

2018年1月18日

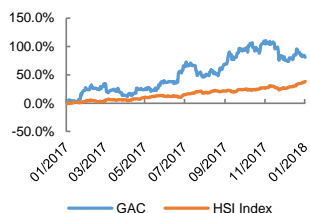
声明：本报告中的所有市场数据均截止于2018年1月15日。本报告为中文翻译缩略版，发布时间较英文版有所延迟，英文报告发布日期为2018年1月16日。如有差异之处请参考英文原版。

买入 首次覆盖

市场数据：2018年1月15日

收盘价 (港币)	18.10
目标价 (港币)	24.00
HSCEI	12,470
HSCCI	4,594
52周高/低 (港币)	22.05/9.90
市值 (亿美元)	208.43
市值 (亿港元)	1628.34
流通股 (百万股)	7,283
汇率 (港币/人民币)	0.83

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

张程
A0230517090003
BFR269
zhangcheng@swiresearch.com

三足鼎立

广汽集团 (2238.HK)

财务数据及盈利预测

人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	29,418	49,418	62,011	82,512	88,981
同比增长率 (%)	13.2	68.0	25.5	33.1	7.8
净利润 (百万元)	4,212	6,288	10,806	14,044	15,064
同比增长率 (%)	43.1	49.3	71.9	30.0	7.3
每股收益 (元)	0.65	0.98	1.48	1.93	2.07
摊薄每股收益 (元)	0.65	0.95	1.46	1.90	2.04
净资产收益率 (%)	11.1	14.9	19.1	19.1	17.9
资产负债率 (%)	17.7	18.0	13.9	12.6	11.2
股息率 (%)	0.7	0.5	0.8	1.5	2.5
市盈率 (倍)	23.0	15.4	10.1	7.8	7.3
市净率 (倍)	2.4	2.2	1.6	1.4	1.2
EV/Ebitda (倍)	64.2	30.4	16.9	12.3	11.2

注：“摊薄每股收益”是假设所有已发行可转换证券（如可转换优先股、可转换债券、股票期权和认股权证等）都已行权的情况下计算。市盈率由收盘价除以各年每股收益计算而得。

投资要点：

广州汽车集团股份有限公司（简称广汽集团）成立于2005年6月，广汽集团旗下共有广汽乘用车、广汽本田、广汽丰田、广汽三菱、广汽菲亚特克莱斯勒、广汽研究院等数十家知名企业及研发机构。我们预期2018年广汽集团将受益于产品结构改善及盈利水平提升，实现收入利润的稳健增长。我们采用分部估值法 (SoTP)，给予目标价港币24.00元。鉴于32.6%的上升空间，我们首次覆盖给予买入评级。

自主及日系品牌份额上升。17年前11月，自主品牌市场占有率同比上升0.7个百分点至43.4%，主要原因在于自主品牌高端SUV需求扩张。日系品牌17年前11月销量同比增长12.5%，而韩系、法系品牌销量大幅下滑。我们预期，由于产品力提升，18年日系品牌仍将获得更多市场份额。我们预期广汽集团将受益于自主及日系品牌份额提升，实现收入及利润稳健增长。

自主品牌升级。2010年广汽成功推出自主品牌传祺，随着品牌知名度提高，传祺2017年销量达50.7万台，4年复合增长率高达46.8%。受新车周期驱动 (GS8产能爬坡，GM8成功上市，GS4于18年初中期改款)，我们预期传祺销量将达到18年67.9万台 (同比增长34.0%)，19年72.5万台 (同比增长6.7%)。同时，由于高端车型占比由17年21.3%升至18年29.5%，传祺产品结构不断改善，平均单价有望升至9.2万元 (同比增长1.4%)。因此，我们预期传祺综合毛利率由16年17.9%升至17-18年22.3%，19年22.4%。

日系持续发力。2014-2017年，广汽丰田受制于有限的产能，销量维持较弱增长，2017年产能利用率高达116%。2018年广汽丰田将新增产能10万台/年，总产能扩大26.3%至48万台，产能瓶颈有望得到解决，满足新车型上市规划。我们预计广汽丰田18年实现销量50.5万台 (同比增长14.1%)，19年52.8万台 (同比增长4.6%)。由于高端SUV冠道需求爆发，广汽本田2017年实现销量70.5万台 (同比增长10.4%)，同时产能利用率由16年106%升至17年118%，产能瓶颈将制约广汽本田销量增长。我们预计广汽本田18年实现销量70.9万台 (同比增长0.6%)，19年71.6万台 (同比增长1.1%)。然而，考虑到产品结构上移，我们预期广汽本田净利率由17-18年6.5%升至19年7.0%。

首次覆盖，给予买入评级。我们预期2018年广汽集团将受益于产品结构改善及盈利水平提升，实现收入利润的稳健增长。我们预计17年摊薄EPS为人民币1.46元 (同比增长53.7%)，18年EPS为人民币1.90元 (同比增长30.1%)，19年EPS为人民币2.04元 (同比增长7.4%)。我们采用分部估值法 (SoTP)，给予目标价港币24.00元。鉴于32.6%的上升空间，我们首次覆盖给予买入评级。

