.9
资产总额	67,165.8	82,092.2	90,956.9	105,773.5	127,689.5
短期债务	3,934.2	1,216.1	-	-	-
应付帐款	10,136.8	14,731.2	21,805.2	25,337.9	32,534.2
应付票据	682.4	385.1	823.7	746.1	1,354.8
其他流动负债	3,913.3	7,989.3	7,565.2	7,557.4	8,891.4
长期借款	1,098.8	625.7	-	-	-
其他非流动负债	7,962.8	12,305.4	8,672.8	9,647.0	10,208.4
负债总额	27,728.4	37,252.8	38,866.9	43,288.4	52,988.8
少数股东权益	844.8	1,037.3	562.4	124.8	-292.9
股本	6,435.0	6,453.4	6,548.3	6,548.3	6,548.3
留存收益	32,085.8	36,909.6	44,979.4	55,812.0	68,445.3
股东权益	39,437.4	44,839.4	52,090.0	62,485.1	74,700.7

财务指标

（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	31.5%	68.0%	39.1%	29.1%	26.3%
营业利润增长率	50.8%	68.1%	56.7%	29.4%	22.1%
净利润增长率	32.8%	48.6%	65.7%	26.8%	20.7%
EBITDA 增长率	42.7%	55.3%	36.1%	24.6%	19.3%
EBIT 增长率	44.9%	64.3%	41.5%	26.1%	20.2%
NOPLAT 增长率	37.4%	61.3%	42.7%	26.1%	20.2%
投资资本增长率	26.8%	-3.7%	-9.3%	-15.3%	-21.1%
净资产增长率	9.2%	13.7%	16.2%	20.0%	19.5%
盈利能力					
毛利率	15.6%	20.0%	20.9%	20.4%	21.3%
营业利润率	13.8%	13.8%	15.6%	15.6%	15.1%
净利润率	14.4%	12.7%	15.2%	14.9%	14.2%
EBITDA/营业收入	20.2%	18.7%	18.3%	17.6%	16.7%
EBIT/营业收入	14.8%	14.4%	14.7%	14.3%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	41.3%	45.4%	42.7%	40.9%	41.5%
负债权益比	70.3%	83.1%	74.6%	69.3%	70.9%
流动比率	1.50	1.44	1.48	1.78	1.93
速动比率	1.40	1.34	1.37	1.65	1.80
利息保障倍数	15.46	23.29	-16.71	-11.34	-9.50
营运能力					
固定资产周转天数	97	69	59	46	36
流动营业资本周转天数	-67	-49	-59	-59	-57
流动资产周转天数	336	229	209	212	228
应收帐款周转天数	21	12	21	18	17
存货周转天数	28	16	16	16	16
总资产周转天数	792	544	453	399	375
投资资本周转天数	310	202	136	92	60
费用率					
销售费用率	6.3%	6.8%	6.5%	6.5%	6.6%
管理费用率	7.0%	5.6%	5.5%	5.4%	5.4%
财务费用率	1.0%	0.6%	-0.9%	-1.3%	-1.4%
三费/营业收入	14.2%	13.0%	11.1%	10.7%	10.6%
投资回报率					
ROE	11.0%	14.4%	20.2%	21.2%	21.3%
ROA	6.0%	7.7%	10.9%	12.1%	12.2%
ROIC	17.7%	22.5%	33.4%	46.4%	65.9%
分红指标					
DPS(元)	0.12	0.22	0.30	0.40	0.50
分红比率	18.2%	22.6%	19.0%	19.9%	20.5%
股息收益率	0.5%	0.8%	1.2%	1.6%	1.9%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,006.9	6,296.4	10,420.2	13,216.8	15,946.7
加:折旧和摊销	1,668.9	2,207.7	2,471.3	2,931.2	3,391.2
资产减值准备	275.7	983.0	-	-	-
公允价值变动损失	-11.3	-52.2	-240.9	121.2	-0.5
财务费用	701.3	1,036.4	-604.8	-1,123.5	-1,610.8
投资损失	-4,835.2	-5,847.9	-6,500.0	-8,000.0	-8,500.0
少数股东损益	-225.5	8.2	-474.9	-437.6	-417.7
营运资金的变动	-3,591.7	5,217.9	3,196.8	3,240.4	3,351.7
经营活动产生现金流量	5,081.8	5,498.4	8,267.8	9,948.6	12,160.6
投资活动产生现金流量	-3,078.2	-3,082.1	4,992.6	4,894.6	5,972.7
融资活动产生现金流量	-4,102.7	1,644.2	-7,224.6	-315.1	-1,235.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.65	0.97	1.59	2.02	2.44
BVPS(元)	5.94	6.74	7.87	9.52	11.45
PE(X)	39.9	26.8	16.3	12.9	10.7
PB(X)	4.4	3.9	3.3	2.7	2.3
P/FCF	185.1	21.3	21.7	9.5	8.2
P/S	5.7	3.4	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	26.3	16.3	11.4	8.2	6.0
CAGR(%)	47.2%	35.1%	50.3%	47.2%	35.1%
PEG	0.8	0.8	0.3	0.3	0.3
ROIC/WACC	1.6	2.0	3.0	4.2	6.0

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn