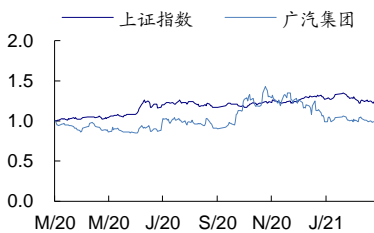


证券研究报告—动态报告
汽车
汽车整车
广汽集团(601238)
增持
2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	10,351/10,249
总市值/流通(百万元)	108,582/75,006
上证综指/深圳成指	3,418/13,770
12个月最高/最低(元)	15.80/8.88

相关研究报告:

《广汽集团-601238-2020 年三季报点评: 合资持续强势, 自主改善明显》——2020-11-02

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

证券分析师: 周俊宏

E-MAIL: zhoujunhong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

减值拖累业绩, 两本增长稳健

● 2020 实现营收 627 亿元, 业绩略低于预期

公司本财年实现营收 627.17 亿元, 同比+5.78%, 归母净利润 59.66 亿元, 同比-9.85%。拆单季度看, 2020 年 Q4 实现营收 200.08 亿元, 同比+20.00%, 归母净利润 9.64 亿元, 同比+241.19%。对特定车型确认 6.62 亿元的无形资产及开发支出减值准备对公司利润有所拖累; 公司费用管控到位, 销售费用同比-20.03%, 主要由于营销效率的提升; 2020 年对联营及合营企业投资净收益为 95.71 亿元, 同比+1.83%。

● “两本” 强势带动业绩增长, 自主新能源增势良好

两本表现出色, 是销量主要增长动力。合资板块广汽本田、广汽丰田是 2020 年公司销量跑赢大盘的主要驱动力。2020 年广汽本田销量为 80.58 万辆, 同比+2.65%; 广汽丰田呈现逆势增长, 销量为 76.5 万辆, 同比+12.17%, 实现产销大幅优于行业的水平。

自主品牌新能源车销量保持高速增长态势。2020 年实现销量 7.77 万辆, 同比+36.2%。受益于行业回暖及 Aion 系列走量自主销量改善明显, 其中 Aion S 2020 年全年销量 4.56 万辆, 销量同比 2019 年+42.0%。纯电紧凑型 SUV AION Y 将于 3 月 29 日开启预售, 销量有望迎来新增长。自主传祺系列销量持续提升, 自主新能源汽车增长良好。

● Aion 系列车型持续进化, 主导研发智驾系统

基于纯电平台推出的、以 ToB 市场作切入点的 Aion 系列, 将持续积攒口碑向 ToC 渗透, 一方面 Aion S 销量强势, 另一方面搭载 ADiGO 的 Aion LX、Aion V 为新接力旗舰车型, Aion Y 将在 4 月正式上市。智能网联方面, 与华为、腾讯、科大讯飞等公司合作, 具备 L3 级智能驾驶量产技术。

● 投资逻辑

维持此前盈利预测, 预计公司 20/21/22 年营收分别为 631.6、720.0、813.6 亿元, 净利润分别为 59.7、86.5、115.7 亿元, EPS 分别为 0.58、0.84、1.12 元, 目前股价对应 PE 分别为 18.2、12.5、9.4 倍, 维持“增持”评级。

● 风险提示

产品销售不及预期; 市场竞争加剧; 国家政策变动。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	63,157	71,999	81,359	90,308
(+/-%)	5.8%	14.0%	13.0%	11.0%
净利润(百万元)	5966	8652	11573	12298
(+/-%)	-9.8%	45.0%	33.8%	6.3%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.84	1.12	1.19
EBIT Margin	-6.1%	-3.1%	-1.4%	-1.9%
净资产收益率(ROE)	7.1%	9.8%	12.4%	12.4%
市盈率(PE)	18.2	12.5	9.4	8.8
EV/EBITDA	189.5	308.4	83.3	92.6
市净率(PB)	1.29	1.23	1.16	1.10

