

2018年10月30日

广汽集团 (601238.SH)

公司快报

汽车 | 乘用车 III

投资评级

买入-B(维持)

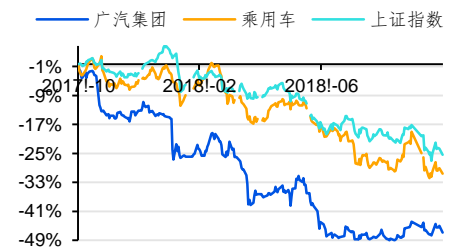
股价(2018-10-29)

10.46 元

交易数据

总市值(百万元)	106,964.58
流通市值(百万元)	63,520.36
总股本(百万股)	10,226.06
流通股本(百万股)	6,072.69
12个月价格区间	10.00/28.77 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.56	10.15	-21.73
绝对收益	-5.34	-1.39	-47.33

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号: S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

 陆嘉敏
 lujiamin@huajinsec.cn
 021-20377038

相关报告

广汽集团: 自主放缓合资分化, 静待新车周期逐步发力 2018-08-27

广汽集团: 自主与合资齐头并进, 产能扩张有利于未来增长 2018-04-02

广汽集团: 合资和自主齐给力, Q3 业绩持续高增长 2017-10-30

广汽集团: 搭载腾讯基因, 精确卡位智能网联汽车 2017-09-19

广汽集团: “传祺”延续, 减值计提不改业绩向上趋势 2017-08-24

自主承压合资分化, 业绩增速进一步放缓

投资要点:

- ◆ **业绩增速放缓, 毛利率同比小幅下滑。**公司发布 2018 年三季度报告, 前三季度实现营业总收入 535.08 亿元, 同比增长 3.64%; 归母净利润 98.60 亿元, 同比增长 10.02%; 毛利率 20.98%, 同比减少 2.16 个百分点; 净利率 18.73%, 同比增加 1.26 个百分点。其中 Q3 单季实现营业总收入 163.08 亿元, 同比下降 3.31%; 归母净利润 29.47 亿元, 同比增长 6.03%; 毛利率 17.98%, 同比减少 6.26 个百分点; 净利率 18.30%, 同比增加 1.69 个百分点。受 SUV 行业景气度下行的影响, 广汽自主品牌核心车型 GS4、GS8 以及合资品牌中广菲克销量同比下滑较多, 导致 Q3 公司销量增速较前几个季度明显放缓, 同时降价促销使得毛利率同比有一定下滑。
- ◆ **SUV 行业景气度下行, 自主品牌销量增速显著放缓。**Q3 国内 SUV 销量 224.4 万辆, 同比下降 7.81%, 单季度销量首次负增长; 广汽自主品牌销量 12.64 万辆, 同比增长 0.83% (其中 SUV 销量 10.35 万辆, 同比下降 9.14%), 主力 SUV 车型传祺 GS4 销量 5.61 万辆, 同比下降 33.72%; GS8 销量 1.33 万辆, 同比下降 36.88%。前三季度广汽传祺销量合计 39.46 万辆, 仅完成全年 70 万辆销量目标的 56.37%。Q4 随 GM6、GS5 等新车的上市, 广汽自主品牌销量或有所改善。
- ◆ **合资品牌内部分化, 日系维持强势、广菲克销量下滑明显。**Q3 单季度广汽集团旗下合资品牌中, ①广汽本田销量 18.17 万辆, 同比增长 0.01%, 受冠道“机油门”事件影响销量增速下滑; ②广汽丰田销量 16.65 万辆, 同比增长 39.23%, 高增长主要源自全新凯美瑞及汉兰达的持续热销, 以及 C-HR 等新车带来的增量; ③广汽三菱由于新款国产欧蓝德的热销, 销量 3.25 万辆, 同比增长 19.65%; ④广汽菲克受国内 SUV 行业景气度下行的影响, 销量 2.69 万辆, 同比下降 37.65%。2018 年下半年, 日系品牌合计将推出约 9 款新车, 其中广汽本田 5 款、广汽丰田 1 款、广汽三菱 3 款, 新车的陆续上市或有助于日系品牌销量维持较高增长。
- ◆ **投资建议:** 行业景气度下行, 公司业绩增速放缓, 我们下调公司 2018 年至 2020 年的盈利预测至每股收益为 1.12 元、1.23 元和 1.33 元, 净资产收益率分别为 14.7%、14.7%和 14.4%。鉴于公司未来仍将推出较多新车, 在新车周期的拉动下, 业绩仍有望实现优于行业平均的稳步增长, 故维持对公司“买入-B”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 公司新车销量增速不及预期; 国内汽车产销量增速进一步下行。