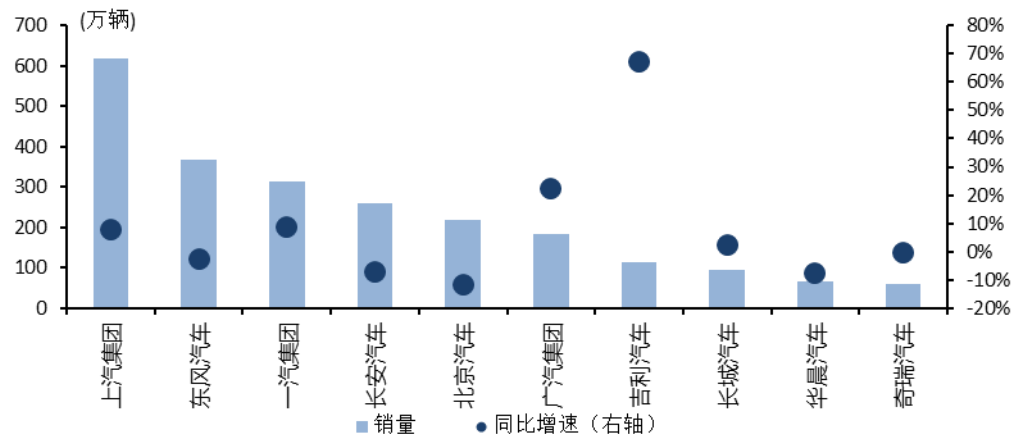
公司简介

2005年6月广汽集团成立，是首家在沪港两地上市的国有车企。公司业务涵盖整车（汽车及摩托车）及零部件研发、制造、汽车商贸服务、汽车金融等业务，并获得非银行保险、保险经纪、汽车金融和租赁牌照。2016年广汽集团总收入达494亿元，其中乘用车销售收入占68%，商贸服务、售后及物流服务占30%，金融及其他服务占2%。

广汽持有或直接投资于多家子公司及合资公司，包括广州汽车集团乘用车（广汽乘用车）、广汽本田、广汽丰田、广汽三菱、广汽菲亚特克莱斯勒（广汽菲亚特）、广汽研究院。

2017年前11个月，公司汽车销量达180万辆（同比增长23%），较行业整体增速高19.4个百分点。与其他大型车企相比，广汽销量增长强劲，公司与国内前五大车企的差距进一步缩小。2017年12月29日，公司宣布2018年计划实现10%以上的汽车销量增长，超出我们对汽车行业销量同比增长1.7%的预期。因此，我们预计2018年底广汽有望跻身前五大车企。

图 1: 2017年1-11月中国前10大车企销量



资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

我们认为未来几年广汽将继续发展五大业务，即研发、整车制造、零部件制造、商贸服务及金融服务，重点打造自主品牌，进一步推进自主品牌走向国际市场。公司计划到2020年实现整车产量240万辆，营收超4000亿元，税前利润超500亿元。

为实现2020年经营目标，广汽集团在新能源汽车、智能网联汽车、自动驾驶技术、汽车通信服务及售后服务等方面与国内外知名企业合作，合作对象包括腾讯（700：HK - 买入）、华为和中国移动（941：HK - 未评级）。我们认为与上述领域的龙头企业合作将助力广汽集团的发展，增强2018-20年公司新一代汽车产品的竞争力。

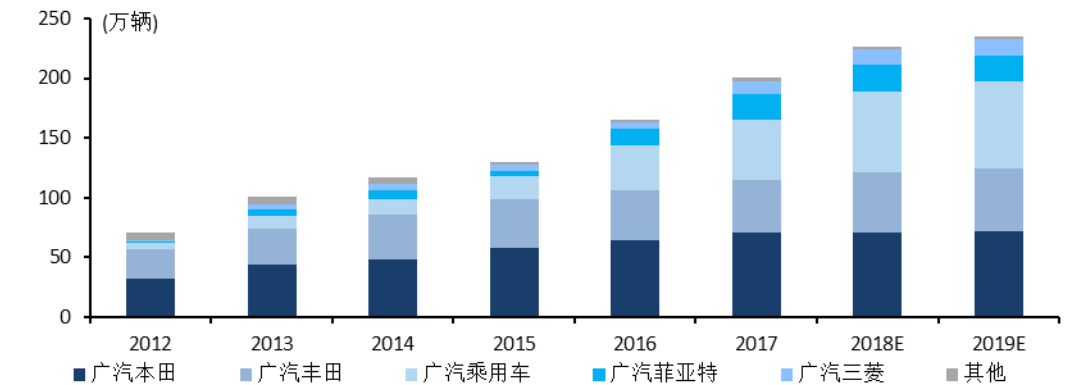
图 2: 2017 年广汽集团与其他公司广泛合作



资料来源: 公司网站, 申万宏源研究

得益于自主品牌的爆发增长, 广汽乘用车、广汽本田和广汽丰田成为公司三大营收来源, 合计占公司 2017 年乘用车销量的 82.8%。我们预计 2018-19 年上述三者的销量占比分别达 83.7%和 83.9%。

图 3: 广汽集团乘用车销量分布



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

我们预计公司乘用车总销量 2018 年将达 226 万辆（同比增长 13.0%），2019 年达 235 万辆（同比增长 3.8%）。2018-19 年广汽丰田和广汽乘用车有望成为销量增长的主要驱动力，增长动能来自产能扩大以及竞争力强的新车上市，包括第八代丰田凯美瑞、传祺 GM8 和传祺 GS7。相反，受制于产能瓶颈，我们预计 2018 年广汽本田销量增速将放缓。另外，考虑到广汽菲亚特和广汽三菱聚焦专业越野 SUV 市场，市场需求有限，我们预计两者今年销量将继续保持低单位数增长。

图 4：广汽集团乘用车销量预估

(辆)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
广汽本田	316,405	435,480	480,060	580,068	638,791	705,010	708,923	716,400
广汽丰田	250,088	303,088	374,108	403,088	421,800	442,380	504,963	527,998
广汽乘用车	58,683	109,000	134,716	195,134	372,034	508,586	678,992	724,806
广汽菲亚特	11,288	48,375	68,090	39,488	146,439	205,177	215,493	220,649
广汽三菱	2,574	43,035	63,199	56,317	55,888	117,388	132,516	137,493
其他	73,197	65,637	52,137	25,565	15,143	22,495	20,000	20,000
总销量	712,235	1,004,615	1,172,310	1,299,660	1,650,095	2,001,036	2,260,887	2,347,347
同比增速								
广汽本田		37.6%	10.2%	20.8%	10.1%	10.4%	0.6%	1.1%
广汽丰田		21.2%	23.4%	7.7%	4.6%	4.9%	14.1%	4.6%
广汽乘用车		85.7%	23.6%	44.8%	90.7%	36.7%	33.5%	6.7%
广汽菲亚特		328.6%	40.8%	-42.0%	270.8%	40.1%	5.0%	2.4%
广汽三菱		1571.9%	46.9%	-10.9%	-0.8%	110.0%	12.9%	3.8%
其他		-10.3%	-20.6%	-51.0%	-40.8%	48.6%	-11.1%	0.0%
总销量		41.1%	16.7%	10.9%	27.0%	21.3%	13.0%	3.8%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

