

投资评级：增持(维持)

广汽集团(601238)

日系合资盈利增加，自主暂亏

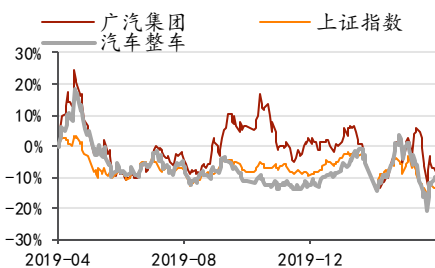
市场数据 2020-03-31

收盘价(元)	10.55
一年内最低/最高(元)	9.60/15.00
市盈率	11.7
市净率	1.45

基础数据

净资产收益率(%)	8.46
资产负债率(%)	40.0
总股本(亿股)	102.38

最近12月股价走势



联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	

相关报告

- 《广汽集团(601238):Q4 业绩下滑拖累全年,未来增长可期》 2019-04-01
- 《广汽集团(601238):Q2 业绩高增长,带动H1 业绩回暖》 2018-08-27
- 《广汽集团(601238):传祺品牌产能释放,合资产品抱团上市》 2018-01-31

事件:公司发布 2019 年报,全年实现营收 592.3 亿元,同比下滑 17.2%;全年实现归母净利润 66.2 亿元,同比下滑 39.3%;全年实现扣非后归母净利润 38.4 亿元,同比下滑 60.8%。其中 Q4 实现营收 166.7 亿元,同比下滑 11.6%;Q4 实现归母净利润 2.8 亿元,同比下滑 72.9%;Q4 实现扣非后归母净亏损 5.2 亿元,同比下滑 189.3%。

● 日系合资盈利增加，自主暂亏

公司 2019 年来自合资公司的投资收益同比增长 7.4%，日系合资公司的车型处于强产品周期，产销大幅好于行业整体。其中广本营收同比增长 8.0%，广丰营收同比增长 17.1%，二者贡献了较多的投资收益。自主品牌方面，由于行业整体下行，自主销量下滑较多，产能利用率降低至 55.9%，毛利率双位数下滑，叠加持续高研发投入，导致自主出现暂亏。

● 毛利率双位数下滑，期间费用率略有增加

公司 2019 年毛利率 5.1%，同比减少 11.0pct。其中整车业务毛利率 3.0%，同比减少 11.3pct。零部件制造业毛利率 5.4%，同比减少 7.6pct，商贸服务业务毛利率 4.7%，同比减少 2.3pct，金融及其他业务毛利率 41.1%，同比减少 30.7pct。产销量下降导致收入减少以及成本规模效应减少导致了公司毛利率双位数下滑。2019 年公司期间费用率 14.8%，其中销售费用率 7.7% (+0.6pct)，管理费用率 5.5% (-0.2pct)，研发费用率 1.7% (+0.5pct)，财务费用率 0.0% (+0.3pct)。销售费用率提升系售后服务及销售奖励提高所致。研发费用率提升系公司持续高研发投入所致。

● 重磅车型即将推出，公司产销目标同比提升 3%

2020 年公司预计将推出 19 款新车，其中包括广本全新一代飞度，广丰威兰达(含双擎)。日系有望延续 2019 年的销量高增长，继续贡献较高投资收益。公司整体销量有望继续跑赢行业平均水平。

● 盈利预测及投资建议

考虑新冠疫情会对行业上半年产销造成影响，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.57/0.63/0.70 元。对应的 PE 分别为 18.4/16.9/15.1，维持增持评级。

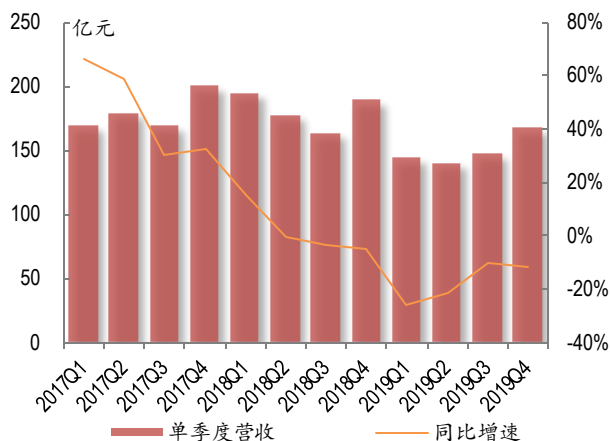
风险提示:汽车行业景气度下行超预期，公司产品销量不及预期。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	72,380	59,704	54,928	59,432	64,484
增长率	1.1%	-17.5%	-8.0%	8.2%	8.5%
归属母公司股东净利润(百万)	10,903	6,618	5,859	6,409	7,163
增长率	1.1%	-39.3%	-11.5%	9.4%	11.8%
每股收益(元)	1.06	0.65	0.57	0.63	0.70
市盈率(倍)	9.9	16.3	18.4	16.9	15.1

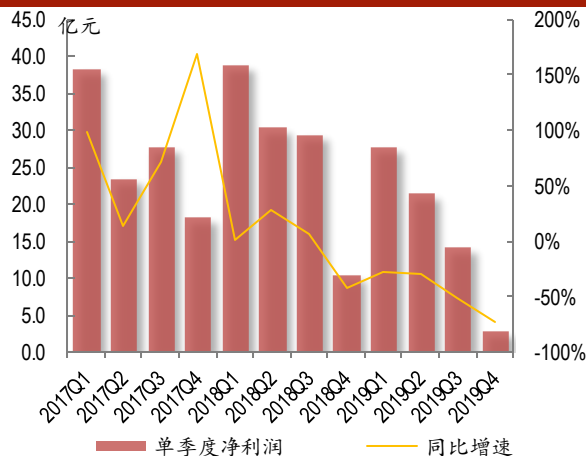
数据来源:贝格数据,财通证券研究所

图 1：公司单季度营收及同比增速



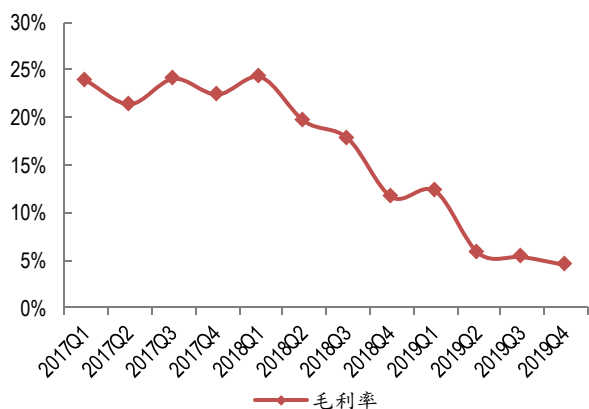
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比增速



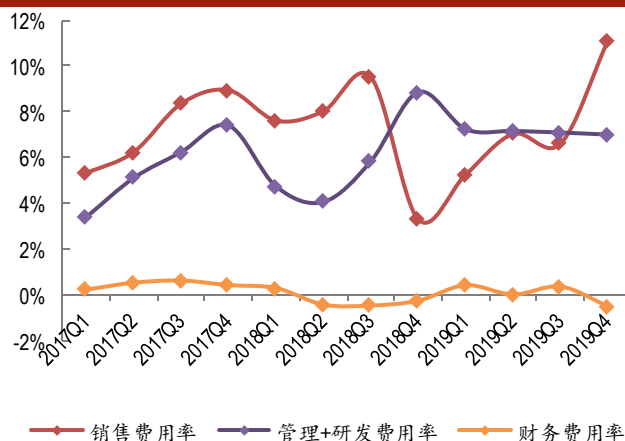
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：公司单季度毛利率



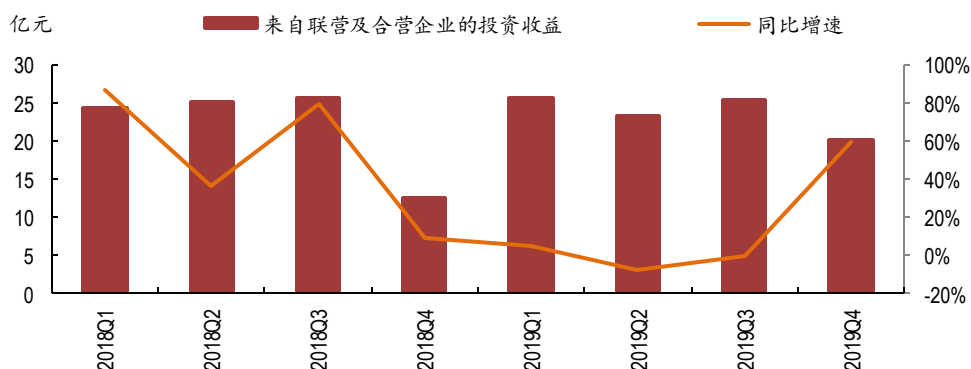
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 4：公司单季度费用率



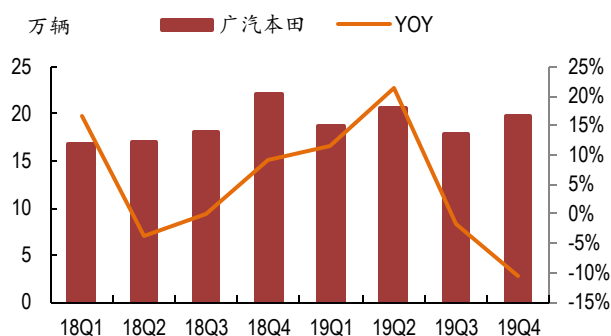
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 5：单季度来自联营企业和合营企业的投资收益及同比增速



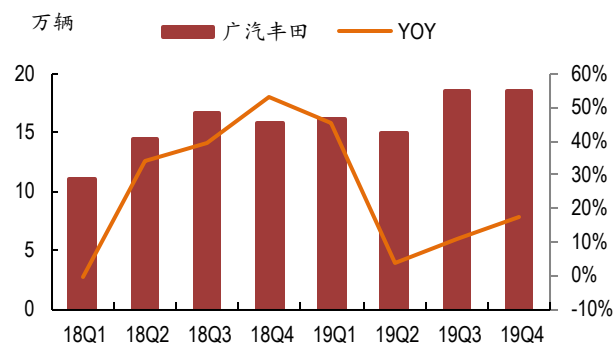
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 6：广本季度销量及同比增速



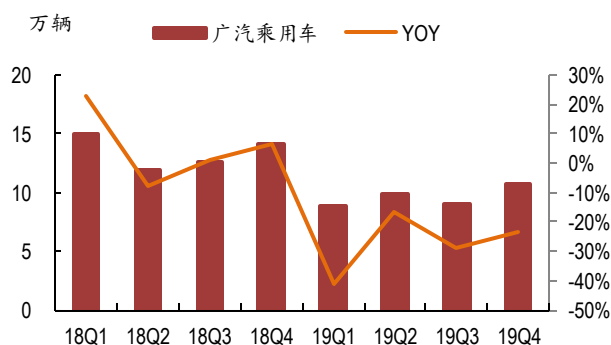
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 7：广丰季度销量及同比增速



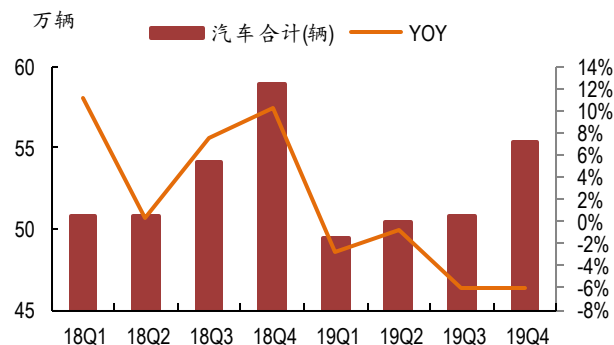
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 8：广汽乘用车季度销量及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 9：广汽集团季度销量及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,380	59,704	54,928	59,432	64,484	成长性					
减:营业成本	58,241	55,148	50,259	53,608	57,713	营业收入增长率	1.1%	-17.5%	-8.0%	8.2%	8.5%
营业税费	2,311	1,356	1,247	1,349	1,464	营业利润增长率	-1.4%	-51.2%	8.9%	9.4%	10.1%
销售费用	5,073	4,553	3,845	4,327	4,695	净利润增长率	1.1%	-39.3%	-11.5%	9.4%	11.8%
管理费用	4,068	3,244	2,966	3,209	3,482	EBITDA 增长率	2.8%	-33.4%	7.3%	6.0%	6.6%
财务费用	-151	26	60	47	32	EBIT 增长率	-3.2%	-50.6%	10.0%	9.1%	9.8%
资产减值损失	168	-555	150	150	150	NOPLAT 增长率	-3.2%	-42.6%	-5.5%	9.5%	9.8%
加:公允价值变动收益	-24	95	137	30	5	投资资本增长率	55.9%	28.1%	-28.4%	10.7%	-17.9%
投资和汇兑收益	9,003	9,626	9,650	10,000	10,500	净资产增长率	10.7%	5.8%	5.1%	4.9%	5.9%
营业利润	11,645	5,682	6,188	6,772	7,453	利润率					
加:营业外净收支	222	612	204	199	338	毛利率	19.5%	7.6%	8.5%	9.8%	10.5%
利润总额	11,867	6,294	6,391	6,970	7,791	营业利润率	16.1%	9.5%	11.3%	11.4%	11.6%
减:所得税	921	-417	509	536	599	净利润率	15.1%	11.1%	10.7%	10.8%	11.1%
净利润	10,903	6,618	5,859	6,409	7,163	EBITDA/营业收入	20.0%	16.2%	18.9%	18.5%	18.2%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	15.9%	9.5%	11.4%	11.5%	11.6%
货币资金	41,908	32,243	49,843	49,489	60,543	运营效率					
交易性金融资产	968	843	980	1,010	1,015	固定资产周转天数	65	95	109	90	73
应收帐款	2,159	3,466	264	4,085	973	流动营业资本周转天数	-88	-85	-117	-115	-91
应收票据	4,757	2,241	2,893	3,258	3,495	流动资产周转天数	325	371	398	428	435
预付帐款	1,426	1,284	905	1,560	1,108	应收帐款周转天数	10	17	12	13	14
存货	6,730	6,928	1,906	8,752	3,218	存货周转天数	25	41	29	32	33
其他流动资产	8,264	9,859	7,837	8,653	8,783	总资产周转天数	626	813	897	854	811
可供出售金融资产	-	-	735	245	327	投资资本周转天数	141	238	249	202	178
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	28,973	31,982	32,057	32,139	32,234	ROE	14.2%	8.3%	7.0%	7.2%	7.6%
投资性房地产	1,486	1,334	1,364	1,394	1,424	ROA	8.3%	4.9%	4.3%	4.4%	5.0%
固定资产	13,887	17,474	15,755	14,010	12,240	ROIC	47.8%	17.6%	13.0%	19.9%	19.7%
在建工程	2,223	1,653	1,708	1,776	1,859	费用率					
无形资产	8,556	11,667	9,465	7,233	4,971	销售费用率	7.0%	7.6%	7.0%	7.3%	7.3%
其他非流动资产	10,784	16,434	10,558	12,154	12,645	管理费用率	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
资产总额	132,120	137,410	136,270	145,758	144,835	财务费用率	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
短期债务	1,944	1,884	-	-	-	三费/营业收入	12.4%	13.1%	12.5%	12.8%	12.7%
应付帐款	11,438	12,143	14,476	16,327	11,648	偿债能力					
应付票据	835	1,122	92	1,365	305	资产负债率	41.0%	40.0%	36.4%	37.6%	33.5%
其他流动负债	26,283	26,436	23,210	25,321	24,853	负债权益比	69.6%	66.6%	57.3%	60.4%	50.4%
长期借款	1,536	1,854	-	-	-	流动比率	1.63	1.37	1.71	1.79	2.15
其他非流动负债	12,163	11,516	11,853	11,844	11,738	速动比率	1.47	1.20	1.66	1.58	2.06
负债总额	54,199	54,955	49,631	54,858	48,544	利息保障倍数	-76.24	215.99	104.14	144.97	233.31
少数股东权益	1,371	2,320	2,344	2,369	2,398	分红指标					
股本	10,232	10,238	10,238	10,238	10,238	DPS(元)	0.28	0.15	0.15	0.16	0.18
留存收益	65,444	69,004	74,058	78,293	83,655	分红比率	26.3%	23.2%	26.3%	26.3%	26.3%
股东权益	77,921	82,454	86,639	90,900	96,291	股息收益率	2.7%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	10,946	6,711	5,859	6,409	7,163	EPS(元)	1.06	0.65	0.57	0.63	0.70
加:折旧和摊销	3,114	4,165	4,122	4,177	4,232	BVPS(元)	7.48	7.83	8.23	8.65	9.17
资产减值准备	168	608	150	150	150	PE(X)	9.9	16.3	18.4	16.9	15.1
公允价值变动损失	24	-95	137	30	5	PB(X)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
财务费用	438	499	60	47	32	P/FCF	511.0	-49.0	7.6	34.5	8.0
投资收益	-9,003	-9,626	-9,650	-10,000	-10,500	P/S	1.5	1.8	2.0	1.8	1.7
少数股东损益	44	94	24	26	29	EV/EBITDA	4.5	7.5	5.3	5.0	3.7
营运资金的变动	-3,046	-10,539	14,518	-8,965	1,728	CAGR(%)	-16.2%	2.3%	-18.4%	-16.2%	2.3%
经营活动产生现金流量	-1,268	-381	15,220	-8,127	2,839	PEG	-0.6	7.0	-1.0	-1.0	6.5
投资活动产生现金流量	-5,581	-4,826	8,332	9,899	9,959	ROIC/WACC	4.5	1.6	1.2	1.9	1.8
融资活动产生现金流量	-2,474	-2,325	-5,952	-2,126	-1,744	REP	0.4	1.0	1.4	0.8	0.8

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

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；
中性：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；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：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；
减持：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。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。