

毛利率及盈利创新高, 夯实全年高增长基础

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布18年一季报, 实现营业收入194.5亿元, 同比增长15.2%; 毛利率24.5%, 同比增加0.7pp; 实现营业利润42.8亿元, 同比增长2.4%; 实现归母净利润38.8亿元, 同比增长1.3%; 单季度归母净利润、毛利率均创历史新高, 略超市场预期。
- **销量近50.8万辆(+11.2%)、市占率同比提升0.6pp至8.5%, 十代雅阁、大指挥官有望助力公司再创佳绩。** 根据中汽协数据, 18Q1我国狭义乘用车累计销量599万辆, 同比增长3.7%。公司Q1销售50.8万辆, 同比增长11.2%, 市场份额8.5%, 较17Q1和17年分别提升0.6pp和0.2pp。其中广本16.8万辆(+16.8%)、广乘14.9万辆(+22.7%)、广丰11.1万辆(-0.5%)、广菲克3.7万辆(-25.8%)、广三3.8万辆(+47.6%)。主力车型方面, 新款凯美瑞累计销售30509辆(+26%)、汉兰达19488辆(-28%)、自由光+自由侠18577辆(-47%)、九代雅阁42301辆(+46%)、冠道21457辆(+109%)、自主GM8销售4448辆、GS7/GS8销售27223辆(+3%)。4月份刚上市的十代雅阁、7座JEEP大指挥官有望助力公司产销数据再创佳绩。
- **季度净利润、毛利率再创新高, 夯实全年业绩高增长基础。** 随着公司销量持续攀升(+11.2%), 公司收入194.5亿(+15.2%); 毛利率24.5%创新高(同比+0.7pp、环比+1.9pp), 在车市低增速背景依然保持强大竞争实力; 销售费用率7.6%(同比+2.3pp, 环比+0.4pp), 同比增加主要是广汽乘用车市场推广相关费用增加所致; 管理费用率4.7%(同比+1.3pp, 环比-0.9pp), 同比增加主要是本期股权激励费用及无形资产摊销增加所致; 投资收益24.5亿元(+5.4%), 其中合营及联营企业投资收益24.3亿(+5.9%), 基本与公司剔除广汽乘用车销量后7%的销量增速相匹配; 剔除投资收益后的营业利润为18.3亿(-1%), 主要受三费率同比增加3.9pp影响; 经营性现金流净额-12.4亿, 我们认为主要是受资金到账节点影响, 公司17Q4单季度经营性现金流净额高达106亿(17年全年151亿)。
- **17年至今, 公司与爱信AW、腾讯、滴滴出行、日本电装、科大讯飞、华为、蔚来汽车、中国移动、小马智行等签订战略合作框架协议, 大大增强公司在新能源、智能驾驶、车联网及运营等领域的综合竞争力。** 其中与爱信AW签署《合营合同》, 出资成立AT合资公司, 项目总投资3.5亿美元; 合资公司注册资本为1.2亿美元, 其中广汽乘用车持股40%, 合资公司主要生产FF6速自动变速箱(AT), 计划年产40万台, 预计2020年内投产。与滴滴出行新能源运营公司——惠迪天津签署合作框架协议, 双方设立合资公司, 公司接受合资公司提出的智能电动车定制化需求, 承接设计开发和生产, 实现在未来出行服务和智能电动车研发及生产方面的进一步发展, 大大提升本公司综合竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年EPS分别为1.84元、2.31元和2.78元, 对应PE为10倍、8倍和6倍, 考虑公司未来三年业绩复合增速达到23%, 维持“买入”评级。广汽集团(2238.HK)收盘价14.34港元(11.57元人民币), 18-20年PE为6倍、5倍和4倍, 建议积极关注。
- **风险提示:** 新推车型产品销量或不及预期; 贸易争端或导致汽车工业政策变化。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	71574.94	91062.66	100994.34	121235.16
增长率	44.84%	27.23%	10.91%	20.04%
归属母公司净利润(百万元)	10786.22	13438.32	16826.13	20292.78
增长率	71.53%	24.59%	25.21%	20.60%
每股收益EPS(元)	1.48	1.84	2.31	2.78
净资产收益率ROE	15.37%	16.85%	18.18%	18.82%
PE	12	10	8	6
PB	1.87	1.65	1.42	1.22

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 张荫先
执业证号: S1250517070001
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn
联系人: 石川
电话: 023-67898871
邮箱: sc@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)	72.95
流通A股(亿股)	43.28
52周内股价区间(元)	17.27-28.72
总市值(亿元)	1,318.91
总资产(亿元)	1,196.02
每股净资产(元)	9.51