广汽集团乘用车产能从 2017 年中的 185 万辆扩大到 2017 年末的 210 万辆，广汽丰田及广汽乘用车分别增加产能 10 万辆及 15 万辆。随着产品储备增加，广汽集团计划逐渐投产新产能，包括广汽丰田生产基地（产能为 22 万辆）及广汽乘用车新能源汽车生产基地（20 万辆）。

过去三年广汽本田、广汽丰田及广汽乘用车均出现产能紧张的现象，主要因国内领先的自主品牌需求快速增加，且公司与日系车企的合资公司扩产计划较为谨慎。鉴于目前公司主要产品的需求旺盛，我们预计其产能利用率将从 2017 年的 97% 升至 2018 年的 109%。

图 5：广汽集团乘用车产能

(万辆)	2012	2013	2014	2015	2016	1H17	2017	2018E
广汽本田	48	48	48	60	60	60	60	60
广汽丰田	38	38	38	38	38	38	48	48
广汽乘用车	10	15	25	20	37	37	37	37
广汽乘用车（杭州）	0	0	0	0	2	2	15	15
广汽菲亚特	14	14	14	16	33	33	33	33
广汽三菱	5	5	13	10	10	10	10	10
本田汽车（中国）	6	6	6	6	6	6	6	6
广州吉奥汽车	13	7	7	7	0	0	0	0
总产能	134	133	151	157	185	185	208	208

资料来源：公司数据，申万宏源研究

注：标准产能系基于一天两班（每班 8 小时）工作制

图 6：广汽集团产能利用率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
广汽本田	64%	91%	107%	93%	106%	118%	118%
广汽丰田	66%	80%	100%	106%	111%	91%	105%
广汽乘用车	55%	75%	55%	94%	104%	140%	132%
广汽菲亚特	10%	34%	49%	24%	46%	64%	66%
广汽三菱	4%	85%	51%	56%	57%	122%	133%
合计	52%	76%	81%	81%	90%	97%	109%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

广汽集团全资子公司广汽乘用车纳入其合并报表，公司持股 50%的合资公司，例如广汽本田、广汽丰田、广汽菲亚特和广汽三菱采用权益法，将其享有的利润份额作为投资收益。

2017 年上半年公司总营收达 348 亿元（同比增长 62.2%），税前利润（不考虑合资公司的投资收益）为 27 亿元（同比增长 68.4%），主要得益于广汽乘用车销量强劲增长以及公司产品线向高端车型倾斜。加上合资公司贡献的 46 亿元（同比增长 45.4%），2017 年上半年广汽集团净利润达 63 亿元。

凭借竞争力更强的车型上市以及产品组合优化，我们预计未来几年公司的三大营收支柱（广汽乘用车、广汽本田和广汽丰田）将保持稳健增长。我们预计 2017-19 年公司营收将达 620 亿元（同比增长 25.5%）、825 亿元（同比增长 33.1%）及 890 亿元（同比增长 7.8%），2017-19 年净利润将分别达 108 亿元（同比增长 71.9%）、140 亿元（同比增长 30.0%）及 151 亿元（同比增长 7.3%）。

图 7：广汽集团营收



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 8：广汽集团净利润

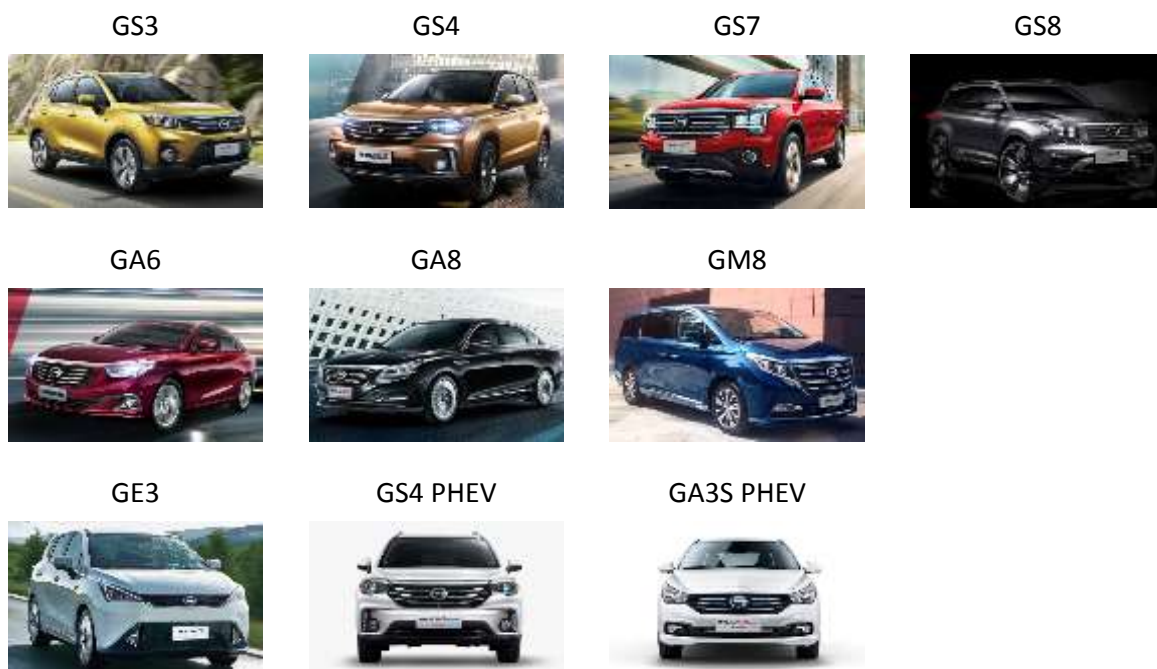


资料来源：公司数据，申万宏源研究

自主品牌

广汽乘用车成立于 2008 年 7 月，注册资本为 42 亿元。公司自 2010 年 9 月一期产能（年产能 10 万辆）投产后，以自主品牌传祺推出一系列乘用车。

