

# 广汽集团（601238）：广汽自主蓄势待发，两田稳增长

2021年03月21日

强烈推荐/首次

广汽集团 公司报告

**广汽集团是覆盖完整汽车产业链的综合性集团：**广汽集团涵盖整车、零部件、汽车商贸服务、汽车金融等，是国内产业链最为完整的汽车集团之一。广汽集团的利润结构包括两大部分，并表业务（自主整车板块、商贸等控股子公司）和联营与合营公司的投资收益（广汽丰田、广汽本田及零部件公司等）。

**高研发投入支撑广汽集团自主业务长足发展：**高研发投入为广汽自主业务长足发展保驾护航，广汽集团2019年研发投入为50.4亿元，高于同期的长城汽车、长安汽车、吉利汽车（不包括吉利控股）等。广汽集团从2018—2019年连续高研发投入，为未来3—5年新技术和新车型的投放提供了保障。广汽自主板块在燃油车、新能源汽车核心技术上均具行业领先水平，如全新GPMA模块化架构、钜浪动力系统、高效率燃油发动机及混动专用发动机、第二代纯电平台GEP2.0等。2021年公司将发布较多新车型，燃油车包括轿车Empow55（针对10—15万元市场），传祺GA4中期改款，传祺GS8全新换代。新能源车包括全新Aion Y、Aion S的中期改款等。新车型的不断投放，有望拉升广汽自主2021-2022年销量，从而带动广汽自主业务业绩回升。

**广汽自主组织机构不断优化，促进研产销一体化：**广汽集团自主板块形成了以广汽研究院统筹研发，广汽乘用车和广汽埃安负责燃油车、新能源的生产销售的组织体系。为了加强公司研产销一体化，广汽集团对自主板块组织架构不断优化，使公司以用户为导向，更高效地响应市场需求。2019年，广汽集团新设整车事业本部、零部件事业本部、商贸事业本部等，强化广汽集团自主品牌一体化经营和沟通协调效率。2020年，广汽集团继续对组织机构进行优化，设立经营管理委员会，与整车事业本部合署运营，以强化一体化运作，实现经营管理层的一体化，提升自主品牌体系竞争力。

**日系车市场份额不断提升，“两田”稳步增长：**2012年，受中日关系影响，日系车市场份额下降。2015年，日系车市场份额开始复苏，2020年1至9月提升至23.8%。广汽丰田和广汽本田逆势增长，市场份额提升。2020年，乘用车行业增速为-6.05%，广汽丰田销量达76.5万辆，增长12.2%，为广汽丰田销量最高值。广汽本田销量达80.4万辆，增长4.3%。广汽丰田和广汽本田目前是公司主要投资收益贡献者，从广汽集团的发展历史看，投资收益充当现金牛业务。联营与合营公司投资收益占营业利润比重仅在2016—2018年低于100%。2020前三季度，联营与合营公司投资收益为74.04亿，营业利润为49.59亿元，占比超过149%。因此，我们预计，受益“两田”稳步增长，公司2020—2022年投资受益分别为100.07亿元、109.8亿元和120.45亿元，贡献稳定现金流。

**2021-2022年乘用车行业将迎周期复苏：**2020年我国乘用车销售2013.6万辆，下降约6.1%，我国乘用车市场连续3年负增长。2017—2020年乘用车行业的下降原因包括2016—2017年购置税刺激政策对购车需求的透支效应，GDP增速放缓，“棚改”等对三四线城市群体购买力的削弱，以及2020年疫

## 公司简介：

公司是由广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团公司、广州钢铁企业集团有限公司等作为共同发起人，以发起方式设立的大型国有控股股份制企业集团。主要业务包括乘用车、商用车、摩托车、汽车零部件的研发、制造、销售及售后服务，以及汽车相关产品进出口贸易，汽车租赁、二手车、物流、拆解、资源再生，汽车信贷、融资租赁、商业保理、保险和保险经纪，股权投资等。（资料来源：Wind、东兴证券研究所）

## 未来3-6个月重大事项提示：

2021-03-26 2020年年报披露

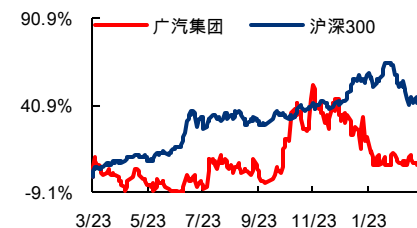
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间（元）	15.06-8.97
总市值（亿元）	1,082.71
流通市值（亿元）	747.92
总股本/流通A股（万股）	1,035,099/715,027
流通B股/H股（万股）	/309,862
52周日均换手率	0.53

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：李金锦

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

## 研究助理：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

情削弱了大部分行业人群的购买力。汽车市场需求具备明显周期属性，美日韩等发达国家车市调整时间通常在 3-4 年，我国汽车市场尚未达到饱和状态，2021-2022 年我国汽车市场有望迎来复苏。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2020—2022 年归母净利润分别为 61.7 亿元、90.3 亿元和 132.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.60、0.88 和 1.29 元。当前股价对应 2020—2022 年 PE 值分别为 17、12 和 8 倍。我们看好公司自主板块新产品周期，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业需求持续低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车行业发展不及预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72,379.78	59,704.32	62,620.42	80,342.75	95,055.97
增长率(%)	1.12%	-17.51%	4.88%	28.30%	18.31%
归母净利润(百万元)	10,902.65	6,617.54	6,172.82	9,029.84	13,217.52
增长率(%)	1.15%	-38.69%	-7.72%	46.05%	46.35%
净资产收益率(%)	14.24%	8.26%	7.19%	9.53%	12.27%
每股收益(元)	1.07	0.65	0.60	0.88	1.29
PE	9.91	16.31	17.58	12.02	8.21
PB	1.42	1.35	1.26	1.15	1.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 广汽集团：完整汽车产业链布局 .....	5
1.1 业务板块 .....	5
1.2 股权结构 .....	7
1.3 利润结构 .....	7
2. 广汽集团自主业务 .....	9
2.1 广汽燃油车业务 .....	9
2.2 广汽新能源汽车业务 .....	14
3. 广汽集团合资业务——日系持续强势 .....	16
4. 广汽集团的推荐逻辑 .....	19
4.1 逻辑一：2021—2022 年乘用车行业将进入上行周期 .....	19
4.2 逻辑二：广汽自主持续高研发投入，新技术及新车型储备丰富 .....	21
4.3 逻辑三：广汽自主强成本控制能力，核心零部件配套体系逐步完善 .....	23
4.4 逻辑四：两田稳定增长，投资收益提供业绩支撑 .....	24
5. 盈利预测与评级 .....	25
6. 风险提示 .....	26
相关报告汇总 .....	28

## 插图目录

图 1： 广汽集团整车板块 .....	5
图 2： 广汽集团零部件板块 .....	6
图 3： 广汽集团汽车商贸业务 .....	6
图 4： 广汽集团股权结构 .....	7
图 5： 公司投资收益与营业利润对比 单位：百万元 .....	8
图 6： 2015—2020 年公司收入结构 .....	8
图 7： 广汽乘用车历年销量 单位：万辆 .....	8
图 8： 公司主要业务毛利率变化 .....	8
图 9： 并表业务税前利润=营业利润-投资收益-其他收益 单位：万元 .....	9
图 10： 广汽集团自主板块 .....	9
图 11： 广汽乘用车大事记 .....	10
图 12： 广汽乘用车历年销量及增速（%） .....	10
图 13： 广汽乘用车在自主品牌汽车销量份额（%） .....	10
图 14： 广汽乘用车车型销量结构 .....	11
图 15： 全面布局高中低端 .....	11
图 16： 主要车型占车企销量比重（%） .....	11
图 17： 2015—2016 年 GS4 抢占先机 单位：辆 .....	11
图 18： 10—15 万元市场竞争加剧 单位：辆 .....	12
图 19： 2019 传祺 GS4 销量进入调整期 单位：辆 .....	12

图 20: 广汽全新 GPMA 平台 .....	12
图 21: 2019—2020 传祺 GS4 月度销量 单位: 辆 .....	12
图 22: MPV 市场销量及增速 单位: 辆 .....	13
图 23: 2020 年 MPV 销量 TOP10 单位: 辆 .....	13
图 24: 2016 年广汽推出旗舰 MPV-GM8 .....	13
图 25: 传祺 M8&M6 及主要竞品月度销量 单位: 辆 .....	13
图 26: 2021 年第一款燃油轿车 “Empow55” .....	14
图 27: 2020 年轿车销量 TOP10 单位: 辆 .....	14
图 28: 吉利热销轿车——星瑞 .....	14
图 29: 2020 年轿车销量 TOP10 单位: 辆 .....	14
图 30: 广汽埃安纯电动车销量及增速 单位: 辆 .....	15
图 31: 广汽埃安的产品布局 .....	15
图 32: 2020 年纯电动车销量 TOP10 单位: 辆 .....	16
图 33: 10—15 万元纯电动车销量走势 单位: 辆 .....	16
图 34: 广汽本田销量及增速 (%) 单位: 辆 .....	17
图 35: 广汽丰田销量及增速 单位: 辆 .....	17
图 36: 广汽三菱销量及增速 (%) 单位: 辆 .....	17
图 37: 广汽菲克销量及增速 单位: 辆 .....	17
图 38: 广汽丰田凯美瑞换代前后销量对比: 2017 年 11 月 TNGA 版凯美瑞上市 单位: 辆 .....	18
图 39: 广汽本田营收及增速 单位: 万元 .....	18
图 40: 广汽丰田营收及增速 单位: 万元 .....	18
图 41: 广汽本田营收及增速 单位: 万元 .....	19
图 42: 广汽丰田与本田单车均价 单位: 万元 .....	19
图 43: 乘用车销量及增速 单位: 万辆 .....	19
图 44: 乘用车月度销量同比增速 (%) .....	19
图 45: 美国汽车市场销量增速 (%) .....	20
图 46: 日本汽车市场销量增速 (%) .....	20
图 47: 韩国汽车市场销量增速 (%) .....	21
图 48: 广汽集团研发投入 单位: 亿元 .....	21
图 49: 2019 年主要车企研发投入 单位: 亿元 .....	21
图 50: 广汽集团推出 GPMA 架构 .....	22
图 51: GPMA 架构的高柔性 .....	22
图 52: 广汽集团纯电平台 GEP2.0 .....	22
图 53: 广汽集团发布钜浪动力品牌 .....	23
图 54: 广汽历代发动机热效率的进化 .....	23
图 55: 广汽 1.5T 发动机与竞品参数对比 .....	23
图 56: 广汽 2.0T 发动机与竞品参数对比 .....	23
图 57: 广汽乘用车业务毛利率 (%) .....	24
图 58: 广汽集团自主板块盈利水平估算 单位: 万元 .....	24
图 59: 日系车市场份额稳步提升 .....	25

