

2019年12月12日

公司研究

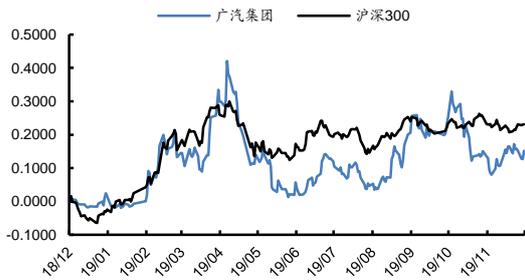
评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 潮浩 S0350519100002  
021-60338122 chaoh@ghzq.com.cn  
联系人： 王炎太 S0350118050031  
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

## 自主复苏叠加日系强势，攻守兼备回暖在即 ——广汽集团（601238）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现    | 1M   | 3M   | 12M  |
|-------|------|------|------|
| 广汽集团  | 1.6  | -4.4 | 15.7 |
| 沪深300 | -0.0 | -1.8 | 23.1 |

市场数据 2019-12-11

|            |              |
|------------|--------------|
| 当前价格(元)    | 11.68        |
| 52周价格区间(元) | 9.85 - 14.56 |
| 总市值(百万)    | 119576.42    |
| 流通市值(百万)   | 71065.10     |
| 总股本(万股)    | 1023770.75   |
| 流通股(万股)    | 918296.12    |
| 日均成交额(百万)  | 146.40       |
| 近一月换手(%)   | 4.33         |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

### 投资要点:

- **传祺由盛转衰，经营转机正在出现。** 广汽乘用车的自主研发起步较早且定位中高端，生产管理方式深度借鉴广本广丰，2016年在爆款车型GS4带动下迅速跻身一线自主行列。从2017年下半年开始，随着自主品牌的购置税和SUV双重红利褪去，叠加自身动力总成的质量问题，传祺品牌销量进入长达两年的下行周期。我们认为，随着2019年中期的人事换帅完成，传祺的经营转机正在出现，GS4开始谷底重生，Aion车系在电动车行业黎明前的黑暗期率先突围。我们预计，广汽乘用车将从2020年开始不断兑现销量拐点(单月回到5万辆以上)，而自主2019年营业亏损在10亿元左右(对应销量38.4万辆/BEV约3.5万辆)，2022年广汽自主销量预估增长到60万辆(BEV约12万辆)，可带动毛利率修复到17%-18%区间，自主实现营业利润10亿元以上。
- **广丰“高标准+高效率”，日系头牌迈向新时代。** 高标准体现在TNGA架构诸车型上市以来，已在合资同业中树立了外观设计(年轻化)、主被动安全装备(低门槛标配)和驾乘品质(轻量化车身+精密化底盘)的新标杆，快速补齐了丰田过去的相对短板。高效率是丰田一直以来的品牌符号，动力总成从容安心，消费者在代步要求得到满足的同时也不必为燃油经济性忧虑，THS-II和双擎E+技术的加入有助提升平均ASP，预计电气化车型未来三年占比提升到25%以上。预计广汽丰田的2019-2022销量分别为68.8万辆、83万辆、92万辆和105万辆。
- **广本“双子星”战略普及，长期受益高保值率。** 从本质上讲，“双子星”战略暨同门错位竞争，均是强势品牌对现有产品矩阵的补充和巩固。本田中国具备较强的产品力，再加之极强的运营能力，我们对CR-V和后续CIVIC孪生车型的销量前景持乐观态度。此外，高品质带来高保值率，已成为日系尤其是本田在非首购占比下降时代的强力标签。根据中汽金调研统计，广本四大主力车型雅阁(65%)、飞度(68%)、凌派(59%)和缤智(60%)分列各细分市场三年保值率的第一、第一、第八和第二。预计广汽本田的2019-2022销量分别为77万辆、88万辆、90万辆和102万辆。
- **广菲克与广三边际改善，助力业绩回升。** 其中，广汽菲亚特克莱斯勒通过产品谱系重塑和品牌运营调整，努力在2022年重回15万辆以上的销量(2019年预计为7.1万辆)，2021年下有望提前扭亏(2019年预计权益亏损7.1亿元)；广汽三菱，五年进攻战略下的本土化研发和海外车型引进仍有空间，预计其销量增速低谷已过，2020到2022年