图9：广汽乘用车主要车型



资料来源：公司网站，申万宏源研究

随着公司品牌打响知名度，过去四年广汽乘用车销量年复合增长率达46.8%，2017年合计销售50.7万辆。我们预计广汽乘用车将逐步覆盖大中型车型，集中精力研发前沿技术和产品。

受益于GS8产能爬坡，GM8成功上市及GS4中期改款，我们预期广汽乘用车销量将达到2018年67.9万辆(同比增长34.0%)，2019年72.5万辆(同比增长6.7%)。

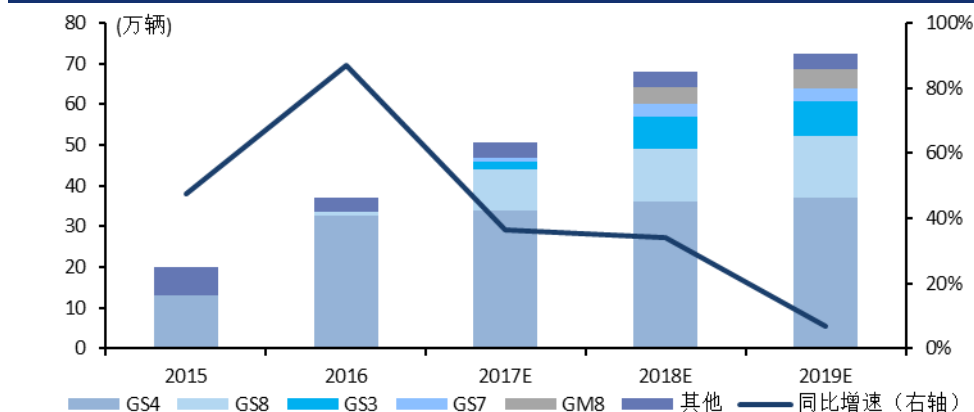
图10：广汽乘用车销量预估

(辆)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
GS4	131,253	327,006	340,086	360,491	371,306
GS8		9,006	100,000	130,000	149,500
GS3			20,000	80,000	88,000
GS7			8,000	30,000	31,500
GM8				40,000	46,000
其他	67,421	35,159	38,500	38,500	38,500
总销量	198,674	371,171	506,586	678,992	724,806
同比增速	47.5%	86.8%	36.5%	34.0%	6.7%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

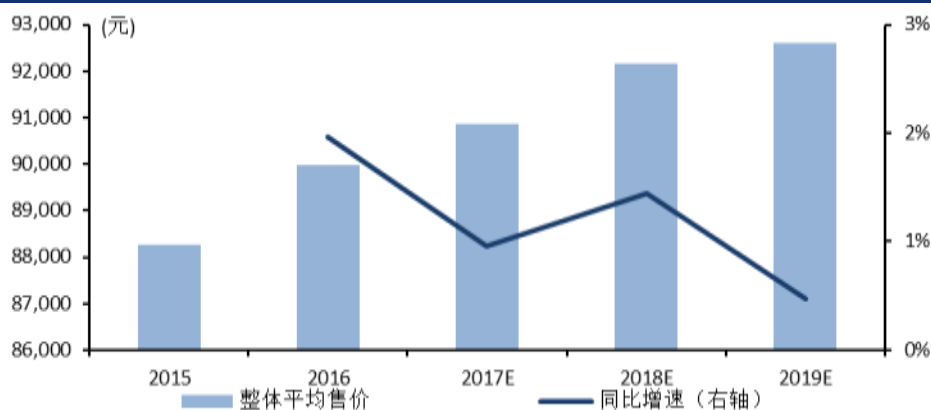
由于大型车的数量增加，公司高端产品(GS8、GS7及GM8)在产品结构中的占比逐步提升，这三款车型的销售比重将从2017年的21.3%升至2018年的29.5%，整体平均售价将同比攀升1.4%至9.2万元。

图 11：广汽乘用车销量分布，按车型分



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 12：广汽乘用车整体平均售价



资料来源：公司数据，申万宏源研究

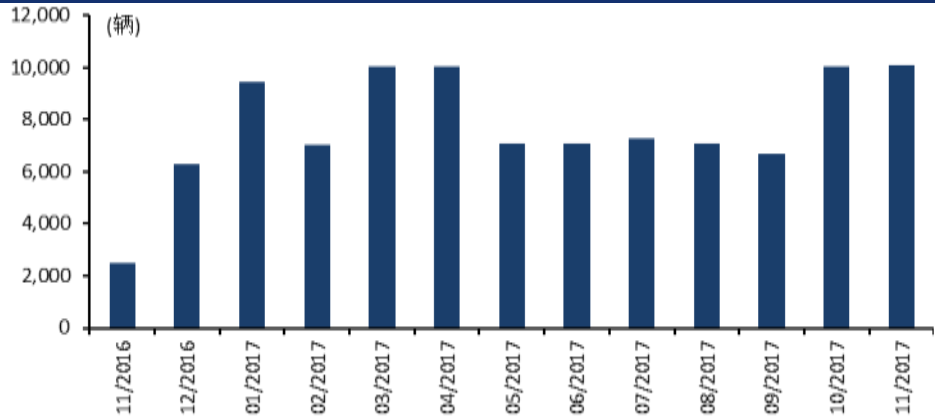
GS8 车型

2016年11月广汽乘用车推出首款零售价高于15万元的高端SUV车型传祺GS8，标志着公司切入高端SUV市场。

与竞争对手的车型相比，GS8展现了公司在行车安全及高科技设备方面的显著升级，安装了电子稳定程序、陡坡缓降控制、全景摄像头及大尺寸中控台等设备。由于7座SUV需求持续增长，上市仅5个月，GS8的月销量攀升至1万辆。

