



## 股权激励获批, 未来增长可期

——广汽集团（601238）公司事件点评

2017年12月19日

推荐/维持

广汽集团

事件点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
孙浩然	研究助理	执业证书编号: S1480116070027
	sunhr@dxzq.net.cn	010-66554045

### 事件:

2017年12月13日, 广州汽车集团股份有限公司收到广州市人民政府国有资产监督管理委员会(下称: 市国资委)《广州市国资委关于同意广州汽车集团股份有限公司实施第二期股票期权激励计划的批复》。

2017年12月19日, 广州汽车集团股份有限公司发布授予对象名单。

### 观点:

广汽集团股权激励方案如下:

- 股票期权总量不超过4.5亿份, 即不超过公司总股本的7%。其中, 股权激励首次授予数量不超过4亿份, 占总授予量的90%。
- 股票期权首次授予的激励对象不超过2600人, 包括实施本计划时在任的公司董事(不含独立董事)、高级管理人员及对公司经营业绩发展有直接影响的其他管理人员、核心技术(业务)骨干人员。
- 首次授予的股票期权的行权价格为 28.4 元/股, 预留授予的股票期权行权价格在每次授予时按照本计划规定原则确定。
- 初次行权期在24个月之后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日止。行权的条件是2018年净利润较2016年增长率不低于12%, 净资产收益率不低于6%。主营业务收入占比不低于96%, 且三个指标都不低于同行业对标企业的75分位值; 2018年公司现金分红比例不低于25%。

### 我们分析如下:

1、公司基本面扎实稳健。自主品牌持续发力, 合资品牌稳健增长。

自主品牌持续发力。

- 广汽乘用车传祺系列销售火爆。广汽乘用车前11个月共销售46.50万辆, 同比增长38.41%。广汽乘用车2015年推出的传祺GS4成为明星车型, 在2016年SUV销量中名列第二。进入2017年以来, 销售依然火爆。2016年底推出传祺GS8每月销售7000辆, 延续传祺系列的传奇。

- **2017年新车型推出将带动销量增长。**根据公司年报，2017年将陆续推出传祺GS7、传祺GS3、MPVGM8、GA4、新能源GS4、纯电动GE3、GA6 PHEV、GA8 1.8T和GS4改款车型等多种新车型，预计将进一步带动广汽乘用车的销量增长。
- 公司产能有所突破。2016年广汽乘用车产能利用率达到104.43%，公司2017年虽不增加新产能但能基本保证目标销量的供应，公司2018年计划新增产能35-40万台可以保证之后业务的高速增长。

合资品牌稳定增长。

- **日系品牌广汽本田、广汽丰田、广汽三菱持续增长。**广汽本田前11个月销量达到64.01万辆，同比增长12.86%。其中凌派表现亮眼，2016年底新推出的讴歌、冠道也表现出了比较好的市场竞争力，成为新的销量增长点。广汽丰田方面，前11个月销量达到40.91万辆，同比增长5.12%，三季度增长发力。
- **美系品牌广汽菲亚高速增长。**广汽菲亚前11个月销量达到18.45万辆，同比增长40.46%。2016年下半年推出的自由侠以及年底推出的指南者成为增长的主要贡献者。

广汽集团利润增速远高于营收增速，得益于毛利率上移，超市场预期。广汽集团三季度上毛利率为 24.24%，高于去年同期毛利率 5%，使得的营收增长 30%的基础上，单季度净利润同比增长达 70%，远超市场预期。前三季度实现净利润 89.77 亿元，净利润同比增长 59.79%。

**2、股权激励行权价与当前股价出现明显倒挂，投资机会显现。**股权激励行权价是 28.4 元/股，而当前的股价是 24.18 元/股，折价比例达到 14.86%。

**3、A 股实际流通盘面较小。**广汽集团 A+H 股同时上市，共有 72.83 亿股本，其中 A 股上市股本有 50 亿股本，H 股有 22 亿股本。A 股 50 亿股本中，限售股有 7.53 亿，剩下 43.15 亿股流通股中有 39 亿为广州汽车工业集团所持有。考虑到广州汽车工业集团是国企，大规模减持概率很低，因此广汽 A 股实际流通盘可能仅 4 亿股。

