

自主短期承压，合资保持增长



核心观点

- **广本销量同比下滑，零售端仍保持正增长。**广本 10 月销量 6.54 万辆，同比下滑 13.2%，去年 10 月广本销量同比增长 9.4%至 7.5 万辆，高基数影响 10 月销量增速；1-10 月累计销量 63.88 万辆，同比增长 7.2%，高于行业平均增速。从零售端情况来看，10 月广本销量 6.8 万辆，同比增长 1.1%，仍保持正增长；1-10 月累计销量 62.9 万辆，同比增长 7.9%；其中，雅阁销量 1.93 万辆，同比增长 4.1%；凌派销量 1.6 万辆，同比增长 102%。广本纯电动新车型理念 VE-1 近期上市，首款紧凑型 SUV 皓影预计将于 11 月底上市，皓影有望拉动广本 4 季度销量提升。
- **广丰持续保持正增长，全新车型上市增加销量增长点。**广丰 10 月销量 6 万辆，同比增长 8.1%；1-10 月累计销量 55.62 万辆，同比增长 16.5%，远高于行业平均增速。从零售端来看，10 月广汽丰田销量 5.94 万辆，同比增长 0.3%；其中雷凌销量 2.07 万辆，同比增长 7.2%；凯美瑞销量 1.54 万辆，同比下滑 4.8%。10 月广丰全新轿车车型致炫正式上市，预计 4 季度销量将持续正增长。
- **广汽自主品牌销量下滑幅度扩大，全新 GS4 上市后有望拉动销量改善。**广汽自主品牌 10 月销量 2.95 万辆，环比下滑 12.6%，同比下滑 36.1%，下滑幅度扩大 13.8 个百分点；1-10 月累计销量 30.67 万辆，同比下滑 30.4%。10 月，广汽传祺全新 GS8 车型正式上市，同时全新一代 GS4 预计将于 11 月中旬上市。GS4 作为广汽自主品牌的核心车型，全新第二代产品采用了最新的设计语言，内饰应用了 12.3 英寸双联屏，并搭载了车载版微信，动力系统也有较大提升，全新款上市后有望拉动销量改善。

财务预测与投资建议

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.84、1.09、1.17 元，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 15 倍 PE，目标价 12.6 元，维持买入评级。

风险提示：广汽乘用车、广丰、广本、广菲克销量低于预期风险，乘用车行业需求低于预期风险。

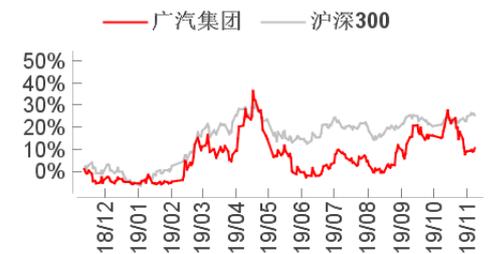
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	71,144	71,515	67,183	74,935	85,460
同比增长(%)	44.0%	0.5%	-6.1%	11.5%	14.0%
营业利润(百万元)	11,807	11,645	9,343	12,169	13,104
同比增长(%)	72.8%	-1.4%	-19.8%	30.2%	7.7%
归属母公司净利润(百万元)	10,786	10,903	8,586	11,123	11,952
同比增长(%)	71.5%	1.1%	-21.3%	29.6%	7.5%
每股收益(元)	1.05	1.07	0.84	1.09	1.17
毛利率(%)	23.0%	18.6%	13.5%	15.8%	15.6%
净利率(%)	15.2%	15.2%	12.8%	14.8%	14.0%
净资产收益率(%)	19.1%	14.9%	10.8%	12.7%	12.1%
市盈率	11.1	10.9	13.9	10.7	10.0
市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月08日)	11.66元
目标价格	12.6元
52周最高价/最低价	14.83/10.24元
总股本/流通A股(万股)	1,023,771/608,434
A股市值(百万元)	119,372
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019年11月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.3	-4.03	8.67	4.76
相对表现	-0.78	7.56	-0.39	18.9
沪深300	0.52	3.53	8.28	23.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