受2017年爱信精机6速自动变速箱供应有限的影响，广汽乘用车压缩GS8产量。但我们预计2018年变速器供应问题将有所缓解，因为爱信变速箱供应量有望从2017年的10万台提高至20万台，我们预计GS8销量仍有上升空间，2017将达10万辆，2018年达13万辆（同比增长30.0%），2019年达15万辆（同比增长15.0%）。

图 13: GS8 月销量



资料来源: 中国汽车工业协会, 申万宏源研究

GM8 车型

2017年12月30日公司推出首款MPV车型GM8。

2016年12月以来中国MPV市场月销量连续12个月同比下滑, 我们认为这主要因2016年网约车平台透支了MPV需求。2017年11月MPV占中国乘用车市场的8.4%, 规模小于轿车和SUV市场。MPV市场目前竞争并不激烈, 外资品牌侧重高端产品, 而国产品牌占据低端市场。

图 14: 中国 MPV 销量



资料来源: 中国汽车工业协会, 申万宏源研究

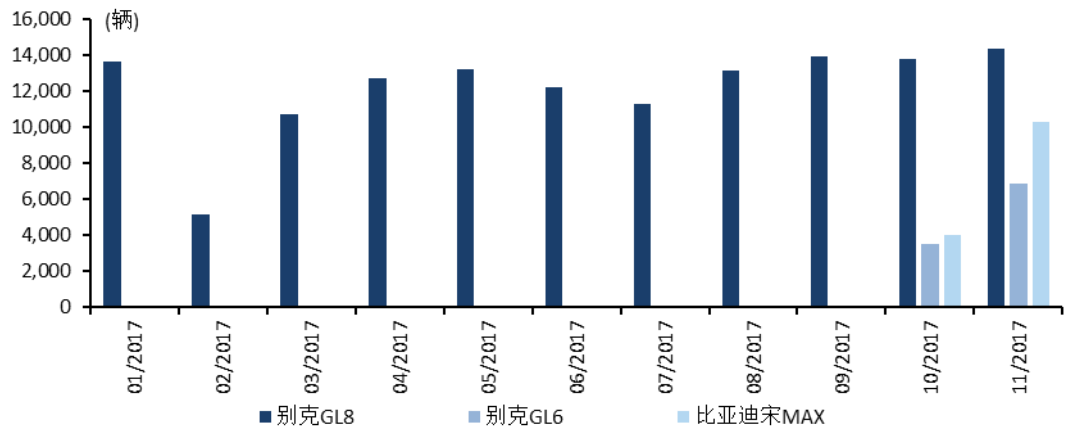
图 15: 2017 年前 11 个月最畅销的 10 款 MPV



资料来源: 中国汽车工业协会, 汽车之家, 申万宏源研究

近年来国内汽车品牌大力发展高品质MPV产品, 以满足在二胎政策推动下, 7座汽车的需求增长。2017年9月比亚迪(1211: HK - 持有)发布宋MAX, 而吉利计划在2018年上半年推出MPV车型。另外, 2017年10月别克新款6座MPV GL6亮相, 拉低其MPV产品的售价。比亚迪宋MAX和别克GL6均大受欢迎, 2017年11月两者的月销量分别达1万辆和7000辆。

图 16: GM8 竞争对手的月销量



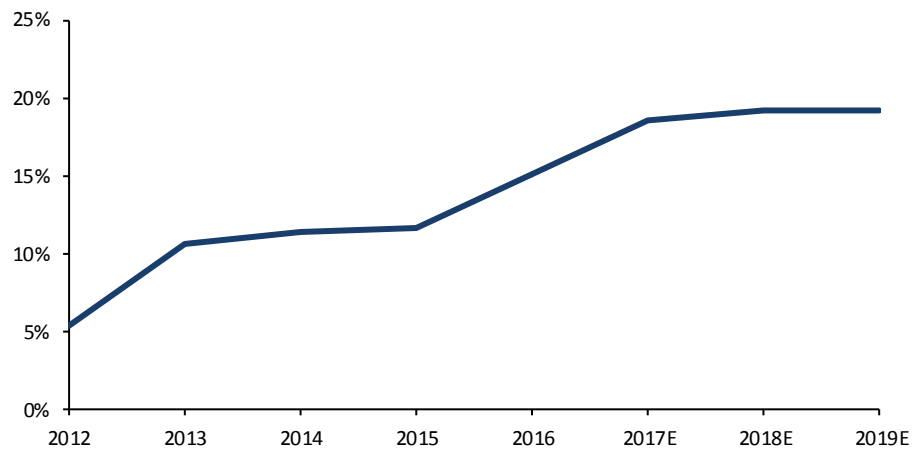
资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

鉴于 GM8 瞄准高端市场，该车型将与外资品牌直接竞争。GM8 配备多种安全设施和多媒体装置，例如电子稳定程序、上坡辅助系统、巡航控制、全景摄像头、10.1 英寸 LCD 中控台，提升驾驶体验。我们认为 GM8 的安全设施和高端电子装备与外资品牌相比毫不逊色，并预计其销量 2018 年将达 4 万辆，2019 年达 4.6 万辆（同比增长 15.0%）。

利润率扩张

由于广汽乘用车逐步增加高端产品比重，加上规模效应显现，我们预期其综合毛利率将由 2016 年 17.9% 升至 2017-18 年 22.3%，2019 年 22.4%。

图 17: 广汽乘用车综合毛利率



资料来源：公司数据，申万宏源研究

主要日系品牌

广汽本田

广汽本田（原广州本田汽车有限公司）成立于 1998 年 7 月。广汽集团、本田汽车（7267: JP）和本田（中国）投资分别持有广汽本田 50%、40%和 10%股权。广汽本田拥有黄埔工厂和增城工厂两个厂区，包括三条生产线及一个发动机工厂。截至 2017 年，广汽本田年产能为 60 万辆。

