

# 减值准备计提拖累盈利增长，合资品牌盈利向上



## 核心观点

- **业绩低于预期。**全年营业收入 627.11 亿元，同比增长 5.9%；归母净利润 59.66 亿元，同比下滑 9.8%，扣非归母净利 48.07 亿元，同比增长 25.17%。四季度业绩明显回暖，营收 198.71 亿元，同比增长 20.1%，归母净利 9.64 亿元，同比增长 241.2%，扣非归母净利 4.43 亿元，同比增长 185.2%，全年归母净利下滑较多系减值准备计提，扣非后净利保持增长。2020 年公司拟向股东每股分红 0.18 元。
- **减值准备计提拖累盈利增长，四季度毛利率同环比高增长。**全年毛利率 6.5%，同比下降 0.4 个百分点，四季度毛利率 9.4%，同比上升 4.9 个百分点，环比上升 4.7 个百分点。全年期间费用率同比下降 2.1 个百分点，主要是销售费用率下降 1.9 个百分点，其他费用率同比持平。四季度计提资产减值损失 7.17 亿元，系无形资产和开发支出较多减值。全年经营性现金流量净额-28.87 亿元，系疫情影响导致收到应收票据贴现款减少、融资租赁业务商品支付增加等。
- **疫情影响下，投资收益仍实现增长。**全年投资收益 99.11 亿元，同比增长 2.96%，其中对联营企业和合营企业投资收益 95.71 亿元，同比增长 1.83%，四季度投资收益 22.47 亿元，同比增长 6.13%。广汽本田收入 1184.27 亿元，同比增长 12.03%，广汽丰田收入 1107.59 亿元，同比增长 12.96%。广汽本田年销 80.58 万辆，同比增长 2.65%，广汽丰田 76.50 万辆，同比增长 12.17%。2020 年广丰推出威兰达、C-HR EV 等，广本推出冠道、凌派锐混动、第四代飞度、皓影等持续热销，2021 年计划推出雅阁中改款、凌派中改款、凯美瑞中改款、汉兰达换代款等车型提升竞争力。
- **自主新能源车高增长，新车上市带动销量。**广汽自主年销 35.4 万辆，同比下滑 7.95%，新能源车年销 7.77 万辆，同比增长 36.2%。自主营收 419.65 亿元，同比增长 3.05%。2020 年自主推出 GS4 PHEV、全新 GA8、Aion V 等新车或改款车，2021 年将推出传祺 EMPOW55、GS4、GS8 等促进销量增长。

**财务预测与投资建议：**略调整收入及毛利率，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.78、0.89、1.00 元（原 21-22 年 0.93、1.08 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 16 倍 PE，目标价 12.48 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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59,234	62,717	70,807	74,831	79,221
同比增长(%)	-17.2%	5.9%	12.9%	5.7%	5.9%
营业利润(百万元)	5,682	5,638	8,837	10,021	11,246
同比增长(%)	-51.2%	-0.8%	56.7%	13.4%	12.2%
归属母公司净利润(百万元)	6,618	5,966	8,071	9,181	10,337
同比增长(%)	-39.3%	-9.8%	35.3%	13.8%	12.6%
每股收益(元)	0.64	0.58	0.78	0.89	1.00
毛利率(%)	6.9%	6.5%	8.0%	8.5%	9.1%
净利率(%)	11.2%	9.5%	11.4%	12.3%	13.0%
净资产收益率(%)	8.4%	7.3%	9.2%	9.7%	10.2%
市盈率	16.3	18.0	13.3	11.7	10.4
市净率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

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(2021年03月26日)	10.49 元
目标价格	12.48 元
52周最高价/最低价	15.8/8.85 元
总股本/流通A股(万股)	1,035,099/1,024,889
A股市值(百万元)	108,582
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年03月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.28	-0.73	-21	-0.51
相对表现	2.54	1.49	-28.39	-21.17
沪深300	-2.26	-2.22	7.39	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

## 相关报告

- 合资品牌销量增速好于 2019 年同期，自主新能源车销量向好 2021-03-08
- 自主新能源车表现亮眼，合资销量继续高增长 2021-02-04
- 广本销量高增长，合资品牌持续向好 2021-01-07

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。

**表 1：可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2021年3月26日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
上汽集团	600104	20.10	1.75	2.23	2.56	11.49	9.01	7.84
金龙汽车	600686	6.46	0.04	0.56	0.56	171.35	11.57	11.57
长城汽车	601633	30.95	0.58	1.02	1.30	52.98	30.46	23.73
宇通客车	600066	14.26	0.25	0.76	1.05	57.41	18.87	13.60
东风汽车	600006	6.33	0.28	0.33	0.37	22.61	19.18	17.11
江铃汽车	000550	23.08	0.64	1.32	2.11	36.18	17.43	10.94
长安汽车	000625	14.55	0.69	0.95	1.13	21.16	15.26	12.89
	调整后平均					38.07	16.46	13.22

资料来源：WIND、东方证券研究所

**表 2：盈利预测对比表**

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	63,778	73,260	79,040	62,717	70,807	74,831
变动幅度				-1.7%	-3.3%	-5.3%
营业成本（百万元）	60,154	67,132	71,224	58,659	65,178	68,437
变动幅度				-2.5%	-2.9%	-3.9%
销售费用（百万元）	3827	4396	4742	3,641	4107	4340
变动幅度				-4.9%	-6.6%	-8.5%
管理费用（百万元）	4464	4762	5138	4332	4744	5014
变动幅度				-3.0%	-0.4%	-2.4%
财务费用（百万元）	50	37	53	35	46	57
变动幅度				-30.0%	24.3%	7.5%
投资收益（百万元）	11210	12847	13557	9911	12035	13051
变动幅度				-11.6%	-6.3%	-3.7%
营业利润（百万元）	7078	10054	11729	5638	8837	10021
变动幅度				-20.3%	-12.1%	-14.6%
利润总额（百万元）	7728	10704	12479	5695	8897	10121
变动幅度				-26.3%	-16.9%	-18.9%
净利润（百万元）	6956	9634	11231	6051	8185	9312
变动幅度				-13.0%	-15.0%	-17.1%
归属于母公司净利润（百万元）	6865	9508	11085	5966	8071	9181
变动幅度				-13.1%	-15.1%	-17.2%
每股收益（元）	0.67	0.93	1.08	0.58	0.78	0.89
变动幅度				-13.4%	-16.1%	-17.6%
毛利率	5.7%	8.4%	9.9%	6.5%	7.9%	8.5%
变动幅度				0.8%	-0.4%	-1.3%
净利率	10.8%	13.0%	14.0%	9.5%	11.4%	12.3%
变动幅度				-1.3%	-1.6%	-1.8%

