

## 公司研究

## 芯片短缺逐步缓解，自主持续趋稳改善

## ——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告

## 要点

**10月销量环比增长17.4%：**10月广汽集团总销量同比下降8.1%/环比增长17.4%至19.3万辆；其中，广本同比下降13.9%/环比增长4.7%至7.5万辆（销量占比约39%），广丰同比下降15.3%/环比增长26.3%至6.1万辆（销量占比约32%），广汽传祺同环比增长14.9%/54.0%至3.5万辆（销量占比约18%），广汽埃安同比增长70.7%/环比下降11.0%至1.2万辆（销量占比约6%），广汽菲克同比下降45.8%/环比增长25.1%至2,171辆（销量占比约1%），广汽三菱同比下降19.3%/环比增长19.4%至6,700万辆（销量占比约3%）。

**3Q21业绩主要受合资拖累，自主仍趋稳改善：**2021年前三季度公司营业收入同比增长28.6%至人民币551.2亿元，扣非后归母净利润同比增长4.9%至人民币45.8亿元；其中，3Q21销量同环比下降19.8%/11.8%至46.7万辆，营业收入同环比增长19.5%/12.9%至人民币208.0亿元，毛利率同环比增加3.2pcts/0.7pcts至5.8%，应占合营联营投资收益同环比下降50.9%/44.0%至人民币16.8亿元，扣非后归母净利润同环比下降77.3%/70.8%至人民币5.3亿元。我们判断，1）广汽传祺产品结构改善（M8销量表现稳健）、以及广汽埃安销量增长（3Q21同环比增长95.1%/40.9%）与积分收入计提，部分对冲芯片短缺/原材料价格上涨因素影响，自主仍趋稳改善；2）芯片短缺导致广本/广丰销量与业绩承压（3Q21广本销量同环比下降23.7%/6.6%，广丰销量同环比下降25.3%/23.4%）、以及广菲克亏损计提，是造成3Q21业绩回落的主要因素。

**新车型呈良好趋势，芯片短缺逐步缓解或迎补库：**我们判断，1）公司新车型呈良好趋势；其中，广汽传祺影豹/第二代GS8订单稳健，2022E广丰即将迎来强车型周期（包括赛那、锋兰达、威飒、以及全新纯电动SUV）。2）根据乘联会数据，2021/10国内乘用车零售销量环比增速约8.6%（vs. 2015-2020年10月平均环比增速近4%）；我们预计芯片持续短缺但或已呈逐步缓解趋势，看好广本/广丰在行业补库阶段更强的销量与单车盈利修复前景、广汽传祺持续趋稳改善趋势、以及广汽埃安销量快速增长与混改有序推进提振前景。

**维持H股“买入”评级，维持A股“增持”评级：**鉴于芯片短缺与原材料价格上涨的拖累影响，我们下调2021E/2022E/2023E归母净利润24%/11%/5%至人民币62.7亿元/98.2亿元/129.6亿元。我们看好广本/广丰在行业补库阶段的销量与盈利弹性、以及广汽传祺趋稳改善与广汽埃安发展前景，维持H股“买入”评级，A股“增持”评级。

**风险提示：**芯片短缺缓解/补库不及预期；原材料价格上涨；费用计提；广汽埃安混改推进不及预期；自主减亏幅度不及预期；广本/广丰销量与业绩不及预期；广菲克盈利拖累；市场风险。

## 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	75,732	79,540	85,821
营业收入增长率	-17.17%	5.88%	20.75%	5.03%	7.90%
净利润（百万元）	6,618	5,966	6,268	9,820	12,960
净利润增长率	-39.30%	-9.85%	5.07%	56.67%	31.98%
EPS（元）	0.65	0.58	0.61	0.95	1.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.26%	7.08%	7.07%	10.17%	12.17%
P/E	28	32	30	19	15
P/E（H股）	10	11	10	7	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-12（1港币=0.8188人民币）

## A股：增持（维持）

当前价：18.20元

## H股：买入（维持）

当前价：7.70港币

## 作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

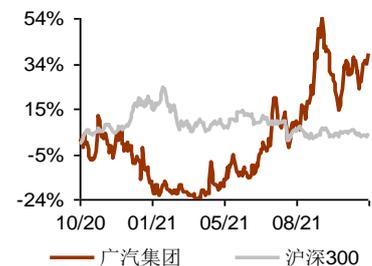
021-52523876

niyj@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	103.58
总市值(亿元):	1885.08
一年最低/最高(元):	9.92/20.94
近3月换手率:	29.43%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.17	20.02	46.51
绝对	4.66	19.30	48.55

资料来源：Wind（股价时间为2021-11-12）

## 相关研报

自主品牌趋稳改善，广汽埃安混改有序推进  
——广汽集团（601238.SH、2238.HK）2021中报点评（2021-09-01）

携手华为开发新一代智能电动车，科技公司转型提速——广汽集团（601238.SH、2238.HK）2021年6月销量点评（2021-07-13）

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（2021-03-29）

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	75,732	79,540	85,821
营业成本	55,148	58,659	70,773	73,400	78,747
折旧和摊销	3,983	4,733	4,590	4,634	4,626
税金及附加	1,356	1,364	1,666	1,750	1,888
销售费用	4,553	3,641	4,392	4,772	5,149
管理费用	3,244	3,356	3,938	4,534	4,892
研发费用	1,002	976	1,174	1,233	1,330
财务费用	26	35	184	210	166
投资收益	9,626	9,911	10,937	14,363	17,289
营业利润	5,682	5,638	5,853	9,261	12,284
利润总额	6,294	5,695	6,003	9,411	12,434
所得税	-417	-356	-360	-565	-746
净利润	6,711	6,051	6,363	9,975	13,180
少数股东损益	94	85	95	155	220
归属母公司净利润	6,618	5,966	6,268	9,820	12,960
EPS(元)	0.65	0.58	0.61	0.95	1.25

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-381	-2,887	-3,234	-2,437	-2,247
净利润	6,618	5,966	6,268	9,820	12,960
折旧摊销	3,983	4,733	4,590	4,634	4,626
净营运资金增加	-2,516	3,879	5,688	2,245	3,746
其他	-8,465	-17,465	-19,780	-19,136	-23,579
投资活动产生现金流	-4,826	469	343	-5,315	-4,227
净资本支出	-10,057	-6,483	-4,833	-3,050	-2,050
长期投资变化	31,982	33,381	-1,500	-1,200	-1,000
其他资产变化	-26,751	-26,430	6,676	-1,065	-1,177
融资活动现金流	-2,325	-1,794	-2,046	-1,479	-4,548
股本变化	5	112	8	0	0
债务净变化	874	1,367	1,406	1,020	-761
无息负债变化	-117	-175	3,214	2,188	1,933
净现金流	-7,501	-4,274	-4,937	-9,231	-11,022

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	6.9%	6.5%	6.5%	7.7%	8.2%
EBITDA 率	1.6%	2.6%	13.5%	17.2%	19.5%
EBIT 率	-6.7%	-6.9%	-7.0%	-6.7%	-6.0%
税前净利润率	10.6%	9.1%	7.9%	11.8%	14.5%
归母净利润率	11.2%	9.5%	8.3%	12.3%	15.1%
ROA	4.9%	4.2%	4.2%	6.1%	7.6%
ROE (摊薄)	8.3%	7.1%	7.1%	10.2%	12.2%
经营性 ROIC	-7.1%	-6.3%	-8.1%	-7.8%	-7.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	39%	40%	39%	37%
流动比率	1.37	1.34	1.41	1.50	1.67
速动比率	1.20	1.18	1.28	1.36	1.51
归母权益/有息债务	5.86	5.60	5.39	5.52	6.37
有形资产/有息债务	8.70	8.15	8.10	8.34	9.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	137,410	142,807	151,832	163,106	174,466
货币资金	32,243	28,500	34,509	39,641	45,908
交易性金融资产	843	1,595	1,758	2,798	3,975
应收账款	3,466	4,317	4,983	5,234	5,647
应收票据	2,241	1,885	2,272	2,386	2,575
其他应收款 (合计)	4,675	4,919	5,303	5,568	5,888
存货	6,928	6,622	6,370	7,340	8,662
其他流动资产	4,043	5,261	9,816	11,530	13,100
流动资产合计	56,865	56,643	68,811	78,350	89,716
其他权益工具	1,224	631	631	631	631
长期股权投资	31,982	33,381	34,881	36,081	37,081
固定资产	17,474	18,360	19,837	19,291	17,701
在建工程	1,653	1,452	1,276	1,145	1,046
无形资产	11,667	13,887	12,546	11,339	10,253
商誉	105	105	105	105	105
其他非流动资产	3,848	3,957	2,005	2,005	2,005
非流动资产合计	80,545	86,164	83,021	84,756	84,751
总负债	54,955	56,147	60,767	63,975	65,148
短期借款	1,884	3,556	4,761	5,562	4,561
应付账款	12,143	11,802	14,155	14,680	15,749
应付票据	1,122	1,078	1,415	1,468	1,575
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10,123	9,295	10,076	10,305	10,682
流动负债合计	41,585	42,385	48,845	52,214	53,774
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	3,247	2,866	2,238
非流动负债合计	13,370	13,763	11,922	11,762	11,374
股东权益	82,454	86,660	91,065	99,131	109,319
股本	10,238	10,350	10,358	10,358	10,358
公积金	27,445	28,528	28,528	28,528	28,528
未分配利润	41,559	44,850	49,566	57,477	67,445
归属母公司权益	80,134	84,321	88,631	96,542	106,510
少数股东权益	2,320	2,339	2,434	2,589	2,809

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.69%	5.81%	5.80%	6.00%	6.00%
管理费用率	5.48%	5.35%	5.20%	5.70%	5.70%
财务费用率	0.04%	0.06%	0.24%	0.26%	0.19%
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	0.18	0.29	0.38
每股经营现金流	-0.04	-0.28	-0.31	-0.24	-0.22
每股净资产	7.83	8.15	8.56	9.32	10.28
每股销售收入	5.79	6.06	7.31	7.68	8.29

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	32	30	19	15
PE (H 股)	10	11	10	7	5
EV/EBITDA	16.7	16.2	16.2	11.8	9.3
股息率	0.8%	0.8%	1.0%	1.6%	2.1%

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE