

現價：HK\$7.06

潛在上升空間：+7.6%

目標價：HK\$7.60 ↓

汽車整車行業

廣汽集團 (2238.HK)

日系車仍然是公司盈利核心

落后

同步

领先

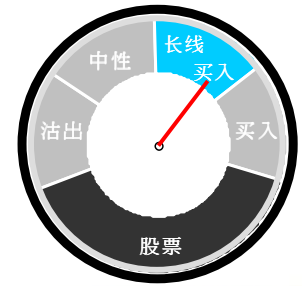
公司估值表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入 (RMB 百萬元)	12,964	18,824	22,376	27,173	31,089
變化(%)	18	45	19	21	14
淨利潤 (RMB 百萬元)	1,134	2,653	3,185	3,867	4,726
變化(%)	(73)	134	20.1	21.4	22.2
每股基本盈利 (RMB)	0.178	0.412	0.495	0.601	0.734
變動 (%)	(74)	131	20.1	21.4	22.2
市盈率 (x)	33.0	13.6	11.3	9.3	7.6
每股資產淨值 (RMB)	5.039	5.302	5.621	6.062	6.579
市淨率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
每股股息 (元)	0.090	0.160	0.173	0.210	0.257
息率 (%)	1.5	2.9	3.1	3.8	4.6

資料來源：公司資料、交銀國際

- 14年淨利潤增長20.1%**。廣汽集團2014年銷售收入223.75億元，同比增長18.9%。歸屬於母公司淨利潤為31.85億元，同比增長20.1%。每股收益0.49元，低於我們的預期5.6個百分點。收入實現增長主要是由於受廣汽自主品牌銷量增長推動，而利潤增速高於收入，主要是自主品牌減虧的影響，其中政府補貼的調節也是重要因素。
- 廣豐和廣本仍然是投資收益主要貢獻者**。2014年公司投資收益為41.8億元，同比增長4%。其中廣汽豐田和廣汽本田仍然是主要利潤貢獻者，廣汽豐田/廣汽本田淨利潤分別貢獻19.82億元/13.06億元，分別同比增長8.4%/22.9%，廣汽豐田增長主要是受到規模效應推動盈利能力復蘇有關；廣汽本田利潤下降主要是產品競爭力下降，銷量表現較差以及盈利能力減弱。廣汽三菱實現扭虧，14年貢獻1個億利潤，而上年為虧損1個億。三菱扭虧一方面由於銷量增長，另外一方面由於日元貶值受益，三菱有40%零部件來自於進口。廣汽菲亞特仍然虧損，14年貢獻虧損3.58億元，較上年的3.72億元略有收窄。
- 自主品牌虧損幅度縮窄**。14年自主品牌的虧損有所縮窄，14年剔出投資收益後的淨利潤為虧損9.95億元，而上年同期為虧損13.67億元。自主品牌減虧有兩方面原因，一是由於政府補貼的影響。14年包括政府補貼在內的其他收入有3.45億元，而13年由於資產處置虧損4.3億元。二是由於自主品牌銷量增加，帶來毛利率提升。2014年廣汽乘用車汽車銷售11.7萬輛（剔出獵豹），同比增長38%。新車毛利率從上年的10.6%提升至11.4%。
- 15年看廣本和廣汽乘用車，16年看廣菲**。15年新車型方面，廣汽乘用車主要是GA3 S視界14年貢獻1個季度，15年貢獻全年；GA6 14年12月份上市，15年貢獻全年；GS 4 1.3T版可能與上海車展上市，1.5T版可能年底上市。廣豐新車型，全新凱美瑞，1月份上市，2.0L的動力系統全面升級了，具有較強的競爭力；漢蘭達換代有望4月份推出，雷凌混動款也可能下半年推出。廣汽本田15年會推出鋒範的換代產品。廣汽菲亞特在15年底會有SUV上市。16年來看，比較確定新車型有，廣菲有2款SUV上市，上下半年各一款；本田將有謳歌的國產車型，另外可能有混動車型上市。總體上看，15年廣本和自主銷量增速比較高，16年看吉普車型表現。
- 可轉債發行短期會攤薄每股盈利**。公司計劃發行可轉債，募集資金60億元，主要用於廣汽菲亞特產能擴建，廣豐漢蘭達換代建設、自主品牌產能擴建及其他項目的資金需求。可轉債的發行目前仍然在有關部門的審批過程當中。可轉債的發行對公司有著重要的意義，發可轉債可以解決資金需求，公司的各個項目得以順利開展；但可轉債未來有轉股需求，這將會攤薄每股收益。根據公告的假設，按照每股9.85元的轉股價，公司的股本將擴大11.2%，由於資金投入有一定的滯後效應，公司的淨資產收益率也會受到影響。
- 維持長線買入投資評級**。由於年報業績低於預期，同時銷量情況，我們對盈利預測做了調整，調整後的2015/16年的每股收益分別為0.60元/0.73元，分別下調3.0%/6.7%。由於盈利預測變動，我們將目標價下調至7.6港元，對應10倍的15年市盈率。維持長線買入評級。
- 風險提示**。股價下行風險主要來自於銷量低於預期以及合資公司利潤率水平低於預期。

