



2021-08-23

公司点评报告

买入/维持

广汽集团(601238)

目标价: 19.5

昨收盘: 15.51

可选消费 汽车与汽车零部件

## 广汽集团 - 挖掘“拐点”车型，找寻车企亮点

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	10,356/10,253
总市值/流通(百万元)	160,615/159,032
12个月最高/最低(元)	15.84/9.52

### 相关研究报告:

广汽集团(601238)《【太平洋汽车团队】广汽集团-自主合资蒸蒸日上，传统新能源全方位布局》--2021/08/10

广汽集团(601238)《广汽集团6月销量点评 - MPV和新能源持续向上，联合华为加码智能车》--2021/07/11

广汽集团(601238)《【太平洋汽车白宇团队】广汽集团一季报点评 - 21Q1业绩靓丽，有望迎来二次突破》--2021/04/29

### 证券分析师: 白宇

电话: 010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码:

**事件:** 公司自从五月以来,MPV 车型销量已经连续三个月破万,尤其到7月份突破新高,上牌量达到1.22万台,其中M8也创新高,达到月销7063台。2021年1-7月,MPV车型累计销量同比增长109%,成为广汽传祺品牌下增速最快的车型。

广汽M8和M6自五月以来连续三个月销量破万。我们跟踪到从今年5月以来,广汽MPV销量已经持续三个月破万,尤其20-25万左右的高价位车型M8月销在6000台以上,上牌量7月已达到7063台,上市三年以来达到新高。我们判断在未来半年之内M8有冲击月销万辆的潜力。

**挖掘“灵魂”车型,找到车企利润弹性和估值归因。**每个阶段性成功的汽车公司都会有一到两款核心的大超市预期的车型,让它在汽车市场激烈的竞争当中赢得更多的消费者,从而大幅改善基本面:2012-2015年长城的H6,长安福特的翼虎、蒙迪欧;2015-2017年吉利的博越,广汽传祺的GS4,上汽的RX5;2019年以来长城的欧拉R1、新一代H6,长安的CS75PLUS、引力系列,这些无不都是带来自主盈利弹性和催化估值的核心因素。从售价端来看,M8的均价在20-25万元,可以形象的说一台M8创造了相当于两台GS4的收入,我们预测接近三台GS4的利润,而GS4最辉煌时月销大约3万台,1万台MPV的销量再叠加其他车型,广汽自主相当于又进入了一个新的高度。

**投资建议。**下半年随着新款GS8,全新车型影豹上市,叠加传祺M8和M6的高利润车型,广汽基本面预期或将发生极大改变。再次强调,每轮汽车周期都是离不开核心的超于市场预期的“灵魂”车型发力,从而带来业绩弹性和估值提升。我们预计公司2021/2022年归母净利润分别为84.5亿元/114亿元,对应PE估值分别为19倍/14倍,给予“买入”评级。

**风险提示:**芯片影响汽车产量,竞争加剧,销量不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	63157	74525	93157	102472
(+/-%)	5.78	18.00	25.00	10.00
净利润(百万元)	5966	8446	11374	13724
(+/-%)	(9.85)	41.57	34.67	20.65
摊薄每股收益(元)	0.58	0.82	1.10	1.33
市盈率(PE)	26.89	19.00	14.10	11.69

资料来源:Wind,太平洋证券注:摊薄每股收益按最新总股本计算

## 一、 挖掘“灵魂”车型，找到车企利润弹性和估值归因

每个阶段性成功的汽车公司都会有一到两款核心的大超市场预期车型，让它在汽车市场激烈的竞争当中赢得更多的消费者，从而大幅改善基本面：2012-2015年长城的H6，长安福特的翼虎、蒙迪欧；2015-2017年吉利的博越，广汽传祺的GS4，上汽的RX5；2019年以来长城的欧拉R1、新一代H6，长安的CS75PLUS、引力系列，这些爆款车型无不都是带来自主盈利弹性和催化估值的核心因素。核心车型的成功就像是车企的“灵魂”，找到车企未来最具爆发力的车型，便有可能实现估值和业绩双重增长，实现戴维斯双击。

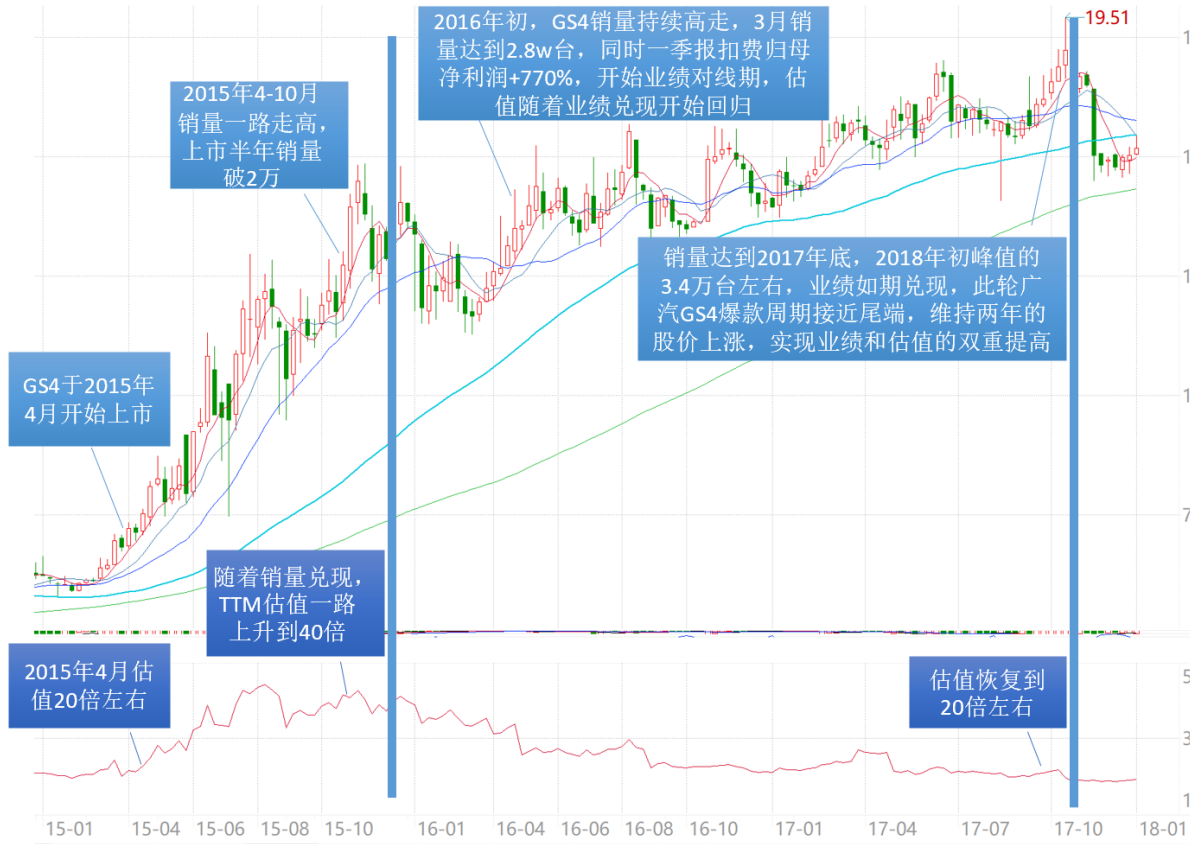
灵魂车型销量不断兑现，不仅仅为企业带来的是利润弹性，也会催生估值阶段性大幅提高。可以以2015-2017年广汽为例进行复盘，在此期间广汽股价从5.3元攀升到19.5元，涨幅高达267.9%，我们可以把当时股价成长分为两个阶段：

第一个阶段：以估值提升为主。市场对于GS4销量的预期良好，以及新车型上市后销量逐月不断攀升，伴随之TTM估值从20倍涨到40倍以上，持续时间从2015年3月到2016年1月左右。

第二个阶段：以业绩兑现为主。此阶段大约从2016年初，一直持续到2017年底，时间周期在2年左右。这两年中，GS4销量一直表现优异，业绩如期兑现，公司归母净利润从2015年的42亿到2017年的108亿，复合增速60%，业绩如期兑现。

广汽传祺GS4定位于“国际新派SUV”，于2015年4月18日正式上市，共推出8款车型。上市第二月销量已经达到6058台，随后半年一路高增，直到2015年10月销量破2万台，股价随着销量兑现，TTM估值从20倍涨到最高43倍左右，实现翻番。随后到2016年2月由于春节假期影响，销量略有下滑，考虑到估值阶段性涨幅过高，股价出现小幅回调。但2016年3月，销量冲到2.8万台每月，以及3月底和4月底分别发布了2015年年报和2016年一季报，超预期的销量结合靓丽的业绩，股价又实现反弹。其中，2015年年报，利润增速同比32.48%，2016年Q1扣非归母净利润同比+770%，进一步体现了GS4的销量带来业绩具备足够弹性，因此股价重新进入上行通道。随后GS4单月销量最高达到3.5万台，年化平均维持月均3万台左右，估值伴随业绩兑现稳中有降，股价于2017年底达到19.5元，此时估值约21倍。在两年多的时间中，业绩增速157%，股价实现267.9%的增幅，我们看到爆款车型带来了业绩弹性，也催化估值提升，实现戴维斯双击。

图表 1：复盘广汽 2015-2017 股价与 GS4 销量关系



资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 二、 广汽 MPV 厚积薄发，连续三个月销量过万

### 1、 广汽 MPV 厚积薄发，三年销量历程回顾

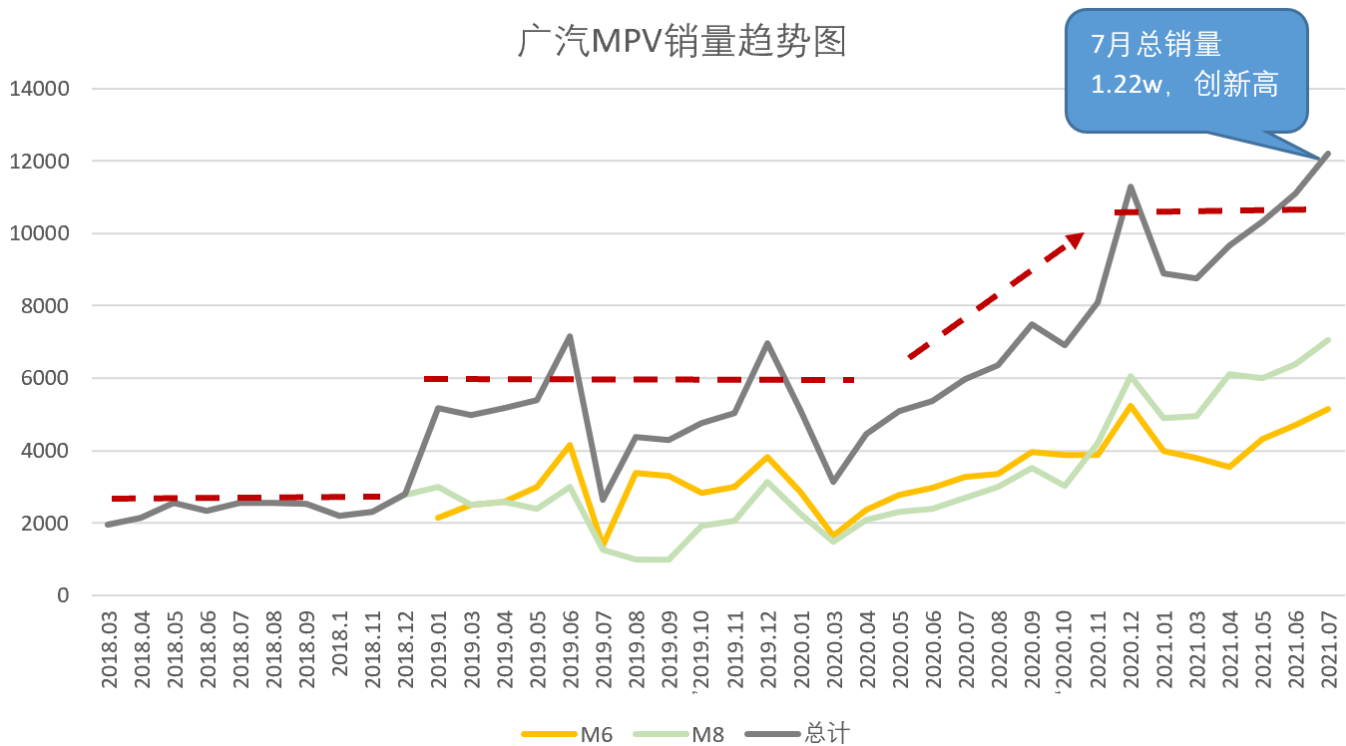
通过长期的跟踪和挖掘，我们找到了广汽新的“灵魂”——MPV 车型传祺 M8。我们跟踪到从今年 5 月以来，广汽 MPV 销量已经持续三个月破万。尤其 20-25 万左右的高价位车型 M8 月销在 6000 台以上，上市三年以来达到新高。我们判断在未来半年之内 M8 有冲击月销万辆的潜力。