本田旗下的车型目前包括 SUV 冠道，轿车雅阁、缤智、凌派、锋范和飞度，MPV 奥德赛，以及新能源汽车雅阁混动。广汽本田大力开发全系列产品，以满足中国消费者日益多样化的产品需求。

得益于冠道（一款极具竞争力的大中型 SUV 车型）的优异表现，2017 年广汽本田总销

量达 70.5 万辆（同比增长 10.4%）。尽管订单持续增长，但由于产能利用率已从 2016 年的 106% 升至 2017 年的 118%，我们预计 2018 年公司销量增速将放缓。2018-19 年广汽本田销量有望达 70.9 万辆（同比增长 0.6%）及 71.6 万辆（同比增长 1.1%）。

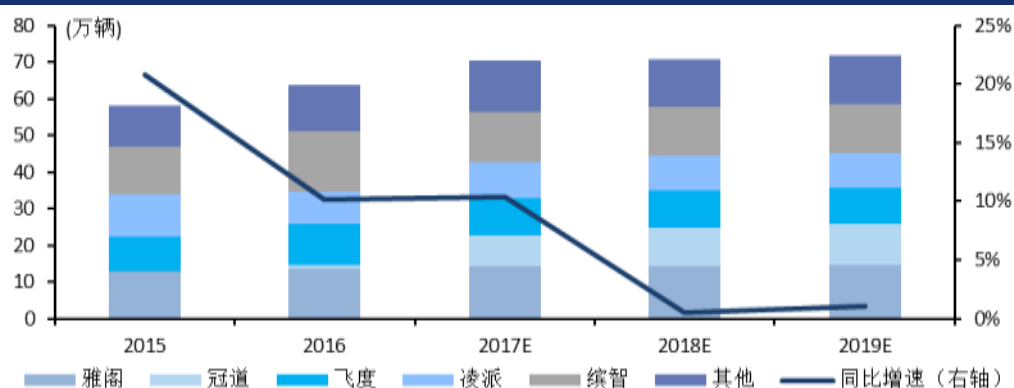
广汽本田计划在 2018 年推出第十代雅阁，升级前脸设计和降噪（NVH）系统，具备快背式车顶及安全驾驶系统。我们预计新车型推出前公司将侧重去库存，因此雅阁销量 2018 年或将同比下滑 1.3%，2019 年有望反弹。

图 18：广汽本田销量预估

(辆)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
雅阁	128,122	136,246	144,360	142,477	146,752
冠道		9,445	81,574	106,776	109,979
飞度	95,974	113,596	102,193	99,127	99,127
凌派	116,759	87,405	99,258	96,280	96,280
缤智	126,838	164,084	136,876	132,769	132,769
其他	112,375	128,015	140,750	131,493	131,493
总销量	580,068	638,791	705,010	708,923	716,400
同比增速	20.8%	10.1%	10.4%	0.6%	1.1%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 19：广汽本田销量分布，按车型分



资料来源：公司数据，申万宏源研究

广汽丰田

广汽丰田（原广州丰田汽车有限公司）成立于 2004 年 9 月，广汽集团和丰田汽车（7203:JP）分别持股 50%。公司位于广东省广州市，拥有两条生产线，2017 年上半年年产能合计达 38 万辆。2017 年下半年公司第三条产线竣工，2018 年产能将增加 10 万辆。

广汽丰田的车型包括轿车凯美瑞（混动及非混动）、致炫、雷凌及领志，SUV 汉兰达及 C-HR，以及 MPV 埃尔法。

2017 年 4 月丰田推出“丰田新全球架构（TNGA）”，我们认为 TNGA 有助于丰田在无损伤设计时尚感和驾驶舒适度的情况下，进一步改善汽车性能，并通过缩短开发周期以及多款车共用核心零部件实现成本最优。此外，丰田还发布了两款基于 TNGA 的概念车，即 FUN（第八代凯美瑞）和 WAY（小型 SUV C-HR）。

我们认为广汽丰田将受益于丰田的顶尖架构，得以在更短的时间内开发出高性能产品（包括降低油耗、增强汽车动力以及配备高科技行车安全、辅助驾驶和娱乐设备），从而在国内前十大大众市场汽车品牌中立足于不败之地。

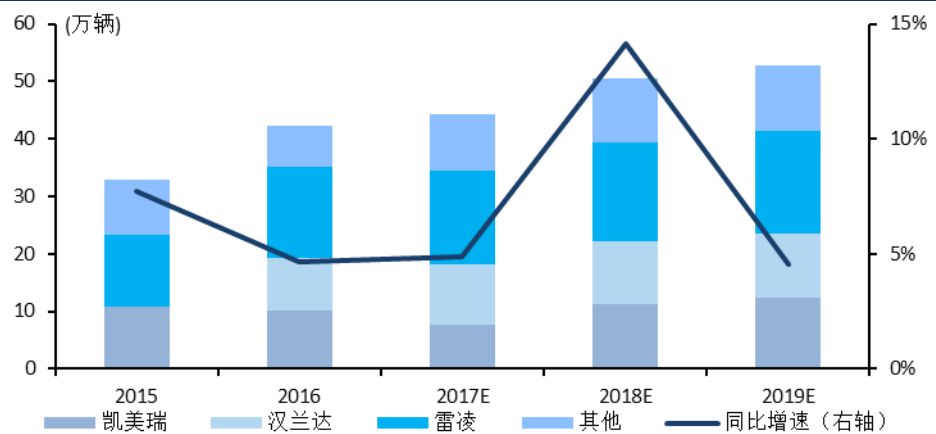
2014-17年广汽丰田受产能限制，2017年产能利用率达116%。随着2018年总产能扩大26.3%至48万辆，我们预计其销量2018年为50.5万辆（同比增长14.1%），2019年为52.8万辆（同比增长4.6%）。