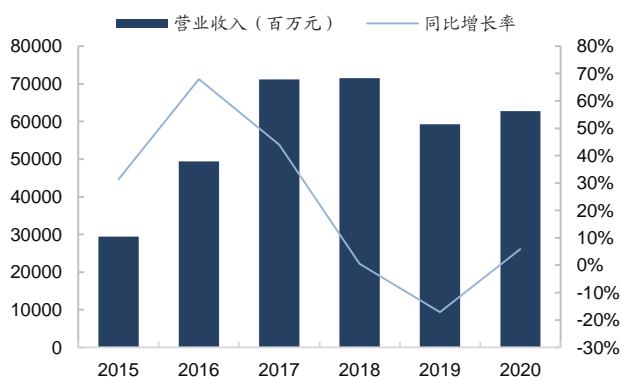
资料来源: 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2020 年营收 631.57 亿元，同比+5.78%，净利润同比有所下降。公司 2020 年实现营收 631.57 亿元，同比+5.78%；公司 2020 年归母 59.66 亿元，同比-9.85%；扣非 48.07 亿元，同比+25.17%。本财年 Q4 实现营收 200.08 亿元，同比增加 20.00%，归母净利润 9.64 亿元，同比增加 241.19%。公司对特定车型确认了 6.62 亿元的无形资产及开发支出减值准备，对公司利润有所拖累。公司整车制造业营收 379.59 亿元，同比+5.27%，毛利率为 2.57%，同比-0.47pct，合计毛利率 4.77%，同比-0.38pct，主要是由新冠疫情影响导致的自主品牌整体产销减少，规模效应减少等因素综合导致。

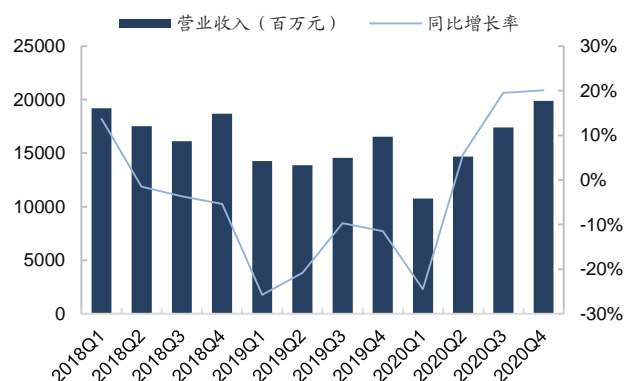
费用管控得当，利润主要由“两田”贡献。从费用端来看，公司费用管控到位，销售费用减少 9.12 亿元，同比-20.03%，主要是由于报告期内营销效率的提升。2020 年对联营及合营企业投资净收益为 95.71 亿元，同比+1.83%。

图 1：公司营业收入及增速



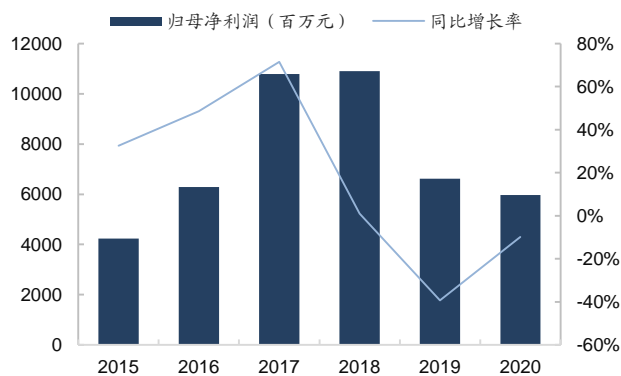
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



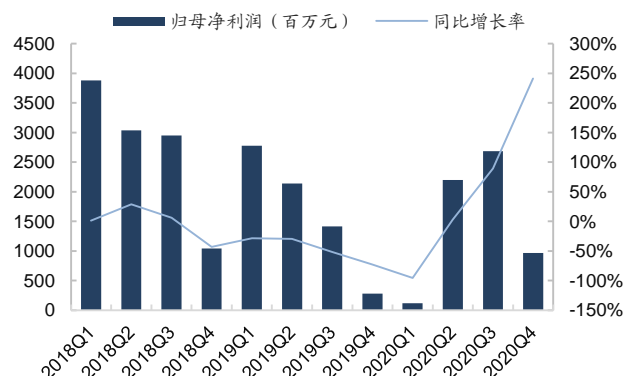
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



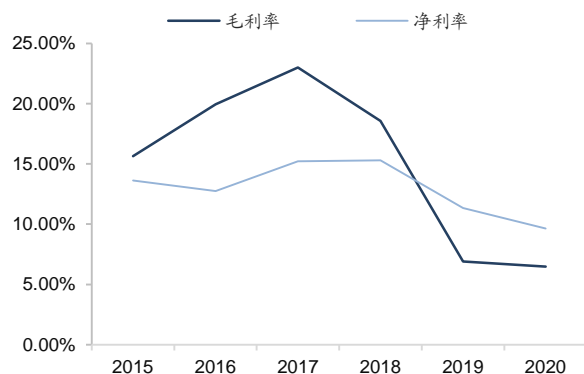
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速