從彭博信息下載本公司之研究報告：BOCM <enter>



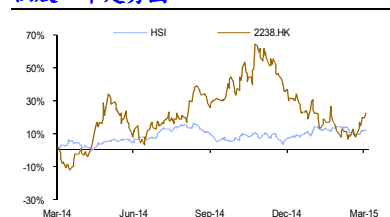
- 14年淨利潤增長20.1%
- 廣豐和廣本仍然是投資收益主要貢獻者。
- 自主品牌虧損幅度縮窄。
- 15年廣本和廣汽乘用車，16年看廣菲。
- 維持長線買入投資評級。

股份資料

52周高位 (HK\$)	9.87
52周低位 (HK\$)	6.58
市值 (百萬港幣)	67,195
發行股數 (百萬)	6435.02
日成交量 (百萬港幣)	6.58
1個月內變化 (%)	(5.11)
年初至今變化 (%)	-
50天平均價 (HK\$)	7.15
200天平均價 (HK\$)	7.78
14天強弱指數	48.44

資料來源：Bloomberg

個股1年走勢圖



資料來源：Bloomberg

姚煒

wei.yao@bocomgroup.com

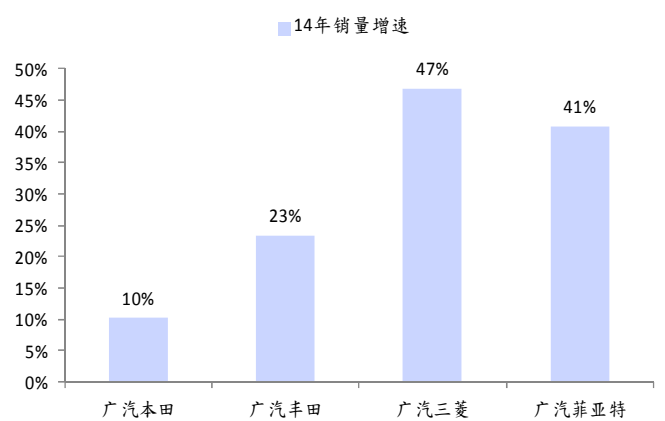
電話：(8621) 6065 3675

圖表 1: 14 年損益表分析

單位, 百萬元	2013	2014	同比增長	說明
收入	18,824	22,376	18.9%	
成本	(16,830)	(19,829)	17.8%	
毛利	1,994	2,547	27.7%	
毛利率	10.6%	11.4%		銷量增長
銷售費用	(1,071)	(1,841)	71.9%	物流費用及促銷費用等增加
管理費用	(1,713)	(1,874)	9.4%	
利息收入	374	318	-15.0%	
其他收入	(433)	345		政府補貼增加
經營虧損	(848)	(504)	-40.6%	
財務費用	(645)	(745)	15.5%	
利息收入	103	121	17.7%	
享有共同控制實體利潤的份額	4,020	4,181	4.0%	合資公司利潤貢獻
稅前利潤	2,629	3,053	16.1%	
所得稅	(101)	(126)	25.1%	
利潤總額	2,529	2,926	15.7%	
少數股東權益	(124)	(259)	108.2%	
淨利潤	2,653	3,185	20.1%	
剔除投資收益	(1,368)	(996)	-27.2%	政府補貼及自主毛利率回升

