

公司研究

自主减亏改善，看好日系爬坡与埃安推进

——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告

要点

广汽公布 2020 业绩：营业收入同比增长 5.9%至人民币 627.2 亿元；其中，4Q20 营业收入同比增长 20.1%至人民币 198.7 亿元。毛利率同比下降 0.4 个百分点至 4.8%；其中，4Q20 毛利率同比增加 4.7 个百分点/环比增加 4.4 个百分点至 7.5%。归母净利润同比下降 9.9%至人民币 59.7 亿元，扣非后归母净利润同比增长 25.2%至人民币 48.1 亿元，扣非扣投资收益后归母净亏损同比下降 11.8%至人民币 51 亿元，全年派息率约 31%。我们认为，2020 业绩主要受制于疫情、广汽传祺销量回落对应的规模效应减弱、4Q20 费用计提（商务返点与广本讴歌一次性减值等）、以及非经常性收益减少等影响。

持续看好日系持续稳健增长，广汽菲克/广汽三菱亏损拖累：2020 公司应占合营/联营投资收益同比增长 1.8%至 95.7 亿元；其中，我们测算广本单车盈利同比基本持平约人民币 1.0 万元，广丰单车盈利同比增长 11.2%至人民币 1.6 万元。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、以及现有车型汉兰达换代与 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。

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 国内乘用车高个位数或近 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（2021E 广汽全年销量目标同比增长 10%）。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（渗透率近 8%），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。

维持 H 股“买入”评级，维持 A 股“增持”评级：鉴于 2021E 芯片供应链影响，我们分别小幅下调 2021E/2022E 归母净利润 4.5%/3.5%至人民币 82.1 亿元/110.9 亿元，预计 2023E 归母净利润约人民币 136.5 亿元。我们看好广汽埃安扭亏提振、以及独立运营发展前景，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；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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	59,234	62,717	72,970	79,425	84,949
营业收入增长率	-17.17%	5.88%	16.35%	8.85%	6.96%
净利润（百万元）	6,618	5,966	8,208	11,092	13,645
净利润增长率	-39.30%	-9.85%	37.59%	35.13%	23.02%
EPS（元）	0.65	0.58	0.79	1.07	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.26%	7.08%	9.06%	11.18%	12.46%
P/E	16	18	13	10	8
P/E（H 股）	9	10	7	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-25；汇率：按 1HKD=0.84141CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：10.40 元

H 股：买入（维持）

当前价：6.62 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nijj@ebscn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

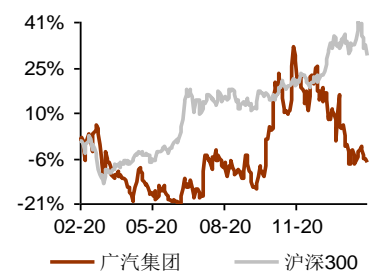
021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	103.51
总市值(亿元):	1076.50
一年最低/最高(元):	8.88/15.84
近 3 月换手率:	26.52%

股价相对走势



收益表现

	%	1M	3M	1Y
相对	6.02	-19.39	-33.72	
绝对	-1.67	-22.12	-0.51	

资料来源：Wind（股价时间为 2021-03-25）

相关研报

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）

3Q20 业绩改善，日系合资持续贡献——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告（2020-10-31）

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（2021-03-10）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	59,234	62,717	72,970	79,425	84,949
营业成本	55,148	58,659	67,593	73,155	77,768
折旧和摊销	3,983	4,733	1,305	1,941	2,523
税金及附加	1,356	1,364	1,605	1,747	1,869
销售费用	4,553	3,641	4,378	4,766	5,097
管理费用	3,244	3,356	4,013	4,527	4,842
研发费用	1,002	976	1,131	1,231	1,317
财务费用	26	35	278	576	875
投资收益	9,626	9,911	12,350	15,646	18,205
营业利润	5,682	5,638	7,594	10,314	12,722
利润总额	6,294	5,695	7,744	10,464	12,872
所得税	-417	-356	-465	-628	-772
净利润	6,711	6,051	8,208	11,092	13,645
少数股东损益	94	85	0	0	0
归属母公司净利润	6,618	5,966	8,208	11,092	13,645
EPS(元)	0.65	0.58	0.79	1.07	1.32