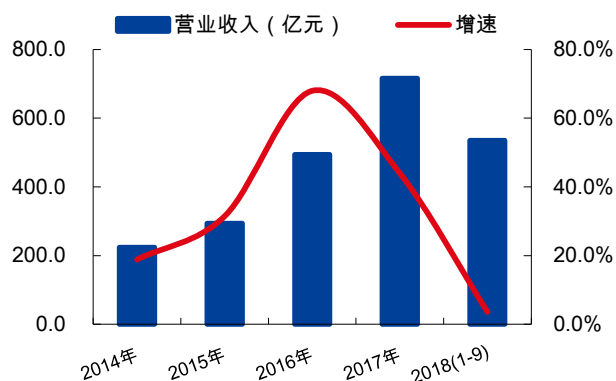
财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	49,417.7	71,574.9	74,065.9	81,225.3	88,326.2
同比增长(%)	68.0%	44.8%	3.5%	9.7%	8.7%
营业利润(百万元)	6,832.2	11,806.5	12,128.6	13,551.1	14,614.1
同比增长(%)	68.1%	72.8%	2.7%	11.7%	7.8%
净利润(百万元)	6,288.2	10,786.2	11,398.9	12,574.2	13,573.8
同比增长(%)	48.6%	71.5%	5.7%	10.3%	7.9%
每股收益(元)	0.61	1.05	1.12	1.23	1.33
PE	17.0	9.9	9.4	8.5	7.9
PB	2.4	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

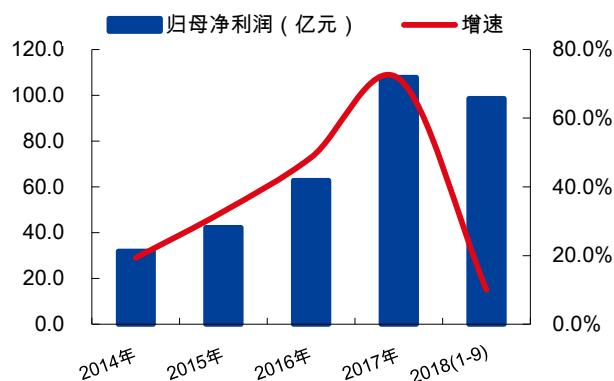
附图：

图 1：公司近五年营业收入及增速



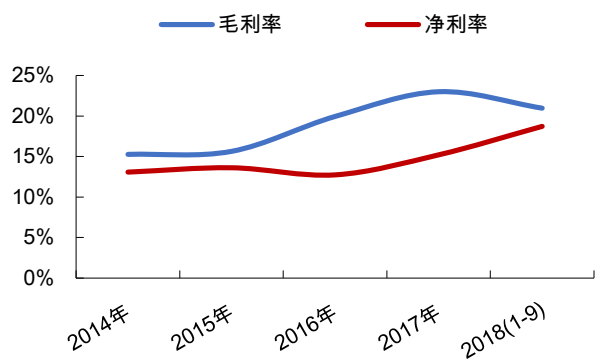
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司近五年归母净利润及增速