图 60： 主要日系品牌在国内市场份额 .....	25
图 61： 广汽本田产能梳理 .....	25
图 62： 广汽丰田产能梳理 .....	25

## 表格目录

表 1： 广汽 Aion S 与竞品参数对比 .....	16
------------------------------	----

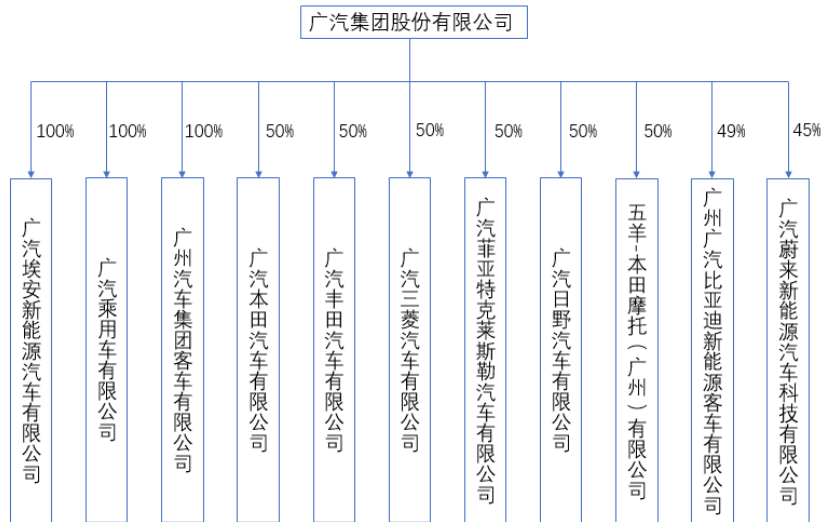
## 1. 广汽集团：完整汽车产业链布局

### 1.1 业务板块

广汽集团坚持合资合作与自主创新共同发展，业务涵盖整车（汽车、摩托车）板块、零部件板块、汽车商贸服务板块、汽车金融板块等，是国内产业链最为完整的汽车集团之一。

**整车板块：**公司整车业务涵盖乘用车、商用车及摩托车业务，采用自主和合资两大运营模式。自主业务主要由旗下全资或控股子公司运营，如广汽埃安新能源汽车有限公司、广汽乘用车有限公司等；合资业务是公司通过合资合作的模式开展整车业务，包括广汽本田汽车有限公司、广汽丰田汽车有限公司、广汽三菱汽车有限公司、广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司、五羊—本田摩托（广州）有限公司等。

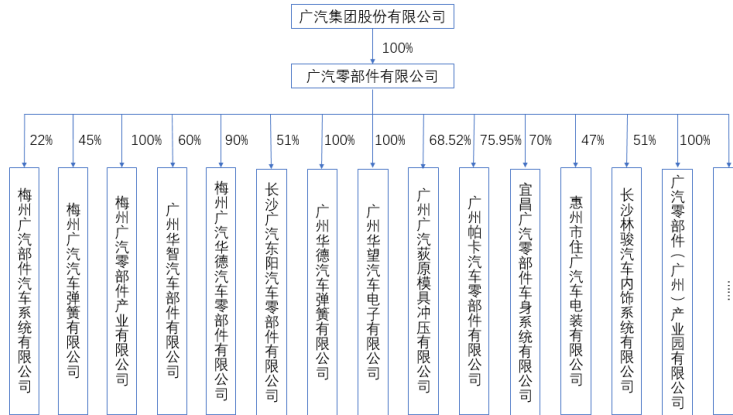
图1：广汽集团整车板块



资料来源：公司公告，天眼查，东兴证券研究所

**零部件板块：**广汽集团零部件板块主要通过子公司广汽零部件有限公司的控股、共同控制、参股公司运营，同时还包括广汽集团联营公司广丰发动机、上海日野、广汽爱信自动变速器有限公司等。这些公司负责为公司整车企业提供发动机、变速器、座椅、微电机、换挡器、电控、内外饰等零部件，其中约 74%的产品为广汽集团整车配套。

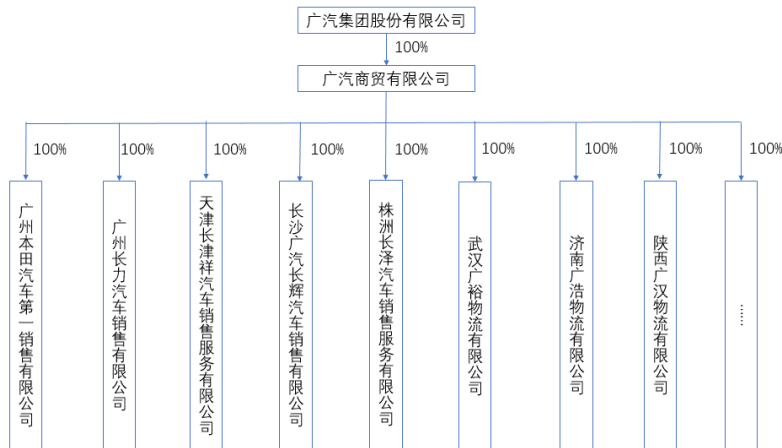
图2: 广汽集团零部件板块



资料来源: 公司公告, 天眼查, 东兴证券研究所

**汽车商贸服务板块:** 广汽集团主要通过子公司广汽商贸、大圣科技等开展汽车销售、物流、国际贸易、二手车、拆解、资源再生、配套服务等业务。商贸业务主要涵盖汽车销售和售后服务、物流服务、国际贸易、生产配套、租赁服务等五大领域。其中, 汽车销售和售后服务主要以汽车 4S 店为主, 广汽商贸旗下拥有 85 家 4S 店, 品牌以广汽系为主, 涵盖传祺品牌 33 家、广汽丰田约 20 家、广汽本田约 15 家。其中包括广汽本田第一店、广汽丰田第一店等标杆旗舰 4S 店。

图3: 广汽集团汽车商贸业务



资料来源: 公司公告, 天眼查, 东兴证券研究所

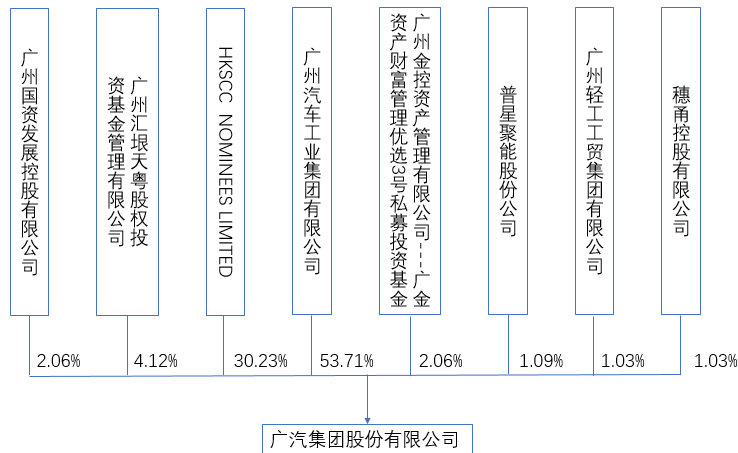
**汽车金融板块:** 广汽集团主要通过子公司广汽财务、中隆投资、广汽资本、众诚保险及合营公司广汽汇理等企业开展金融投资、保险、保险经纪、融资租赁、汽车信贷等相关业务。



## 1.2 股权结构

广汽集团 A 股股权结构集中: 据 wind, 截至 2021 年 1 月 31 日, 广汽集团总股本为 1,035,099.29 万股, 其中 A 股 725,237.26 万股, 占 70.1%, A 股当前限售股份为 10,210.13 万股; H 股为 309,862.03, 占 29.9%。据三季报, 广汽集团第一大股东为广州汽车工业集团有限公司 (其为广州市人民政府全资子公司), 持股合计占公司总股本的 53.7%, 其中, 持有 A 股为 520,693.2 万股, 占 A 股股份约为 71.8%。

图4: 广汽集团股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

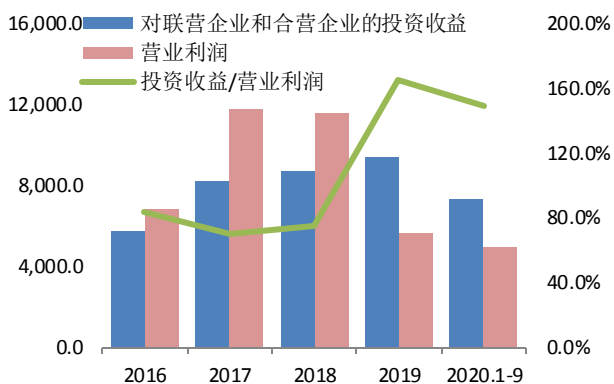
## 1.3 利润结构

广汽集团利润结构由两大部分构成, 即并表业务 (自主整车板块、商贸等控股子公司) 和联营与合营公司的投资收益 (广汽丰田、广汽本田及零部件公司)。

**投资收益贡献广汽集团主要利润:** 从广汽集团的发展历史看, 投资收益充当现金牛业务。联营与合营公司投资收益占营业利润比重仅在 2016—2018 年低于 100%。2020 前三季度, 联营与合营公司投资收益为 74.04 亿, 营业利润为 49.59 亿元, 占比超过 149%。

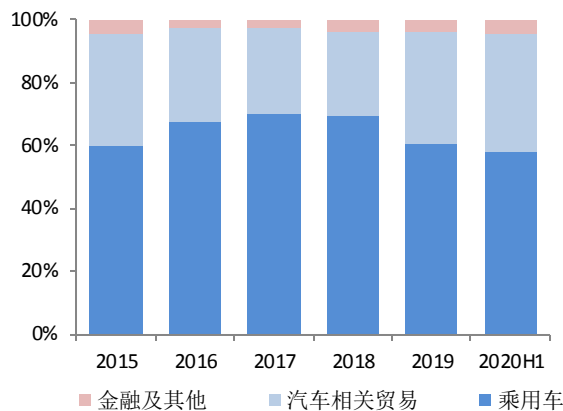
**广汽集团并表业务主要有三大部分:** 乘用车业务、汽车贸易和汽车金融。从结构上看, 乘用车业务占比最大, 2020H1 占比 58.1%, 汽车贸易占 37.5%, 汽车金融业务占 4.3%。

图5: 公司投资收益与营业利润对比 单位: 百万元



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图6: 2015—2020年公司收入结构

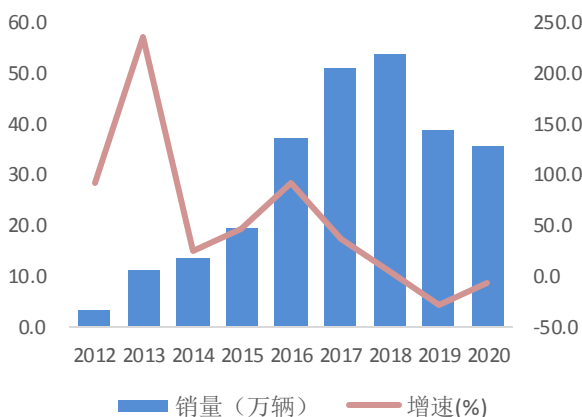


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**并表业务盈利弹性大:** 公司自主板块乘用车销量于 2016—2017 年增长迅猛, 带动盈利能力快速上升, 乘用车毛利率从 2015 年的 16.57% 提升到 2017 年的 27.07%。2019—2020 受行业排放升级 (国五升级国六) 及疫情影响, 销量从 2018 年的 53.5 万辆下降到 2020 年的 35.4 万辆, 2020H1 毛利率降至 1.07%。商贸业务由于以广汽自主品牌 4S 店居多, 与广汽自主的表现具备正相关。