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-381	-2,887	-1,267	-1,121	-551
净利润	6,618	5,966	8,208	11,092	13,645
折旧摊销	3,983	4,733	1,305	1,941	2,523
净营运资金增加	-2,516	3,879	1,968	1,601	1,543
其他	-8,465	-17,465	-12,748	-15,756	-18,261
投资活动产生现金流	-4,826	469	-559	-929	1,655
净资本支出	-10,057	-6,483	-17,833	-15,050	-15,050
长期投资变化	31,982	33,381	-1,500	-1,500	-1,500
其他资产变化	-26,751	-26,430	18,774	15,621	18,205
融资活动现金流	-2,325	-1,794	1,054	4,503	995
股本变化	5	112	0	0	0
债务净变化	874	1,367	4,324	8,187	5,750
无息负债变化	-117	-175	2,457	2,885	1,761
净现金流	-7,501	-4,274	-772	2,453	2,099

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	6.9%	6.5%	7.4%	7.9%	8.5%
EBITDA 率	1.6%	2.6%	11.8%	14.7%	16.9%
EBIT 率	-6.7%	-6.9%	-6.9%	-7.4%	-7.5%
税前净利润率	10.6%	9.1%	10.6%	13.2%	15.2%
归母净利润率	11.2%	9.5%	11.2%	14.0%	16.1%
ROA	4.9%	4.2%	5.3%	6.3%	7.1%
ROE (摊薄)	8.3%	7.1%	9.1%	11.2%	12.5%
经营性 ROIC	-7.1%	-6.3%	-6.4%	-5.6%	-4.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	39%	40%	42%	42%
流动比率	1.37	1.34	1.15	1.02	0.96
速动比率	1.20	1.18	0.99	0.88	0.83
归母权益/有息债务	5.86	5.60	4.67	3.60	3.29
有形资产/有息债务	8.70	8.15	7.06	5.71	5.28

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	137,410	142,807	155,829	175,530	193,358
货币资金	32,243	28,500	27,729	30,182	32,281
交易性金融资产	843	1,595	1,595	1,595	1,595
应收帐款	3,466	4,317	4,801	5,226	5,590
应收票据	2,241	1,885	2,189	2,383	2,548
其他应收款 (合计)	4,675	4,919	5,253	5,566	5,873
存货	6,928	6,622	8,111	8,779	9,332
其他流动资产	4,043	5,261	4,748	5,716	5,993
流动资产合计	56,865	56,643	58,164	63,296	67,153
其他权益工具	1,224	631	631	631	631
长期股权投资	31,982	33,381	34,881	36,381	37,881
固定资产	17,474	18,360	33,870	46,176	57,877
在建工程	1,653	1,452	1,764	1,885	1,976
无形资产	11,667	13,887	13,010	12,191	11,426
商誉	105	105	105	105	105
其他非流动资产	3,848	3,957	2,420	2,420	2,420
非流动资产合计	80,545	86,164	97,665	112,234	126,206
总负债	54,955	56,147	62,927	73,999	81,510
短期借款	1,884	3,556	7,679	15,646	21,156
应付账款	12,143	11,802	13,519	14,631	15,554
应付票据	1,122	1,078	1,352	1,463	1,555
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10,123	9,295	9,911	10,298	10,629
流动负债合计	41,585	42,385	50,729	62,226	70,050
长期借款	1,854	2,879	3,079	3,299	3,539
应付债券	5,838	5,594	5,594	5,594	5,594
其他非流动负债	4,480	4,549	3,523	2,878	2,326
非流动负债合计	13,370	13,763	12,199	11,773	11,461
股东权益	82,454	86,660	92,902	101,531	111,848
股本	10,238	10,350	10,350	10,350	10,350
公积金	27,445	28,528	28,528	28,528	28,528
未分配利润	41,559	44,850	51,506	60,135	70,453
归属母公司权益	80,134	84,321	90,563	99,193	109,510
少数股东权益	2,320	2,339	2,339	2,339	2,339

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.69%	5.81%	6.00%	6.00%	6.00%
管理费用率	5.48%	5.35%	5.50%	5.70%	5.70%
财务费用率	0.04%	0.06%	0.38%	0.72%	1.03%
研发费用率	1.69%	1.56%	1.55%	1.55%	1.55%
所得税率	-7%	-6%	-6%	-6%	-6%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.15	0.24	0.32	0.40
每股经营现金流	-0.04	-0.28	-0.12	-0.11	-0.05
每股净资产	7.83	8.15	8.75	9.58	10.58
每股销售收入	5.79	6.06	7.05	7.67	8.21

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	16	18	13	10	8
PE (H)	9	10	7	5	4
EV/EBITDA	8.4	8.4	10.9	8.6	7.3
股息率	1.4%	1.4%	2.3%	3.1%	3.8%

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与、不与，也将不会与本报告中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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------