

公司研究/中报点评

2020年08月29日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 10.47
目标价格(元): 12.50

林志轩 SAC No. S0570519060005
研究员 SFC No. AVU633
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

邢重阳 SAC No. S0570520070003
研究员 SFC No. BNN388
021-38476205
xingchongyang@htsc.com

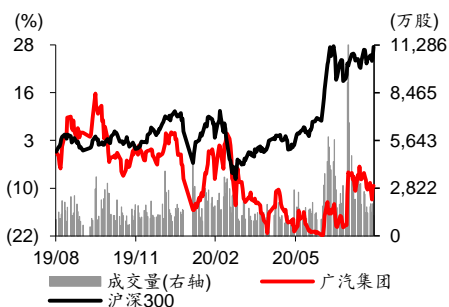
刘千琳 SAC No. S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1《广汽集团(601238 SH,增持): 5月汽车销量增长4%, 广丰高增长》2020.06
- 2《广汽集团(601238 SH,增持): 疫情冲击, 1Q20盈利大幅下滑》2020.04
- 3《广汽集团(601238 SH,增持): 受新冠疫情冲击, 一季度销量承压》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	10,238
流通 A 股 (百万股)	6,085
52 周内股价区间 (元)	8.99-13.47
总市值 (百万元)	107,191
总资产 (百万元)	129,787
每股净资产 (元)	7.88

资料来源: 公司公告

2Q20 经营环比改善

广汽集团(601238)

2Q20 净利润同比增长 3%

广汽集团 8 月 28 日发布了半年报, 1H20 实现收入 256 亿元, 同比-10%, 归母净利润 23 亿元, 同比-53%。其中 2Q20 收入 148 亿元, 同比+6%, 归母净利润 22 亿元, 同比+3%。1H20 归母净利润好于我们预期 (华泰预期 1H20 归母净利润 16 亿元)。我们认为公司上半年净利润下滑主因新冠疫情冲击所致, 随着汽车需求改善, 我们认为 2H20 公司的收入和利润将持续改善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69/0.93/1.05 元, 维持“增持”评级。

1H20 销量受疫情冲击出现下滑

1H20 公司汽车销量 82.5 万辆, 同比-18%。其中广汽本田销量 31.8 万辆, 同比-21%。广汽传祺销量 13.8 万辆, 同比-26%, 广汽菲克销量 1.8 万辆, 同比-51%, 广汽三菱销量 2.9 万辆, 同比-55%。广汽丰田因其产品周期较强且品牌受消费者青睐, 1H20 销量 32.1 万辆, 同比+3%。整体而言, 广汽集团 1H20 销量表现承压, 展望 2H20, 我们预计随着汽车需求复苏, 公司销量表现也有望改善。

2Q20 经营环比改善明显

1H20 公司经营受疫情冲击出现收入和净利润下滑, 但 2Q20 公司经营环比改善明显。2Q20 公司汽车销量 51.8 万辆, 同比+3%。收入 148 亿元, 同比+6%, 归母净利润 22 亿元, 同比+3%。2Q20 公司盈利能力环比也出现改善, 毛利率 6.7% (1Q20: 4.7%), 净利率 14.9% (1Q20: 1.1%)。公司净利率高于毛利率主因来自合资公司的投资收益较高, 2Q20 公司投资收益同比大幅增长 234%至 32 亿元。

合资品牌经营改善可期

广汽集团旗下两大日系品牌广汽丰田和广汽本田市场口碑较好, 颇受中国消费者青睐。即使在疫情冲击影响下, 广汽丰田 1H20 仍然实现了销量正增长, 新上市的威兰达和皓影填补了广汽丰田和广汽本田在 SUV 车型上的短缺, 同时现有的多款车如 C-HR, 凌派等都推出了新能源版本, 以更好的满足中国消费者的需求。展望 2020-2022 年, 我们认为广汽本田和广汽丰田将是公司销量的主要支撑, 广汽传祺销量也有望随着新车型的上市企稳回升, 公司整体经营改善可期。

维持“增持”评级

基于公司 1H20 的经营表现, 我们将 2020-2022 年公司的毛利率假设下调至 6.3%/7.8%/8.5% (前值 8.1%/8.2%/8.8%), 我们将归母净利润假设下调 21%/9%/6%至 70.1/95.3/107.5 亿元。可比公司 2021 年 PE 均值为 18.6x (前次 PE 均值为 10.1x), 考虑到公司利润主要来自投资收益, 且广汽传祺处于亏损状态, 我们基于 2021 年 13.5x PE (前次 2020 年 12x-13x), 给予公司目标价 12.50 元 (前次 10.41~11.28 元)。

