

廣汽集團(2238.HK)

超跌反彈，謹慎推薦

Bloomberg | Reuters | POEMS

2238.HK | 2238.HK | 2238.HK

行業: 汽車製造

2012 三季報點評

評級: 增持 收市價: 6.73 HKD 目標價: 7.18 HKD

公司概要

憑藉兩大主要收入來源廣汽本田和廣汽豐田，廣汽集團目前在中國國內汽車市場的合計佔有率為 4.00%，排名第六。其中在中高級轎車市場佔有率為 20.80%，擁有雅閣和凱美瑞兩款經典 B 級車，數年蟬聯國內中高級轎車前兩位。公司 2010 年 8 月通過私有化駿威汽車 (203.HK) 在香港交易所掛牌交易。

投資概要

根據中國會計準則，廣汽集團 2012 年前三季度的淨利潤按年下滑 29.4% 至 18.38 億人民幣，其中投資收益同比下降 17.4%。每股收益 0.29 元，去年同期為 0.42 元。

業績下降的主要原因在於旗下兩大合資企業廣汽豐田和廣汽本田的產品銷量下滑，其貢獻的投資收益下降。前九個月廣汽本田共銷售汽車 24.7 萬台，同比下滑 0.2%，廣汽豐田共銷售汽車 19.35 萬台，同比僅增長 4.8%。其中，受反日事件影響，第三季度廣汽本田，廣汽豐田的銷量分別大幅下滑 24% 和 16%。

我們認為，廣汽本田和廣汽豐田貢獻盈利占廣汽集團總利潤比重超過 90%，再加上近期成立的廣汽三菱，日系車仍然是未來較長時間內決定廣汽集團利潤表現的最重要因素。

廣汽菲亞特首款轎車菲翔表現尚屬滿意，但受制於較大的折舊費用和新建渠道推廣費用，短期內難以貢獻盈利。廣汽集團自主品牌乘用車起步較晚，雖大力推廣仍羽翼未豐，短期內對盈利影響相對有限。

由於臨近四季度銷售旺季，釣魚島事件對日系車的影響逐漸減弱，以及日系車調整了產品策略，近期公司股價走出一波超跌反彈行情，股價從 10 月初的低點累計升幅達 40%。我們傾向認為，未來日系車的競爭力能否重塑，需要考驗日方在市場策略轉變上的決心，智慧和努力。

我們下調了公司 2012 年，2013 年營業收入為 123.5 億元和 139.6 億元，每股收益為 0.33 元和 0.56 元，折合港元 0.41 元和 0.70 元。我們將公司目標價定為 7.18 港元，相當於 10.3 倍 2013 年預計市盈率，高於現價 7%，維持“增持”評級。

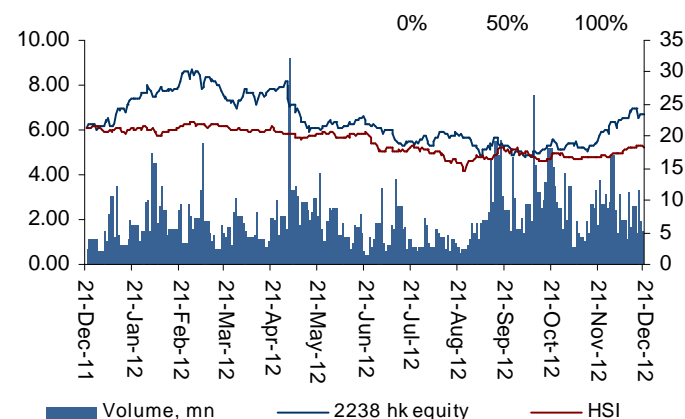


Phillip Securities (Hong Kong) Ltd
Phillip Securities Research

24 December 2012

廣汽集團

Rating	2.00	增持
- Previous Rating	2.00	增持
Target Price (HKD)	7.18	
- Previous Target Price (HKD)	7.86	
Closing Price (HKD)	6.73	
Expected Capital Gains (%)	6.7%	
Expected Dividend Yield (%)	2.6%	
Expected Total Return (%)	9.3%	
Raw Beta (Past 2yrs weekly data)	1.06	
Market Cap. (HKD bn)	45,828	
Enterprise Value (HKD mn)	33,606	
52 week range (HKD)	4.75 - 9.28	
Closing Price in 52 week range		



Key Financial Summary

FYE	12/10	12/11	12/12F	12/13F
Revenue (RMB mn)	8,742	10,984	12,353	13,961
Net Profit, adj. (RMB mn)	4,295	4,272	2,153	3,607
EPS, adj. (RMB)	0.92	0.69	0.33	0.56
P/E (X), adj.	5.9	7.9	16.2	9.6
BVPS (RMB)	5.48	4.75	5.07	5.43
P/B (X)	1.0	1.2	1.1	1.0
DPS (RMB)	0.20	0.20	0.10	0.14
Div. Yield (%)	3.7%	3.7%	1.8%	2.6%

Source: Bloomberg, PSR est.

*All multiples & yields based on current market price

Valuation Method

PE

研究分析員

章晶

zhangjing@phillip.com.cn

+86 63512937

“成也日系，敗也日系”，首三季業績倒退三成

根據中國會計準則，廣汽集團 2012 年前三季度的淨利潤按年下滑 29.4% 至 18.38 億人民幣，其中投資收益同比下降 17.4%。每股收益 0.29 元，去年同期為 0.42 元。

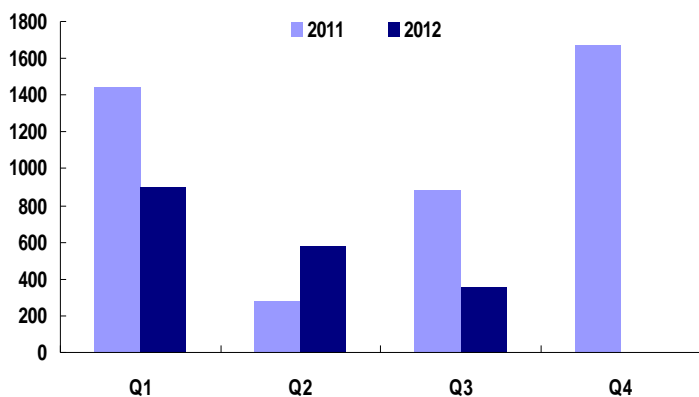
其中，第三季度利潤 3.57 億，同比下滑 58.8%，基本每股收益 0.06 元。

業績下降的主要原因在於旗下兩大合資企業廣汽豐田和廣汽本田的產品銷量下滑，其貢獻的投資收益下降。前九個月廣汽本田共銷售汽車 24.7 萬台，同比下滑 0.2%，廣汽豐田共銷售汽車 19.35 萬台，同比僅增長 4.8%。其中，受反日事件影響，第三季度廣汽本田，廣汽豐田的銷量分別大幅下滑 24% 和 16%。

另外，廣汽菲亞特作為全新合資企業，初期產生較大的折舊攤銷費用，也拖累了廣汽的業績表現。

不過財報中也有亮點：受旗下自主品牌車型傳祺 GS5 銷量逐漸向好推動，公司主營業務收入同比增長 29%，毛利率也同比提高了 6.9 個百分點至 7.9%。隨著銷售規模擴大，費用率也因此較去年同期攤薄 4.6 個百分點至 9.6%。

Fig 1. GAC's net profit (RMB: MIL)



Source: Company reports, Phillip Securities

未來較長時間內仍取決於日系車表現

由於技術引進上的保守策略，近年來日系車在中國乘用車市場競爭力普遍倒退，市場份額受到競爭對手的打壓日趨縮水，而近期一系列負面因素如豐田的剎車門事件，日本地震，泰國水災及近期的反日事件更是進一步嚴重打擊了日系車的銷量。

廣汽本田和廣汽豐田貢獻盈利占廣汽集團總利潤比重超過 90%，再加上近期成立的廣汽三菱，日系車仍然是未來較長時間內決定廣汽集團利潤表現的最重要因素。

廣汽菲亞特和合資自主品牌處於起步階段

9 月上市的廣汽菲亞特首款轎車菲翔的價格區間（10.88 萬 - 15.88 萬元）與其競爭車型大眾新速騰（14.18 萬 - 18.58 萬）相比有較強的競爭優勢，上市三個月累計銷量

7193 台，考慮到廣汽菲亞特初期經銷商數量有限，表現尚屬滿意。而作為新成立合資公司，廣汽菲亞特初期將受制於較大的折舊費用和新建渠道推廣費用，短期內難以貢獻盈利。

不過，菲亞特 - 克萊斯勒聯盟擁有較豐富產品線，未來三年內每年至少將引進一款新車型。隨著產品線的逐漸豐富，廣汽菲亞特未來五年內有望成為公司新的利潤增長點。

廣汽集團自主品牌乘用車起步較晚，雖大力推廣仍羽翼未豐，短期內對盈利影響相對有限。

公司估值

由於臨近四季度銷售旺季，釣魚島事件對日系車的影響逐漸減弱，以及日系車調整了產品策略，近期公司股價走出一波超跌反彈行情，股價從 10 月初的低點累計升幅達 40%。我們傾向認為，未來日系車的競爭力能否重塑，需要考驗日方在市場策略轉變上的決心，智慧和努力。

我們下調了公司 2012 年，2013 年營業收入為 123.5 億元和 139.6 億元，每股收益為 0.33 元和 0.56 元，折合港元 0.41 元和 0.70 元。我們將公司目標價定為 7.18 港元，相當於 10.3 倍 2013 年預計市盈率，高於現價 7%，維持“增持”評級。

Fig 2. Historical P/E & P/B



Source: Bloomberg, Phillip Securities

風險因素

燃油、原材料成本大幅上升，
經濟危機加劇惡化汽車消費需求，
中日關係引發的政治風險，
合資公司推出新型車型的市場接受程度，
非可控力引發的合資公司零部件供應緊缺

Fig 3. Peer Comparison

USD

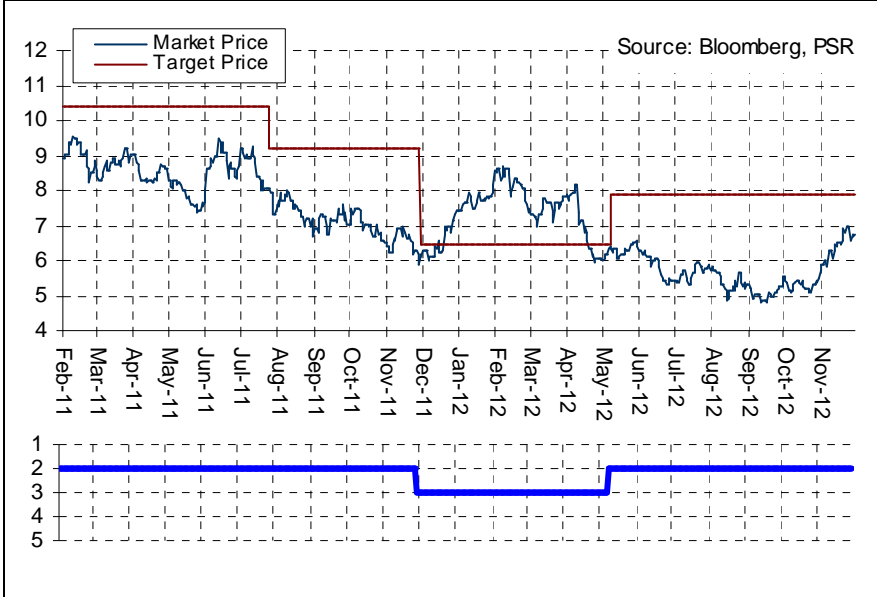
Ticker	Name	Mark Cap	Best P/E	Best P/E (Y+1)	BEst		ROA LF (%)	ROE (%)
					EV/BEst	P/B		
2238 HK Equity	GAC	5883	13.2	9.4	na	1.1	8.1	15.6
2333 HK Equity	GWM	10168	11.4	10.1	9.1	3.2	12.3	25.6
1211 HK Equity	BYD	6759	101.9	40.4	16.3	1.8	1.7	7.0
200625 CH Equity	CHANGAN	4210	14.4	7.1	71.1	1.0	2.3	7.6
200550 CH Equity	JIANGLING	2136	6.9	6.2	3.8	1.5	13.6	27.8
175 HK Equity	GEELY	3954	12.9	10.7	8.8	2.1	6.2	17.5
1114 HK Equity	BRILLIANCE	6070	15.8	12.1	138.1	4.5	15.9	27.2
489 HK Equity	DONGFENG	13341	9.2	8.3	4.6	1.7	8.3	25.0
			23.2	13.0	36.0	2.1	8.6	19.2
TTMT IN Equity	TATA	16044	8.2	7.0	4.2	3.0	11.0	52.1
7201 JP Equity	NISSAN	40721	8.9	7.3	6.8	1.0	3.1	11.2
7203 JP Equity	TOYOTA	154882	13.6	11.3	11.4	1.2	2.6	2.7
7267 JP Equity	HONDA	64534	12.7	10.4	9.4	1.2	3.0	4.8
7269 JP Equity	SUZUKI	14165	16.1	14.2	3.9	1.2	2.9	5.5
7261 JP Equity	MAZDA	5218	42.8	14.4	8.9	1.0	-3.4	-24.0
6902 JP Equity	DENSO	30074	15.2	12.6	5.1	1.2	4.2	4.5
7270 JP Equity	FUJI HEAVY	9477	11.0	11.1	5.4	1.7	3.5	8.9
7272 JP Equity	YAMAHA	3805	19.4	11.9	8.5	1.1	1.3	9.7
7205 JP Equity	HINO	4868	11.7	10.4	5.9	1.9	4.5	8.1
7211 JP Equity	MITSUBISHI	5727	20.7	9.8	6.4	na	3.5	na
000270 KS Equity	KIA	21860	5.7	5.3	4.2	1.7	12.1	29.1
005380 KS Equity	HYUNDAI	45466	6.0	6.0	6.8	1.3	7.5	22.7
VOLVB SS Equity	VOLVO	29402	13.4	11.3	9.1	2.2	4.4	22.5
SCVA SS Equity	SCANIA	16385	15.9	13.5	na	3.2	6.5	29.2
F US Equity	FORD	44041	8.8	8.0	10.7	2.4	10.1	na
GM US Equity	GM	42815	8.4	7.1	2.9	1.4	3.8	28.3
RNO FP Equity	RENAULT	15981	6.5	5.1	10.3	0.5	2.2	9.0
DAI GR Equity	DAIMLER	57979	8.8	8.6	9.3	1.1	3.7	14.9
BMW GR Equity	BMW	60684	9.4	9.3	8.0	1.6	3.8	19.2
VOW GR Equity	N	101076	4.5	6.7	7.9	1.0	8.2	29.8
UG FP Equity	PEUGEOT	2636	na	na	10.5	0.1	-1.4	4.3
			12.7	9.6	7.4	1.5	4.4	14.6
Average		28012	15.9	10.6	15.3	1.7	5.6	16.0

Source: Bloomberg, Phillip Securities

FYE DEC	FY09	FY10	FY11	FY12F	FY13F
Valuation Ratios					
P/E (X), adj.	10.1	5.9	7.9	16.2	9.6
P/B (X)	1.6	1.0	1.2	1.1	1.0
Dividend Yield (%)	na	3.7%	3.7%	1.8%	2.6%
Per share data (RMB)					
EPS, reported	0.54	0.92	0.69	0.33	0.56
EPS, adj.	0.54	0.92	0.69	0.33	0.56
DPS	na	0.20	0.20	0.10	0.14
BVPS	3.48	5.48	4.75	5.07	5.43
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	1.8%	23.9%	25.6%	12.5%	13.0%
EBIT	16.5%	66.0%	-27.5%	-46.7%	65.4%
Net Income, adj.	29.7%	111.4%	-0.5%	-49.6%	67.5%
Margins					
Gross margin	6.6%	8.5%	3.9%	8.1%	9.7%
EBIT margin	48.2%	64.6%	37.3%	17.7%	25.9%
Net Profit Margin	28.8%	49.1%	38.9%	17.4%	25.8%
Key Ratios					
ROE (%)	16.6%	22.2%	15.6%	7.0%	10.7%
ROA (%)	7.2%	12.0%	10.3%	4.4%	6.9%
Income Statement (RMB mn)					
Revenue	7057	8742	10984	12353	13961
Gross profit	464	743	424	1001	1354
EBIT	3402	5649	4098	2183	3612
Profit before tax	3239	5522	4057	2070	3470
Tax	11	-2	110	-31	-59
Profit for the period	3251	5520	4167	2039	3411
Minority interests	1219	1225	-105	-114	-196
Total capital share	3754	4673	6148	6435	6435
Net profit	2032	4295	4272	2153	3607

Source: PSR

Ratings History



PSR Rating System

Total Returns	Recommendation	Rating
> +20%	Buy	1
+5% to +20%	Accumulate	2
-5% to +5%	Neutral	3
-5% to -20%	Reduce	4
< -20%	Sell	5

Remarks

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

輝立證券研究部股份選擇系統

總回報	建議	評級	備註
>+20%	買入	1	較現時股價有>20%的潛在升幅
+5% to +20%	增持	2	較現時股價有+5% 至 +20%的潛在升幅
-5% to +5%	中性	3	較現時股價有± 5% 的變幅
-5% to -20%	減持	4	較現時股價有-5% 至 -20%的潛在跌幅
<-20%	出售	5	較現時股價有>20%的潛在跌幅

本公司並不純粹以上述的量化回報組別作出評級建議。於作出最終評級建議前，本公司亦考慮包括以下各種（甚至更多）的質化因素：股份的風險回報紀錄、市場情緒、股價近期之升幅、存在或欠缺股價推動因素，以及周邊股市的投機意向。

免責聲明總綱

本刊物由輝立證券（香港）有限公司（下稱“輝立證券”）所編制。閣下收取或閱讀本刊物時，即同意受下述條款以及限制所約束。

閣下不能以任何理由複製、分發或公佈本刊物的全部或部份內容。輝立證券並不會對任何經由使用本刊物所載之資料而構成的直接或間接損失負責。

本刊物所載之資料均由公開渠道獲得，輝立證券按憑據相信該等資料屬可靠；任何本刊物涵蓋的分析、預測、估計、預期及意見（統稱為“研究”）乃基於該等資料，並只屬輝立證券的意見之演繹。輝立證券並未驗證該等資料，而無作出任何表示或保證（無論表述或隱含的）指該等資料或研究為準確、完備或經驗證，甚或可信。本刊物所載的任何資料或研究或會隨時變更，而輝立證券並無任何責任更改經公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在任何情況下，即使資料使用者已被知會有機會發生該等損失，輝立證券並不會為任何由使用經公開的資料或研究而帶來特殊的、間接的、附帶的或相應的損失負責。

本刊物所載的任何意見、預測、假設、估計、估值及價格，均屬指定日期，而在無提前通知的情況下，或會隨時變更。

本刊物只適用於普及流通，而並未有照顧任何特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本刊物提及的產品並非適合所有投資者，而收取或閱讀本刊物的人士在投資該產品前，應從投資顧問獲取有關該產品的專業意見，並考慮其指定投資目標、財務狀況或個別需要。在沒有進一步顧及收件人的個別驗證及判斷的情況下，本刊物不應被視作具權威性。本刊物流通的狀態並不構成建立指定交易的建議，亦不代表此刊物所描述的任何產品適合或適用於收件人。收件人應注意本刊物所描述的眾多產品涉及重大風險，因而未必適合所有投資者；在決定建立涉及該類產品的交易前，投資者需要理解所有該等風險，而作出獨立決定，判斷該交易為適當。涉及任何產品而於本刊物中論述的風險，不應被視作所有風險的披露或該等風險的完整論述。

本報告中的任何內容均不得被視作邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料，包括任何有關該證券的註冊招股書。

權益披露

分析員披露：撰寫本報告的分析員或其相關人士並未涉及任何與報告中描述的上市公司的金錢利益或擔當其中任何職務。

公司披露：輝立證券並無與報告中描述的上市公司有任何投資關係，亦無任何 1%或以上公司市值的財務利益。另外，輝立證券並無任何行政人員服務報告中描述的上市公司。

可應用性

如分配、發佈、使用或應用本報告引述的資料，將違反任何司法管轄區或國家適用的法律或法規，或令輝立證券受到任何登記或發牌或其他要求，或於該司法管轄區內違反該等要求的懲罰，任何司法管轄區或國家的任何人士或實體均不得支配、擬分配或使用本報告引述的資料、工具及提材。

聯絡資料 (各地區成員公司)

新加坡 SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
電話 : (65) 6533 6001
傳真 : (65) 6535 6631
網頁: www.poems.com.sg

香港 HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
電話 : (852) 22776600
傳真 : (852) 28685307
網頁: www.phillip.com.hk

印尼 INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
電話 : (62-21) 57900800
傳真 : (62-21) 57900809
網頁: www.phillip.co.id

泰國 THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
電話 : (66-2) 6351700 / 22680999
傳真 : (66-2) 22680921
網頁: www.phillip.co.th

英國 UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
電話 : (44-20) 7426 5950
傳真 : (44-20) 7626 1757
網頁: www.kingandshaxson.com

澳洲 AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 37, 530 Collins Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
電話 : (613) 96298380
傳真 : (613) 96148309
網頁: www.phillipcapital.com.au

馬來西亞 MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
電話 : (603) 21628841
傳真 : (603) 21665099
網頁: www.poems.com.my

日本 JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
電話 : (81-3) 35953631
傳真 : (81-3) 35953630
網頁: www.phillip.co.jp

中國 CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 550 Yan An East Road,
Ocean Tower Unit 2318,
Postal code 200001
電話 : (86-21) 51699200
傳真 : (86-21) 63512940
網頁: www.phillip.com.cn

法國 FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
電話 : (33-1) 45633100
傳真 : (33-1) 45636017
網頁: www.kingandshaxson.com

美國 UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
電話 : +1.312.356.9000
傳真 : +1.312.356.9005