

## 公司研究

## 持续看好广本广丰销量盈利爬坡，日系广汽埃安推进前景可期

## ——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告

## 要点

**广汽公布2月销量数据：**2月集团总销量同比增长443%/环比下降52%至10.5万辆；从1-2月累计口径来看，总销量同比增长65%至32.2万辆；其中，广汽丰田/广汽本田分别同比增长80%/70%至13.1万辆/11.8万辆（销量占比分别约41%/37%）；广汽传祺/广汽埃安分别同比增长31%/134%至4.8万辆/1.1万辆；广汽菲克同比增长110%至5,003辆，广汽三菱同比下降3%至8,402辆。1-2月销量的大幅改善，主要由于1月春节效应、以及去年2月疫情停产所致。

**行业修复带动广汽传祺改善，广汽埃安推进前景可期：**1) 我们预计2021E国内传统燃油乘用车同比高个位数或近10%销量同比增速（vs. 中汽协预计约7.5%）；其中，自主或具有更高修复弹性。我们预计2021E广汽传祺销量同比增长近9%至32万辆，预计销售规模扩大/规模经济等有望驱动减亏。2) 我们预计2021E国内新能源乘用车销量同比增长近50%至180万辆（渗透率同比增长2.0个百分点至7.5%），行业2C端需求逐步释放前景可期。根据集团的十四五规划，2025E广汽总产销量年复合增长10%+至350万辆；其中，新能源产销量占比20%+至70+万辆。我们看好广汽埃安Y/S/V/LX差异化定位与ADiGO自动驾驶系统功能兑现，预计2021E广汽埃安扭亏前景可期。

**持续看好广本与广丰的车型导入/盈利爬坡：**截至1H20广本/广丰单车盈利分别爬坡至1.1万/1.7万人民币（vs. 广汽菲克/广汽三菱单车亏损分别约7.5万/1.1万人民币）。我们看好1) 2021E广丰全新车型凌尚（TNGA平台轿车，车型定位介于雷凌与凯美瑞之间，预计1H21E上市）、威兰达插电混动版、以及现有车型C-HR/凯美瑞改款等驱动的销量增长前景；2) 2021E广本全新车型（思域姐妹款，预计2021E年末上市）、皓影插电混动版、以及现有车型雅阁改款等驱动的销量增长前景；3) 预计广本/广丰销量稳健增长驱动的单车盈利持续爬坡趋势有望延续，盈利贡献前景可期。

**维持H股“买入”评级，维持A股“增持”评级：**鉴于四季度经销商返点等费用计提影响，我们下调2020E-2022E归母净利润分别至61.9亿/85.8亿/114.9亿人民币。我们看好广汽埃安品牌独立运营的发展前景；当前广汽AH估值分别约13x/7x 2021E PE（vs. A/H可比公司估值区间约15x-20x 2021E PE），维持H股“买入”评级，A股“增持”评级。

**风险提示：**行业需求修复不及预期；自主减亏幅度不及预期；改款/新款车型销量爬坡不及预期；广本/广丰销量与盈利爬坡不及预期；广菲克/广汽三菱销量与盈利承压；市场与金融风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	71,515	59,234	57,168	66,036	71,614
营业收入增长率	0.52%	-17.17%	-3.49%	15.51%	8.45%
净利润（百万元）	10,903	6,618	6,189	8,579	11,485
净利润增长率	1.08%	-39.30%	-6.47%	38.62%	33.87%
EPS（元）	1.07	0.65	0.60	0.84	1.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.24%	8.26%	7.33%	9.41%	11.48%
P/E	10	17	18	13	10
P/E（H股）	6	9	10	7	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-09；汇率：按1HKD=0.83875CNY换算

## A股：增持（维持）

当前价：10.99元

## H股：买入（维持）

当前价：7.10港元

## 作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

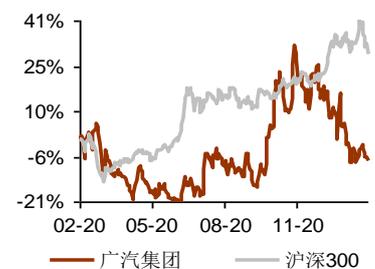
021-52523869

shaoj@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	103.51
总市值(亿元)	1137.57
一年最低/最高(元)	8.88/15.84
近3月换手率	29.76%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.87	-16.81	-28.09
绝对	-0.54	-16.19	-6.34

资料来源：Wind（2021-03-09）

## 相关研报

两种电池技术路线，助力广汽埃安电动化提速——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告（2021-01-19）

引入战投，科技、渠道赋能，智能化布局提速——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告（2021-01-06）

自主持续发力，合资锦上添花

——广汽集团（2238.HK）海外公司深度研究（2017-07-13）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	71,515	59,234	57,168	66,036	71,614
营业成本	58,241	55,148	54,282	61,731	66,136
折旧和摊销	3,002	3,983	2,052	2,641	3,431
税金及附加	2,311	1,356	1,315	1,519	1,647
销售费用	5,073	4,553	4,002	4,292	4,655
管理费用	4,068	3,244	2,858	3,302	3,581
研发费用	827	1,002	858	991	1,074
财务费用	-151	26	-172	-197	139
投资收益	9,003	9,626	10,639	12,561	15,221
营业利润	11,645	5,682	5,654	7,909	10,650
利润总额	11,867	6,294	5,839	8,094	10,835
所得税	921	-417	-350	-486	-650
净利润	10,946	6,711	6,189	8,579	11,485
少数股东损益	44	94	0	0	0
归属母公司净利润	10,903	6,618	6,189	8,579	11,485
EPS(元)	1.07	0.65	0.60	0.84	1.12

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,268	-381	-279	-105	316
净利润	10,903	6,618	6,189	8,579	11,485
折旧摊销	3,002	3,983	2,052	2,641	3,431
净营运资金增加	5,712	-3,989	-4,540	3,089	2,363
其他	-20,885	-6,991	-3,980	-14,415	-16,963
投资活动产生现金流	-5,581	-4,826	918	-1,014	671
净资本支出	-9,809	-10,057	-11,579	-12,050	-13,050
长期投资变化	28,973	31,982	-1,500	-1,500	-1,500
其他资产变化	-24,746	-26,751	13,996	12,536	15,221
融资活动现金流	-2,474	-2,325	-3,183	4,438	1,802
股本变化	2,939	5	0	0	0
债务净变化	1,699	874	-1,684	6,985	5,072
无息负债变化	3,311	-117	2,006	3,613	1,882
净现金流	-9,246	-7,501	-2,544	3,319	2,789

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.6%	6.9%	5.0%	6.5%	7.6%
EBITDA 率	6.8%	1.6%	13.8%	16.3%	19.5%
EBIT 率	2.5%	-5.4%	10.2%	12.3%	14.7%
税前净利润率	16.6%	10.6%	10.2%	12.3%	15.1%
归母净利润率	15.2%	11.2%	10.8%	13.0%	16.0%
ROA	8.3%	4.9%	4.4%	5.4%	6.6%
ROE (摊薄)	14.2%	8.3%	7.3%	9.4%	11.5%
经营性 ROIC	3.2%	-6.2%	-9.5%	-6.9%	-5.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	41%	40%	39%	41%	42%
流动比率	1.63	1.37	1.26	1.12	1.06
速动比率	1.47	1.20	1.07	0.95	0.90
归母权益/有息债务	5.98	5.86	7.04	4.80	4.16
有形资产/有息债务	9.23	8.70	10.70	7.68	6.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	132,120	137,410	142,044	159,364	175,229
货币资金	41,908	32,243	29,699	33,018	35,807
交易性金融资产	968	843	843	843	843
应收帐款	2,159	3,466	4,299	4,966	5,385
应收票据	4,757	2,241	2,287	2,641	2,865
其他应收款 (合计)	4,461	4,675	4,824	5,174	5,473
存货	6,730	6,928	8,142	9,260	9,920
其他流动资产	2,664	4,043	945	1,389	1,668
流动资产合计	66,211	56,865	53,808	60,283	65,085
其他权益工具	1,215	1,224	1,224	1,224	1,224
长期股权投资	28,973	31,982	33,482	34,982	36,482
固定资产	13,887	17,474	22,070	31,969	41,522
在建工程	2,223	1,653	9,640	8,130	7,072
无形资产	8,556	11,667	11,483	11,303	11,127
商誉	105	105	105	105	105
其他非流动资产	1,568	3,848	4,158	4,158	4,158
非流动资产合计	65,909	80,545	88,235	99,081	110,144
总负债	54,199	54,955	55,277	65,875	72,829
短期借款	1,944	1,884	0	6,765	11,597
应付账款	11,438	12,143	13,571	15,433	16,534
应付票据	835	1,122	543	617	661
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10,865	10,123	9,999	10,531	10,865
流动负债合计	40,499	41,585	42,697	53,961	61,233
长期借款	1,536	1,854	2,054	2,274	2,514
应付债券	8,075	5,838	5,838	5,838	5,838
其他非流动负债	3,175	4,480	4,687	3,800	3,242
非流动负债合计	13,700	13,370	12,581	11,914	11,596
股东权益	77,921	82,454	86,766	93,489	102,400
股本	10,232	10,238	10,238	10,238	10,238
公积金	26,200	27,445	27,823	27,823	27,823
未分配利润	39,244	41,559	45,834	52,557	61,468
归属母公司权益	76,550	80,134	84,446	91,169	100,080
少数股东权益	1,371	2,320	2,320	2,320	2,320

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.09%	7.69%	7.00%	6.50%	6.50%
管理费用率	5.69%	5.48%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-0.21%	0.04%	-0.30%	-0.30%	0.19%
研发费用率	1.16%	1.69%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	8%	-7%	-6%	-6%	-6%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.28	0.15	0.18	0.25	0.34
每股经营现金流	-0.12	-0.04	-0.03	-0.01	0.03
每股净资产	7.48	7.83	8.25	8.91	9.78
每股销售收入	6.99	5.79	5.58	6.45	7.00

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE (A股)	10	17	18	13	10
PB (A股)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.1	9.8	11.7	9.2	7.4
股息率	2.5%	1.4%	1.7%	2.3%	3.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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曾与、不与、也将不会与本报告中的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版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------