图 20: 广汽丰田销量预估

(辆)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
凯美瑞	108,025	100,611	75,928	112,655	123,920
汉兰达	75,205	92,000	105,304	108,463	111,717
雷凌	125,699	159,071	163,730	173,554	178,761
其他	94,159	70,118	97,419	110,291	113,600
总销量	403,088	421,800	442,380	504,963	527,998
同比增速	7.7%	4.6%	4.9%	14.1%	4.6%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 21: 广汽丰田销量分布，按车型分



资料来源：公司数据，申万宏源研究

财务分析

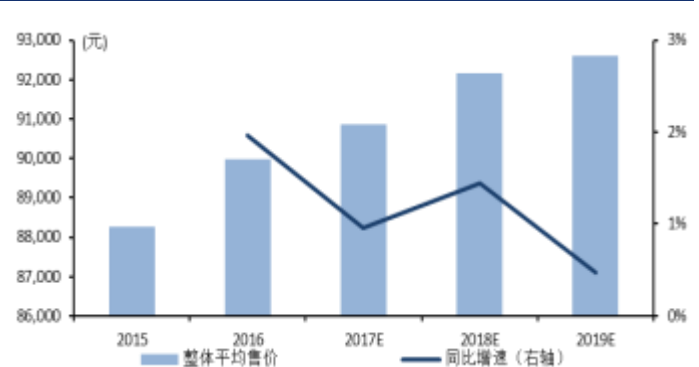
广汽集团产品结构向高端车型倾斜将推高整体平均售价，加上自主品牌整体销售向好，我们预计公司2017-19年营收为620亿元（同比增长25.5%）、825亿元（同比增长33.1%）及890亿元（同比增长7.8%）。

图 22: 广汽集团总营收



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 23: 广汽集团整体平均售价



资料来源：公司数据，申万宏源研究

我们预计广汽集团在合资与联营公司中享有的利润 2017 年将达 76 亿元（同比增长 32.1%），2018 年达 88 亿元（同比增长 15.4%），2019 年达 93 亿元（同比增长 6.0%），主要由广汽本田和广汽丰田的销售增长所拉动。

综合考虑，我们预计 2017 年公司净利润将达 108 亿元（同比增长 71.9%），2018 年为 140 亿元（同比增长 30.0%），2019 年为 151 亿元（同比增长 7.3%）。

图 24：广汽集团在合资与联营公司中享有的利润



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 25：广汽集团净利润



资料来源：公司数据，申万宏源研究

估值

我们 2018 年盈利预估高于市场预估，原因是我们认为公司将受益于产品结构优化及利润率扩张，而市场预期今年利润率将保持稳定。

我们将 2017 年公司业绩超出预期和 2018 年销量稳步增长视为该股的催化剂，而 2018 年竞争加剧导致传祺品牌销量低于预期或将是潜在风险。

我们采用市盈率估值计算广汽集团主要子公司和合资公司的价值，并根据分部加法得出目标价。

汽车行业 2018 年预期市盈率均值为 10 倍。我们采用行业市盈率均值来推估广汽乘用车和广汽本田的价值，系因他们销量及盈利增速有放缓趋势。我们给予广汽丰田 20% 的溢价，主要因我们预计 2018 年其销量攀升，盈利将大幅增长（同比增长 33%）。鉴于广汽菲亚特 2017 年 3 季度以来月销量下滑，我们预计 2018 年其增长疲弱，因此给予 40% 折价，相当于 2018 年 6 倍 PE（低于均值一个标准差）。尽管广汽三菱 2017 年销量显著增长，且有望扭亏，但考虑到越野 SUV 需求有限，我们仍计入 20% 的折价。

综合考虑，我们得出目标价为 24.00 港元，对应 32.6% 的上涨空间，因此给予公司买入评级。

图 26：估值表

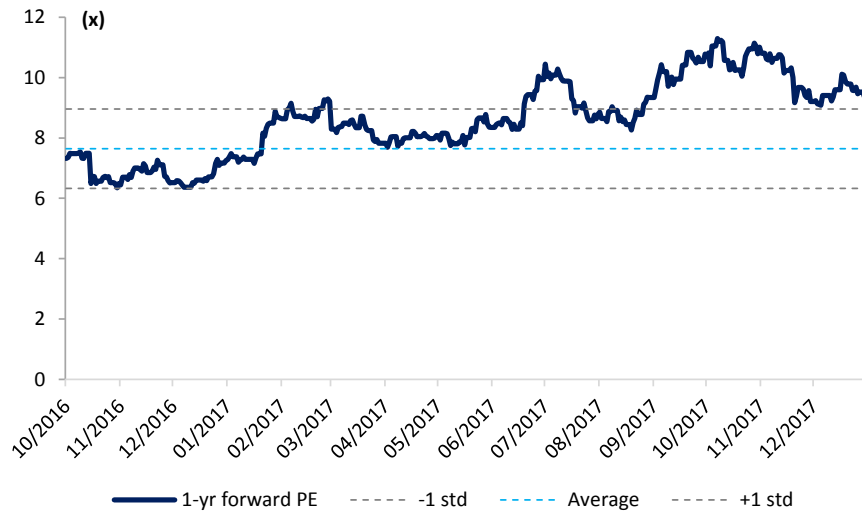
(百万元)	2018 年净利润	PE 倍数	权益市场价值
广汽乘用车	7,308	10.0x	73,084
广汽本田	2,944	10.0x	29,437
广汽丰田	3,199	12.0x	38,387
广汽菲亚特	294	6.0x	1,764
广汽三菱	299	8.0x	2,393
合计			145,065
加权平均股数 (百万股)			7,276
目标价			24.00 港元

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 27: 同业比较表

代码	公司	评级	目标价 (港元)	市值 (十亿元)	净利润 (百万元)		同比增速	PE (x)		PB (x)	
					17E	18E		17E	18E	17E	18E
1114 HK	华晨中国	买入	27.80	82	4,764	7,848	64.7%	17.6	10.7	2.9	2.4
175 HK	吉利汽车	买入	34.00	195	10,216	12,474	22.1%	19.2	15.8	5.9	4.5
2333 HK	长城汽车	持有	10.60	98	4,680	8,094	72.9%	15.8	9.0	1.4	1.3
1958 HK	北京汽车	未评级	-	72	4,466	7,267	62.7%	17.9	10.6	1.7	1.5
2238 HK	广汽集团	买入	24.00	157	10,806	14,044	30.0%	10.4	8.0	1.8	1.5
489 HK	东风汽车	未评级	-	66	13,627	14,101	3.5%	4.8	4.7	0.6	0.5
1211 HK	比亚迪	持有	68.00	172	4,126	6,489	57.3%	39.0	24.7	2.8	2.6
行业								17.8	11.9	2.4	2.0

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 28: 预期市盈率


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

附录

合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	29,418	49,418	62,011	82,512	88,981
营业成本	25,975	41,961	50,455	66,609	71,868
毛利	3,444	7,456	11,556	15,903	17,112
其他收入	435	331	620	825	890
销售费用	1,867	3,396	4,155	5,363	5,784
管理费用	2,037	2,739	3,225	4,126	4,360
EBITDA	2,047	4,324	7,785	10,649	11,715
EBIT	387	2,141	5,286	7,728	8,347
财务成本	849	963	1,056	1,092	1,109
税前利润	4,386	7,050	11,955	15,537	16,665
所得税	400	754	1,136	1,476	1,583
少数股东损益	(226)	8	13	17	18
净利润	4,212	6,288	10,806	14,044	15,064

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	27,994	34,945	56,896	64,561	72,589
银行存款及现金	11,548	12,580	31,195	34,603	40,037
应收账款及其他应收款	8,727	8,371	11,143	14,452	17,149
存货	1,927	2,494	3,057	4,004	3,901
其他流动资产	5,792	11,501	11,501	11,501	11,501
长期投资	40	60	60	60	60
物业、厂房及设备	10,581	11,856	14,906	18,164	21,120
无形资产及其他资产	4,827	5,319	6,117	7,035	8,090
资产总计	67,220	82,146	110,016	125,285	140,898
流动负债	18,656	24,273	28,987	33,674	37,950
短期借款	4,279	4,478	4,998	5,498	5,498
应付账款及其他应付款	14,077	19,128	23,254	27,368	31,564
其他流动负债	300	667	734	808	888
长期负债	9,072	12,979	12,979	12,979	12,979
负债合计	27,728	37,253	41,966	46,654	50,929
少数股东权益	845	1,037	1,174	1,223	1,262
股东权益	39,491	44,893	68,050	78,632	89,968
股本	6,435	6,453	7,283	7,283	7,283
储备	11,321	11,848	25,933	25,933	25,933
归属于母公司股东的权益	38,647	43,856	66,875	77,408	88,706
负债和股东权益合计	67,220	82,146	110,016	125,285	140,898

资料来源：申万宏源研究

现金流量表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	4,386	7,050	11,955	15,537	16,665
加: 折旧及摊销	1,660	2,183	2,499	2,921	3,368
财务费用	(1,079)	(1,172)	1,172	1,172	1,172
投资损失	(191)	(112)	(112)	(112)	(112)
营运资本变动	2,629	1,239	792	(143)	1,601
其它	(3,515)	(4,278)	(10,068)	(11,656)	(12,324)
经营活动现金流	3,891	4,910	6,238	7,720	10,370
资本开支	(4,322)	(5,212)	(6,642)	(8,397)	(8,521)
其它投资现金流	5,064	(902)	4,933	4,933	4,933
投资活动现金流	742	(6,114)	(1,709)	(3,464)	(3,588)
股权融资	0	121	14,914	0	0
负债净变化	(2,476)	3,267	520	500	0
支付股利、利息	(730)	(659)	(1,056)	(1,092)	(1,109)
其它融资现金流	(166)	(535)	(292)	(256)	(239)
融资活动现金流	(3,372)	2,194	14,087	(848)	(1,348)
净现金流	1,260	990	18,616	3,408	5,434

资料来源: 申万宏源研究

关键财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (人民币)					
每股收益	0.65	0.98	1.48	1.93	2.07
摊薄每股收益	0.65	0.95	1.46	1.90	2.04
每股经营现金流	0.60	0.76	0.86	1.06	1.42
每股红利	0.12	0.22	0.37	0.48	0.52
每股净资产	6.14	6.97	9.34	10.80	12.35
关键运营指标 (%)					
ROIC	1.2	5.8	9.9	14.3	15.4
ROE	11.1	14.9	19.1	19.1	17.9
毛利率	11.7	15.1	18.6	19.3	19.2
EBITDA Margin	7.0	8.8	12.6	12.9	13.2
EBIT Margin	1.3	4.3	8.5	9.4	9.4
收入同比增长率	13.2	68.0	25.5	33.1	7.8
利润同比增长率	43.1	49.3	71.9	30.0	7.3
资产负债率	17.7	18.0	13.9	12.6	11.2
净资产周转率	77.8	117.1	109.8	112.5	105.6
总资产周转率	45.4	66.2	64.5	70.1	66.9
有效税率	9.1	10.7	9.5	9.5	9.5
股息率	0.7	0.5	0.8	1.5	2.5
估值指标 (倍)					
P/E	23.0	15.4	10.1	7.8	7.3
P/B	2.4	2.2	1.6	1.4	1.2
EV/Sale	4.5	2.7	2.1	1.6	1.5
EV/EBITDA	64.2	30.4	16.9	12.3	11.2

资料来源: 申万宏源研究

Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission with the code number ZX0065.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for the relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com for the analysts' qualifications, the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

Introduction of Share Investment Rating

Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

Trading BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 6-month period.

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments.

The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish.

The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary.

Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment.

Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of Shenwan Hongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.