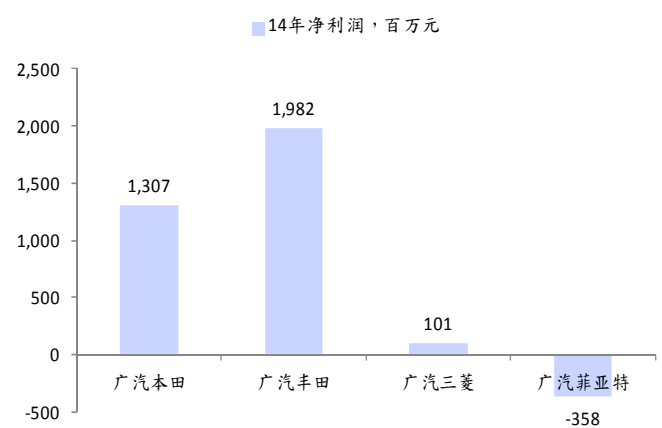
資料來源: 公司資料, 交銀國際

圖表 2: 14 年合資公司銷量增速



資料來源: 公司資料, 交銀國際

圖表 3: 14 年合資公司淨利潤分佈



資料來源: 公司資料, 交銀國際

公司背景

廣汽集團是一家A+H兩地上市的公司，2010年8月30日，廣汽集團正式香港掛牌。12年3月29日，廣汽集團通過吸收合併廣汽長豐的形式回歸A股。廣汽集團主要產品包括乘用車、商用車、發動機及其他汽車零部件和汽車相關服務。廣汽集團旗下有眾多企業，不過盈利來源主要來自於投資收益，投資收益貢獻大的企業主要包括：廣汽本田、廣汽豐田、廣汽菲亞特及廣汽三菱等。2014年公司的淨利潤為31.85億元，其中投資收益41.8億元。

廣汽集團 (2238.HK): 財務報表

損益表 (RMB m)

年結于12月31日	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入	12,964	18,824	22,376	27,173	31,089
營業成本	(11,103)	(15,075)	(12,875)	(21,661)	(24,412)
息稅折舊前利潤	1,861	3,749	9,501	5,513	6,677
EBITDA margin(%)	14.4	19.9	42.5	20.3	21.5
折舊及攤銷	668	951	1,161	1,436	1,700
EBIT	1,193	2,798	8,341	4,077	4,977
EBIT margin(%)	5.1	5.1	5.2	5.3	5.5
利息收入	336	476	439	511	545
融資成本	(529)	(645)	(2,362)	(823)	(921)
淨利息支出	193	169	5,288	312	376
稅前利潤	1,000	2,629	3,053	3,765	4,601
所得稅開支	65	(101)	(126)	(151)	(184)
經營利潤	1,065	2,529	2,926	3,614	4,417
少數股東權益	69	124	259	253	309
淨利潤 (百萬元)	1,134	2,653	3,185	3,867	4,726
淨利潤率 (%)	8.7	14.1	14.2	14.2	15.2

資產負債表 (RMB m)

年結于12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
總資產	49,434	57,843	62,372	69,526	75,917
流動資產	20,274	26,514	26,974	30,442	33,459
現金及短期投資	9,316	14,083	10,268	12,596	13,715
定期存款	5,559	4,665	7,422	7,609	8,083
受限制現金	668	291	674	679	684
應收票據及賬款	3,303	4,725	5,515	6,562	7,255
存貨	1,397	2,036	2,661	2,659	3,383
其它流動資產	31	713	434	338	338
非流動資產	29,160	31,329	35,398	39,083	42,458
土地使用權	1,065	1,151	1,501	1,554	1,609
固定資產淨值	9,927	7,366	8,536	10,423	11,737
無形資產	3,076	3,084	3,997	4,373	4,639
長期投資	16,882	18,425	18,693	20,052	21,780
其他非流動資產	2,209	1,304	2,670	2,682	2,693
總負債	17,370	23,727	26,203	30,510	33,568
流動負債	9,030	18,059	20,222	23,603	26,214
應付賬款	6,376	8,637	10,645	12,153	13,742
短期借款	2,515	9,397	9,541	11,413	12,436
其他流動負債	139	25	37	37	37
長期負債	8,340	5,668	5,981	6,908	7,354
長期借款	7,776	4,775	4,769	5,435	5,596
其他負債	564	893	1,212	1,473	1,758
淨資產	32,064	34,116	36,169	39,015	42,349
股東權益總額	31,142	33,311	35,373	38,064	41,316
少數股東權益	922	805	796	952	1,033
股東權益總額	32,064	34,116	36,169	39,015	42,349

資料來源：公司資料、交銀國際

現金流量表 (RMB m)

年結于12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
經營活動現金流	485	548	348	1,075	765
淨利潤	1,134	2,653	3,185	3,867	4,726
折舊及攤銷	668	951	1,161	1,436	1,700
營運資本變動	1,555	566	210	458	166
其他營業資產及負債變動	(2,872)	(3,622)	(4,208)	(4,686)	(5,827)
投資活動現金流	2,329	708	(3,252)	(107)	612
資本支出淨額	(2,948)	(1,904)	(3,845)	(3,756)	(3,340)
資產處置	16	257	0	0	0
長期投資變動	(515)	(975)	(184)	(374)	(401)
已收股利	3,642	3,026	3,603	3,876	4,463
定期存款減少	3,045	873	(2,757)	(186)	(475)
其他資產變動	(911)	(569)	(68)	333	365
自由現金流	(2,463)	(1,356)	(3,497)	(2,681)	(2,575)
融資活動現金流	(1,749)	3,512	(909)	1,359	(258)
股本變動	0	0	0	0	0
負債變動	38	4,041	138	2,538	1,184
已付股息	(1,757)	(538)	(1,089)	(1,210)	(1,474)
其它長期資產變動	(31)	9	42	31	31
現金及現金等价物變動	1,065	4,767	(3,813)	2,326	1,119
外匯變動影響	11	(0)	(2)	1	1

財務比率

年結于12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
利潤率 (%)					
毛利率	5.3	10.6	11.4	11.9	12.5
營業利潤率	(9.0)	(4.5)	(2.3)	(1.4)	(1.3)
息稅折舊前利潤率	14.4	19.9	42.5	20.3	21.5
息稅前利潤率	5.1	5.1	5.2	5.3	5.5
淨利潤率	8.7	14.1	14.2	14.2	15.2
盈利能力分析 (%)					
淨資產收益率	3.5	7.8	8.8	9.9	11.2
資產收益率	2.3	4.6	5.1	5.6	6.2
ROCE	3.0	7.0	19.8	8.9	10.0
ROIC	2.2	6.7	(7.6)	8.4	9.6
其他					
EBITDA/利息支出 (倍)	3.5	5.8	4.0	6.7	7.3
淨負債率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
平均存貨周轉天數 (天)	44	37	43	41	41
平均應收賬款周轉天數 (天)	88	78	84	81	81
平均應付賬款支付天數 (天)	155	163	177	174	174
股息支付率	51	39	35	35	35

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網絡新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文嫻 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張雨璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。