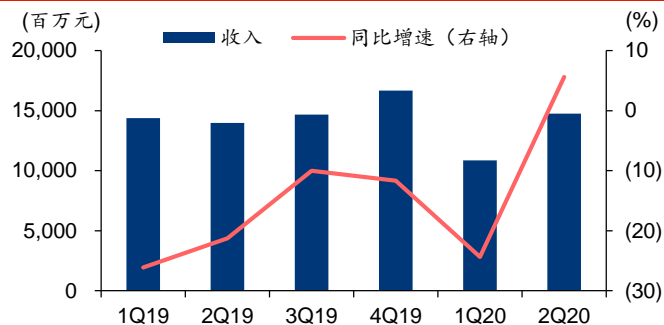
风险提示: 销量及利润率不及预期; 广汽传祺亏损加大。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	72,380	59,704	56,855	66,690	71,906
+/-%	1.12	(17.51)	(4.77)	17.30	7.82
归属母公司净利润 (百万元)	10,903	6,618	7,013	9,529	10,745
+/-%	1.08	(39.30)	5.98	35.87	12.76
EPS (元, 最新摊薄)	1.06	0.65	0.69	0.93	1.05
PE (倍)	9.83	16.20	15.28	11.25	9.98

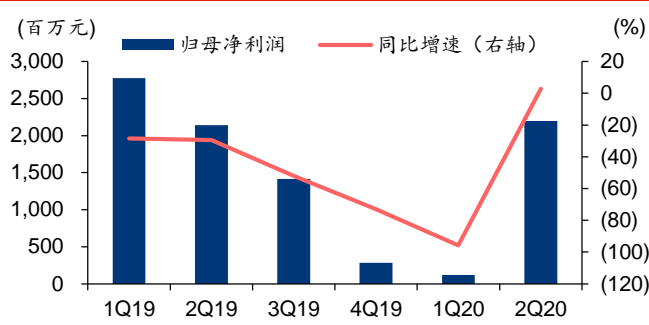
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 广汽集团: 2Q20 收入恢复增长



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表2: 广汽集团: 2Q20 归母净利润环比大幅改善



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

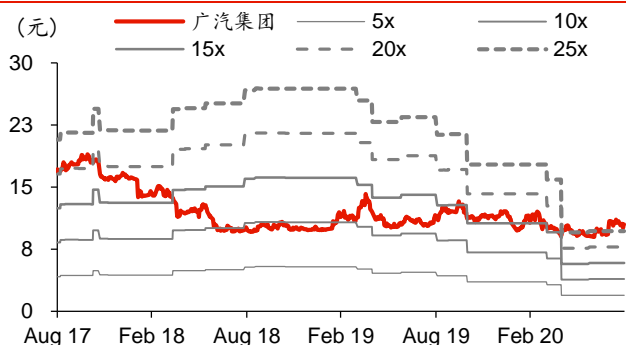
图表3: 可比公司估值 (截止至 2020 年 8 月 28 日)

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	评级	目标价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		PB (倍)
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
600104 CH	上汽集团	2,213	买入	27.40	1.90	2.32	9.98	8.17	0.84
601633 CH	长城汽车	1,255	增持	16.00	0.49	0.66	27.81	20.71	2.19
000550 CH	江铃汽车	127	未覆盖	未覆盖	0.41	0.55	35.73	26.79	1.18
均值		1,198					24.51	18.56	1.40

资料来源: 彭博, Wind 一致预期, 华泰证券研究所

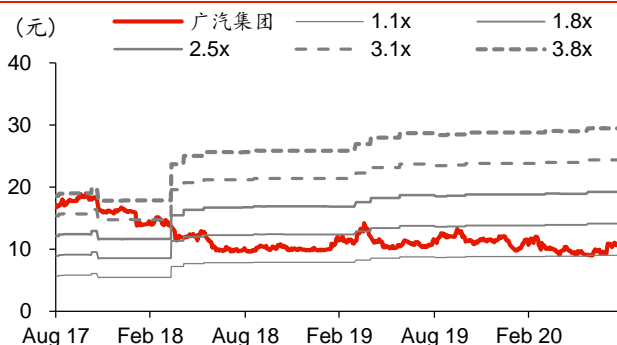
PE/PB - Bands

图表4: 广汽集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 广汽集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	66,187	56,865	51,134	54,395	58,153
现金	41,908	32,243	25,062	24,003	24,498
应收账款	6,915	5,714	5,530	6,486	6,994
其他应收账款	4,217	4,675	4,534	5,319	5,735
预付账款	1,426	1,284	1,349	1,416	1,487
存货	6,730	6,928	5,583	6,448	7,046
其他流动资产	4,991	6,020	9,077	10,723	12,394
非流动资产	65,933	80,545	81,346	82,321	83,224
长期投资	30,188	33,207	33,539	33,874	34,213
固定投资	13,887	17,474	17,649	17,826	18,004
无形资产	8,556	11,667	11,784	11,902	12,021
其他非流动资产	12,441	17,207	17,379	17,552	17,728
资产总计	132,120	137,410	132,480	136,716	141,377
流动负债	40,175	41,585	45,648	53,268	61,160
短期借款	3,126	5,990	6,290	6,604	6,934
应付账款	12,273	13,265	12,563	14,509	15,639
其他流动负债	24,775	22,330	26,796	32,155	38,586
非流动负债	14,024	13,370	14,890	16,657	18,716
长期借款	9,611	7,692	8,076	8,480	8,904
其他非流动负债	4,413	5,678	6,814	8,177	9,812
负债合计	54,199	54,955	60,538	69,925	79,876
少数股东权益	1,371	2,320	2,552	2,807	3,088
股本	10,232	10,238	10,238	10,238	10,238
资本公积	22,383	22,704	22,704	22,704	22,704
留存公积	39,244	41,559	36,447	31,042	25,471
归属母公司股东权益	76,550	80,134	69,389	63,984	58,413
负债和股东权益	132,120	137,410	132,480	136,716	141,377

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(1,268)	(380.57)	294.37	4,159	5,074
净利润	10,946	6,711	7,042	9,568	10,788
折旧摊销	3,114	4,384	4,415	4,459	4,504
财务费用	(150.82)	26.30	300.00	300.00	300.00
投资损失	(9,003)	(9,626)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
营运资金变动	7,662	(1,406)	(962.18)	831.88	482.02
其他经营现金	(13,836)	(469.68)	(1,500)	(2,000)	(2,000)
投资活动现金	(5,581)	(4,826)	(3,198)	(2,617)	(1,979)
资本支出	(9,852)	(10,101)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
长期投资	(6,515)	(8,705)	(9,576)	(10,533)	(11,587)
其他投资现金	10,785	13,980	15,378	16,916	18,608
筹资活动现金	(2,474)	(2,325)	(2,600)	(2,600)	(2,600)
短期借款	4,351	4,445	4,000	4,000	4,000
长期借款	299.48	399.82	400.00	400.00	400.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,125)	(7,171)	(7,000)	(7,000)	(7,000)
现金净增加额	(9,324)	(7,532)	(5,503)	(1,059)	495.15

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,380	59,704	56,855	66,690	71,906
营业成本	58,241	55,148	50,948	58,840	62,729
营业税金及附加	2,427	1,479	1,421	1,667	1,798
营业费用	5,073	4,553	4,094	4,802	5,177
管理费用	4,895	4,246	3,980	4,668	5,033
财务费用	(150.82)	26.30	300.00	300.00	300.00
资产减值损失	(175.58)	(608.42)	(95.00)	(175.00)	(500.00)
公允价值变动收益	(23.86)	95.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9,003	9,626	10,078	12,602	13,866
营业利润	11,645	5,682	7,095	9,839	11,147
营业外收入	318.23	661.48	694.56	729.29	765.75
营业外支出	96.00	49.23	51.70	54.28	56.99
利润总额	11,867	6,294	7,738	10,514	11,855
所得税	920.81	(417.19)	696.42	946.25	1,067
净利润	10,946	6,711	7,042	9,568	10,788
少数股东损益	43.68	93.61	28.17	38.27	43.15
归属母公司净利润	10,903	6,618	7,013	9,529	10,745
EBITDA	14,981	10,678	12,153	14,973	16,359
EPS (元, 基本)	1.06	0.65	0.69	0.93	1.05

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.12	(17.51)	(4.77)	17.30	7.82
营业利润	(1.37)	(51.21)	24.88	38.67	13.29
归属母公司净利润	1.08	(39.30)	5.98	35.87	12.76
获利能力 (%)					
毛利率	19.53	7.63	10.39	11.77	12.76
净利率	15.06	11.08	12.34	14.29	14.94
ROE	14.05	8.14	9.79	14.32	17.54
ROIC	12.03	6.88	8.13	11.64	13.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.02	39.99	45.70	51.15	56.50
净负债比率 (%)	69.56	66.65	84.15	104.69	129.88
流动比率	1.65	1.37	1.12	1.02	0.95
速动比率	1.22	0.91	0.67	0.57	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.43	0.43	0.49	0.51
应收账款周转率	12.46	8.25	8.59	9.41	9.04
应付账款周转率	4.81	4.32	3.95	4.35	4.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	0.65	0.69	0.93	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.12)	(0.04)	0.03	0.41	0.50
每股净资产(最新摊薄)	7.61	8.05	7.03	6.52	6.01
估值比率					
PE (倍)	9.83	16.20	15.28	11.25	9.98
PB (倍)	1.38	1.30	1.49	1.60	1.74
EV_EBITDA (倍)	5.92	8.30	7.29	5.92	5.42

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、邢重阳、刘千琳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、邢重阳、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com