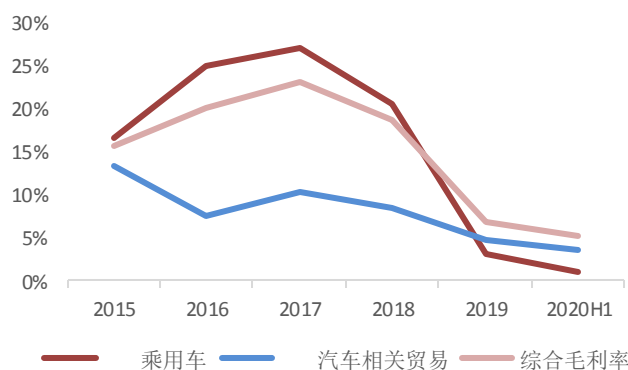
如果以营业利润减去投资收益和其他收益近似为并表业务的税前利润, 并表业务在 2017 年销量顶峰时实现税前盈利 31.8 亿元, 而在 2020 年销量底部时亏损 34.77 亿元 (截至 2020 年三季报)。自主板块盈利的高弹性与整车企业的发展规律有关。企业开启新产品周期, 销量和价格随之双升; 而进入产品周期末端 (老产品为主), 销量和价格对应双降。经过 2018—2020 年调整, 广汽集团组织机构革新, 新一代技术与产品的研发投入加大。我们认为, 2021—2022 年公司自主板块有望再次进入新一轮产品周期。

图7: 广汽乘用车历年销量 单位: 万辆



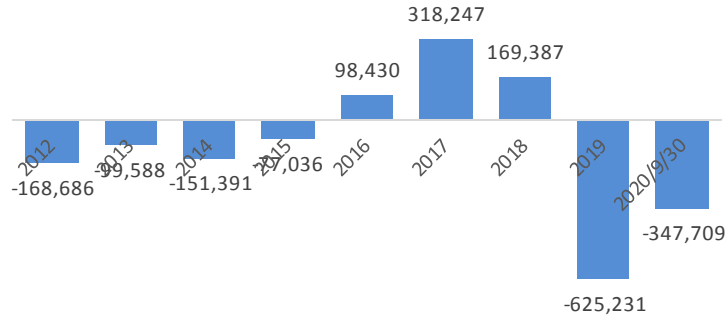
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图8: 公司主要业务毛利率变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图9: 并表业务税前利润=营业利润-投资收益-其他收益 单位: 万元

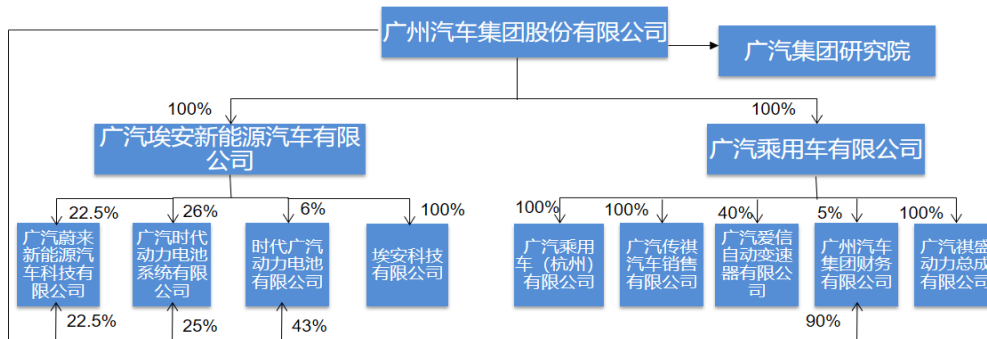


资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 2. 广汽集团自主业务

广汽集团自主板块形成了以广汽研究院统筹研发, 广汽乘用车和广汽埃安负责燃油车、新能源的生产销售的组织体系。2019 年以来, 为了加强公司研产销一体化, 广汽集团对自主板块组织架构不断优化, 使公司以用户为导向, 更高效地响应市场需求。

图10: 广汽集团自主板块



资料来源: 公司公告, 天眼查, 东兴证券研究所 注: 广汽集团研究院未成立独立子公司

2019 年 8 月, 广汽集团根据发展战略和业务需要, 新设了整车事业本部、零部件事业本部、商贸事业本部三个事业本部。其中, 整车事业本部统筹自主品牌业务, 强化广汽集团自主品牌一体化经营和沟通协调效率; 零部件及商贸事业本部强化广汽集团零部件和商贸板块的资源 and 战略协同, 有利于广汽集团自主板块“集团军”式的协同效应。2020 年 9 月, 广汽集团继续对组织机构进行优化, 对原整车事业本部组织架构和职能进行补充和完善, 并设立经营管理委员会, 与整车事业本部合署运营, 以强化一体化运作, 实现经营管理层的一体化, 提升自主品牌体系竞争力。

### 2.1 广汽燃油车业务

广汽集团自主业务起步晚, 增长快: 2010 年推出广汽自主品牌——传祺。同年, 主要自主车企销量已具规模, 如奇瑞销售 59.8 万辆、比亚迪 52.0 万辆、吉利 41.6 万辆。2015—2018 年, 广汽传祺 GS4 销量爆发式增长, 广汽乘用车从 2011 年 1.7 万辆快速增长到 2018 年的 53.5 万辆, 占自主品牌乘用车市场份额为 5.4%。

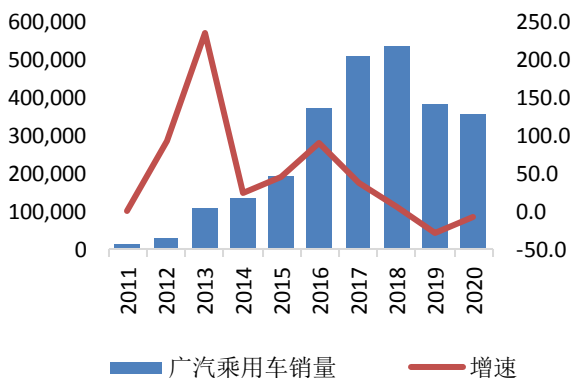
2019—2020年，乘用车行业销量低迷，公司主力车型相继进入产品周期末端，2020年公司自主乘用车销售35.4万辆，下降7.9%，但降幅已较2019年大幅收窄。

图11：广汽乘用车大事记



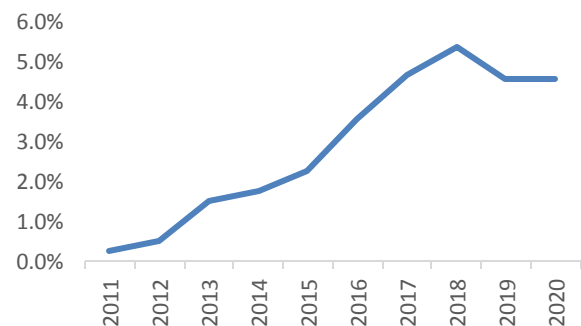
资料来源：广汽传祺官网，东兴证券研究所

图12：广汽乘用车历年销量及增速（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

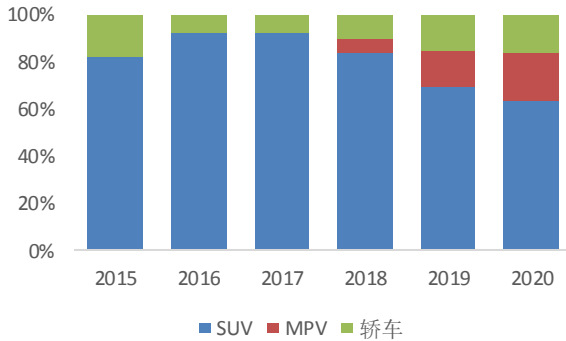
图13：广汽乘用车在自主品牌汽车销量份额（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

**广汽乘用车已全面布局 SUV、MPV 和轿车：**广汽乘用车率先进入轿车市场和 SUV 市场，2017 年进入 MPV 市场。2020 年，广汽乘用车销量中，SUV 占 63.1%、MPV 占 20.8%、轿车占 16.1%，逐渐摆脱依赖 SUV 的产品结构。

**广汽乘用车已全面布局高中低端市场：**国内自主品牌产品基本集中在车价 20 万元以下的市场，其中 10—15 万元的紧凑家用市场是目前规模最大的市场，也是竞争最激烈的市场，该领域的车型也是各车企的销量担当。10 万元以内市场为入门级市场，15 万元及以上的中高端市场是当前自主车企向上突破的重点领域，面临着与合资车型的直面竞争。目前，广汽乘用车在三个领域均有产品布局，其中传祺 GS4、M6 和 GA6 主打 10—15 万元紧凑型家用市场，传祺 GS8、M8 和 GA8 主打中高端市场，而传祺 GA4 和 GS3 主打入门级市场。

**图14: 广汽乘用车车型销量结构**


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

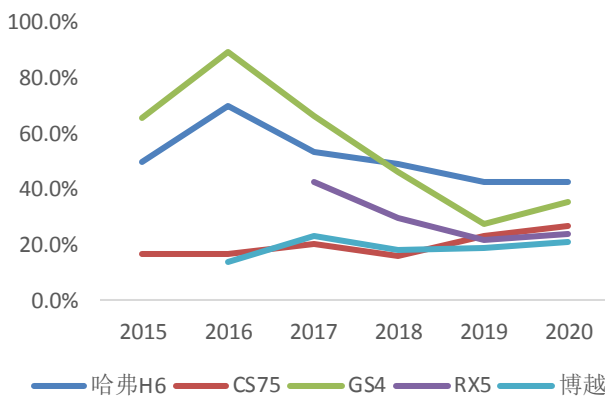
**图15: 全面布局高中低端**


资料来源: 广汽传祺官网, 东兴证券研究所

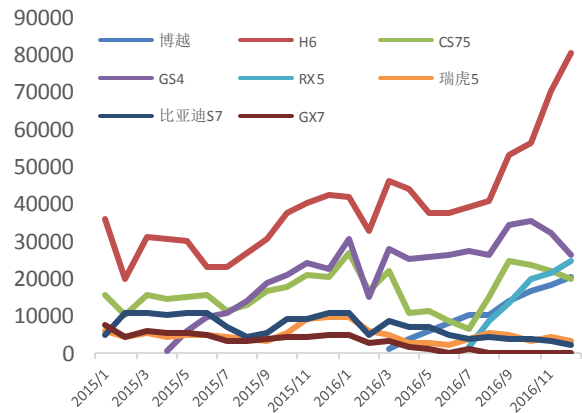
**主要产品分析: 1) 销量担当——传祺GS4**

**传祺GS4 主打10—15万元紧凑型SUV市场:** 该细分市场是目前自主车企的主战场, 各车企主力车型均在该领域, 单车型销量均占各车企销量的20%以上。2020年传祺GS4销量占广汽乘用车总销量比重为35.6%。

**2015年传祺GS4 抢占10—15万元市场先机:** 传祺GS4于2015年4月上市, 2015年以前, 自主品牌的产品仍集中在10万元以内的入门级市场。传祺GS4凭借其靓丽的外观设计, 高举高打的市场营销策略, 2016年销售33.3万辆, 月均近2.8万辆, 成为仅次于哈弗H6的车型。

**图16: 主要车型占车企销量比重 (%)**


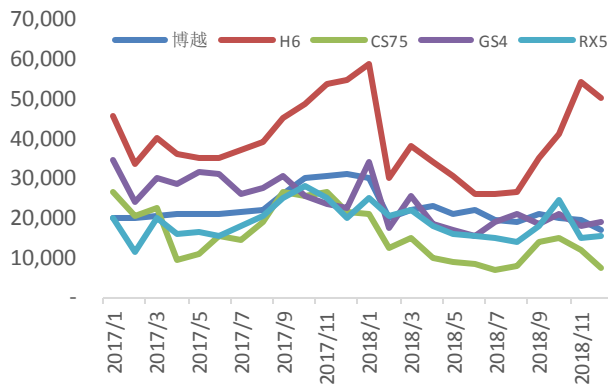
资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

**图17: 2015—2016年GS4 抢占先机 单位: 辆**


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

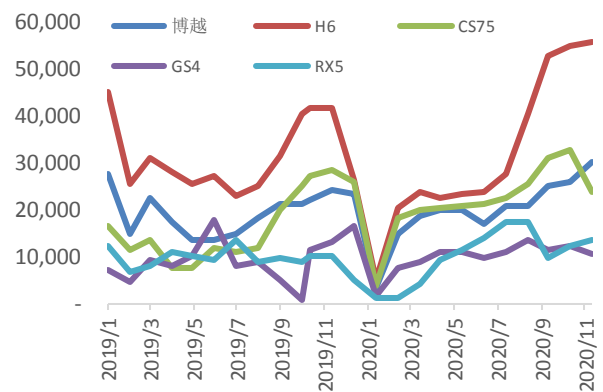
**2019年传祺GS4 进入调整期:** 2019年汽车行业排放升级(国五升级国六), 叠加传祺GS4产品换代节奏减慢, 传祺GS4销量于2019年开始落后于主要竞争对手。

图18: 10—15万元市场竞争加剧 单位: 辆



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

图19: 2019 传祺 GS4 销量进入调整期 单位: 辆



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

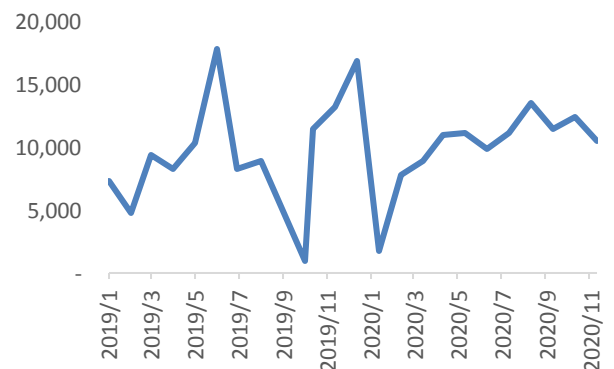
**2020 年传祺 GS4 销量企稳回升:** 2019 年 11 月, 第二代传祺 GS4 上市, 基于全新广汽 GPMA 平台设计理念。上市当月, 传祺 GS4 品牌销量即反弹至 1.1 万辆, 2020 年 1 月, 销量近 1.6 万辆。GPMA 平台产品力基本得到市场认可。

图20: 广汽全新 GPMA 平台



资料来源: 广汽传祺官微, 东兴证券研究所

图21: 2019—2020 传祺 GS4 月度销量 单位: 辆



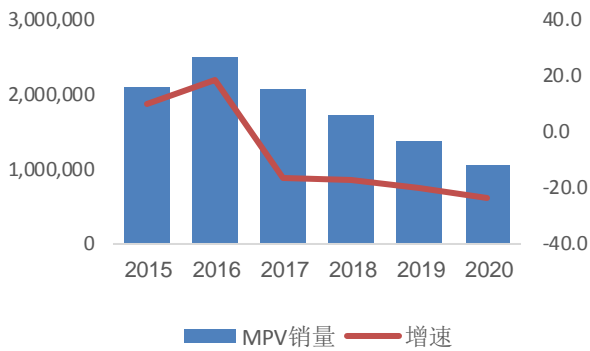
资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

## 2)MPV 双子星: 传祺 M8&M6

**MPV 市场延续高端化与乘用车趋势, 中端 MPV 蓝海市场将启动:** 2020 年, 国内 MPV 销量约 105.4 万辆, 同比-23.8%, 延续 2017 年以来的下滑趋势。从产品结构上看, 我国 MPV 市场集中于两端, 一类为高端 MPV, 价格在 20 万元及以上, 如别克 GL8、本田奥德赛、艾力绅等, 主打高端家用和商务市场; 另一类为低端 MPV 市场, 价格集中在 10 万元以内, 如五菱宏光、东风菱智、宝骏 730 等, 主打个体经济、客货两用市场。而 10—20 万元之间的主流家用 MPV 市场规模小于前两个市场, 增长空间较大, 仍属蓝海市场。目前, 针对该市场的产品包括广汽传祺的 M8/M6、别克 GL6。2019 年以来, 吉利、上汽、五菱高端品牌相继推出针对该市场的产品, 如吉利嘉际、荣威 IMAX8 和五菱凯捷。我们认为, 随着二胎政策持续执行, 家庭出行对空间需求较大, MPV 最适合家庭出行用车, 中端 MPV 市场有望进入增长期。

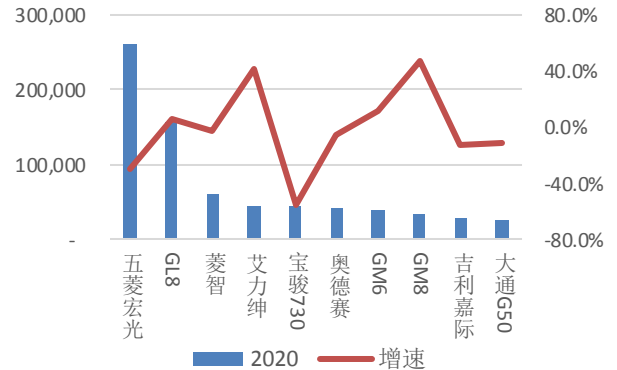
**低端 MPV 下滑大, 中高端 MPV 仍增长:** 2020 年, MPV 销量 TOP10 共销售 MPV73.8 万辆, 占 MPV 总销量的 70.1%。结构上, 低端 MPV 下滑幅度较大, 如五菱宏光下滑 30.1%、宝骏 730 下滑 55.6%; 中高端 MPV 市场相对坚挺, 别克 GL8 同比增长 5.9%, 本田奥德赛同比微降 5.0%, 东风本田艾力绅同比增长 40.7%。中端 MPV 传祺 M8、M6 分别增长 47.1%和 10.8%, 吉利嘉际同比下降 12.7%, 五菱凯捷 (售价 8.58—13.48 万) 2020 年 12 月至 2021 年 1 月销量已破万辆。

图22: MPV 市场销量及增速 单位: 辆



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

图23: 2020 年 MPV 销量 TOP10 单位: 辆



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

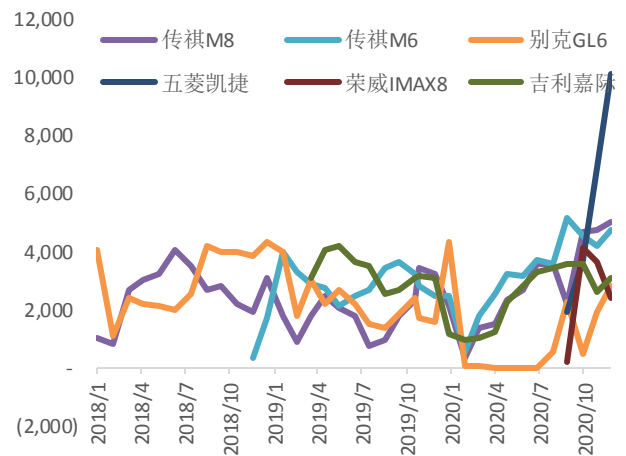
**传祺 M8 定位中高端 MPV, 打造中国版“阿尔法”:** 传祺 GM8 于 2017 年 12 月上市, 售价 17.68—25.98 万元; 2020 年 9 月, 新款 GM8 上市, 更名为 M8, 售价 17.98—26.48 万元, 动力系统升级至 2.0T+8AT。传祺 M8 自上市以来, 销量稳定提升, 连续 17 个月蝉联自主品牌 MPV20 万级别的销量冠军。2020 年实现销量约 3.4 万辆, 同比大增 47.1%。**传祺 M6 定位中端市场, 主打家用 MPV:** 传祺 M6 于 2019 年 1 月上市, 售价 10.98—15.98 万元。2019 年实现销量约 3.57 万辆, 2020 年销售 3.95 万辆, 逆势增长 10.8%。

图24: 2016 年广汽推出旗舰 MPV-GM8



资料来源: 广汽传祺官网, 东兴证券研究所

图25: 传祺 M8&M6 及主要竞品月度销量 单位: 辆



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

### 3) 轿车产品

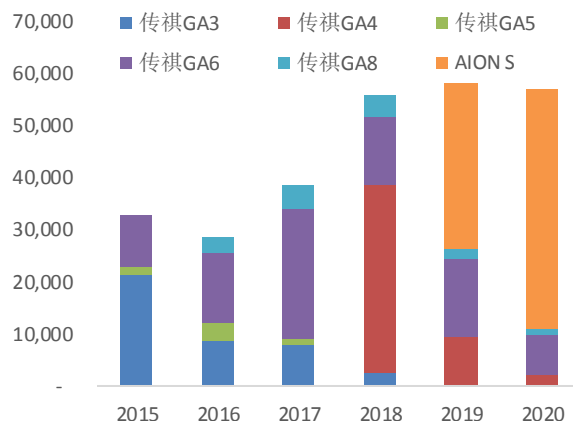
“不抛弃，不放弃”轿车市场，每1—2年推出一款轿车产品：2010年广汽推出第一款轿车GA5，2013年推出第二款轿车GA3，2014年推出第三款轿车GA6，2016年推出旗舰轿车GA8，2018年推出轿车GA4。2019年广汽推出第一款纯电轿车AION S，2021年广汽还将推出全新轿车Empow55。Empow55作为GPMA平台第一款运动燃油轿车，主打“轻跑”概念，外观动感，吸引年轻用户群体。Empow55有望成为广汽乘用车第一款走量车型。但广汽在轿车市场上销量的销量规模仍然较小，2020年轿车实现销量约5.7万辆，其中电动轿车AION S销售约4.6万辆，占80.6%，其他燃油轿车中传祺GA6销售最多，也仅约7800辆。

图26：2021年第一款燃油轿车“Empow55”



资料来源：广汽传祺官网，东兴证券研究所

图27：2020年轿车销量TOP10单位：辆



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

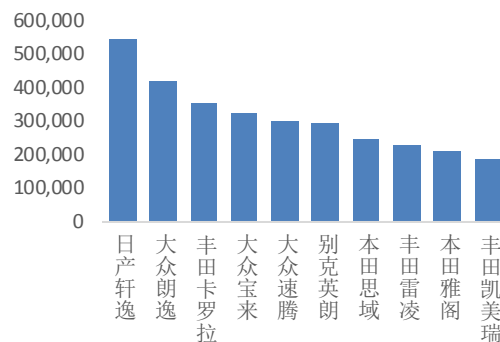
轿车市场是车企实现规模效应的重要领域：轿车市场仍是乘用车的重要市场，外资车企均对轿车市场投放较多研发资源和新车型。广汽集团一直保持较高频率的轿车产品投放节奏，体现企业长远发展的宏观战略。从近两年自主轿车成功案例上看，我们认为，避开性价比家用市场，围绕高性能、时尚年轻概念、吸引年轻用户的产品营销策略或许是自主品牌轿车打破竞争的有力抓手，如吉利星瑞、名爵MG6等均在轿车市场取得不错的成绩。广汽传祺Empow55或许是广汽乘用车业务的拐点。

图28：吉利热销轿车——星瑞



资料来源：汽车之家，东兴证券研究所

图29：2020年轿车销量TOP10单位：辆



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

## 2.2 广汽新能源汽车业务

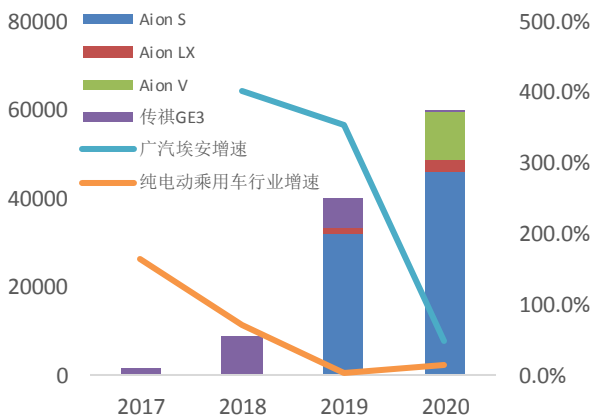


**组织机构独立, 广汽新能源业务获得更多独立性和灵活性:** 2017年7月, 秉承专人做专事的精神, 广汽集团将新能源汽车业务独立分拆, 成立广汽新能源有限公司。2020年, 广汽新能源更名为广汽埃安新能源汽车有限公司, 作为广汽新能源汽车独立品牌运营, 广汽集团致力于将埃安品牌打造成为其高端电动汽车品牌。

**产品不断迭代升级, 每年至少一款全新车型:** 2017年7月, 广汽乘用车推出第一款纯电 SUV GE3, 最大续航里程超 310 公里。2019 年, 推出纯电动轿车 Aion S, 补贴后售价 13.98—20.58 万元, 最大续航里程提升至 510 公里。2019 年 10 月, 广汽埃安推出中大型纯电动 SUV Aion LX, 补贴后售价 24.96—34.96 万元, 最大续航里程可达 650 公里。2020 年 6 月, 广汽埃安推出埃安品牌第三款车 Aion V, 补贴后售价 15.96—23.96 万元, 最大续航里程为 600 公里。

2020 年, 广汽实现纯电动汽车销量约为 6 万辆, 同比增长 51.0%, 高于纯电动乘用车行业增速。其中 Aion S 是销量主力, 2020 年该车型共销售约 4.6 万台, 占 76.7%, 同比增长 44.3%, 成为 10—15 万元纯电轿车的销量主力。2021 年公司将针对 10—15 万元的 SUV 市场推出全新纯电 SUV Aion Y。

**图30: 广汽埃安纯电动车销量及增速 单位: 辆**



资料来源: wind, 中汽协, 东兴证券研究所

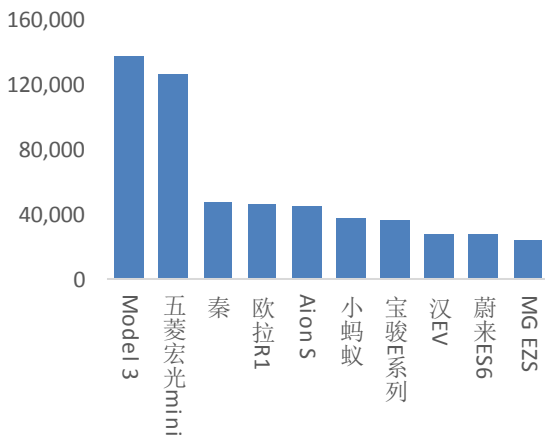
**图31: 广汽埃安的产品布局**



资料来源: 广汽埃安官网, 东兴证券研究所

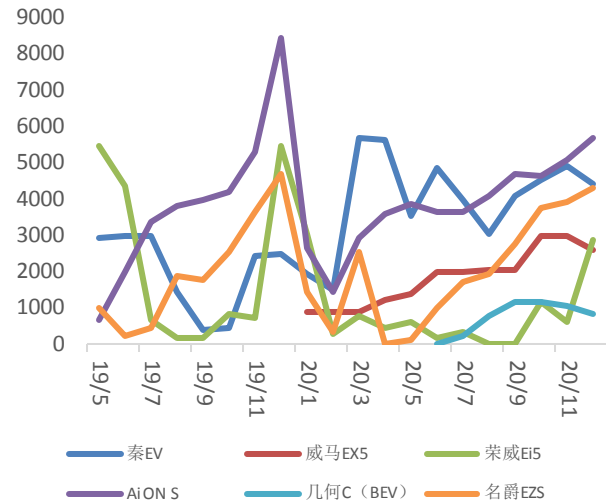
**Aion S 站稳 10—15 万电动车市场:** 2020 年, 新能源汽车呈现两极化趋势, 特斯拉、蔚来为代表的高端电动车和五菱宏光 Mini、欧拉黑猫为代表低端车型热销。与这两个市场相比, 10—15 万元的中端市场主要以出行和家用为主, 该细分领域属于传统燃油车的主战场, 竞争更为激烈。Aion S 上市以来其销量迅速超过竞争对手。从车型参数上看, Aion S 在尺寸、轴距、续航里程、电机扭矩具备优势, 产品力表现较强。

图32: 2020年纯电动车销量TOP10 单位: 辆



资料来源: wind, 中汽协, 东兴证券研究所

图33: 10—15万元纯电动车销量走势 单位: 辆



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

表1: 广汽 Aion S 与竞品参数对比

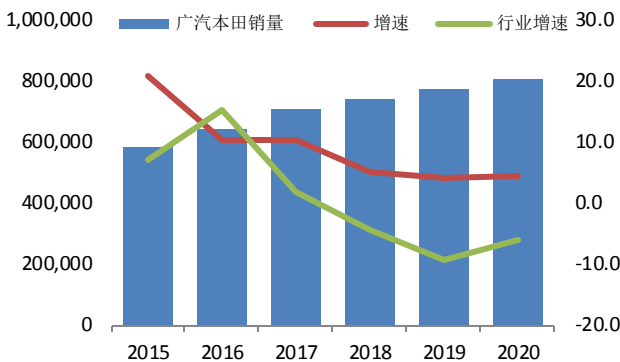
主要参数	Aion S	秦EV	几何C	荣威Ei5	威马EX5
版本名称	2020款魅630	2020款高续航版尊贵型	2020款几何C甄选续航版550KM C++	2021款荣威Ei5超能版	2021款威马EX5 EX5-Z Fun动感版
补贴后价格(万元)	15.98万	16.24万	16.28万	15.08万	14.98万
车型	轿车	轿车	SUV	轿车	SUV
车型尺寸(mm)	4768x1880x1530	4675x1770x1500	4432x1833x1560	4544x1818x1521	4585x1835x1672
轴距(mm)	2750	2670	2700	2665	2703
NEDC续航里程(KM)	510	421	550	501	403
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池容量(KWH)		53.1	70	61.1	52.5
百公里电耗	13.1		14	13.3	14.7
充电时间	快充0.78小时 慢充10小时	快充0.5小时	快充0.63小时 慢充11小时	快充0.5小时 慢充9.5小时	快充0.5小时 慢充8.4小时
电机功率(KW)	135	100	150	135	160
最大扭矩(N.M)	300	180	310	280	225
电机马力(PS)	184	136	204	184	218
驱动电机数	单电机	单电机	单电机	单电机	单电机

资料来源: 懂车帝, 东兴证券研究所

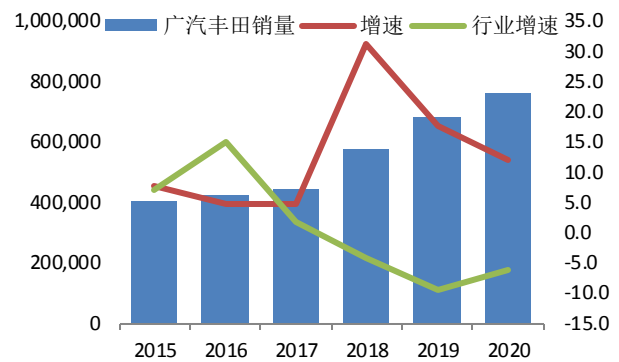
### 3. 广汽集团合资业务——日系持续强势

本部分主要介绍广汽丰田有限公司 (以下简称广汽丰田), 广汽本田有限公司 (以下简称广汽本田)、广汽三菱有限公司 (以下简称广汽三菱) 和广汽菲亚特克莱斯勒有限公司 (以下简称广汽菲克) 的情况。股权上, 四家合资公司均采用中外方 50:50 的股比模式。

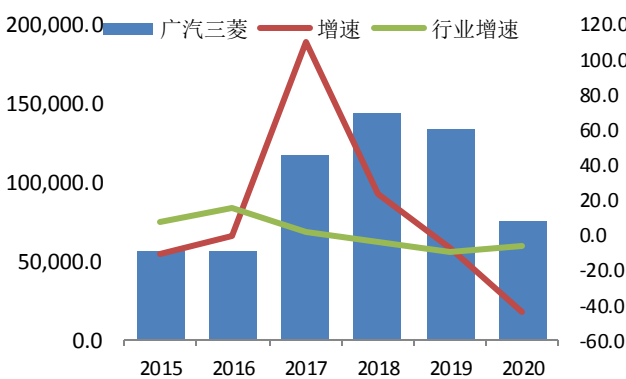
**“两田”销量持续提升, 广汽三菱与广汽菲克低迷:** 2017—2020 年, 乘用车行业销量进入调整周期, 广汽丰田和广汽本田逆势上升, 市场份额不断提升。2020 年, 乘用车行业同比下降 6.05%, 广汽丰田实现销量 76.5 万辆, 同比增长 12.17%, 为广汽丰田历史销量最高值。广汽本田实现销量 80.4 万辆, 同比增长 4.31%。而广汽三菱和广汽菲克表现低于行业水平, 2020 年, 广汽三菱实现销量 7.5 万辆, 同比下降 43.6%; 广汽菲克实现销量 4.05 万辆, 同比下降 45.18%。

**图34: 广汽本田销量及增速 (%) 单位: 辆**


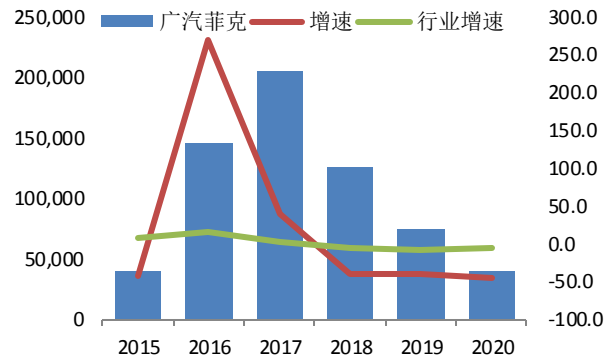
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图35: 广汽丰田销量及增速 单位: 辆**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图36: 广汽三菱销量及增速 (%) 单位: 辆**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图37: 广汽菲克销量及增速 单位: 辆**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**“两田”逆势上升, 得益于其强产品周期:** 广汽丰田受益丰田汽车 TNGA 架构的全面推行, 2017 年至今, 广汽丰田先后推出 TNGA 版凯美瑞、雷凌、CHR、威兰达等车型, 广受市场好评。2021 年, TNGA 版换代汉兰达也将上市, 销量有望大增。广汽本田也在近两年推出雅阁换代、全新 SUV 皓影, 以及 2020 年下半年飞度的全新换代。

广汽三菱和广汽菲克的低迷, 主要由于其现有产品处于生命周期末端, 新产品较少, 叠加 2020 年疫情所致。我们认为, 2021 年, 随着新车型的投入, 行业需求的提升, 两家车企销量有望企稳回升。

图38: 广汽丰田凯美瑞换代前后销量对比: 2017年11月TNGA版凯美瑞上市 单位: 辆

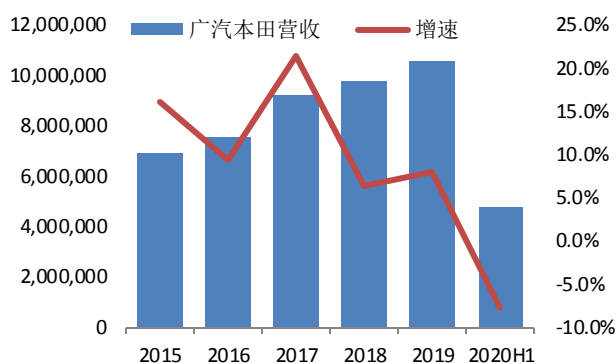


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

**广汽丰田和广汽本田是主要利润贡献者:** 随着“两田”销量增长, 其营收也实现增长, 2019年, 广汽本田实现营收1057.1亿元, 同比增长8%; 广汽丰田实现营收980.5亿元, 同比增长17.1%。2020H1, 受疫情影响, “两田”营收增速放缓; 2020下半年受行业需求提振, 预计“两田”全年营收增速好于上半年。

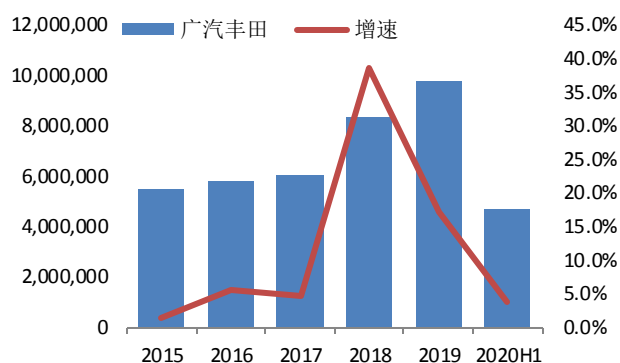
**“两田”车型均价稳步提升:** 2015年至今, 随着新车型占比提升, 广汽丰田和本田车型均价2020H1分别达到了14.53万元和15.1万元。车型均价的提升有望拉动盈利能力持续向好, 且随着丰田TNGA架构的大范围实施, 广汽丰田效率不断提升, 成本持续下降, 也将促进盈利能力的提升。

图39: 广汽本田营收及增速 单位: 万元



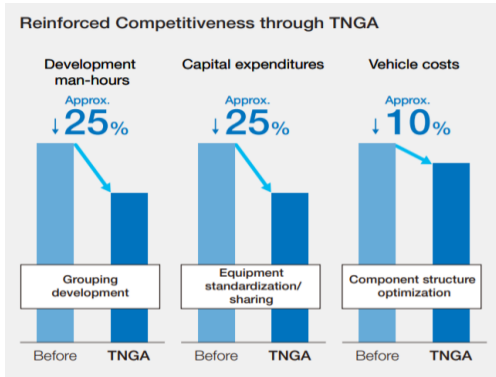
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图40: 广汽丰田营收及增速 单位: 万元



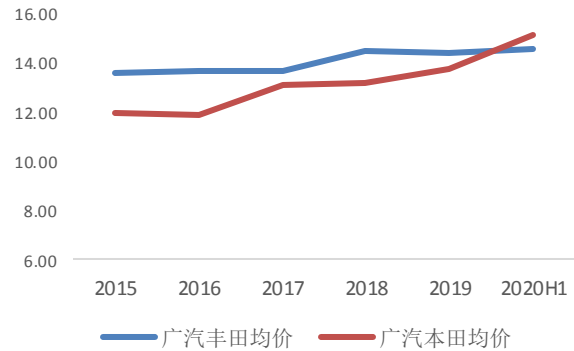
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图41: 广汽本田营收及增速 单位: 万元



资料来源: 丰田汽车年报, 东兴证券研究所

图42: 广汽丰田与本田单车均价 单位: 万元



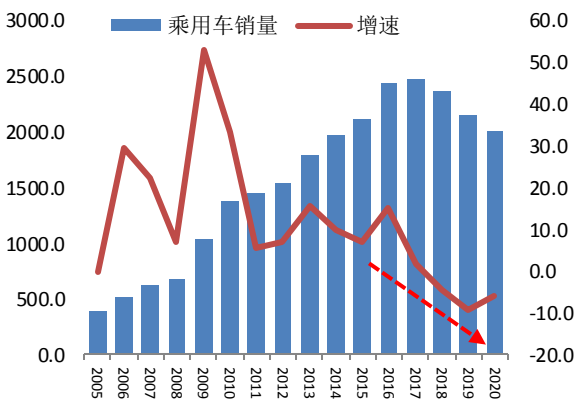
资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 4. 广汽集团的推荐逻辑

### 4.1 逻辑一: 2021—2022 年乘用车行业将进入上行周期

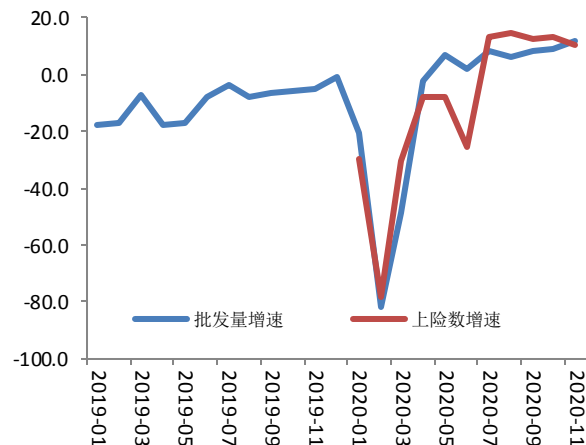
连续 3 年负增长, 汽车市场蓄势待发: 据中汽协, 2020 年我国乘用车销售 2131.6 万辆, 下降约 6.1%。至此, 我国乘用车市场连续 3 年负增长。我们认为, 2017—2020 年乘用车行业的下滑主要由以下原因导致, 1) 2016—2017 年购置税刺激政策对购车需求的透支效应; 2) GDP 增速持续向下, “棚改” 等对三四线城市群体购买力的削弱。3) 2020 年疫情削弱了大部分行业人群的购买力。

图43: 乘用车销量及增速 单位: 万辆



资料来源: wind, 中汽协, 东兴证券研究所

图44: 乘用车月度销量同比增速 (%)



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

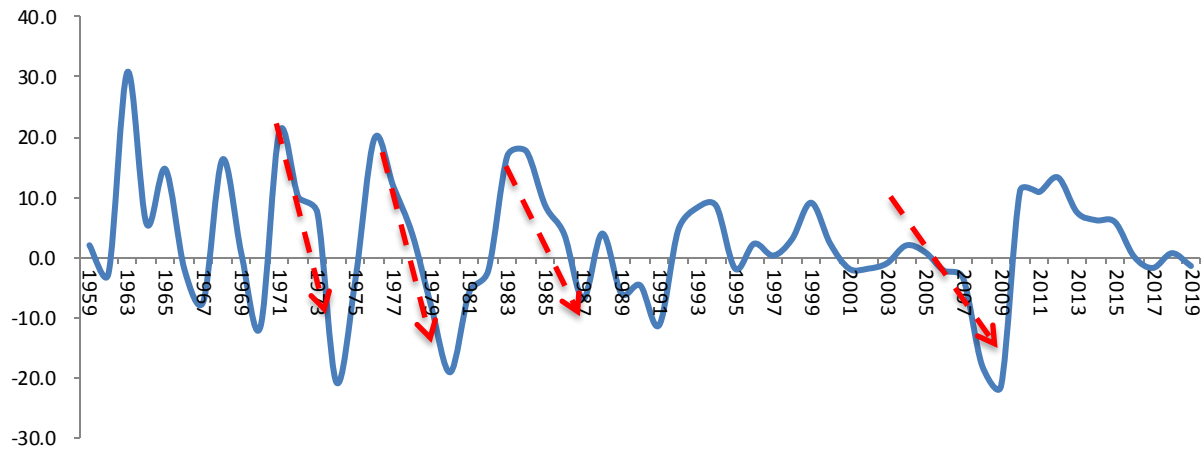
发达国家汽车市场具备明显的周期属性: 汽车作为价格较高的消费品, 其购买需求由购买力 (经济增长相关) 和购买意愿 (使用环境等) 构成, 而购买力与经济周期相关, 从而使得购车需求具备一定的周期性。

从美国轻型车市场近 60 年的发展经历看, 汽车需求表现出较强的周期属性, 从下行周期的时长看, 几次大的调整期在 4 年左右, 连续负增长时长基本在 4 年以内。

日本汽车市场的周期性不如美国那么明显，但仍大体呈现周期特征，下行周期也基本是4年时长。而连续负增长的时间基本在3年以内。

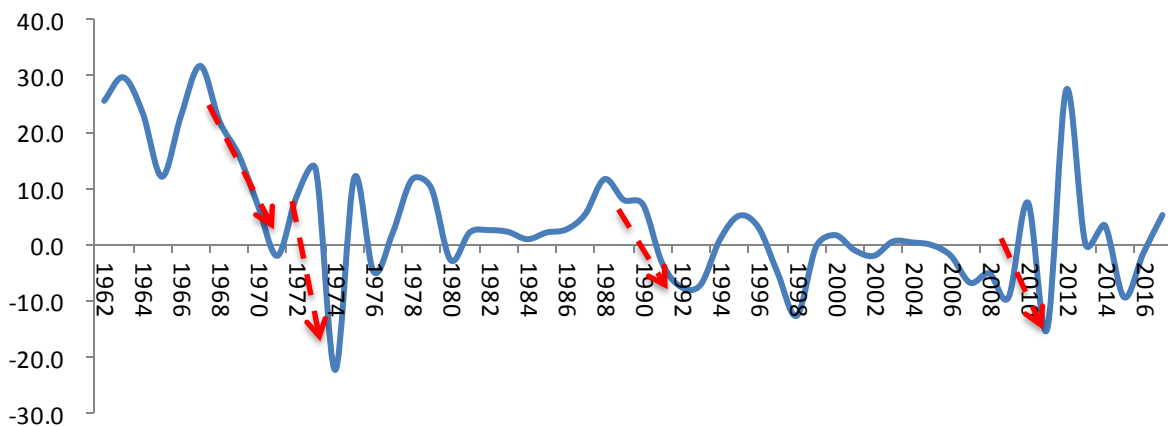
韩国汽车市场从1980—2017年出现3次连续3年负增长，其中1998年亚洲金融危机期间大幅下滑，但1999年即呈现较大反弹。仅有2003—2004、2012—2013年两次连续两年负增长。

图45：美国汽车市场销量增速（%）



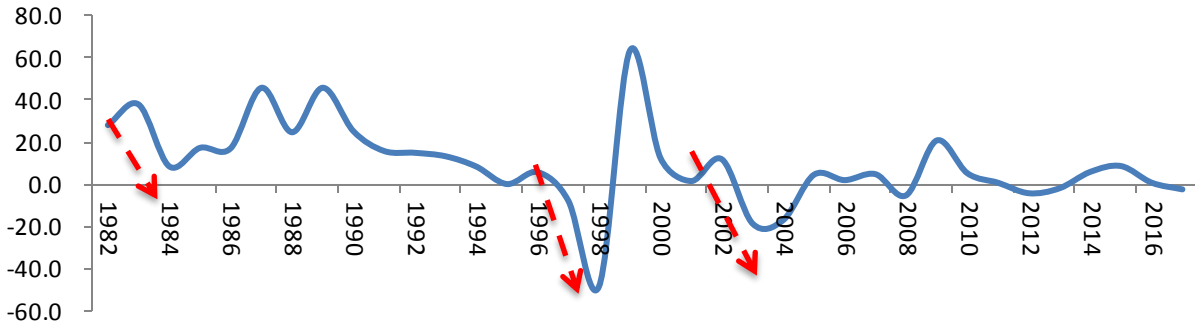
资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图46：日本汽车市场销量增速（%）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图47: 韩国汽车市场销量增速 (%)

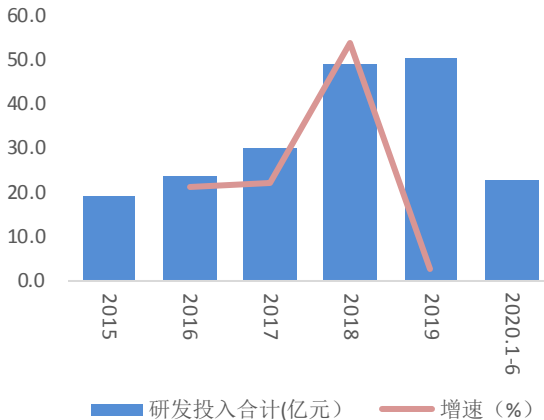


资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

## 4.2 逻辑二: 广汽自主持续高研发投入, 新技术及新车型储备丰富

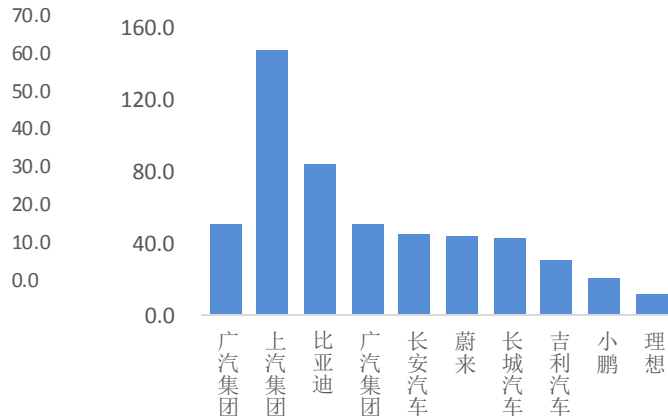
**持续高研发投入为广汽自主业务的长足发展保驾护航:** 研发投入是车企未来发展的生命线。广汽集团 2019 年研发投入为 50.4 亿元, 高于同期的长城汽车、长安汽车、吉利汽车 (不包括吉利控股) 等主要竞争对手。广汽集团从 2018—2019 年连续高研发投入, 为未来 3—5 年新技术和新车型的投放提供了保障。

图48: 广汽集团研发投入 单位: 亿元



资料来源: wind, 东兴证券研究所 注: 研发资本化与费用化合计

图49: 2019年主要车企研发投入 单位: 亿元



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**推出模块化架构 GPMA, 进入模块化造车阶段:** GPMA 架构是广汽造车理念的全面升级, 标志着广汽集团进入全新的平台化、模块化造车时代。GPMA 是广汽集团面向全球主要汽车市场开发的平台化模块化架构, 包括 R 和 L 两个子平台, 涵盖了轿车、SUV、MPV 以及 PHEV、HEV 等车型, 动力系统包括传统燃油发动机、PHEV、HEV 等混合动力。GPMA 可以实现高柔性生产, 所有基于该平台车型都可以混线生产, 可以实现最多 6 款车型同时共线生产, 提高生产效率。目前, 广汽已经基于该平台推出第二代传祺 GS4、GS4Phev、传祺 GA6、传祺 GA4Plus、传祺 GS3 Power 以及即将推出的 Empow55。





**高传动效率变速箱:** 广汽7WDCT采用广汽自主研发的国内首例电液控制系统, 使功耗损耗降低30%以上, 实现综合效率96%的高效动力传递, 超过行业93%的水平, 节省油耗方面表现优秀, 最大传递扭矩也达到400N·m。

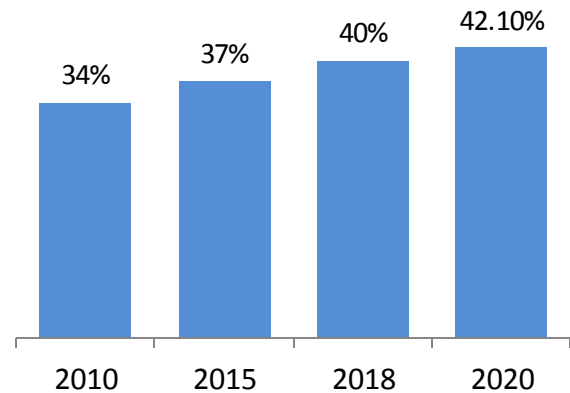
**图53: 广汽集团发布钜浪动力品牌**


资料来源: 广汽集团官微, 东兴证券研究所

**图55: 广汽1.5T发动机与竞品参数对比**

发动机	排量	功率-kw	扭矩-N.M	热效率
哈弗	1.5T	124	285	未知
长安NE	1.5T	132	300	40%
吉利	1.5T	130	255	39.1%
上汽	1.5T	127	275	未知
广汽第三代	1.5T	124	265	40%

资料来源: 汽车之家, 东兴证券研究所

**图54: 广汽历代发动机热效率的进化**


资料来源: 广汽集团官微, 东兴证券研究所

**图56: 广汽2.0T发动机与竞品参数对比**

发动机	排量	功率-kw	扭矩-N.M
哈弗	2.0T	155	325
长安NE	2.0T	171	360
吉利	2.0T	175	350
上汽	2.0T	170	370
广汽第三代	2.0T	185	390

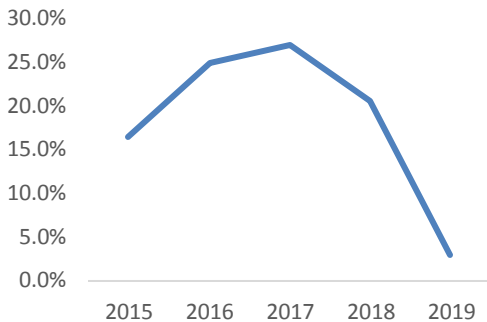
资料来源: 汽车之家, 东兴证券研究所

**未来新车型储备丰富:** 据公开资料, 2021年公司将发布较多新车型, 其中, 燃油车包括轿车Empow55(针对10—15万元市场), 传祺GA4中期改款, 传祺GS8全新换代。新能源车包括全新Aion Y、Aion S的中期改款等。新车型的不断投放, 有望拉升广汽自主销量。

### 4.3 逻辑三: 广汽自主强成本控制能力, 核心零部件配套体系逐步完善

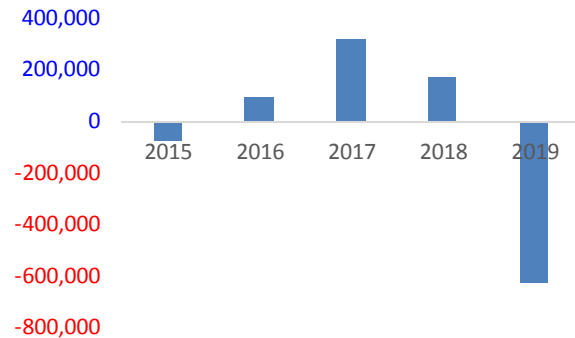
2016—2017年, 广汽自主板块上一轮产品周期, 取得了较好的盈利情况。2017年, 广汽乘用车业务毛利率达到历史高点, 27.1%, 该毛利率水平也是整车企业能取得的较高毛利率。按照营业利润扣减投资收益和其他收益, 大致估算2017年广汽自主板块(含商贸业务)的税前净利润达到31.8亿元。以往的历史表现证明了广汽自主板块具备较强的盈利潜力。我们认为, 这得益于公司总体经营模式更贴近日系车企, 且广汽自主板块高管基本有在广汽丰田、广汽本田和广汽三菱的长期工作经验, 日系车企在成本控制和效率提升的成功经验有望在广汽自主业务中得到贯彻。

图57：广汽乘用车业务毛利率（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图58：广汽集团自主板块盈利水平估算 单位：万元



资料来源：wind，东兴证券研究所

**核心零部件和整车产能为自主业务再次崛起提供保障：**2018年，广汽集团通过广汽乘用车有限公司与爱信AW株式会社及爱达(中国)投资有限公司共同出资成立广汽爱信自动变速器有限公司。广汽爱信工厂于2019年5月底开工建设，占地面积13.3万平方米，总投资约23.1亿元，2020年12月底顺利竣工开业，2021年推进了L/T试作、1K试生产等工作，2021年3月4日顺利迎来广汽爱信首台6F25自动变速器出库。广汽爱信首款产品为第三代6AT自动变速器，市场保有量超过1000万台。6AT自动变速器通过高效率化和更宽的速比范围，实现低油耗和高动力性，并通过研发高灵敏油压控制，实现快速换挡反应，品质稳定可靠。项目达产后，将达成每年40万台的自动变速器生产规模，预计年产值超35亿元。未来还将推进8AT变速器的开发与生产。

广州祺盛动力总成二工厂位于广州番禺智能新能源产业园，项目总占地面积8.4万平方米，总建筑面积为3.8万平方米。目前拥有缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴五大全自动无人加工线和一条发动机装配线，可以实现量产机型1.5TM、1.0TGDI、2.0TM和1.5TG等，年产能20万台。