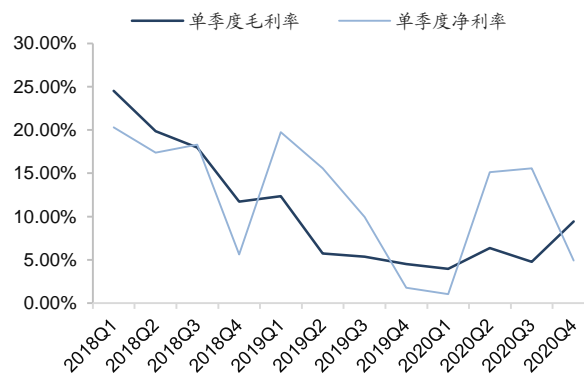
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率



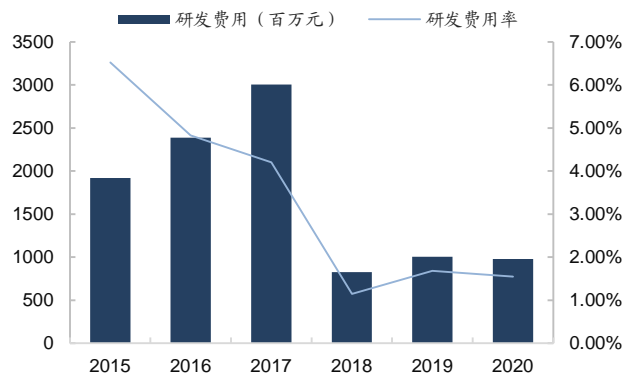
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率和净利率



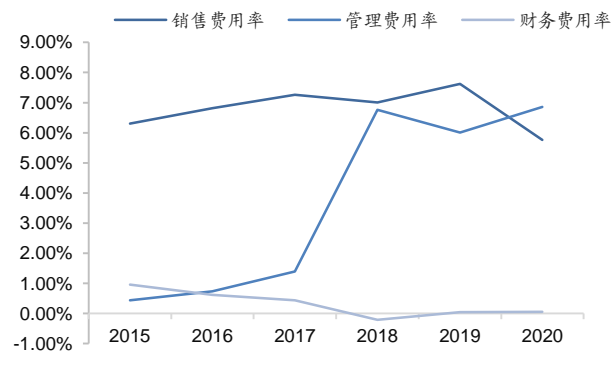
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 研发费用及费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

销量端：“两本”强势带动业绩增长，自主新能源增势良好

两本表现出色，是销量主要增长动力。2020年，公司汽车实现销量 204.38 万辆，同比-0.89%。合资板块广汽本田、广汽丰田是 2020 年公司销量跑赢大盘的主要驱动力。2020 年广汽本田销量为 80.58 万辆，同比+2.65%，其车型雅阁（2020 销量国内中高级轿车第一）、2019 年末上市的缤智、2020Q1 上市的皓影销量提振（2020 销量 15.6 万辆）、新一代飞度（上市首月月销过万成为主力车型）、锐·混动联盟（2020 年销量 11.82 万辆，同比+77.3%。）表现优异，贡献主要增量；广汽丰田呈现逆势增长，销量为 76.5 万辆，同比+12.17%，由凯美瑞（2020 销量国内中高级轿车第二）、C-HR、雷凌（连续第三年销量突破 20 万辆）、威兰达四款车型组成的 TNGA 家族是主要的销量增长点，2020 年总销量达 54.48 万辆，同比+42%。

公司自主品牌新能源车销量保持高速增长态势，2020 年实现销量 7.77 万辆，同比+36.2%。受益于行业回暖及 Aion 系列走量自主销量改善明显。其中 Aion S 2020 年全年销量 4.56 万辆，销量同比 2019 年+42.0%，2020 年终端销量位列国内新能源 A 级轿车第一位，份额占广汽埃安 75%；另外，新车 Aion V 等车型也表现优异，9-11 月保持销量超 2000 辆，2020 全年实现销量 1.12 万辆。纯电紧凑型 SUV AION Y 也将于 3 月 29 日开启预售，并于 4 月正式上市，销量有望迎来高增长。自主传祺系列销量持续提升，GS4（基于 GPMA 架构