从 2017 年年底 M8 上市以来，我们便十分关注这款车型，它是自主品牌较少的定价在 20 万元以上的车型，定价成为我们关注它的首要因素。跟踪这几年的销量，M8 初期基本上维持在 2000 多台左右月销（终端上牌量），上市一年左右，最高月销达到 2500 多台，并无更大突破。随后 2018 年底，M6 上市，上市后销量在 2000-3000 台左右波动，两者加起来月销在 5000 多台左右。从绝对量上看 MPV 并不是走量车型，但考虑到其 20 万以上的均价，这个销量也是满足管理层经营预期

的，也算是一定程度的成功，但这个量仍然不足以改变广汽的基本面预期。

真正出现变化的是 2020 疫情后，5 月份开始，两款 MPV 车型销量从 5000 起步，逐月走高，M8 从 2000-2500 台不断攀升，去年年底已经实现月销 6000 台左右；M6 也由平均 2500 台左右的销量提高到去年年底 5200 多台，实现翻番。初期会考虑这是短期旺季的体现，但是进入 2021 年以来 M8 继续维持了较高的销量，并在缺芯同时是淡季的 4 月份取得了 6100 台以上的新高，两款合计以达到 10000 台以上。我们认为这背后有两个核心原因：1. 受益于行业，MPV 均实现了稳定增长，潜在市场需求提高；2. 广汽对于 MPV 车型的资源投入较高。以下是我们的分析。

图表 2：广汽 MPV 历史销量数据



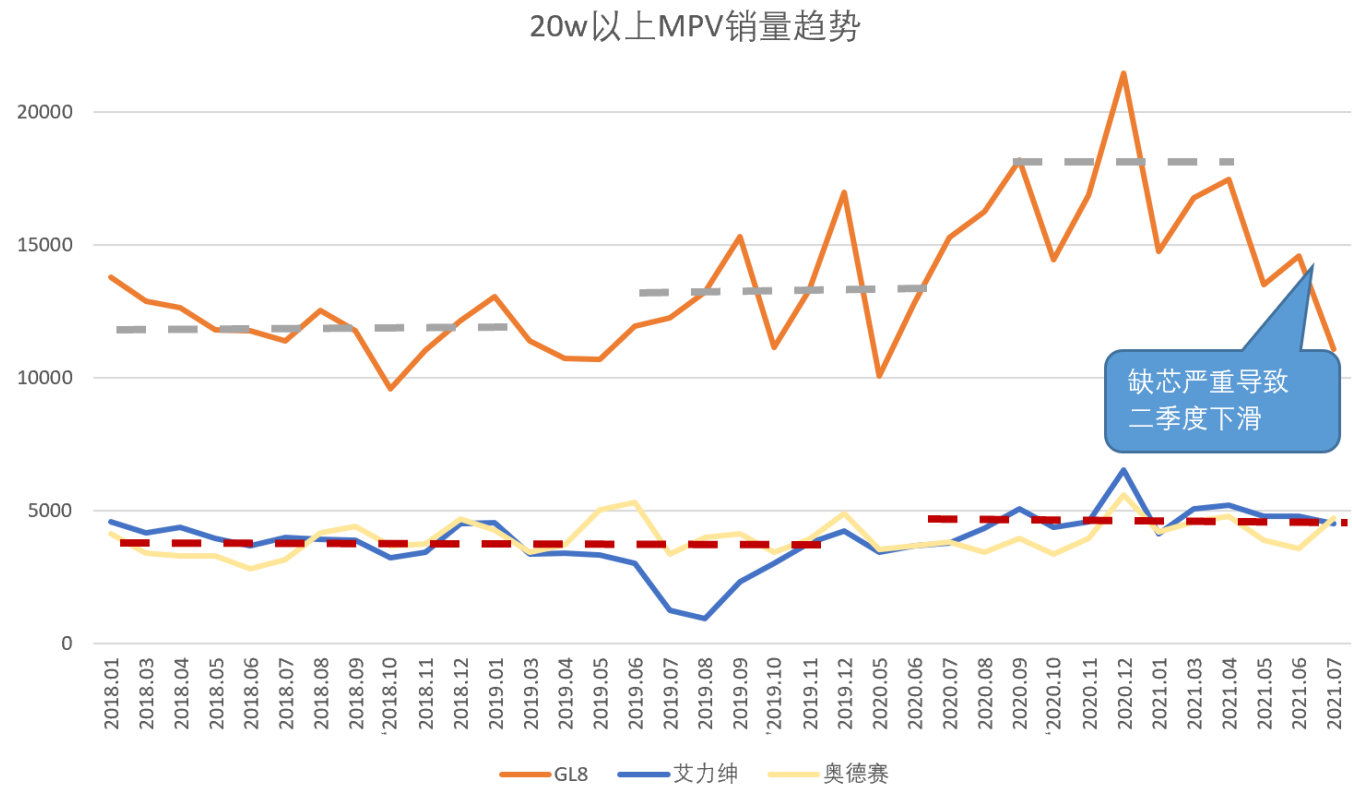
资料来源：WIND, datavision, 太平洋证券整理

### 1.1 行业标杆 MPV 均实现稳定增长

首先，在行业期待了很长时间之后，MPV 市场逐渐启动。行业标杆车型通用 GL8，在 2019 年下半年之后月销逐步从 12000 台上升到 14000 台以上，从 2020 年下半年开始逐渐上升到月销 16000-20000 台左右，并且达到最高月销 2.1w 台。本田双车奥德赛和艾力绅在 2020 年下半年开始逐步从 3000 台月销上升到 5000 台左右。上汽大通 G50，一款严格意义上并不出众的 MPV 车型

竟然在上市两年之后依然保持 2000 月销并有一定的上升趋势。这背后代表着 MPV 车型的真实强劲需求。之所以市场没有关注到这点，是因为从细分车型分类上，汽协的 MPV 车型包括了部分微面车型，它们的波动掩盖了 MPV 的增长，而且这些车型的需求并不能代表真实的家用 MPV 需求。