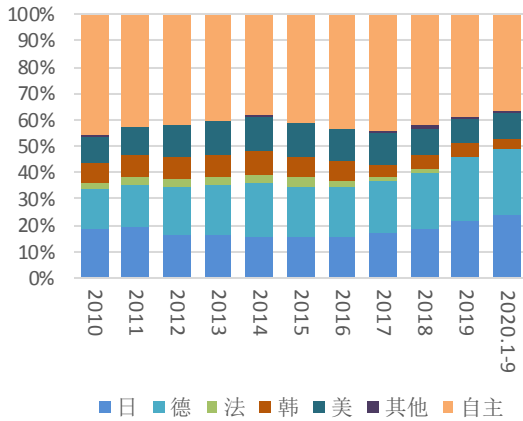
**整车产能方面：**广汽自主板块形成了四地五厂的生产布局，形成了广州番禺、杭州、宜昌和新疆等五大工厂，保障整车产能供应。2019年6月，广汽宜昌工厂竣工，投产传祺GA6、Empow55等车型。广汽新能源智能生态工厂于2017年9月正式开工建设，总投资47亿元，占地面积47万平方米。工厂总体规划产能40万辆/年，首期生产能力为20万辆/年。该工厂既是拥有物联网、大数据和个性化定制的世界级数字化智慧工厂，也是拥有智慧微电网、光伏等清洁能源和用电储能系统的能源综合利用生态工厂，更是面向未来的世界级智能化、网联化新型示范工厂，代表了广汽的智造新高度、品质新高度、定制新高度和环保新高度。

#### 4.4 逻辑四：两田稳定增长，投资收益提供业绩支撑

**日系市场份额的稳步提升：**2012年，受中日关系影响，日系汽车市场份额不断下降，2014年跌至低点。2015年后，日系市场份额不断恢复，2020年1月至9月提升至23.8%，与德系基本持平。从销量增速上看，美系和自主销量下滑较大，日系销量增速明显好于行业。日系车油耗低，质量可靠耐用的口碑深入人心，较满足中国国家用车需求。

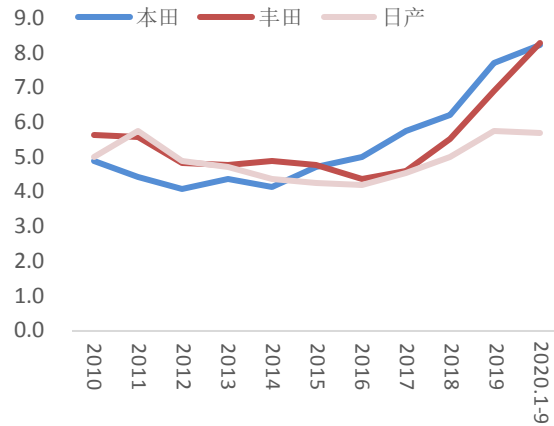
丰田（包括一汽丰田、广汽丰田）市场份额提升迅速，由2016年4.4%上升至2020年8.3%，市场份额略超本田（包括广汽本田、东风本田）。“两田”大幅好于行业，丰田表现更为强势。

图59: 日系车市场份额稳步提升



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图60: 主要日系品牌在国内市场份额



资料来源: wind, 东兴证券研究所

广汽丰田产能利用率一直维持在行业高位, 现有三条产线提供 60 万辆产能, 2019 年产能利用率高达 139.7%。第四和第五条产线已在投产中, 预计形成 40 万产能, 2022 年投产, 届时广汽丰田将形成 100 万辆产能。

广汽本田拥有黄埔、增城、广州开发区三个厂区, 包含四条整车生产线及一条发动机生产线, 总占地面积为 238 万平方米, 基本生产能力为 77 万台, 广汽本田新能源车产能扩大建设项目增加 12 万产能, 产能合计每年 89 万台。截至 2019 年末, 广汽本田产能利用率达到 119.5%, 满负荷运转。

图61: 广汽本田产能梳理

	产能 (万台)	车型
广汽本田第一工厂	24	缤智、锋范、凌派、理念
广汽本田第二工厂	24	雅阁、歌诗、图奥、德赛
广汽本田第三工厂	24	飞度、讴歌等
本田 (中国)	5	
广本新能源工厂	12	新能源汽车
产能合计	89	

资料来源: wind, 东兴证券研究所

图62: 广汽丰田产能梳理

	生产线	产能 (万台)	生产车型
广汽丰田	广州基地 (南沙) 第一/第二生产线	38	凯美瑞、汉兰达、致炫、雷凌
	第三条生产线	22	雷凌、致炫、致享
	第四生产线 (预计2021年9月投产)	预计20	新能源车
	第五生产线 (预计2022年中投产)	预计20	新能源车
	产能总计	100	

资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

我们预计:

(1) 销量快速增长: 2021—2022 年, 公司乘用车 (含新能源汽车) 销量分别为 49.2 万辆、60.4 万辆, 增长 39.4% 和 22.5%。高速增长的原因在于, 1) 行业的周期性复苏, 我们预计, 2021—2022 年乘用车行业两年复合增速在 10%。2) 公司乘用车业务进入新产品投放周期, GS8 换代、Empow55、Aion 系列电动车的推出有望拉动公司销量增长。

(2) 毛利率稳步提升：随着公司乘用车销量的提升，公司 2020—2022 年综合毛利率分别为 5.87%、10.69% 和 14.65%。新车效应、产能利用率提升以及公司较好的成本控制能力是拉动毛利率回升的主要原因。

(3) 投资收益稳步增长：公司 2020—2022 年投资受益贡献分别为 100.07 亿元、109.8 亿元和 120.45 亿元。日系车国内市场份额不断提升，2021—2022 年“两田”均有新车型(全新汉兰达、全新轿车凌尚等)上市，叠加两车企新增产能不断投产，广汽丰田、广汽本田经营稳步向上，支撑未来投资收益的稳定增长。

基于以上假设，我们预计公司 2020—2022 年归母净利润分别为 61.7 亿元、90.3 亿元和 132.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.60、0.88 和 1.29 元。当前股价对应 2020—2022 年 PE 值分别为 17、12 和 8 倍。看好公司自主板块新产品周期，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

行业需求持续低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车行业发展不及预期。

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	66211	56865	57652	67184	79786	<b>营业收入</b>	72380	59704	62620	80343	95056
货币资金	41908	32243	30058	35351	43726	<b>营业成本</b>	58241	55148	58943	71752	81133
应收账款	2159	3466	3946	4864	5872	营业税金及附加	2311	1356	1315	1687	1996
其他应收款	996	1061	1112	1427	1689	营业费用	5073	4553	3256	4258	4943
预付款项	1426	1284	1756	1951	2386	管理费用	4068	3244	2818	3374	3992
存货	6730	6928	7108	8833	9886	财务费用	-151	26	-64	-84	-176
其他流动资产	2664	4036	4095	4272	4419	研发费用	827	1002	939	1285	1521
<b>非流动资产合计</b>	65909	80545	82309	86128	88308	资产减值损失	168.32	-554.59	115.00	90.00	90.00
长期股权投资	28973	31982	35000	38500	40425	公允价值变动收益	-23.86	95.35	0.00	0.00	0.00
固定资产	13887	17474	16487	16560	16432	投资净收益	9003.2	9625.86	10007.0	10977.7	12045.5
无形资产	8556	11667	12184	12612	12668	加: 其他收益	947.82	2308.17	1200.00	500.00	200.00
其他非流动资产	1568	1546	1215	1276	1339	<b>营业利润</b>	11645	5682	6514	9466	13812
<b>资产总计</b>	132120	137410	139961	153312	168093	营业外收入	318.23	661.48	20.00	20.00	21.00
<b>流动负债合计</b>	40499	41585	38262	41929	44200	营业外支出	96.00	49.23	15.00	15.00	15.00
短期借款	1944	1884	2054	1718	1253	<b>利润总额</b>	11867	6294	6519	9471	13818
应付账款	11438	12143	11304	13761	15560	所得税	921	-417	326	426	580
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	10946	6711	6193	9045	13238
一年内到期的非流动负债	1253	4106	2290	2550	2982	少数股东损益	44	94	20	15	20
<b>非流动负债合计</b>	13700	13370	13248	14003	13540	归属母公司净利润	10903	6618	6173	9030	13218
长期借款	1536	1854	1854	1854	1854	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	8075	5838	5838	6584	6087		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	54199	54955	51511	55932	57740	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1371	2320	2340	2355	2375	营业收入增长	1.12%	-17.51	4.88%	28.30%	18.31%
实收资本(或股本)	10232	10238	10238	10238	10238	营业利润增长	-1.37	-51.21	14.64%	45.32%	45.91%
资本公积	22383	22704	22704	22704	22704	归属于母公司净利润增长	1.08%	-39.30	-6.72%	46.28%	46.38%
未分配利润	39244	41559	46744	54329	65432	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	76550	80134	85837	94751	107705	毛利率(%)	19.53	7.63%	5.87%	10.69%	14.65%
<b>负债和所有者权益</b>	132120	137410	139961	153312	168093	净利率(%)	15.12	11.24%	9.89%	11.26%	13.93%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	8.25%	4.82%	4.41%	5.89%	7.86%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	14.24	8.26%	7.19%	9.53%	12.27%
<b>经营活动现金流</b>	-1268	-381	-3473	2105	3687	<b>偿债能力</b>					
净利润	10946	6711	6193	9045	13238	资产负债率(%)	41%	40%	37%	36%	34%
折旧摊销	3113.72	4165.1	3783.5	4010.9	4283.5	流动比率	1.63	1.37	1.51	1.60	1.81
财务费用	-151	26	-64	-84	-176	速动比率	1.47	1.20	1.32	1.39	1.58
应收帐款减少	-785	-1308	-480	-918	-1008	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-1074	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.44	0.45	0.55	0.59
<b>投资活动现金流</b>	-5581	-4826	3206	2566	5268	应收账款周转率	41	21	17	18	18
公允价值变动收益	-24	95	0	0	0	应付账款周转率	6.31	5.06	5.34	6.41	6.48
长期投资减少	0	0	-3739	-3617	-2002	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	9003	9626	10007	10978	12046	每股收益(最新摊薄)	1.07	0.65	0.60	0.88	1.29
<b>筹资活动现金流</b>	-2474	-2325	-1919	623	-580	每股净现金流(最新摊薄)	-0.91	-0.74	-0.21	0.52	0.82
应付债券增加	371	-2237	0	746	-497	每股净资产(最新摊薄)	7.48	7.83	8.38	9.26	10.52
长期借款增加	968	317	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	2939	5	0	0	0	P/E	9.91	16.31	17.58	12.02	8.21
资本公积增加	-2365	322	0	0	0	P/B	1.42	1.35	1.26	1.15	1.01
<b>现金净增加额</b>	-9324	-7532	-2185	5293	8375	EV/EBITDA	5.47	9.28	5.64	6.42	4.30

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革	2021-01-13
行业普通报告	汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？	2020-12-06
行业普通报告	汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环	2020-11-18
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04
行业普通报告	汽车行业：增值业务谁与争锋，且看经销商的突围	2020-09-25
行业深度报告	从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？	2020-09-08
行业普通报告	汽车行业：下半年新能源车型看点有哪些？	2020-08-10
行业普通报告	特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至 21 年底	2020-07-28

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

## 研究助理简介

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526