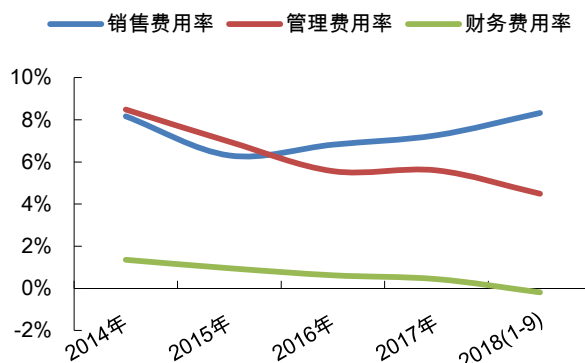
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司近五年毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司近五年三项费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	49,417.7	71,574.9	74,065.9	81,225.3	88,326.2
减:营业成本	39,558.4	54,778.0	58,350.5	62,832.7	67,604.2
营业税费	1,518.8	2,547.7	2,458.8	2,658.8	2,920.5
销售费用	3,370.0	5,199.8	5,851.2	6,335.6	6,712.8
管理费用	2,748.9	4,007.9	3,703.3	3,898.8	4,257.3
财务费用	306.5	315.5	-188.8	-25.0	13.5
资产减值损失	983.0	1,576.8	120.0	200.0	200.0
加:公允价值变动收益	52.2	89.4	-42.3	26.7	-3.7
投资和汇兑收益	5,847.9	8,327.7	8,400.0	8,200.0	8,000.0
营业利润	6,832.2	11,806.5	12,128.6	13,551.1	14,614.1
加:营业外净收支	218.6	170.0	267.4	307.9	302.9
利润总额	7,050.7	11,976.5	12,396.0	13,859.1	14,917.0
减:所得税	754.3	1,154.3	1,190.0	1,337.4	1,424.6
净利润	6,288.2	10,786.2	11,398.9	12,574.2	13,573.8

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	21,317.0	49,467.9	53,511.4	66,919.7	74,131.8
交易性金融资产	604.6	608.9	566.7	593.4	589.7
应收帐款	1,736.7	1,994.7	1,708.6	2,879.1	1,790.9
应收票据	2,066.3	2,469.7	1,840.1	3,184.7	2,215.8
预付帐款	779.2	1,209.8	678.9	1,402.8	891.5
存货	2,493.6	3,346.6	3,136.8	3,844.6	3,565.6
其他流动资产	5,973.8	5,387.7	5,200.0	5,105.9	5,022.5
可供出售金融资产	2,024.4	2,205.2	2,100.0	2,150.0	2,200.0
持有至到期投资	-	-	26.6	8.9	11.8
长期股权投资	22,635.7	25,720.7	28,220.7	30,220.7	32,220.7
投资性房地产	1,311.4	1,340.0	1,360.0	1,380.0	1,400.0
固定资产	11,018.1	12,151.6	12,377.8	12,080.8	11,611.4
在建工程	600.6	1,051.7	2,121.3	1,857.1	1,549.7
无形资产	4,951.9	7,561.9	6,895.7	6,174.5	5,448.4
其他非流动资产	4,579.0	5,085.9	2,652.9	698.8	-1,257.3
资产总额	82,092.2	119,602.4	122,397.6	138,501.0	141,392.3
短期债务	1,216.1	1,325.9	1,200.0	1,100.0	1,000.0
应付帐款	14,731.2	19,646.0	14,057.9	24,350.2	16,583.2
应付票据	385.1	440.8	207.5	839.7	126.0
其他流动负债	7,989.3	15,326.7	15,929.2	12,557.0	15,653.6
长期借款	625.7	568.8	600.0	550.0	500.0
其他非流动负债	12,305.4	11,880.3	12,191.5	12,722.0	12,355.8
负债总额	37,252.8	49,188.4	44,186.2	52,118.9	46,218.6
少数股东权益	1,037.3	1,043.7	850.8	798.2	716.9
股本	6,453.4	7,293.4	10,222.6	10,222.6	10,222.6
留存收益	36,909.6	61,493.8	67,138.0	75,361.3	84,234.2
股东权益	44,839.4	70,414.0	78,211.4	86,382.1	95,173.7

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6,296.4	10,822.2	11,398.9	12,574.2	13,573.8
加:折旧和摊销	2,207.7	2,385.0	1,670.3	1,782.4	1,883.0
资产减值准备	983.0	1,576.8	-	-	-
公允价值变动损失	-52.2	-89.4	-42.3	26.7	-3.7
财务费用	1,036.4	527.2	-188.8	-25.0	13.5
投资损失	-5,847.9	-8,327.7	-8,400.0	-8,200.0	-8,000.0
少数股东损益	8.2	36.0	-192.9	-52.6	-81.3
营运资金的变动	5,217.9	17,126.5	-3,373.2	3,801.4	-2,527.2
经营活动产生现金流量	5,498.4	15,097.9	872.0	9,907.1	4,858.0
投资活动产生现金流量	-3,082.1	2,926.3	6,304.6	7,588.4	7,537.9
融资活动产生现金流量	1,644.2	9,568.1	-3,133.2	-4,087.2	-5,183.9

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	68.0%	44.8%	3.5%	9.7%	8.7%
营业利润增长率	68.1%	72.8%	2.7%	11.7%	7.8%
净利润增长率	48.6%	71.5%	5.7%	10.3%	7.9%
EBITDA 增长率	55.3%	52.8%	-3.6%	12.5%	7.9%
EBIT 增长率	64.3%	66.4%	0.5%	13.3%	8.1%
NOPLAT 增长率	61.3%	71.8%	-1.5%	13.2%	8.3%
投资资本增长率	-3.7%	-18.6%	17.7%	-19.7%	4.7%
净资产增长率	13.7%	57.0%	11.1%	10.4%	10.2%
盈利能力					
毛利率	20.0%	23.5%	21.2%	22.6%	23.5%
营业利润率	13.8%	16.5%	16.4%	16.7%	16.5%
净利润率	12.7%	15.1%	15.4%	15.5%	15.4%
EBITDA/营业收入	18.7%	19.7%	18.4%	18.8%	18.7%
EBIT/营业收入	14.4%	16.6%	16.1%	16.7%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	45.4%	41.1%	36.1%	37.6%	32.7%
负债权益比	83.1%	69.9%	56.5%	60.3%	48.6%
流动比率	1.44	1.76	2.12	2.16	2.64
速动比率	1.34	1.66	2.02	2.06	2.54
利息保障倍数	23.29	37.66	-63.25	-540.33	1,082.3
营运能力					
固定资产周转天数	69	58	60	54	48
流动营业资本周转天数	-49	-75	-90	-83	-79
流动资产周转天数	229	250	319	334	351
应收帐款周转天数	12	9	9	10	10
存货周转天数	16	15	16	15	15
总资产周转天数	544	507	588	578	570
投资资本周转天数	202	124	117	104	87
费用率					
销售费用率	6.8%	7.3%	7.9%	7.8%	7.6%
管理费用率	5.6%	5.6%	5.0%	4.8%	4.8%
财务费用率	0.6%	0.4%	-0.3%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	13.0%	13.3%	12.6%	12.6%	12.4%
投资回报率					
ROE	14.4%	15.5%	14.7%	14.7%	14.4%
ROA	7.7%	9.0%	9.2%	9.0%	9.5%
ROIC	22.5%	40.2%	48.7%	46.8%	63.1%
分红指标					
DPS(元)	0.14	0.31	0.33	0.43	0.46
分红比率	22.6%	29.1%	30.0%	35.0%	35.0%
股息收益率	1.3%	2.9%	3.2%	4.1%	4.4%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.61	1.05	1.12	1.23	1.33
BVPS(元)	4.28	6.78	7.57	8.37	9.24
PE(X)	17.0	9.9	9.4	8.5	7.9
PB(X)	2.4	1.5	1.4	1.2	1.1
P/FCF	13.5	7.4	14.2	6.0	8.8
P/S	2.2	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.5	2.1	4.1	2.8	2.1
CAGR(%)	25.8%	7.6%	40.9%	25.8%	7.6%
PEG	0.7	1.3	0.2	0.3	1.0
ROIC/WACC	2.3	4.1	4.9	4.7	6.4

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com