图表 3: 20w 元以上 MPV 历史销量数据



## 1.2 广汽向 MPV 车型投入更多资源

市场上传祺 M8 自身的口碑在不断积累，这得益于广汽对这款车型的重视，小改款自上市以来每年一改，有效改动了消费者反馈的弊端。同时公司把有限的优质资源都到给 M8，例如供应有限的爱信 8AT 主要用于 M8。管理层的能力在 M8 上得到了体现，虽然 M8 初期月销只有 2000-3000 台，但是管理层仍然作为重点车型来培育，坚持见到了效果。

M8 是到了最关键的 2020 年，又 GM8 改名为 M8，同年传祺 M8 增幅则高达 47.09%。其实传祺 M8 相对于 GM8，并不仅仅是改名，M8 其实是一款中期改款车型。传祺 M8 的大师和领秀两个系列车型针对用户需求做出了最合理的区分。首先，对外观“气势”与“低调”的巧妙把握，造型设计让人过目不忘：2017 年底上市之后，传祺的这款旗舰 MPV 车型不断地提高自身存在感，而打天下的造型就是与领秀版本相近的前格栅前脸外观。大面积前横进气格栅是领秀系列的标志，这种



设计理念来自全新“凌云翼”造型，而且相比老款车型，它的格栅面积更大，再搭配矩阵式 LED 大灯，视觉辨识度极高。其次是尺寸上，现款传祺 M8 长宽高分别为 5089x1884x1822mm，轴距 3000mm，大空间尽量达到了和 GL8 类似的水平。搭载 2.0 台发动机，最大扭矩和功率分别达到可达 390Nm 和 185KW，高于 GL8 的 350Nm 和 174KW。同时，传祺 M8 座舱配备了 12.3 英寸全液晶仪表+10.1 英寸中控大屏的设计，把老款 GM8 中控位置的大部分物理按键都已经集成在中控屏幕上。科技配置上，传祺 M8 具备 L2 级自动驾驶辅助能力。

可以说广汽在 MPV 车型上投入更多的精力和资源，现在从终端市场得到了良好的反馈。

图表 4：M8 造型



资料来源：广汽官网，太平洋证券整理

## 2、 广汽 M8 的畅销意味着什么

从财务端来看，M8 的均价 20-25 万，简单形象的说，收入端相当于一台月销 2 万的 GS4 车型，利润端根据我们的经验预测这是一台月销 3 万的 GS4 车型，叠加其他车型，这基本上把广汽自主拉到了 2017 年以来的一个新的高度。

从品牌消费者经营端来看，M8 的客户均是相对高端的换购群体，同时 MPV 车型相对高端，这将让未来广汽传祺在换购用户市场上打响很大的品牌知名度，事实上 M8 国产 alpha 的美誉已经在消费者当中逐步形成，品牌形象提升会为广汽带来更大的溢价和成长空间。

最后，MPV 赛道仍然是蓝海赛道，虽然很多车企都开始宣称要加大 MPV 车型的投放，但是事

实上相比紧凑型 SUV “下饺子”般的出车速度，MPV 的竞争仍然温和，如果广汽能在 M8、M6 成功的基础上加大 MPV 方面的投入话，领先优势能够保持的更久。

综上，我们认为传祺 M8 将会极大改变广汽的基本面预期，是投资广汽必须重点关注的变化之一。

### 三、投资建议

随着市场对于 MPV 的需求见长，我们预测未来 M8 月销有冲击万辆的潜力。从售价端来看，M8 的均价在 20-25 万元，相当于两台 GS4 的收入，我们预测接近三台 GS4 的利润，而 GS4 最辉煌时月销大约 3 万台，1 万台 MPV 的销量再叠加其他车型，广汽自主相当于又进入了一个新的高度。再结合下半年随着新款 GS8，全新车型影豹上市，广汽基本面预期或将发生极大改变。再次强调，每轮汽车周期都是离不开核心的超于市场预期的“灵魂”车型发力，从而带来业绩弹性和估值提升。我们预计公司 2021/2022 年归母净利润分别为 84.5 亿元/114 亿元，对应 PE 估值分别为 19 倍/14 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**芯片影响汽车产量，竞争加剧，销量不及预期。

资产负债表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	32,243	28,500	41,290	48,970	65,184
应收和预付款项	8,053	8,528	10,515	14,592	12,275
存货	6,928	6,622	8,353	11,527	9,161
其他流动资产	7,658	9,013	7,600	8,090	8,234
流动资产合计	56,865	56,643	71,005	86,573	98,433
长期股权投资	31,982	33,381	33,381	33,381	33,381
投资性房地产	1,334	1,388	1,388	1,388	1,388
固定资产	17,474	18,360	19,126	19,460	19,531
在建工程	1,653	1,452	826	513	356
无形资产	16,138	17,604	15,003	12,402	9,801
长期待摊费用	422	353	167	0	0
其他非流动资产	10,518	12,068	9,703	10,763	10,845
资产总计	137,410	142,807	151,490	165,630	174,930
短期借款	1,884	3,556	0	0	0
应付和预收款项	21,063	21,829	29,497	35,004	34,896
长期借款	1,854	2,879	0	0	0
其他负债	20,211	19,270	19,786	19,755	19,603
负债合计	54,955	56,147	58,578	64,044	63,564
股本	10,238	10,350	10,350	10,350	10,350
资本公积	22,704	23,030	23,030	23,030	23,030
留存收益	46,299	50,349	57,105	65,636	75,243
归母公司股东权益	80,134	84,321	90,485	99,016	108,620
少数股东权益	2,320	2,339	2,430	2,578	2,753
股东权益合计	82,454	86,660	92,915	101,594	111,373
负债和股东权益	137,410	142,807	151,490	165,630	174,930

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	(381)	(2,887)	8,983	(1,829)	5,867
投资性现金流	(4,826)	469	11,846	12,401	14,709
融资性现金流	(2,325)	(1,794)	(8,040)	(2,892)	(4,361)
现金增加额	(7,523)	(4,230)	12,790	7,680	16,215

利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	59,704	63,157	74,525	93,157	102,470
营业成本	55,148	58,659	68,936	85,704	93,967
营业税金及附加	1,356	1,364	1,651	1,491	1,640
销售费用	4,553	3,641	3,726	4,192	4,611
管理费用	3,244	3,356	4,322	5,403	5,943
财务费用	26	35	4	40	23
资产减值损失	(555)	(715)	(635)	(635)	(861)
投资收益	9,626	9,911	11,550	13,860	15,939
公允价值变动	95	293	0	0	0
营业利润	5,682	5,638	8,071	10,822	13,088
其他非经营损益	612	57	(50)	4	(23)
利润总额	6,294	5,695	8,021	10,826	13,065
所得税	(417)	(356)	(516)	(697)	(833)
净利润	6,711	6,051	8,537	11,523	13,898
少数股东损益	94	85	91	149	174
归母股东净利润	6,618	5,966	8,446	11,374	13,724

预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	7.63%	7.12%	7.50%	8.00%	8.30%
销售净利率	9.52%	8.93%	10.83%	11.62%	12.77%
销售收入增长率	-	5.78%	18.00%	25.00%	10.00%
EBIT 增长率	17.51%	-	24.22%	14.45%	34.51%
净利润增长率	50.61%	-	-9.85%	41.57%	34.67%
ROE	8.26%	7.08%	9.33%	11.49%	12.63%
ROA	4.88%	4.24%	5.64%	6.96%	7.94%
ROIC	15.88%	12.37%	15.93%	25.34%	30.78%
EPS (X)	0.65	0.58	0.82	1.10	1.33
PE (X)	24.24	26.89	19.00	14.10	11.69
PB (X)	1.82	1.73	1.61	1.47	1.34
PS (X)	2.45	2.31	1.96	1.57	1.43
EV/EBITDA (X)	9.13	9.09	8.70	6.37	4.51

资料来源: WIND, 太平洋证券



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。