

毛利率创新高, 合资多点开花

投资要点

- **事件:** 公司发布三季度报告, 实现营业收入 516.3 亿元, 同比增长 50.2%, 归母净利 89.6 亿元, 同比增长 59.8%, 扣非后归母净利 88.8 亿元, 同比增长 61.7%。Q3 单季度实现收入 168.7 亿, 同比增长 30.2%, 归母净利 27.8 亿元, 同比增长 70.8%, 扣非后归母净利 27.5 亿元, 同比增长 74.5%。
- **自主品牌销量增速 47%, 远高于行业 2.4% 增速, 彰显车型强劲实力。** 随着广汽自主品牌销量基数增大后, 分季度销量及收入增速有所下滑, Q1-Q3 单季度销量增速分别为 68%、49% 和 29%, 收入增速分别为 66%、58% 和 30%。前三季度销量增速 46.8%, 收入增速 50.2%, 销量及收入增速远高于同期国内整体乘用车 2.4% 及自主品牌 4.1% 的增速, 彰显公司车型强劲实力。广乘销量 37.6 万辆, 其中传祺 GS4 销量 26.5 万辆, 增长 13.4% (17H1 增速 25%), 明星大 7 座 GS8 销量 7.2 万辆 (同期尚未上市), 继续引领国产品牌突破 18-20 万元天花板发展趋势。
- **Q3 毛利率创历史新高, 三费率有所提升, 前三季度“营业利润”增长 109%。** 公司 Q3 毛利率 24.2%, 创历史新高, 我们认为主要受益于规模效应以及 GS8 引领下的单车均价提升; 销售费用率同比、环比均提升 2pp 至 8.4%, 预计主要是车市表现相对低迷情况下, 增加销售推广费用所致; 管理费用率同比、环比提升 0.5pp、1.1pp。广汽本部营业利润 (营业利润剔除投资收益后) Q1-Q3 单季度分别为 18.6 亿、2.5 亿和 9.3 亿, 季度增速分别为 163%、-41% 和 194%, 季度波动较大, 我们分析如下: Q1 三费率仅有 8.9% (15 年以来季度平均值 13.2%), 为历史最低; Q2 三费率提升至 11.9%, 且资产减值损失达 9.3 亿 (前三季度共 10.3 亿); Q3 三费率 15.3%, 属最近 10 个季度的新高。总体上广汽本部营业利润呈现爆发式增长, 前三季度剔除投资收益后的营业利润合计 30.4 亿元, 同比增长 109%。
- **合资品牌增速可喜, 18 年广丰、广本高增长可期。** 前三季度, 依托冠道、欧蓝德、指南者的强劲表现, 广本、广菲克、广三同比增长 14.7%、48.2% 和 199%。今年广丰没有新车型情况下, 依然取得 8.2% 的增速, 超过上半年 5% 的增速。广丰、广本 18 年均有多款重磅车型推出, 高增长可期。
- **投资收益环比有所下滑, 但依然成就历史最佳。** 公司 Q1-Q3 单季度投资收益分别为 23.2 亿、23.7 亿、21.7 亿, 均超越以往年份的单季度投资收益。四家主力合资公司 Q1-Q3 单季度销量分别为 33.2 万辆、37.2 万辆和 37.2 万辆, Q3 环比 Q2 销量持平, 投资收益减少 8.3%, 我们预计也是增加销售推广费用和提高经销售点比例所致。
- **盈利预测与投资建议。** 公司毛利率提升超预期, 我们上调盈利预测, 预计公司 2017-2019 年摊薄 EPS 分别为 1.55 元 (1.36 元)、1.9 元 (1.81 元) 和 2.35 元 (2.24 元), 对应 PE 为 18 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 39%, 维持“买入”评级。广汽集团 (2238.HK) 收盘价 20.7 港元 (17.57 元人民币), 17-19 年摊薄后 PE 为 11.4 倍、9.3 倍和 7.5 倍, 建议积极关注。
- **风险提示:** 新推车型产品销量或不及预期; 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	11123.03	13648.45	16901.37
增长率	48.57%	76.89%	22.70%	23.83%
每股收益 EPS (元)	0.87	1.55	1.90	2.35
净资产收益率 ROE	14.04%	16.27%	17.36%	18.49%
PE	32	18	15	12
PB	4.52	2.95	2.56	2.21

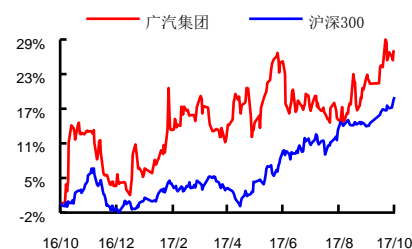
数据来源: Wind, 西南证券 (假设 17 年股本按 150 亿增发摊薄处理)

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

分析师: 张荫先
 执业证号: S1250517070001
 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)	65.08
流通 A 股(亿股)	42.95
52 周内股价区间(元)	22.36-28.72
总市值(亿元)	1,832.09
总资产(亿元)	918.41
每股净资产(元)	7.95

相关研究

1. 广汽集团 (601238): 二季度费用增加, 利于业绩长期增长 (2017-08-24)
2. 广汽集团 (601238): 车市逆流而上, 方显英雄本色 (2017-05-01)
3. 广汽集团 (601238): 业绩高速增长, 自主合资齐发力 (2017-03-31)
4. 广汽集团 (601238): 数据靓丽, 缔造“传祺” (2017-02-09)
5. 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	11173.31	13710.14	16977.77
营业成本	39558.35	54193.98	70159.06	75125.91	折旧与摊销	2207.68	1908.24	2122.01	2257.39
营业税金及附加	1518.84	2133.36	2765.95	3019.02	财务费用	306.48	1009.18	1066.94	1014.37
销售费用	3370.02	4372.96	5669.65	6188.40	资产减值损失	983.02	364.06	364.06	364.06
管理费用	2748.89	3678.84	4769.70	5206.11	经营营运资本变动	5829.94	3545.08	2549.59	1285.18
财务费用	306.48	1009.18	1066.94	1014.37	其他	-10125.14	-8798.96	-10044.84	-11563.06
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	9200.91	9767.90	10335.70
投资收益	5847.86	8314.43	9663.34	11169.95	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	9432.93	9549.77	11240.02
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	5632.93	7249.77	8940.02
营业利润	6832.16	12004.03	14896.61	18516.38	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	12286.96	15167.95	18782.78	股权融资	-157.01	15000.00	0.00	0.00
所得税	754.34	1113.65	1457.81	1805.01	支付股利	-1288.27	-1914.04	-3385.69	-4154.39
净利润	6296.38	11173.31	13710.14	16977.77	其他	6280.70	-2470.27	-1066.94	-1014.37
少数股东损益	8.16	50.28	61.70	76.40	筹资活动现金流净额	1644.16	19399.58	-4452.63	-5168.75
归属母公司股东净利润	6288.22	11123.03	13648.45	16901.37	现金流量净额	4134.50	34233.42	12565.04	14106.97
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	55550.45	68115.49	82222.46	成长能力				
应收和预付款项	4582.20	6339.71	8264.53	9052.90	销售收入增长率	67.98%	40.46%	29.65%	9.15%
存货	2493.56	3847.12	4932.45	5326.45	营业利润增长率	68.08%	75.70%	24.10%	24.30%
其他流动资产	6578.38	10312.46	12990.61	13728.71	净利润增长率	57.14%	77.46%	22.70%	23.83%
长期股权投资	22635.70	22635.70	22635.70	22635.70	EBITDA 增长率	55.39%	59.65%	21.21%	20.47%
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	13582.92	13909.41	14176.53	毛利率	19.95%	21.92%	22.04%	23.52%
无形资产和开发支出	7598.91	7540.92	7406.92	7196.93	三费率	13.00%	13.05%	12.79%	12.63%
其他非流动资产	3956.34	3972.11	3947.51	3936.37	净利率	12.74%	16.10%	15.23%	17.28%
资产总计	82092.22	124770.31	143299.06	159336.64	ROE	14.04%	16.27%	17.36%	18.49%
短期借款	1216.11	10000.00	10000.00	10000.00	ROA	7.67%	8.96%	9.57%	10.66%
应付和预收款项	13065.70	19840.82	25410.28	27027.90	ROIC	46.77%	95.43%	115.73%	145.85%
长期借款	625.67	625.67	625.67	625.67	EBITDA/销售收入	18.91%	21.50%	20.10%	22.18%
其他负债	22345.29	25644.31	28279.15	29875.72	营运能力				
负债合计	37252.78	56110.81	64315.10	67529.30	总资产周转率	0.66	0.67	0.67	0.65
股本	6453.36	7194.83	7194.83	7194.83	固定资产周转率	5.21	5.64	6.73	7.50
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	37345.26	47608.02	60355.00	存货周转率	16.23	15.76	15.18	13.98
归属母公司股东权益	43802.13	67571.92	77834.68	90581.66	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	1087.59	1149.28	1225.68	资本结构				
股东权益合计	44839.44	68659.51	78983.96	91807.34	资产负债率	45.38%	44.97%	44.88%	42.38%
负债和股东权益合计	82092.22	124770.31	143299.06	159336.64	带息债务/总负债	31.04%	36.26%	31.64%	30.13%
					流动比率	1.44	1.76	1.84	2.02
					速动比率	1.34	1.67	1.74	1.92
					股利支付率	20.49%	17.21%	24.81%	24.58%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	9346.32	14921.45	18085.57	21788.13	每股收益	0.87	1.55	1.90	2.35
PE	32.21	18.21	14.84	11.98	每股净资产	6.23	9.54	10.98	12.76
PB	4.52	2.95	2.56	2.21	每股经营现金	0.76	1.28	1.36	1.44
PS	4.10	2.92	2.25	2.06	每股股利	0.18	0.27	0.47	0.58
EV/EBITDA	17.62	10.74	8.14	6.12					
股息率	0.64%	0.95%	1.67%	2.05%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn