

买入

日系仍有扩张空间，自主拐点渐近

广汽集团 (2238.HK)

2020-05-13 星期三

投资要点

目标价：**9.9 港元**
 现价：7.35 港元
 预计升幅：34.7%

➤ **疫情或加速行业整合，日系有望引领风潮：**

我们认为新冠疫情或加速行业整合，不同规模、不同竞争力的车企将呈现分化，我们看好龙头车企市占率的提升。复盘美国汽车工业发展史，日系在行业重塑期内脱颖而出，我国汽车市场或会呈现相同演化趋势。

➤ **日系合资稳健增长，未来仍有扩张空间：**

广汽本田&广汽丰田是公司重要增长引擎，历年来贡献销量与利润超过50%，尤其在2019年行业下行的背景下实现逆势增长。往后看，我们仍然看好日系品牌的长期份额扩张，理由为：1)日系车全生命周期成本低，经济性优势突出；2)日系企业文化偏谨慎，产能扩张稳健，在不确定性的环境下抗风险能力强；3)对标全球/美国，日系在中国市场份额仍有提升空间；4)优异的产品力长期支撑销量增长。

➤ **广汽自主拐点渐近，提供业绩弹性：**

广汽传祺十年磨一剑，在技术、产品与口碑等方面已初具优势。展望未来，随着主力车型GS4换代的上市以及2019年维保费用计提、国五清库促销等一次性支出影响消退，广汽自主有望在销量与利润端迎来双复苏。同时，广汽新能源旗下的Aion系列市场表现强势，在规模效应下销量的不断爬升将推动盈利能力持续改善。

➤ **首次覆盖给予“买入”评级，目标价9.9港元：**

我们看好日系品牌在存量市场竞争中的份额扩张，同时随着换代GS4的上市以及广汽新能源的强势表现，广汽乘用车有望持续环比改善。我们预测公司2020-2022年EPS分别为0.71/0.89/1.05元人民币。我们给予公司目标价9.9港元，对应2021年10倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

重要数据

日期	2020-05-11
收盘价(港元)	7.35
总股本(百万股)	10,200
总市值(百万港元)	74,900
净资产(百万元)	82,508
总资产(百万元)	137,463
52周高低(港元)	10.14/6.16
每股净资产(元)	7.83

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

广州汽车工业集团(53.71%)

研究部

姓名：汪伟杰

SFC: BNQ701

电话：0755-21516067

Email: wangwj@gyzq.com.hk

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,380	59,704	63,476	69,729	77,432
同比增长	1.1%	-17.5%	6.3%	9.9%	11.0%
净利润	10,900	6,616	7,274	9,134	10,744
同比增长	-1.0%	-39.3%	9.9%	25.6%	17.6%
毛利率	15.9%	4.2%	5.8%	8.1%	9.4%
净利润率	15.1%	11.1%	11.5%	13.1%	13.9%
每股收益(元)	1.07	0.65	0.71	0.89	1.05
PE@7.4HKD	6.2	10.2	9.4	7.5	6.3

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

目录

1. 广汽集团：匠于心，品于行	6
1.1 公司简介：国有股份制汽车龙头	6
1.2 业务概要：业务贯穿全产业链	7
1.3 财务表现：13-18 年收入与盈利稳健增长，19 年业绩承压	9
2. 疫情加速行业整合，日系有望引领风潮	11
2.1 行业增速放缓，新冠疫情或加速行业整合	11
2.2 日系有望引领风潮	13
3. 日系合资稳健增长，未来仍有扩张空间	15
3.1 广本&广丰是公司重要增长引擎	15
3.2 我们为什么看好日系品牌的长期份额扩张？	17
3.3 优异的产品力有望支撑广丰&广本持续增长	21
4. 广汽自主拐点渐近，提供业绩弹性	25
4.1 广汽传祺是我国南方自主品牌的领军者	25
4.2 降库成效显著，换代 GS4 有望推动自主迎拐点	27
4.3 广汽新能源是未来一大看点	29
5. 盈利预测与投资建议	30
5.1 关键假设	30
5.2 投资建议与估值	31
风险提示：	32

图目录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2019 年底)	7
图 2: 公司业务布局	7
图 3: 公司收入分业务占比	8
图 4: 公司净利润占比	8
图 5: 公司汽车年销量及增速	9
图 6: 2019 年公司主要品牌销量分布	9
图 7: 公司产能分布 (截至 2019H1)	9
图 8: 2013-2019 年公司营业收入及同比增速	10
图 9: 2013-2019 年公司归母净利润及同比增速	10
图 10: 公司 2013-2019 年毛利率	10
图 11: 公司 2013-2019 年毛利率	11
图 12: 2004-2019 年我国汽车年销量及增速	11
图 13: 我国乘用车月销量 (辆) 及同比增速 (%)	11
图 14: 我国新能源汽车月销量 (辆) 及同比增速	12
图 15: 中国 2010-2019 年车企合计份额	12
图 16: 1970-1990 年美国 GDP 与汽车销量同比增速	13
图 17: 70 年代以来汽车销量在 1,000- 1,600 万辆间波动	13
图 18: 70 年代日系汽车的美国市占率显著提高 (%)	14
图 19: 日系汽车在美国市占率持续提高 (%)	14
图 20: 2015-2020 年我国乘用车市场分系别份额	15
图 21: 广汽本田历年销量及增速	16
图 22: 广汽丰田历年销量及增速	16
图 23: 广本&广丰贡献公司销量份额	16
图 24: 广汽本田历年贡献利润及增速	17
图 25: 广汽丰田历年贡献利润及增速	17
图 26: 广本&广丰贡献公司利润份额	17
图 27: 车型燃油成本对比 (假设 3 年 6 万公里里程)	18
图 28: 车型保养成本对比 (假设 3 年 6 万公里里程)	19
图 29: 广汽本田与广汽丰田产能利用情况	21

图 30: 日系车在中国市占率变化以及全球/美国对比 (2015-2019 为在中国市占率)	21
图 31: 丰田 TNGA 平台	22
图 32: 全新第八代凯美瑞	23
图 33: 全新雷凌	23
图 34: 全新威兰达	23
图 35: 第十代雅阁	24
图 36: 2019 款凌派	24
图 37: 全新皓影	24
图 38: 新一代飞度	24
图 39: 2012-2019 广汽本田&广汽丰田在中国市场份额	25
图 40: 丰田&本田在北美与中国的市占率对比	25
图 41: 2011-2019 年广汽乘用车销量	26
图 42: 广汽传祺车型矩阵	26
图 43: 2015-2019 年广汽乘用车产能情况	27
图 44: 广汽研究院专利申请数量	27
图 45: 广汽 2015-2019 年研发支出与占收入比重	27
图 46: 广汽 2019 年当月批发销量与零售销量	28
图 47: 广汽 GS4 当月销量及占广乘总销量比重	28
图 48: 全新换代 GS4 外观	29
图 49: 全新换代 GS4 内饰	29
图 50: 广汽新能源车型矩阵	29
图 51: AION S 月销量	30
图 52: 毛利率预测	31
图 53: 公司 PE-BAND	32

表目录

表 1: 公司发展历程-----	6
表 2: 紧凑型轿车油耗排名-----	18
表 3: 中型轿车油耗排名-----	18
表 4: 汽车品牌发动机故障率排名 (欧洲)-----	19
表 5: 2019 中国汽车保值率排行榜-----	19
表 6: 汽车品牌 10 年用车成本排行 (选取前 5 名与后 5 名)-----	20
表 7: 收入预测-----	30
表 8: 行业可比公司估值-----	31

1. 广汽集团：匠于心，品于行

1.1 公司简介：国有股份制汽车龙头

广汽是国内大型国有控股股份制汽车集团。广州汽车集团股份有限公司（Guangzhou Automobile Group Co., Ltd.，简称广汽集团）的前身是成立于1997年6月的广州汽车集团有限公司，2005年6月28日由广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团有限公司、广州钢铁企业集团有限公司、广州市长隆酒店集团有限公司作为共同发起人，对原广州汽车集团有限公司进行股份制改造，设立的大型国有控股股份制企业集团，是中国汽车行业首家在集团层面引入多家合作伙伴进行改制设立股份公司的企业。自2013年以来，广汽集团连续七年入围《财富》世界500强，2019年位列世界500强企业第189名，中国企业500强第48名。

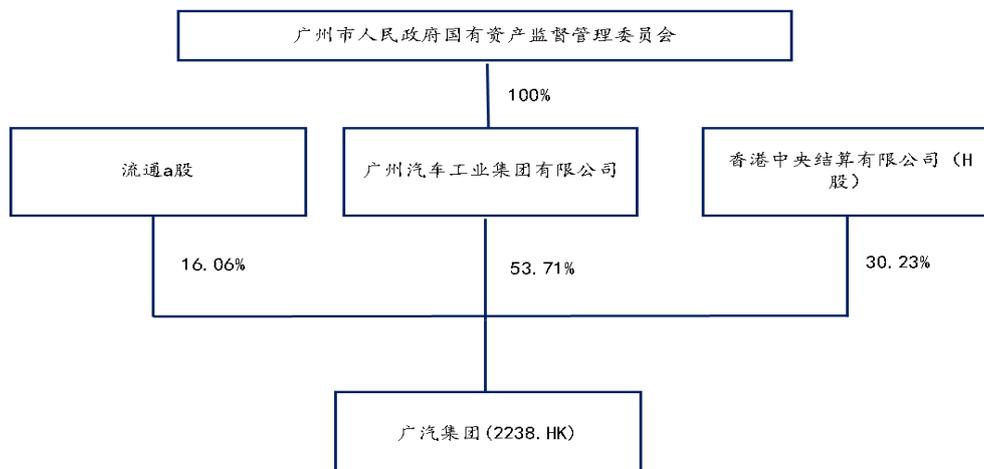
表 1：公司发展历程

时间	事件
1997.06	广州汽车集团有限公司成立
1998.07	广州本田汽车有限公司成立
2004.09	广州丰田汽车有限公司成立
2005.06	广州汽车集团有限公司改制，成立广州汽车集团股份有限公司
2006.07	广汽集团汽车工程研究院成立
2008.07	广州汽车集团乘用车有限公司成立
2010.03	广汽菲亚特汽车有限公司成立
2010.08	广汽集团 H 股在香港联合交易所成功挂牌上市
2012.03	广汽集团登陆 A 股市场，成为首家 A+H 股整体上市的大型国有控股汽车集团
2012.10	广汽三菱汽车有限公司成立
2013.04	广汽资本有限公司成立
2015.01	传祺 GS4 全球首发 广汽集团携最新车型亮相北美车展
2017.07	广汽集团全资设立的“广汽新能源汽车有限公司”注册成立
2017.12	广汽集团与蔚来公司签署战略合作暨新能源汽车项目协议
2018.07	广汽集团与宁德时代电池合资项目签约活动举行，广汽集团与宁德时代签约成立两家合资公司
2019.01	广汽底特律研发中心正式揭牌，全球研发再添新动能

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

国内首家实现 A+H 股整体上市的大型国有控股股份制汽车集团。公司 2010 年 8 月首次在香港联合交易所挂牌上市，其后于 2012 年 3 月登陆 A 股市场，成为首家 A+H 股整体上市的大型国有控股汽车集团。股权结构中，广州市人民政府国有资产监督管理委员会通过广州汽车工业集团有限公司拥有广汽集团 53.71% 的股权，为公司实际控制人；A 股流通股以及 H 股分别占 16.06% 以及 30.23% 的股权。

图 1：公司股权结构图（截至 2019 年底）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.2 业务概要：业务贯穿全产业链

广汽是国内产业链最为完整的汽车集团之一。广汽集团坚持合资合作与自主创新共同发展，业务涵盖整车（汽车、摩托车）及零部件研发、制造、汽车商贸服务、汽车金融等，成为国内产业链最为完整的汽车集团之一，也是国内汽车行业首家拥有保险、保险经纪、汽车金融、融资租赁、财务等多块金融行业牌照的企业集团。

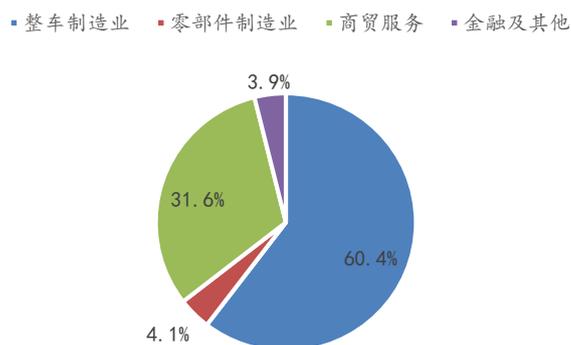
图 2：公司业务布局



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

整车制造业收入是公司收入贡献主体。2019 年公司营业收入录得 597.0 亿，同比减少 17.5%。其中，整车制造业收入为 360.6 亿，同比减少 28.4%，占总收入的 60.4%；零部件制造业收入 24.7 亿，同比减少 14.2%，占比 4.1%；商贸服务收入 188.5 亿，同比增长 15.1%，占比 31.6%；金融及其他收入 23.2 亿，同比减少 15.1%，占比 3.9%。

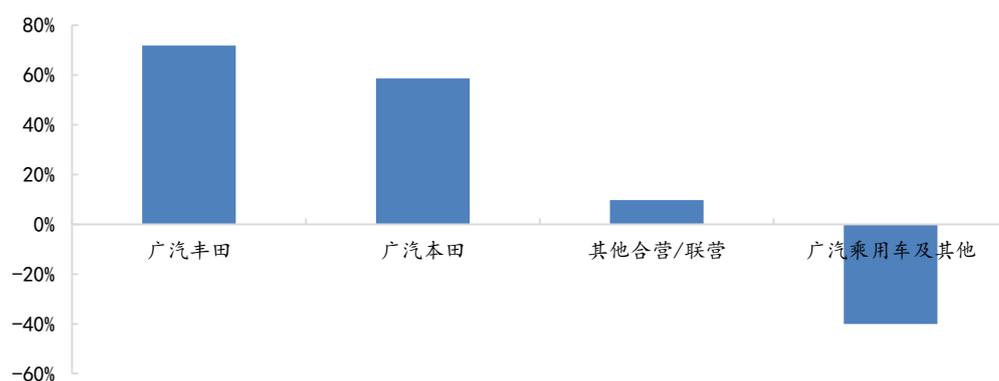
图 3：2019 年公司收入分业务占比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

合资车企是公司利润贡献主体。2019 年公司实现归母净利润 66.2 亿元，其中合营/联营企业贡献 94.0 亿元，占比达 142%，弥补了广汽乘用车的亏损部分。其中，贡献占比最大的为广汽丰田与广汽本田，分别贡献利润 48.2 亿与 39.3 亿元，同比分别增长 28.3%与 13.5%。

图 4：2019 年公司净利润占比



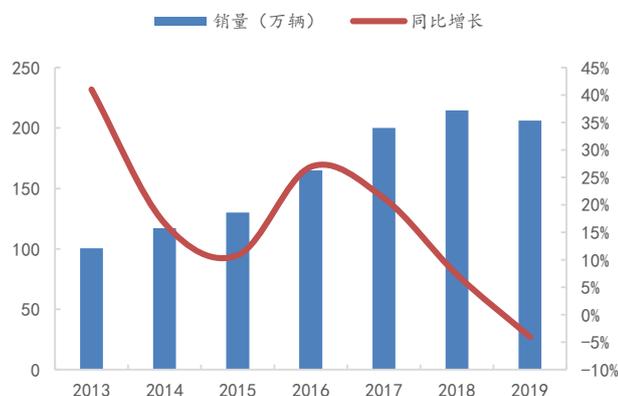
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

整车三足鼎立。公司整车核心业务板块旗下共有广汽本田、广汽丰田、广汽乘用车、广汽新能源、广汽菲亚特克莱斯勒、广汽三菱等数十个品牌，形成自主品牌、日系合资、欧美系合资“三足鼎立”稳步发展格局。公司销量历年来保持稳健增长，但 2019 年由于整体行业不景气，录得销量 206.2 万辆，同比下降 4.0%，但仍优于行业平均。其中主要品牌广汽本田实现销量 77.1 万辆，广汽丰田销量 68.2 万辆，广

汽乘用车（含新能源）38.5 万辆，广汽三菱与广汽菲克分别实现销量 13.3 万与 7.4 万辆，其他品牌 1.9 万辆。

图 5：公司汽车年销量及增速

图 6：2019 年公司主要品牌销量分布

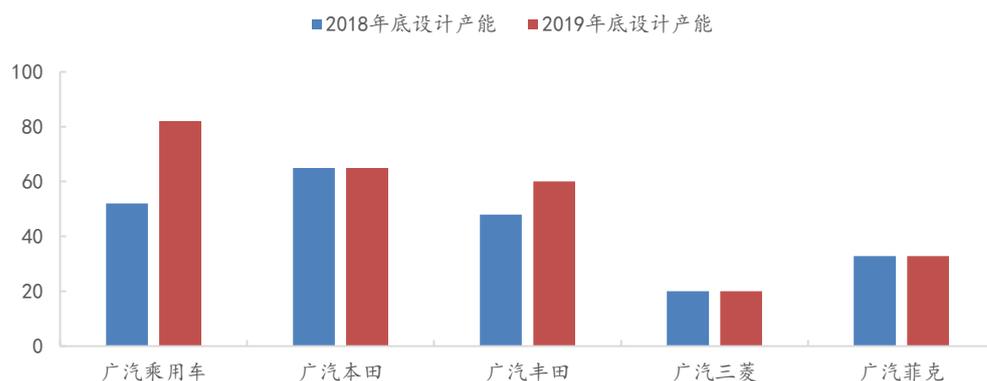


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

产能充足，布局全国。截至 2019 年年底，公司共拥有年度设计产能 261.3 万辆，较 2018 年末增加 42 万辆产能，分别为广汽新能源工厂一期 10 万辆产能、广汽乘用车宜昌工厂 20 万辆产能以及广汽丰田扩产项目二期 12 万辆产能。分品牌来看，广汽乘用车（含新能源）共有 82 万辆产能，广汽本田共有 65 万辆产能，广汽丰田共有 60 万辆产能，广汽菲克与广汽三菱分别拥有 32.8 万与 20 万辆产能。目前，广汽本田增城工厂扩产项目二期已于 2020 年 2 月投产，新增产能 12 万辆/年。

图 7：公司产能分布（截至 2019 年底）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.3 财务表现：13-18 年收入与盈利稳健增长，19 年业绩承压

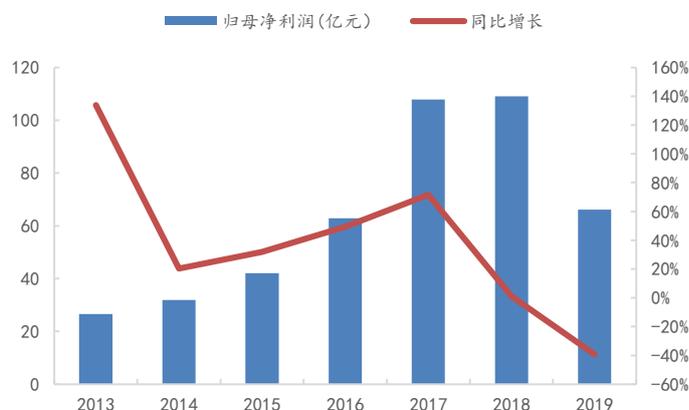
2013-2018 年随着产销规模不断扩大，收入与盈利稳健增长。公司 2016/2017/2018 年营业收入分别为 494.2/715.7/723.8 亿人民币，同比增速分别为 68.0%/44.8%/1.1%；归母净利润分别为 62.9/107.9/109.0 亿人民币，同比增速分别为 49.3%/71.5%/1.1%。

2013-2018 年公司营业收入与盈利保持着较为稳定的增速，年均复合增速分别为 30.9% 与 32.7%。

2019 年业绩受整体车市下行影响承压。2019 年公司面对严峻的市场环境，顶住压力，克难前行，去年实现销量 206.2 万辆，虽同比下降 4.0%，但显著优于行业 4.2 个百分点，市场占有率同比提升 0.35 个百分点，竞争力进一步增强。业绩方面受整体车市下行影响承压，2019 年录得营业收入 597.0 亿元，同比下降 17.5%；归母净利润为 66.2 亿元，同比下降 39.3%。

图 8：2013-2019 年公司营业收入及同比增速

图 9：2013-2019 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

行业景气度下滑拖累公司毛利率水平。公司 2017/2018/2019 年的综合毛利率分别为 18.0%/15.9%/4.2%，主要是受近两年汽车市场低位运行影响，盈利能力下滑。其中 2019 年毛利率下滑明显，主要是因为：1) GS4 处于产品末期，价格优惠扩大；2) 上半年国五国六切换；3) 宜昌和杭州工厂扩产导致摊销增加等。随着新一代 GS4 于 2020 年上市，我们预计自主品牌毛利率有望得到改善。

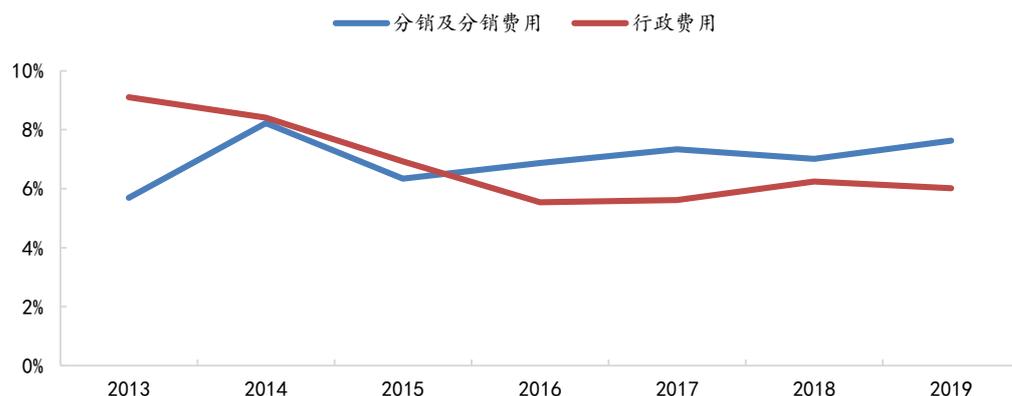
图 10：公司 2013-2019 年毛利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

销管费 2019 年有所上升。公司 2017/2018/2019 年销售费用率分别为 7.3%/7.0%/7.6% 以及管理费用分别为 5.6%/6.2%/6.0%。销售费用率在 19 年有所上升，主要是：1) 整体车市不景气，公司保持较高的促销力度；2) 维修售后费用计提增加，使得 19Q4 销售费用环比增加 8 亿以上。但我们认为售后计提为一次性影响，2020 年有望恢复正常水平。

图 11：公司 2013-2019 年毛利率



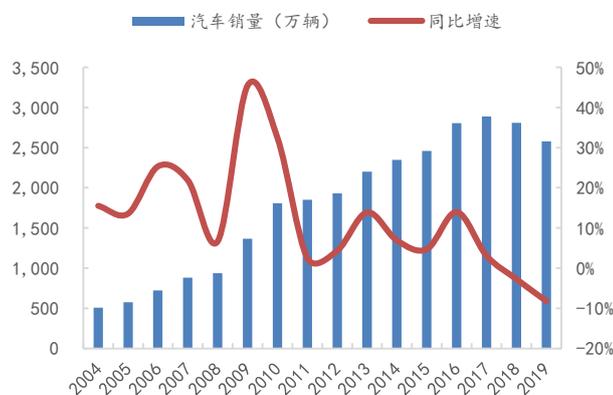
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2. 疫情加速行业整合，日系有望引领风潮

2.1 行业增速放缓，新冠疫情或加速行业整合

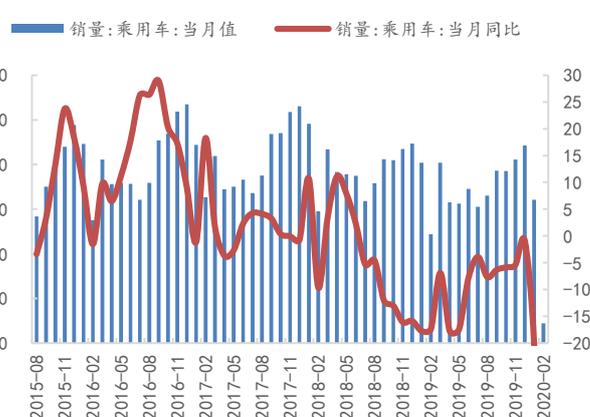
整体车市遭遇拐点。过去十五年，中国汽车市场年复合增长率接近 15%，是全球增长最快的市场，占到全球市场增量的 70%。但近年来我国汽车行业增速逐渐放缓，并在 2018 年出现拐点，年销量近 30 年来首次出现负增长，进入调整区间，行业正处于阵痛期。我国乘用车市场销量已连续 20 个月录得同比负增长，2019 年合计实现销量 2144.4 万辆，同比下降 9.6%。

图 12：2004-2019 年我国汽车年销量及增速



资料来源：中汽协、国元证券经纪（香港）整理

图 13：我国乘用车月销量（辆）及同比增速（%）



资料来源：中汽协、国元证券经纪（香港）整理

补贴退坡下的新能源汽车市场面临短期困境。2019年三季度以来，原本充当市场增量先锋的新能源汽车也同样面临困境。受补贴退坡影响，我国新能源汽车销量下滑明显，2019年3、4季度分别实现销量24.5万、33.4万辆，同比下降19.9%、37.2%，降幅有扩大趋势。由于政策变化等影响，我国新能源市场正由过去的“政府引导+扶持”向“市场竞争+淘汰”模式转变，短期内将面临考验，部分以补贴为盈利来源、没有核心技术和竞争力的车企和产品，将很快在市场中被边缘化。

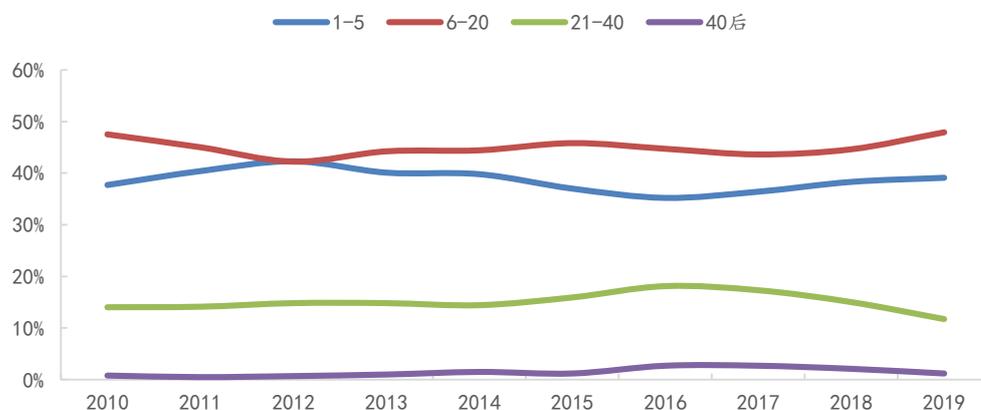
图 14：我国新能源汽车月销量（辆）及同比增速



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

供需端推动行业整合，市场份额向头部车企集中。淘汰赛环境下，车企的两极分化将逐步推动行业整合。从需求端看，由于多方面因素导致消费者终端需求低迷，乘用车销量自2018年下半年至今延续负增长。存量市场中的竞争将会加剧，边缘品牌的生存环境将会越发恶化。从供给端看，2018年12月发改委颁布《汽车产业投资管理规定》，明确禁止新建独立燃油汽车企业，严控新增传统燃油车产能，鼓励行业兼并整合，推动行业健康有序发展。自2017年行业增速放缓，1-5名和6-20名车企份额加速提升，20名之后的车企不断没落，市场份额正逐渐向头部车企集中。

图 15：中国 2010-2019 年车企合计份额



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

新冠肺炎疫情为行业短期供需带来扰动，或加速行业整合。此次新型冠状病毒来势汹涌，短时间内感染人数超过非典期间，我国政府随即采取强有力的措施来控制疫情：春节假期延长、复工推迟，人们居家不外出。受此影响，从需求端看，疫情抑制了消费者的购车热情，叠加政府出台的防治措施限制了购车场景，一季度行业销量面临较大压力。从供给端看，疫情对行业产销节奏造成短期扰动，全球疫情的蔓延或给供应链带来不确定性。我们预计疫情对于汽车行业将会造成1~2个季度的影响，不同规模、不同竞争力的公司将呈现分化。我们认为，疫情或加速行业整合过程，规模较小、产品力较弱的车企或会因现金流压力被迫退出市场，市场参与者的不断减少将为龙头车企提供盈利空间。

2.2 日系有望引领风潮

复盘美国汽车发展史，日系在行业重塑期内脱颖而出。19世纪70年代，美国GDP增速放缓，居民对未来经济预期较为悲观，购车意愿保守，汽车销量呈现同比负增长，美国汽车行业进入重塑期。

图 16: 1970-1990 年美国 GDP 与汽车销量同比增速

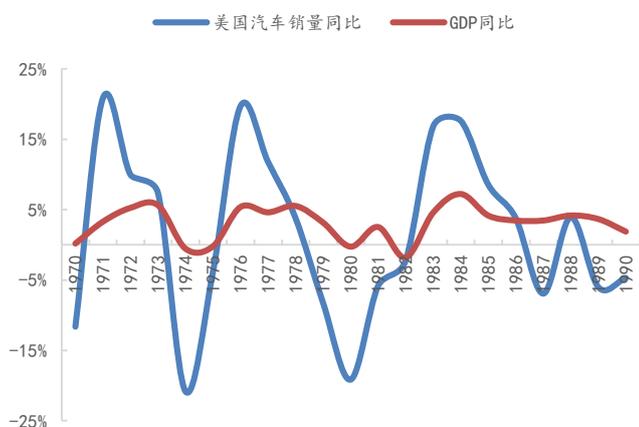


图 17: 70 年代以来汽车销量在 1,000-1,600 万辆间波动

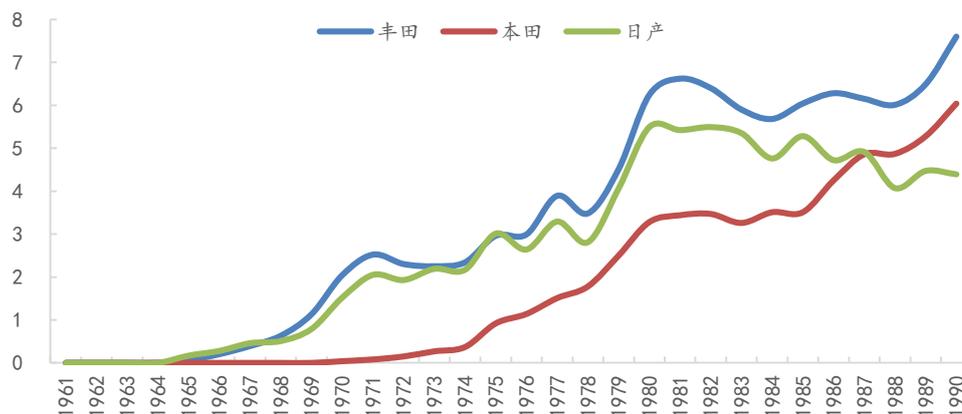


资料来源: Wards Auto、Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: Wards Auto、Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

经济环境叠加石油危机促使美国人汽车消费观念转变。20 世纪 7、80 年代，“婴儿潮”的一代成为了美国社会各领域的主力。与传统美国人爱国、只买本国车的观念不同，婴儿潮的一代更注重实用主义。叠加 1973 年和 1979 年的两次石油危机，消费者偏好更为注重紧凑、耗油少、续航里程长的车型，燃油经济性出众的日系车成功打入了美国市场。1970 年以前，日系车在美国的市占率很低；1973-1983 年间，日系汽车在美国的市占率达到 18%(其中丰田 7.6%，本田 6%，日产 4.4%)，提升迅速。

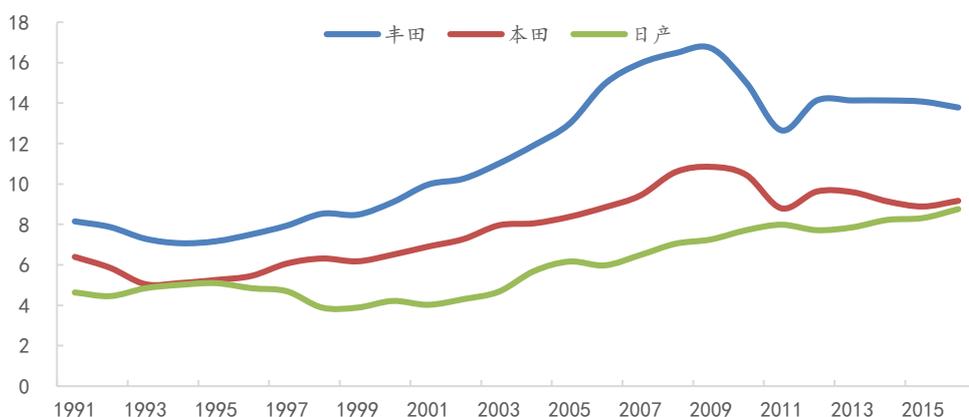
图 18：70 年代日系汽车的美国市占率显著提高（%）



资料来源：美国交通部、Wind，国元证券经纪（香港）整理

日系品牌在美国市占率持续提升。19 世纪 80 年代后，由于《美日自愿出口协议》的签订，促使日本汽车制造商开始在美国开设汽车工厂，本田和丰田分别在 81 年和 84 年在美国设厂。日本车型的燃油经济性与质量的可靠性使得日系车企在美国的市占率持续提升。

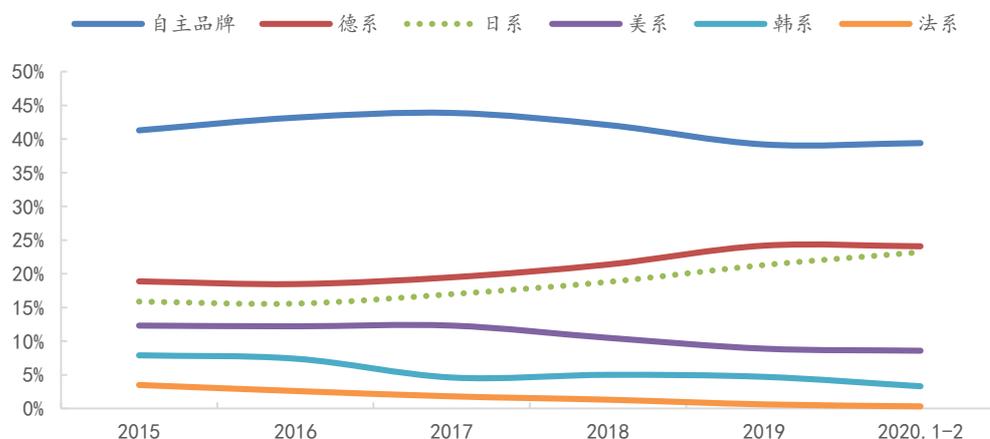
图 19：日系汽车在美国市占率持续提高（%）



资料来源：美国交通部、Wind，国元证券经纪（香港）整理

我国汽车市场呈现相似的规律。观察近两年我国汽车市场，由于增速放缓甚至出现负增长，乘用车市场已进入竞争激烈的淘汰赛阶段，不同车系、车企在不同价格段表现呈现分化。经过汽车市场多年的发展，我国汽车消费者逐步趋于理性，性价比高、燃油经济性强、耐用的车型成为了首选，日系车的优势凸显。从乘用车品牌系列角度来看，过去 5 年日系品牌在我国乘用车市场份额提升明显，由 2015 年的 15.9% 提升至 2020 年 1-2 月的 23.2%。

图 20：2015-2020 年我国乘用车市场分系列份额



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

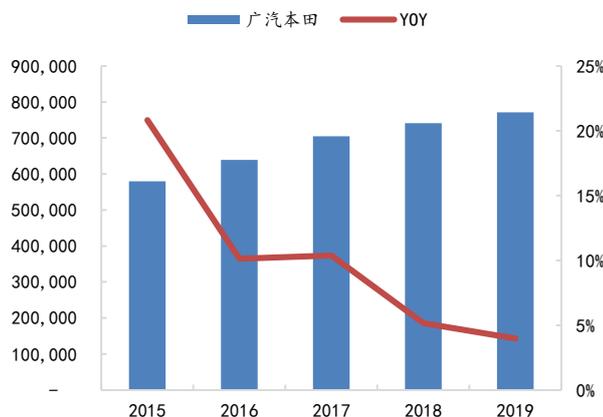
油价短期下跌不改日系长期经济性优势。近期国际油价大幅下跌，截至4月底，布伦特和 WTI 原油价格跌至 26 美元和 19 美元左右。从理论上说，油价的下跌有利于耗油车型的受欢迎程度。但我们认为，在当前经济下行压力较大的背景下，尤其疫情黑天鹅对全球经济带来冲击叠加国际关系日益复杂，人们对于未来收入增长预期较为悲观，这部分因素或将主导当下消费者的选择。同时从中长期看，结合国际政治背景及石油大国博弈，油价大概率不会长期处于目前的低位。燃油使用成本依然是消费者长期考虑的问题，日系的经济性依然是较为突出的优点。

