

业绩好于预期，来自合资品牌的投资收益实现高增长



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩好于市场预期。**一季度营业收入 158.90 亿元，同比增长 47.6%，归母净利润 23.66 亿元，同比增长 1896.6%，扣非归母净利润 22.26 亿元，同比增长 2897%，业绩大增系去年受疫情影响基数较低，本期销量大幅提升。
- **毛利率小幅增长，现金流改善。**一季度毛利率 5.5%，同比增长 1.6 个百分点，系销量提升后营业收入增长较快，环比下降 3.9 个百分点。期间费用率同比下降 1.1 个百分点，其中管理费用率同比下降 1.6 个百分点，研发费用率同比提升 0.6 个百分点。一季度经营活动现金流净额-52.51 亿元，同比增加 18.9%，系随销量增加销售商品、提供劳务收到的现金增长较快。
- **一季度合资公司盈利能力较强。**一季度投资收益 34.42 亿元，同比大增 263.0%，其中对联营和合营企业投资收益 33.32 亿元，同比增长 273.1%。销量端，广汽丰田累计销售 20.01 万辆，同比增长 63.2%，同比 2019 年同期增长 23.7%；广汽本田累计销售 18.19 万辆，同比增长 77.2%，销量同比 2019 年同期微降 3.1%。具体车型看，一季度广丰旗下雷凌、凯美瑞、汉兰达、威兰达销量超 2 万，表现优异；广本缤智、雅阁、皓影系列销量超 2 万辆。2021 年广汽本田旗下奥赛德改款、中期改款雅阁以及广汽丰田全新汉兰达、凌尚等将上市，其中凌尚基于 TNGA 架构打造实现更高性价比，新车型推出有望改善业绩。
- **广汽自主销量同比 2019 年有所下跌，新能源车表现亮眼。**广汽自主一季度销售 7.43 万辆，同比增长 36.3%，同比 2019 年同期下降 15.7%，其中传祺 M8 一季度销售 13999 辆，同比高增 268%，GS4 28028 辆，GS3 12853 辆。新能源车方面，广汽埃安一季度累计销售 17649 辆，同比高增 120.9%，埃安 Y 已于上海车展亮相，拥有 ADiGo 2.0 自动驾驶及超视距记忆泊车功能，科技感助力上市后有望热销。

财务预测与投资建议：预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.78、0.89、1.00 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04月29日)	10.87 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)	1,035,100/1,024,890
A股市值(百万元)	112,515
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.61	6.28	3.51	13.05
相对表现	-2.38	3.74	-0.09	-5.86
沪深300	0.77	2.54	3.6	18.91



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

- 广丰销量高速增长，自主多款新车上市将提升销量 2021-04-09
- 减值准备计提拖累盈利增长，合资品牌盈利向上 2021-03-27
- 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

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。

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
流动资产合计	56,865	56,643	67,452	79,017	91,251	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	营业利润	5,682	5,638	8,837	10,021	11,246
非流动资产合计	80,545	86,164	73,818	71,166	68,153	营业外收入	661	109	110	150	200
资产总计	137,410	142,807	141,269	150,183	159,404	营业外支出	49	52	50	50	50
短期借款	1,884	3,556	2,462	2,634	2,884	利润总额	6,294	5,695	8,897	10,121	11,396
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	净利润	6,711	6,051	8,185	9,312	10,484
流动负债合计	41,585	42,385	33,738	35,091	36,232	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	归属于母公司净利润	6,618	5,966	8,071	9,181	10,337
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						
非流动负债合计	13,370	13,763	14,092	14,662	15,012	主要财务比率					
负债合计	54,955	56,147	47,830	49,753	51,245		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					
股东权益合计	82,454	86,660	93,439	100,429	108,159	毛利率	6.9%	6.5%	8.0%	8.5%	9.1%
负债和股东权益总计	137,410	142,807	141,269	150,183	159,404	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
经营活动现金流	(381)	(2,887)	3,527	222	673	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
投资活动现金流	(4,826)	469	15,188	11,563	12,909	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
筹资活动现金流	(2,325)	(1,794)	(3,139)	(1,674)	(2,728)	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
现金净增加额	(7,501)	(4,274)	15,576	10,111	10,854						

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