产品矩阵扩散带动销量增长到 18 万辆（2019 年预计 13 万辆）。

- **乘用车行业温和复苏，广汽集团攻守兼备。** 乘用车行业自 2019 年 Q3 开启温和复苏周期，11 月首次出现生产端转正拐点，广汽集团旗下的自主业务转机已现，未来有望再呈现进攻弹性；两田竞争优势明显，即使行业较差也能体现盈利韧性。我们认为，公司是乘用车行业中期拐点来临前最佳投资标的之一。预计广汽集团 2019-2021 年归母净利润分别为 75 亿元、108 亿元、131 亿元，当前 A/H 合计市值 1090 亿元，PE 估值处于底部区间，建议积极关注。
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级** 预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 为 0.73/1.05/1.28 元，对应当前股价 PE 分别为 16/11/9 倍，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**日系车型销量不及预期；传祺复苏程度弱于预期；乘用车市场竞争加剧。

| 预测指标      | 2018   | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 72380  | 62987 | 78146  | 82350  |
| 增长率(%)    | 1%     | -13%  | 24%    | 5%     |
| 净利润（百万元）  | 10903  | 7475  | 10763  | 13138  |
| 增长率(%)    | 1%     | -31%  | 44%    | 22%    |
| 摊薄每股收益（元） | 1.07   | 0.73  | 1.05   | 1.28   |
| ROE(%)    | 13.99% | 9.09% | 12.17% | 13.69% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 广汽集团盈利预测表