3. 日系合资稳健增长，未来仍有扩张空间

3.1 广本&广丰是公司重要增长引擎

广本&广丰销量逆势增长。从销量端看，公司日系合资品牌广汽本田与广汽丰田近年来保持稳定增长，2014-2019 年年均复合增速分别为 9.9%、12.8%，在公司总销量比重中保持在 50% 以上。尤其是在 2019 年国内车市整体下行背景下，广本与广丰依然实现逆势增长，销量分别录得同比增长 4.0%、17.6%，为公司贡献超 7 成销量。

图 21: 广汽本田历年销量(辆)及增速



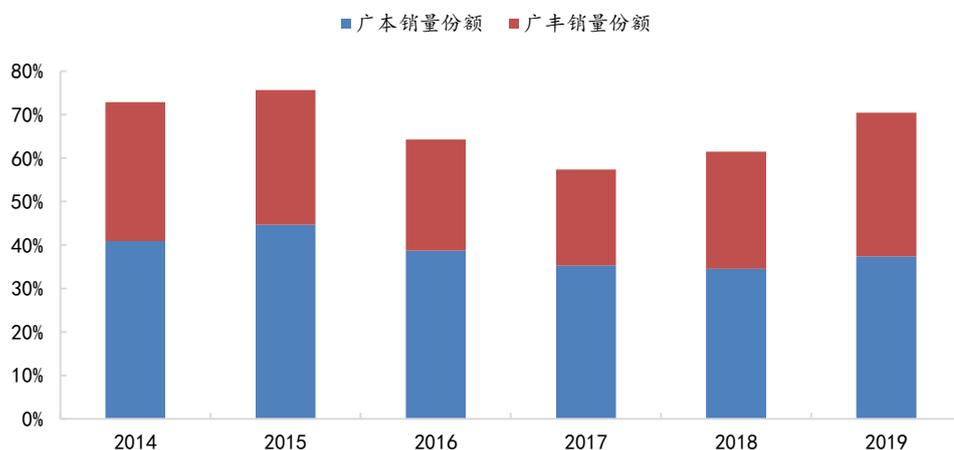
资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 22: 广汽丰田历年销量(辆)及增速



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

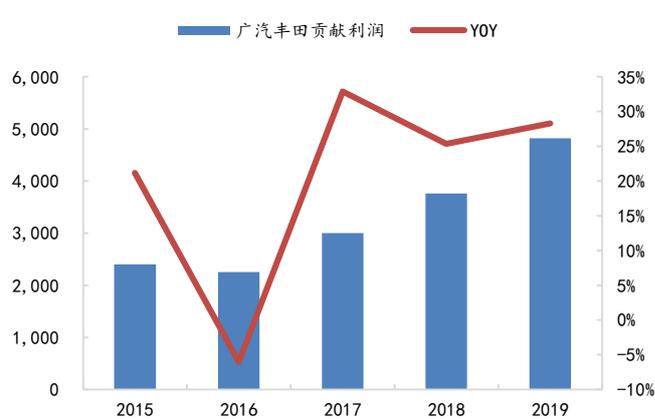
图 23: 广本&广丰贡献公司销量份额



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

广本&广丰的收益贡献了公司主要利润。从利润端看, 广汽本田与广汽丰田每年贡献利润稳定增长, 2014-2019 年年均复合增速分别为 24.6%、19.5%, 贡献了公司净利润的 50% 以上。其中在 2019 年, 在广汽自主品牌面临较大压力录得亏损的情况下, 广本与广丰分别贡献利润 39.3 亿、48.2 亿元, 同比分别增长 13.5%、28.3%, 合计占公司合营/联营企业投资收益的 9 成以上, 较大程度上缓解公司下行的压力。

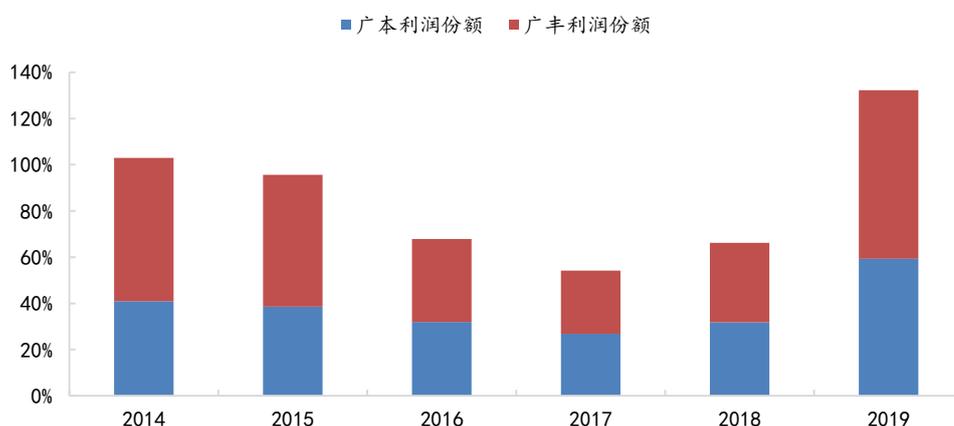
图 24: 广汽本田历年贡献利润 (百万人民币) 及增速 图 25: 广汽丰田历年贡献利润 (百万人民币) 及增速



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 26: 广本&广丰贡献公司利润份额



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

3.2 我们为什么看好日系品牌的长期份额扩张?