相关研究

1. 广汽集团(601238): 业绩符合预期, 各品牌全面盈利 (2018-03-30)
2. 广汽集团(601238): 毛利率创新高, 合资多点开花 (2017-10-28)
3. 广汽集团(601238): 二季度费用增加, 利于业绩长期增长 (2017-08-24)
4. 广汽集团(601238): 车市逆流而上, 方显英雄本色 (2017-05-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	71574.94	91062.66	100994.34	121235.16	净利润	10822.24	13499.06	16902.19	20384.51
营业成本	54778.01	71028.64	77265.58	92607.76	折旧与摊销	2385.01	2326.68	2495.11	2648.66
营业税金及附加	2547.75	3241.42	3594.95	4315.43	财务费用	315.52	828.46	927.51	886.66
销售费用	5199.76	6283.32	6867.62	8122.76	资产减值损失	1576.82	650.00	500.00	500.00
管理费用	4007.94	5008.45	5554.69	6667.93	经营营运资本变动	10658.92	538.15	2982.62	4970.38
财务费用	315.52	828.46	927.51	886.66	其他	-10660.62	-11374.01	-12778.12	-14790.46
资产减值损失	1576.82	650.00	500.00	500.00	经营活动现金流净额	15097.88	6468.34	11029.31	14599.76
投资收益	8327.73	10680.80	12213.68	14212.51	资本支出	-3266.86	-2300.00	-2300.00	-2300.00
公允价值变动损益	89.39	63.98	70.49	71.47	其他	6193.11	11597.96	12250.70	14293.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	2926.25	9297.96	9950.70	11993.19
营业利润	11806.51	14767.14	18568.17	22418.59	短期借款	109.77	8674.12	0.00	0.00
其他非经营损益	169.99	214.87	200.52	200.21	长期借款	-56.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	11976.49	14982.00	18768.69	22618.80	股权融资	16814.52	0.00	0.00	0.00
所得税	1154.26	1482.94	1866.50	2234.30	支付股利	-2080.03	-3235.87	-4031.50	-5047.84
净利润	10822.24	13499.06	16902.19	20384.51	其他	-5219.32	-2921.78	-927.51	-886.66
少数股东损益	36.02	60.75	76.06	91.73	筹资活动现金流净额	9568.08	2516.47	-4959.01	-5934.50
归属母公司股东净利润	10786.22	13438.32	16826.13	20292.78	现金流量净额	27542.55	18282.77	16021.01	20658.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	49467.95	67750.72	83771.72	104430.17	成长能力				
应收和预付款项	5674.24	7643.55	8373.73	10043.90	销售收入增长率	44.84%	27.23%	10.91%	20.04%
存货	3346.60	4523.06	4883.85	5928.45	营业利润增长率	72.81%	25.08%	25.74%	20.74%
其他流动资产	5996.63	9711.78	9657.51	11397.09	净利润增长率	71.88%	24.73%	25.21%	20.60%
长期股权投资	25720.72	25720.72	25720.72	25720.72	EBITDA 增长率	55.22%	23.54%	22.70%	18.02%
投资性房地产	1340.00	1330.47	1333.65	1332.59	获利能力				
固定资产和在建工程	13203.24	13593.24	13890.81	14110.82	毛利率	23.47%	22.00%	23.50%	23.61%
无形资产和开发支出	9548.36	9146.46	8668.56	8114.65	三费率	13.31%	13.31%	13.22%	12.93%
其他非流动资产	5304.68	5229.63	5234.95	5213.47	净利率	15.12%	14.82%	16.74%	16.81%
资产总计	119602.42	144649.63	161535.49	186291.87	ROE	15.37%	16.85%	18.18%	18.82%
短期借款	1325.88	10000.00	10000.00	10000.00	ROA	9.05%	9.33%	10.46%	10.94%
应付和预收款项	16615.66	23467.84	24920.15	29864.23	ROIC	122.07%	217.49%	289.62%	629.37%
长期借款	568.82	568.82	568.82	568.82	EBITDA/销售收入	20.27%	19.68%	21.77%	21.41%
其他负债	30678.09	30518.85	33081.70	37557.34	营运能力				
负债合计	49188.45	64555.51	68570.67	77990.38	总资产周转率	0.71	0.69	0.66	0.70
股本	7293.42	7294.84	7294.84	7294.84	固定资产周转率	6.18	7.29	7.89	9.49
资本公积	24747.75	24746.33	24746.33	24746.33	应收账款周转率	56.61	55.95	51.49	53.76
留存收益	36746.02	46948.47	59743.11	74988.05	存货周转率	17.20	17.07	15.63	16.41
归属母公司股东权益	69370.24	78989.65	91784.28	107029.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.41%	—	—	—
少数股东权益	1043.72	1104.47	1180.53	1272.26	资本结构				
股东权益合计	70413.97	80094.12	92964.81	108301.48	资产负债率	41.13%	44.63%	42.45%	41.86%
负债和股东权益合计	119602.42	144649.63	161535.49	186291.87	带息债务/总负债	19.51%	28.31%	26.65%	23.43%
					流动比率	1.76	1.72	1.90	2.01
					速动比率	1.66	1.63	1.81	1.92
					股利支付率	19.28%	24.08%	23.96%	24.88%
					每股指标				
					每股收益	1.48	1.84	2.31	2.78
					每股净资产	9.65	10.98	12.74	14.85
					每股经营现金	2.07	0.89	1.51	2.00
					每股股利	0.29	0.44	0.55	0.69
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	14507.03	17922.27	21990.79	25953.92					
PE	12.23	9.81	7.84	6.50					
PB	1.87	1.65	1.42	1.22					
PS	1.84	1.45	1.31	1.09					
EV/EBITDA	5.78	4.07	2.58	1.39					
股息率	1.58%	2.45%	3.06%	3.83%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn