

3Q19 业绩公布，业绩弹性尚未显现

——广汽集团 (2238.HK、601238.SH) 2019 年三季度报点评

跨市场公司简报

◆3Q19 业绩公布

总收入同比下降 10%至人民币 146.8 亿元，扣非后归母净利润同比下降 57.6%至人民币 10.9 亿元；其中，毛利率同比下降 12.9 个百分点至约 6%，对联营/合营公司的投资收益同比持平约人民币 25.3 亿元。车市回落/传祺去库（国 VI 切换）、新能源车业务的拖累、以及折旧费用上升，叠加广菲克持续承压/广汽三菱盈利回落等是导致 3Q19 业绩弹性尚未显现的原因。

◆3Q19 销量同比下降 6.1%/环比增长 0.7%

3Q19 广汽总销量同比下降 6.1%/环比增长 0.7%；其中，传祺同比下降 28.6%/环比下降 8.8%至 9.0 万辆，广本同比下降 1.6%/环比下降 13.5%至 17.9 万辆，广丰同比增长 11.1%/环比增长 23.8%至 18.5 万辆，广汽三菱同比增长 2.7%/环比增长 7.2%至 3.3 万辆，广汽菲克同比下降 38.6%/环比增长 16.8%至 1.7 万辆。

◆持续看好广本与广丰销量/盈利前景，预计 4Q19E 自主承压影响减弱

我们维持此前判断，1) 2H19E 行业边际改善趋势确立，预计业绩弹性或将成为推动板块上涨的下一阶段主要驱动力。2) 持续看好广本与广丰扩产、以及换代/新车型导入（2H19E-2020E 广本与广丰分别两款全新 B 级 SUV 车型导入）驱动的销量/业绩提振前景。3) 考虑到传祺国 VI 车型逐步爬坡（GS4 换代提振），有望部分对冲新能源汽车业务的拖累、以及年末费用支出等影响，预计 4Q19E 传祺承压影响或将减弱。

◆维持 H 股“中性”评级，维持 A 股“中性”评级

鉴于 3Q19 业绩弹性尚未显现，我们下调 2019E/2020E/2021E 归母净利润分别至人民币 75.4 亿元/83.7 亿元/89.6 亿元。考虑到 4Q19E 边际改善的预期，我们维持 H 股 DCF 目标价 HK\$8.27（对应约 8.7x 2020E PE），维持“中性”评级；维持 A 股 DCF 目标价 12.56 人民币（对应约 15.5x 2020E PE），维持“中性”评级。

◆核心风险提示 2H19E 行业边际改善不及预期；传祺销量/毛利率放缓；新能源车毛利率承压；广菲克亏损扩大；广三菱盈利持续回落。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（人民币，百万元）	71,575	72,380	58,819	62,235	64,722
营业收入增长率	44.8%	1.1%	-18.7%	5.8%	4.0%
归母净利润（人民币，百万元）	11,005	10,900	7,538	8,371	8,956
归母净利润增长率	75.0%	-1.0%	-30.8%	11.1%	7.0%
EPS（人民币）（摊薄）	1.18	1.06	0.73	0.81	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.9%	14.2%	9.7%	9.8%	9.7%
P/E（H 股）	6.6	6.6	9.6	8.6	8.1
P/E（A 股）	9.9	11.1	15.9	14.4	13.4

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日

H 股：中性（维持）

当前价/目标价：8.24/8.27 港币

A 股：中性（维持）

当前价/目标价：11.68/12.56 人民币

分析师

倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

nijy@ebsecn.com

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoji@ebsecn.com

市场数据

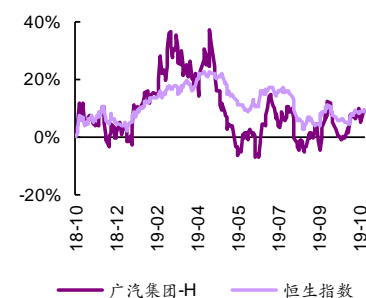
总股本(亿股)：102.38

总市值(亿港元)：1,181.09

一年最低/最高(港币)：6.95-10.6

近 3 月换手率 (%)：77.13

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.2	5.5	5.7
绝对	8.4	0.8	14.1

资料来源：Wind

相关研报

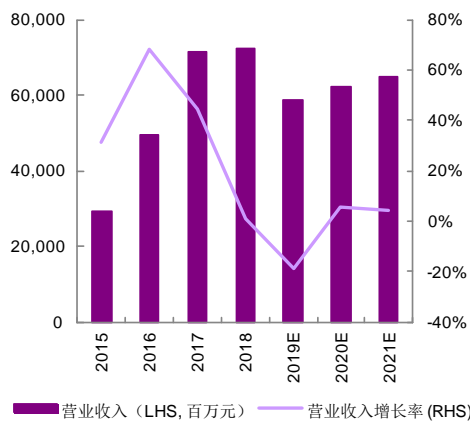
《自主持续发力，合资锦上添花——广汽集团 (2238.HK) 首次覆盖深度报告》

2017-07-13

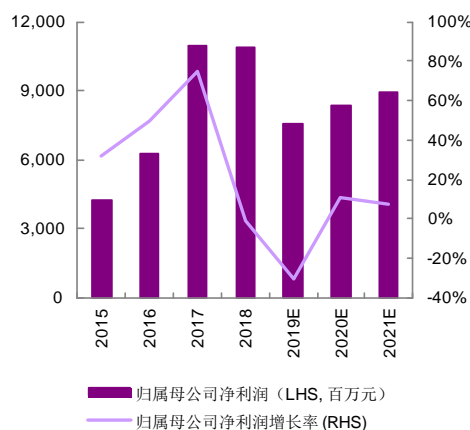
《广本广丰稳定，广菲克与自主承压

——广汽集团 (2238.HK、601238.SH) 2019 半年报点评》

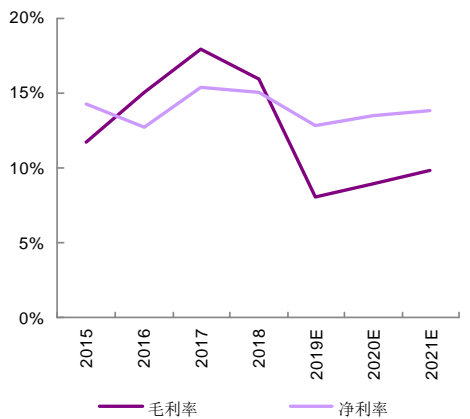
2019-09-02



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	71,575	72,380	58,819	62,235	64,722
营业成本	58,716	60,836	54,046	56,660	58,329
其他收入及收益净额	905	1,514	2,947	2,560	2,100
销售及经销费用	5,250	5,073	3,823	4,045	4,207
行政及管理费用	4,022	4,519	3,823	4,045	4,207
经营性利润	4,492	3,466	73	45	79
融资成本	594	356	401	452	487
应占合资/联营公司息税前利润	8,296	8,753	8,500	9,484	10,121
利润总额	11,040	10,942	7,558	8,396	8,984
少数股东损益	35	43	20	25	28
归属母公司净利润	11,005	10,900	7,538	8,371	8,956

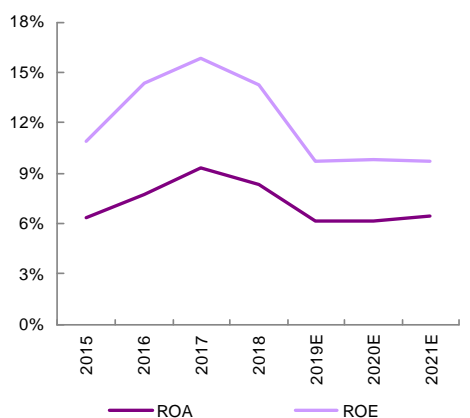


资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	119,656	132,174	124,190	136,789	139,927
流动资产	64,485	66,211	60,465	65,782	64,757
库存	3,347	6,730	6,597	7,685	7,018
应收帐款及其他应收款项	10,638	16,605	14,980	18,440	16,315
现金及其等价物	37,199	27,730	21,889	21,158	19,424
其他流动资产	13,302	15,146	17,000	18,500	22,000
非流动资产	55,171	65,963	63,725	71,007	75,170
物业、设备及厂房	13,405	16,318	17,816	19,695	21,503
无形资产	5,861	8,540	6,317	6,573	6,796
关于合资/联营公司的投资	25,743	28,995	31,895	35,084	38,593
其他非流动资产	10,161	12,109	7,697	9,654	8,279
总负债	49,188	54,199	45,122	49,888	46,371
无息负债	38,276	41,758	31,622	35,188	30,371
有息负债	10,913	12,441	13,500	14,700	16,000
股东权益	70,468	77,975	79,068	86,901	93,556
股本	7,293	10,232	10,250	10,250	10,250
储备	28,330	26,881	23,081	25,497	26,356
归属本公司股权持有人权益	33,801	39,491	44,359	49,769	55,559
少数股东权益	1,044	1,371	1,378	1,385	1,392



现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	14,660	-2,338	-3,746	1,977	936
净利润	11,040	10,942	7,558	8,396	8,984
折旧及摊销	3,773	2,882	4,076	4,465	4,807
融资成本	251	-98	-46	-109	-114
应占合资/联营公司息税前利润	-5,774	-8,296	-8,753	-8,500	-9,484
净营运资金增加	8,242	-8,006	-6,462	-925	-2,749
其他	-2,872	238	-120	-1,351	-509
投资活动产生现金流	-66	-5,148	-2,215	-2,858	-3,120
净资本支出	-6,209	-9,852	-7,202	-7,508	-7,770
其他资产变化	6,144	4,704	4,987	4,650	4,650
融资活动现金流	10,091	-2,012	121	150	450
有息负债变化	-1,837	0	1,471	1,200	1,300
其他	11,929	-2,012	-1,350	-1,050	-850
净现金流	37,199	27,730	21,889	21,158	19,424

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测



行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