自主盈利下滑拖累盈利增长：	2019-10-30
合资品牌保持稳定增长，自主环比改善：	2019-10-13
广本恢复增长，自主环比改善：	2019-09-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	49,468	41,908	45,014	54,702	64,622	营业收入	71,144	71,515	67,183	74,935	85,460
应收账款	1,374	2,159	2,083	2,248	2,564	营业成本	54,778	58,241	58,131	63,126	72,133
预付账款	1,210	1,426	1,344	1,422	1,678	营业税金及附加	2,548	2,311	2,150	2,398	2,735
存货	3,347	6,730	6,976	6,313	7,213	营业费用	5,200	5,073	4,031	4,871	5,555
其他	9,087	13,989	8,063	8,865	10,222	管理费用	4,008	4,895	3,897	4,346	4,957
流动资产合计	64,485	66,211	63,479	73,549	86,300	财务费用	316	(151)	(163)	(124)	(86)
长期股权投资	25,721	28,973	31,870	35,057	38,563	资产减值损失	1,577	176	1,472	815	658
固定资产	12,152	13,887	14,229	13,034	11,993	公允价值变动收益	89	(24)	55	55	60
在建工程	1,052	2,223	1,858	1,015	1,165	投资净收益	8,328	9,003	10,677	11,664	12,591
无形资产	7,562	8,556	7,605	6,655	5,704	其他	671	1,695	946	946	946
其他	8,631	12,270	9,115	9,486	9,896	营业利润	11,807	11,645	9,343	12,169	13,104
非流动资产合计	55,117	65,909	64,677	65,246	67,320	营业外收入	287	318	302	310	306
资产总计	119,602	132,120	128,157	138,796	153,619	营业外支出	117	96	106	120	130
短期借款	1,326	1,944	2,000	2,000	2,000	利润总额	11,976	11,867	9,540	12,359	13,280
应付账款	11,517	12,273	12,565	13,407	15,371	所得税	1,154	921	954	1,236	1,328
其他	23,896	26,283	18,705	19,381	20,288	净利润	10,822	10,946	8,586	11,123	11,952
流动负债合计	36,739	40,499	33,271	34,787	37,658	少数股东损益	36	44	0	0	0
长期借款	569	1,536	1,536	1,536	1,536	归属于母公司净利润	10,786	10,903	8,586	11,123	11,952
应付债券	7,704	8,075	10,000	8,000	8,000	每股收益(元)	1.05	1.07	0.84	1.09	1.17
其他	4,177	4,088	50	50	50						
非流动负债合计	12,449	13,700	11,586	9,586	9,586						
负债合计	49,188	54,199	44,857	44,374	47,245						
少数股东权益	1,044	1,371	1,371	1,371	1,371						
股本	7,293	10,232	10,238	10,238	10,238						
资本公积	24,748	22,383	22,378	22,378	22,378						
留存收益	36,746	43,061	48,782	59,904	71,857						
其他	583	873	532	532	532						
股东权益合计	70,414	77,921	83,300	94,422	106,375						
负债和股东权益总计	119,602	132,120	128,157	138,796	153,619						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	10,822	10,946	8,586	11,123	11,952
折旧摊销	2,119	2,876	2,968	3,153	3,296
财务费用	316	(151)	(163)	(124)	(86)
投资损失	(8,328)	(9,003)	(10,677)	(11,664)	(12,591)
营运资金变动	11,741	(5,777)	(7,662)	434	(645)
其它	(1,573)	(160)	554	760	598
经营活动现金流	15,098	(1,268)	(6,394)	3,682	2,525
资本支出	(5,389)	(5,226)	(1,493)	(173)	(1,314)
长期投资	(3,294)	(1,193)	(2,972)	(3,265)	(3,588)
其他	11,609	838	14,635	11,239	12,126
投资活动现金流	2,926	(5,581)	10,171	7,801	7,224
债权融资	(1,637)	1,175	1,975	(1,919)	85
股权融资	16,815	574	0	0	0
其他	(5,609)	(4,224)	(2,645)	124	86
筹资活动现金流	9,568	(2,474)	(670)	(1,795)	171
汇率变动影响	(50)	78	0	0	0
现金净增加额	27,543	(9,246)	3,106	9,687	9,920

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	44.0%	0.5%	-6.1%	11.5%	14.0%
营业利润	72.8%	-1.4%	-19.8%	30.2%	7.7%
归属于母公司净利润	71.5%	1.1%	-21.3%	29.6%	7.5%
获利能力					
毛利率	23.0%	18.6%	13.5%	15.8%	15.6%
净利率	15.2%	15.2%	12.8%	14.8%	14.0%
ROE	19.1%	14.9%	10.8%	12.7%	12.1%
ROIC	15.8%	12.3%	8.7%	10.6%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	41.1%	41.0%	35.0%	32.0%	30.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.76	1.63	1.91	2.11	2.29
速动比率	1.66	1.46	1.65	1.87	2.03
营运能力					
应收账款周转率	56.3	39.7	28.4	27.2	26.6
存货周转率	17.2	11.1	7.4	7.4	7.9
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益	1.05	1.07	0.84	1.09	1.17
每股经营现金流	1.47	-0.12	-0.62	0.36	0.25
每股净资产	6.78	7.48	8.00	9.09	10.26
估值比率					
市盈率	11.1	10.9	13.9	10.7	10.0
市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.7	7.6	9.0	7.2	6.7
EV/EBIT	9.0	9.5	11.9	9.1	8.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