| 证券代码:              | 601238.SH     |               |               |               | 股价:                | 11.68         | 投资评级:         | 买入            |               | 日期:   | 2019-12-11 |       |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|------------|-------|
| 财务指标               | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         | 每股指标与估值            |               |               |               | 2018          | 2019E | 2020E      | 2021E |
| <b>盈利能力</b>        |               |               |               |               | <b>每股指标</b>        |               |               |               |               |       |            |       |
| ROE                | 14%           | 9%            | 12%           | 14%           | EPS                | 1.07          | 0.73          | 1.05          |               |       |            | 1.28  |
| 毛利率                | 19.5%         | 11.1%         | 14.0%         | 15.3%         | BVPS               | 7.48          | 7.90          | 8.50          |               |       |            | 9.23  |
| 期间费率               | 16%           | 16%           | 16%           | 15%           | <b>估值</b>          |               |               |               |               |       |            |       |
| 销售净利率              | 15%           | 12%           | 14%           | 16%           | P/E                | 10.96         | 15.99         | 11.10         |               |       |            | 9.10  |
| <b>成长能力</b>        |               |               |               |               | P/B                | 1.56          | 1.48          | 1.37          |               |       |            | 1.27  |
| 收入增长率              | 1%            | -13%          | 24%           | 5%            | P/S                | 1.65          | 1.90          | 1.53          |               |       |            | 1.45  |
| 利润增长率              | 1%            | -31%          | 44%           | 22%           | <b>利润表 (百万元)</b>   |               |               |               |               |       |            |       |
| <b>营运能力</b>        |               |               |               |               | <b>营业收入</b>        | <b>72380</b>  | <b>62987</b>  | <b>78146</b>  | <b>82350</b>  |       |            |       |
| 总资产周转率             | 0.55          | 0.49          | 0.56          | 0.55          | 营业成本               | 58241         | 55965         | 67222         | 69713         |       |            |       |
| 应收账款周转率            | 9.15          | 9.15          | 9.15          | 9.15          | 营业税金及附加            | 2311          | 1611          | 1799          | 1895          |       |            |       |
| 存货周转率              | 8.65          | 8.65          | 8.65          | 8.65          | 销售费用               | 5073          | 4015          | 4981          | 5249          |       |            |       |
| <b>偿债能力</b>        |               |               |               |               | 管理费用               | 4068          | 4240          | 5061          | 5333          |       |            |       |
| 资产负债率              | 41%           | 36%           | 37%           | 36%           | 财务费用               | (151)         | 100           | 100           | 100           |       |            |       |
| 流动比                | 1.63          | 1.70          | 1.84          | 2.05          | 其他费用/(-收入)         | 8811          | 10550         | 12481         | 13990         |       |            |       |
| 速动比                | 1.47          | 1.50          | 1.63          | 1.84          | <b>营业利润</b>        | <b>11645</b>  | <b>7606</b>   | <b>11465</b>  | <b>14050</b>  |       |            |       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2018</b>   | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | 营业外净收支             | 222           | 530           | 250           | 250           |       |            |       |
| 现金及现金等价物           | 41908         | 35494         | 44366         | 54487         | <b>利润总额</b>        | <b>11867</b>  | <b>8136</b>   | <b>11715</b>  | <b>14300</b>  |       |            |       |
| 应收款项               | 7912          | 6885          | 8542          | 9001          | 所得税费用              | 921           | 631           | 909           | 1110          |       |            |       |
| 存货净额               | 6730          | 6653          | 7975          | 8274          | <b>净利润</b>         | <b>10946</b>  | <b>7505</b>   | <b>10806</b>  | <b>13191</b>  |       |            |       |
| 其他流动资产             | 9661          | 8681          | 10263         | 10702         | 少数股东损益             | 44            | 30            | 43            | 53            |       |            |       |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>66211</b>  | <b>57713</b>  | <b>71147</b>  | <b>82465</b>  | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>10903</b>  | <b>7475</b>   | <b>10763</b>  | <b>13138</b>  |       |            |       |
| 固定资产               | 13887         | 17499         | 15749         | 14174         | <b>现金流量表 (百万元)</b> |               |               |               |               |       |            |       |
| 在建工程               | 2223          | 2223          | 2223          | 2223          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>(1268)</b> | <b>5458</b>   | <b>15254</b>  | <b>15831</b>  |       |            |       |
| 无形资产及其他            | 8556          | 7700          | 6930          | 6237          | 净利润                | 10946         | 7505          | 10806         | 13191         |       |            |       |
| 长期股权投资             | 28973         | 28973         | 28973         | 28973         | 少数股东权益             | 44            | 30            | 43            | 53            |       |            |       |
| <b>资产总计</b>        | <b>132120</b> | <b>129108</b> | <b>140022</b> | <b>149072</b> | 折旧摊销               | 3002          | 2244          | 2520          | 2268          |       |            |       |
| 短期借款               | 1944          | 1900          | 200           | 200           | 公允价值变动             | (24)          | 60            | 20            | 20            |       |            |       |
| 应付款项               | 12273         | 10556         | 12654         | 13128         | 营运资金变动             | (15236)       | (4382)        | 1865          | 300           |       |            |       |
| 预收帐款               | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(5581)</b> | <b>(6342)</b> | <b>1750</b>   | <b>1575</b>   |       |            |       |
| 其他流动负债             | 26283         | 21535         | 25863         | 26886         | 资本支出               | (2907)        | (3611)        | 1750          | 1575          |       |            |       |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>40499</b>  | <b>33990</b>  | <b>38717</b>  | <b>40214</b>  | 长期投资               | (3252)        | 0             | 0             | 0             |       |            |       |
| 长期借款及应付债券          | 9611          | 8811          | 8811          | 8811          | 其他                 | 578           | (2730)        | 0             | 0             |       |            |       |
| 其他长期负债             | 4088          | 4088          | 4088          | 4088          | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>(2474)</b> | <b>(4051)</b> | <b>(6319)</b> | <b>(5638)</b> |       |            |       |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>13700</b>  | <b>12900</b>  | <b>12900</b>  | <b>12900</b>  | 债务融资               | 1957          | (844)         | (1700)        | 0             |       |            |       |
| <b>负债合计</b>        | <b>54199</b>  | <b>46890</b>  | <b>51616</b>  | <b>53114</b>  | 权益融资               | 360           | 0             | 0             | 0             |       |            |       |
| 股本                 | 10232         | 10232         | 10232         | 10232         | 其它                 | (4791)        | (3208)        | (4619)        | (5638)        |       |            |       |
| 股东权益               | 77921         | 82218         | 88405         | 95958         | <b>现金净增加额</b>      | <b>(9246)</b> | <b>(4935)</b> | <b>10685</b>  | <b>11768</b>  |       |            |       |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>132120</b> | <b>129108</b> | <b>140022</b> | <b>149072</b> |                    |               |               |               |               |       |            |       |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车组介绍】

潮浩，上海交通大学工学学士，经济学硕士，八年证券从业经历，目前负责汽车行业上市公司研究。  
王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

## 【分析师承诺】

潮浩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。