2019 年底完成换代) 保持销量过万态势, 2020 年实现销量 12.66 万辆, 同比 +22.5%; 传祺 M8 于 12 月首次突破 5 千辆, 全年销量 3.4 万辆; 传祺 M6 2020 年实现销量 3.95 万辆, 同比 +10.8%。

产能端: 两田有序扩张, 自主产能利用率有望上行

广汽在两田强势销量表现下大力扩张产能, 有望平滑过紧生产节奏, 提质迎合市场旺盛需求。截至报告期末, 公司设计产能 273.3 万辆年, 实际产能 203.48, 产能利用率 75%。广本、广丰产能利用率长期维持在超 100% 高位 (2020 年广丰 127.5%, 广本 107.41%), 新产能落地有望突破 200 万辆/年 (广本原 53 万辆 +24 万辆 2020 年新投产产能 +17 万拟新建新能源产线; 广丰原 48 万辆 +12 万辆 2020 年新投产产能 +40 万辆拟新建产线)。

自主产能利用率随销量改善上行。目前年产能 82 万辆 (35 万广州基地 15 万杭州基地 +20 万宜昌基地 +2 万新疆基地 +10 万新能源生产基地), 后续拟择时新增 10 万新能源, 2019 年为自主品牌产能利用率大幅下滑拐点 (持续改善的受行业景气下行、GS4 老旧车型销量下滑等影响, 由景气高点的超 90% 降至 56%, 是亏损主因), 随销量上行产能利用率呈小幅回升态势。

表 1: 公司产能情况

	工厂	主要车型	产能 (万辆/年)	
现有工厂	广本	广州黄埔第一工厂	缤智、锋范、凌派、理念等	24
		广州增城第二工厂	雅阁、奥德赛等	24
		广州增城第三工厂	飞度、讴歌等	24
		广州开发区工厂	锋范、雅阁	5
	广丰	广州基地第一、第二生产线	凯美瑞、汉兰达、致炫、雷凌等	38
		广州基地第三生产线	雷凌、致炫、致享	22
	自主	广州基地第一工厂	传祺系列	20
		广州基地第二工厂	传祺系列	15
		宜昌基地	传祺 A/B 级车	20
		杭州基地	传祺 GA8、GS8 等	15
新疆基地		传祺 GS4 / GS4 PHEV	2	
广州基地新能源工厂一期		Aion S 和 Aion LX	10	
新建	广本	新建新能源生产工厂	理念 ve-1	12
		改造扩建新能源车总装车间	理念 ve-1	5
	广丰	广州基地第四生产线 (2021 年 3 月投产)	未定	20
		广州基地第五生产线 (2022 年)	未定	20
自主	广州基地新能源工厂二期	未定	10	

资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

电动化、智能化布局: Aion 系列车型持续进化, 主导研发智驾系统

2017 年新成立的广汽新能源蓄力后发, 看点在于基于纯电平台推出的、以 ToB 市场作切入点的 Aion 系列, 将持续积攒口碑向 ToC 渗透, 一方面 Aion S 作为细分爆款在 2020H1 新能源乘用车销量排名第三, 另一方面搭载 ADiGO (公司主导研发的智驾系统) 的 Aion LX (SUV 车型、2019Q4 上市), 以及 Aion V (SUV 车型, 2020Q2 上市) 为新接力旗舰车型, Aion Y 也将在 4 月正式上市。纯电专属平台 GEP 助力研发电芯自主设计 + 集成电驱动 IDU + 燃料电池车等。智能网联方面, 与华为、腾讯、科大讯飞等公司合作, 具备 L3 级智能驾驶量产技术。2021 年, 广汽集团将挑战年度产销增长 10% 的目标, 计划推出十多款全新及改款车型, 其中包括 5 款自主品牌产品, 未来新品有望助力公司进一步打开市场。

投资建议：“增持”评级。

预计日系新车周期仍将持续，自主销量随行业景气上行及 Aion 系列走量改善，预计公司 20/21/22 年营收分别为 631.6、720.0、813.6 亿元，净利润分别为 59.7、86.5、115.7 亿元，EPS 分别为 0.58、0.84、1.12 元，目前股价对应 PE 分别为 18.2、12.5、9.4 倍。选取上汽集团、长城汽车、比亚迪、长安汽车四家整车企业作为可比公司，可比公司 21 年平均 PE 为 43.13 倍，公司有望显著受益行业复苏和全新平台布局，参考可比公司估值，一年期（2021 年）目标股价 16.8-28.0 元（20x-25x），“增持”评级。

表 2：可比公司估值表

公司	代码	市值（亿）	股价（元）	每股盈利（元）			市盈率			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
上汽集团	600104.SH	2,348	20.10	1.90	2.34	2.61	10.58	8.59	7.70	增持
长城汽车	601633.SH	1,881	30.95	0.53	0.84	1.02	58.40	36.85	30.34	买入
比亚迪	002594.SZ	3,100	170.99	1.17	1.51	1.92	146.15	113.24	89.06	增持
长安汽车	000625.SZ	704	14.55	1.29	1.05	1.17	11.28	13.86	12.44	买入
整体平均估值							56.60	43.13	34.88	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	28500	34000	38000	40000	营业收入	63157	71999	81359	90308
应收款项	7369	8285	8693	10639	营业成本	58659	66239	73223	81277
存货净额	6622	7898	9496	10537	营业税金及附加	1364	1512	1790	2077
其他流动资产	10171	10080	11390	12643	销售费用	3641	4320	5044	6322
流动资产合计	56643	62262	69580	75814	管理费用	3356	2147	2427	2362
固定资产	19812	27810	32527	33809	财务费用	35	250	339	326
无形资产及其他	13887	13333	12778	12224	投资收益	9911	9976	12536	13784
投资性房地产	19084	19084	19084	19084	资产减值及公允价值变动	1007	542	(331)	(412)
长期股权投资	33381	36390	39409	42442	其他收入	(1382)	0	0	0
资产总计	142807	158879	173379	183373	营业利润	5638	8050	10741	11317
短期借款及交易性金融负债	6576	10432	13951	11897	营业外净收支	57	309	440	340
应付款项	12880	16154	17212	18879	利润总额	5695	8359	11181	11657
其他流动负债	22929	26427	30068	33536	所得税费用	(356)	(418)	(559)	(816)
流动负债合计	42385	53014	61231	64311	少数股东损益	85	125	167	174
长期借款及应付债券	8473	8473	8473	8473	归属于母公司净利润	5966	8652	11573	12298
其他长期负债	5289	6789	7789	9089					
长期负债合计	13763	15263	16263	17563	现金流量表 (百万元)				
负债合计	56147	68276	77493	81874	净利润	5966	8652	11573	12298
少数股东权益	2339	2389	2464	2542	资产减值准备	106	307	149	77
股东权益	84321	88214	93422	98956	折旧摊销	4733	2792	3358	3785
负债和股东权益总计	142807	158879	173379	183373	公允价值变动损失	(1007)	(542)	331	412
					财务费用	35	250	339	326
					营运资本变动	(2909)	6479	2529	2273
					其它	(57)	(256)	(74)	2
					经营活动现金流	6831	17431	17867	18847
					资本开支	(4038)	(10001)	(8001)	(5001)
					其它投资现金流	(1997)	1981	(1)	6
					投资活动现金流	(7434)	(11029)	(11021)	(8028)
					权益性融资	625	0	0	0
					负债净变化	1025	0	0	0
					支付股利、利息	(2552)	(4758)	(6365)	(6764)
					其它融资现金流	(711)	3857	3519	(2055)
					融资活动现金流	(3140)	(902)	(2846)	(8819)
					现金净变动	(3743)	5500	4000	2000
					货币资金的期初余额	32243	28500	34000	38000
					货币资金的期末余额	28500	34000	38000	40000
					企业自由现金流	(6319)	(3059)	(3294)	(794)
					权益自由现金流	(6004)	535	(131)	(3197)

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.58	0.84	1.12	1.19
每股红利	0.25	0.46	0.62	0.65
每股净资产	8.15	8.52	9.03	9.56
ROIC	-2%	-3%	-1%	-2%
ROE	7%	10%	12%	12%
毛利率	7%	8%	10%	10%
EBIT Margin	-6%	-3%	-1%	-2%
EBITDA Margin	1%	1%	3%	2%
收入增长	6%	14%	13%	11%
净利润增长率	-10%	45%	34%	6%
资产负债率	41%	44%	46%	46%
息率	2.4%	4.4%	5.9%	6.2%
P/E	18.2	12.5	9.4	8.8
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	189.5	308.4	83.3	92.6

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032