资料来源：WIND、东方证券研究所

**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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	32,243	28,500	44,076	54,187	65,041	营业收入	59,234	62,717	70,807	74,831	79,221
应收票据、账款及款项融资	5,714	6,513	6,727	7,109	7,526	营业成本	55,148	58,659	65,178	68,437	72,013
预付账款	1,284	1,158	1,416	1,497	1,584	营业税金及附加	1,356	1,364	1,558	1,646	1,743
存货	6,928	6,622	7,170	7,528	7,921	营业费用	4,553	3,641	4,107	4,340	4,595
其他	10,695	13,850	8,063	8,697	9,179	管理费用及研发费用	4,246	4,332	4,744	5,014	5,308
<b>流动资产合计</b>	<b>56,865</b>	<b>56,643</b>	<b>67,452</b>	<b>79,017</b>	<b>91,251</b>	财务费用	26	35	46	57	53
长期股权投资	31,982	33,381	33,381	33,381	33,381	资产、信用减值损失	608	770	133	127	44
固定资产	17,474	18,360	18,654	18,385	17,911	公允价值变动收益	95	293	250	250	250
在建工程	1,653	1,452	1,472	1,482	1,398	投资净收益	9,626	9,911	12,035	13,051	14,020
无形资产	11,667	13,887	11,573	9,258	6,944	其他	2,665	1,518	1,510	1,510	1,510
其他	17,768	19,084	8,737	8,659	8,519	<b>营业利润</b>	<b>5,682</b>	<b>5,638</b>	<b>8,837</b>	<b>10,021</b>	<b>11,246</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>80,545</b>	<b>86,164</b>	<b>73,818</b>	<b>71,166</b>	<b>68,153</b>	营业外收入	661	109	110	150	200
<b>资产总计</b>	<b>137,410</b>	<b>142,807</b>	<b>141,269</b>	<b>150,183</b>	<b>159,404</b>	营业外支出	49	52	50	50	50
短期借款	1,884	3,556	2,462	2,634	2,884	<b>利润总额</b>	<b>6,294</b>	<b>5,695</b>	<b>8,897</b>	<b>10,121</b>	<b>11,396</b>
应付票据及应付账款	13,265	12,880	14,339	15,056	15,843	所得税	(417)	(356)	712	810	912
其他	26,436	25,949	16,936	17,401	17,505	<b>净利润</b>	<b>6,711</b>	<b>6,051</b>	<b>8,185</b>	<b>9,312</b>	<b>10,484</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>41,585</b>	<b>42,385</b>	<b>33,738</b>	<b>35,091</b>	<b>36,232</b>	少数股东损益	94	85	115	130	147
长期借款	1,854	2,879	2,879	2,879	2,879	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,618</b>	<b>5,966</b>	<b>8,071</b>	<b>9,181</b>	<b>10,337</b>
应付债券	5,838	5,594	5,200	5,300	5,400	每股收益(元)	0.64	0.58	0.78	0.89	1.00
其他	5,678	5,289	6,013	6,483	6,733						
<b>非流动负债合计</b>	<b>13,370</b>	<b>13,763</b>	<b>14,092</b>	<b>14,662</b>	<b>15,012</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>54,955</b>	<b>56,147</b>	<b>47,830</b>	<b>49,753</b>	<b>51,245</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,320	2,339	2,453	2,584	2,730	成长能力					
实收资本(或股本)	10,238	10,350	10,350	10,350	10,350	营业收入	-17.2%	5.9%	12.9%	5.7%	5.9%
资本公积	22,704	22,520	23,030	23,030	23,030	营业利润	-51.2%	-0.8%	56.7%	13.4%	12.2%
留存收益	46,299	50,349	56,556	63,316	70,899	归属于母公司净利润	-39.3%	-9.8%	35.3%	13.8%	12.6%
其他	893	1,102	1,050	1,150	1,150	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>82,454</b>	<b>86,660</b>	<b>93,439</b>	<b>100,429</b>	<b>108,159</b>	毛利率	6.9%	6.5%	8.0%	8.5%	9.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>137,410</b>	<b>142,807</b>	<b>141,269</b>	<b>150,183</b>	<b>159,404</b>	净利率	11.2%	9.5%	11.4%	12.3%	13.0%
						ROE	8.4%	7.3%	9.2%	9.7%	10.2%
						ROIC	6.5%	6.1%	7.8%	8.4%	8.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	40.0%	39.3%	33.9%	33.1%	32.1%
净利润	6,711	6,051	8,185	9,312	10,484	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	4,020	4,672	4,110	4,251	4,189	流动比率	1.37	1.34	2.00	2.25	2.52
财务费用	26	35	46	57	53	速动比率	1.20	1.18	1.77	2.01	2.28
投资损失	(9,626)	(9,911)	(12,035)	(13,051)	(14,020)	营运能力					
营运资金变动	(1,430)	(1,139)	(7,701)	(793)	(77)	应收账款周转率	21.1	16.1	16.5	17.1	17.1
其它	(81)	(2,595)	10,922	447	44	存货周转率	7.8	8.5	8.9	8.4	8.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>(381)</b>	<b>(2,887)</b>	<b>3,527</b>	<b>222</b>	<b>673</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
资本支出	(8,074)	(4,803)	(1,493)	(1,493)	(1,314)	每股指标(元)					
长期投资	(3,158)	(1,433)	73	(37)	0	每股收益	0.64	0.58	0.78	0.89	1.00
其他	6,406	6,705	16,608	13,092	14,222	每股经营现金流	-0.04	-0.28	0.34	0.02	0.07
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,826)</b>	<b>469</b>	<b>15,188</b>	<b>11,563</b>	<b>12,909</b>	每股净资产	7.74	8.15	8.79	9.45	10.19
债权融资	944	(310)	(647)	632	(171)	估值比率					
股权融资	327	(72)	509	0	0	市盈率	16.3	18.0	13.3	11.7	10.4
其他	(3,596)	(1,412)	(3,002)	(2,306)	(2,557)	市净率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,325)</b>	<b>(1,794)</b>	<b>(3,139)</b>	<b>(1,674)</b>	<b>(2,728)</b>	EV/EBITDA	8.8	8.3	6.6	6.0	5.5
汇率变动影响	30	(61)	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.0	15.1	9.6	8.5	7.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(7,501)</b>	<b>(4,274)</b>	<b>15,576</b>	<b>10,111</b>	<b>10,854</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)