公司 2017-2019 年 EPS 1.66 元/1.86 元/2.17 元，对应 PE 值为 14/12/11 倍，给予“推荐”评级。

**风险提示：广汽集团销量不及预期。**

**公司盈利预测表**

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	28008	34971	48968	57910	73756	<b>营业收入</b>	29418	49418	74691	92630	117720
货币资金	16472	21317	32219	39957	50780	<b>营业成本</b>	24816	39558	57512	72251	91822
应收账款	732	1155	1494	1853	2354	营业税金及附加	924	1519	2296	2847	3618
其他应收款	857	582	880	1091	1386	营业费用	1855	3370	5094	5845	7428
预付款项	436	779	779	779	779	管理费用	2047	2749	4153	5150	6545
存货	1927	2494	3309	4157	5283	财务费用	281	306	141	358	651
其他流动资产	1549	3408	3408	3408	3408	资产减值损失	275.74	983.02	300.00	300.00	300.00
<b>非流动资产合计</b>	39158	47121	51465	55048	58453	公允价值变动收益	11.27	52.22	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	18456	22636	24000	25000	26000	投资净收益	4835.1	5847.8	8000.0	9000.0	10000.0
固定资产	7952.7	#####	#####	18177.	21006.	<b>营业利润</b>	4065	6832	13196	14878	17356
无形资产	4241	4952	4457	4011	3610	营业外收入	396.36	295.52	300.00	300.00	300.00
其他非流动资产	518	418	418	418	418	营业外支出	54.24	76.96	80.00	80.00	80.00
<b>资产总计</b>	67166	82092	100433	112958	132209	<b>利润总额</b>	4407	7051	13416	15098	17576
<b>流动负债合计</b>	18667	24322	32770	35777	53470	所得税	400	754	1342	1510	1758
短期借款	3934	1216	11952	11582	24800	<b>净利润</b>	4007	6296	12075	13588	15818
应付账款	6674	8999	12605	15836	20125	少数股东损益	-225	8	20	20	20
预收款项	1262	1328	1328	1328	1328	归属母公司净利润	4232	6288	12055	13568	15798
一年内到期的非流	432	1022	1022	1022	1022	EBITDA	9405	13139	15327	17628	20579
<b>非流动负债合计</b>	9062	12931	12659	12659	3138	<b>BPS (元)</b>	0.66	0.98	1.66	1.86	2.17
长期借款	1099	626	626	626	626	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	6550	9721	9521	9521	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	27728	37253	45429	48436	56608	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	845	1037	1057	1077	1097	营业收入增长	31.47%	67.98%	51.14%	24.02%	27.09%
实收资本(或股本)	6435	6453	7283	7283	7283	营业利润增长	50.78%	68.08%	93.15%	12.75%	16.65%
资本公积	8949	8773	9651	9651	9651	归属于母公司净利润	91.70%	12.56%	91.70%	12.56%	16.44%
未分配利润	20866	25530	29147	33217	37957	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	38593	43802	53508	63006	74065	毛利率(%)	15.64%	19.95%	23.00%	22.00%	22.00%
<b>负债和所有者权</b>	67166	82092	100433	112958	132209	净利率(%)	13.62%	12.74%	16.17%	14.67%	13.44%
<b>现金流量表</b>			单位: 百万元			<b>总资产净利润(%)</b>					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE(%)</b>					
<b>经营活动现金流</b>	5082	5498	1844	8837	10817	<b>偿债能力</b>					
净利润	4007	6296	12075	13588	15818	资产负债率(%)	41%	45%	45%	43%	43%
折旧摊销	5058.6	6000.8	0.00	1945.6	2170.6	流动比率	1.50	1.44	1.49	1.62	1.38
财务费用	281	306	141	358	651	速动比率	1.40	1.34	1.39	1.50	1.28
应收账款减少	0	0	-339	-359	-502	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.66	0.82	0.87	0.96
<b>投资活动现金流</b>	-3078	-3082	901	3700	1700	应收账款周转率	33	52	56	55	56
公允价值变动收益	11	52	0	0	0	应付账款周转率	5.22	6.31	6.91	6.51	6.55
长期股权投资减少	0	0	-1708	0	-3000	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	4835	5848	8000	9000	10000	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.98	1.66	1.86	2.17
<b>筹资活动现金流</b>	-4103	1644	8158	-4799	-1694	每股净现金流(最新)	-0.33	0.63	1.50	1.06	1.49
应付债券增加	0	0	-200	0	-9521	每股净资产(最新摊)	6.00	6.79	7.35	8.65	10.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	18	829	0	0	P/E	36.45	24.55	14.54	12.91	11.09
资本公积增加	25	-175	878	0	0	P/B	4.01	3.54	3.27	2.78	2.37
<b>现金净增加额</b>	-2099	4060	10902	7738	10823	EV/EBITDA	15.99	11.15	7.36	8.96	7.33

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

### 孙浩然

中国人民大学金融研究生，2016年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。