➤ 3.2.1 日系车全生命周期成本低, 经济性优势突出

日系车低油耗属性优势明显。对于汽车消费者来说, 油耗属性是一个重要的参考指标, 而日系车具有非常明显的低油耗优势, 其重要原因是因为丰田、本田等日系品牌在发动机能耗领域技术领先。日系的家庭式发展使得他们拥有包括发动机、变速箱在内的完整核心技术链, 核心技术的完美契合能够最大程度的保证动力与油耗的平衡, 从而发挥最大能效。并且, 日系品牌坚持的自然吸气发动机技术路线在降低油耗方面表现同样优异。根据工信部公布的油耗排名以及小熊油耗根据车主真实情况测评的结果可以看出, 日系品牌车型无论在紧凑级轿车、中型轿车中都排名前列, 展现出明显的低油耗优势。

表 2：紧凑型轿车油耗排名

排名	车系	发动机	车主众测油耗 (L/100KM)	工信部油 耗(L/KM)
1	雷凌	1.8L 99 马力	4.83	4.2
2	卡罗拉	1.8L 99 马力	4.93	4.2
3	雷克萨斯CT	1.8L 99 马力	5.47	4.6
4	英朗	1.0T 125 马力	6.21	5.1
5	桑塔纳	1.5L 110 马力	6.22	5.6
6	锋范	1.5L 131 马力	6.23	5.6
7	桑塔纳	1.5L 90 马力	6.26	5.6
8	朗逸	1.5L 116 马力	6.3	5.6
9	昕锐	1.4L 90 马力	6.32	5.9
10	昕动	1.4L 90 马力	6.35	5.9

表 3：中型轿车油耗排名

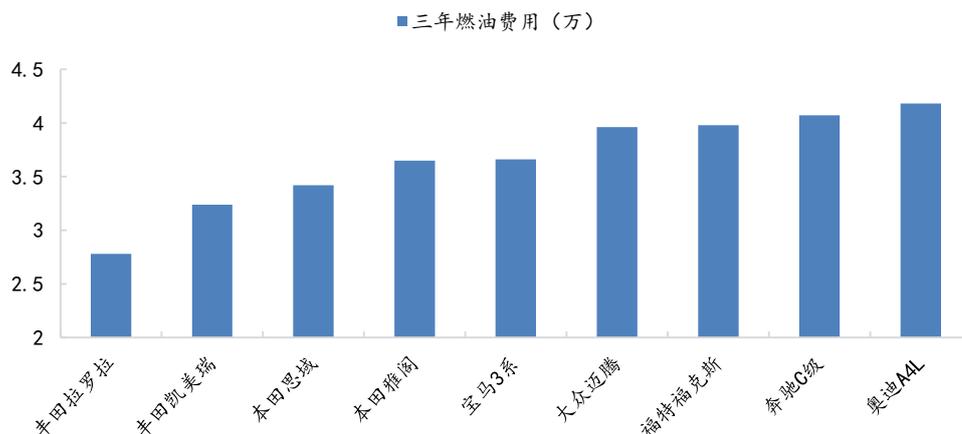
排名	车系	发动机	车主众测油耗 (L/100KM)	工信部油 耗(L/KM)
1	亚洲龙（混）	2.5L 178 马力	5.3	4.3
2	凯美瑞（混）	2.5L 178 马力	5.36	4.1
3	雅阁（混）	2.0L 146 马力	5.36	4.2
4	Inspire（混）	2.0L 146 马力	5.37	4.2
5	思铂睿（混）	2.0L 146 马力	5.39	4.2
6	蒙迪欧（混）	2.0L 143 马力	5.71	4.2
7	君威（混）	1.8L 128 马力	5.9	4.3
8	君越（混）	1.8L 128 马力	6	4.7
9	速派	1.4T 150 马力	6.58	5.6
10	速派	1.4T 150 马力	7.19	6.1

资料来源：工信部，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：工信部，国元证券经纪（香港）整理

低油耗属性带来燃油成本优势。通过对比不同品牌旗下车型在使用过程中的燃油成本可以发现，日系品牌如丰田、本田等在燃油成本方面优势突出。

图 27：车型燃油成本对比（假设 3 年 6 万公里里程）



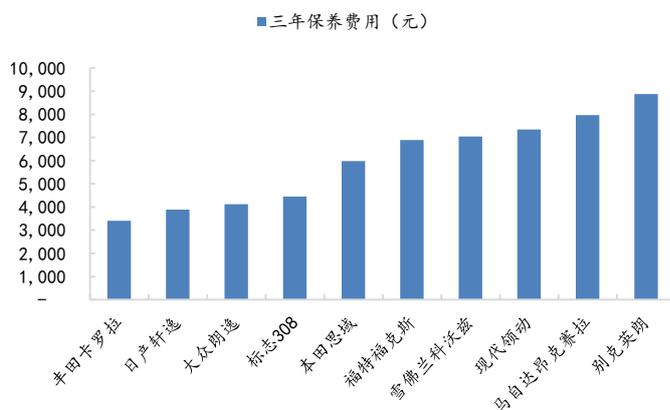
资料来源：汽车之家，国元证券经纪（香港）整理

日系车故障率低，维修保养成本较低。除了燃油成本以外，汽车使用成本中还包括维修保养费用。日系车由于技术成熟、品控严格，故障率较低，同时与同级别其他品牌保养费用相比，日系品牌如丰田、本田等保养成本相对较低。

表 4：汽车品牌发动机故障率排名（欧洲）

排名	品牌	故障率
1	本田	0.29%
2	丰田	0.58%
3	奔驰	0.84%
4	沃尔沃	0.90%
5	捷豹	0.98%
6	雷克萨斯	0.99%
7	菲亚特	1.17%
8	福特	1.25%
9	日产	1.32%
10	路虎	1.38%

图 28：车型保养成本对比（假设 3 年 6 万公里里程）



资料来源：盖世汽车、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：汽车之家、国元证券经纪（香港）整理

日系品牌保值率较高。日系品牌拥有严格的价格体系，终端价格较为稳定。同时叠加耐用性好、后期维护成本较低的优势，日系品牌的残值率水平较其他品牌较高。根据最新的《2019 年中国汽车保值率报告》，在各大细分领域的车辆 3 年保值率排行中，日系车是拔得头筹最多的类型。保值率越高的车型，综合水平越高，代表着消费者在使用过程中由于折旧承受的经济损失会更小。

表 5：2019 中国汽车保值率排行榜

德系		日系		美系		韩系		法系		自主	
品牌	保值率	品牌	保值率	品牌	保值率	品牌	保值率	品牌	保值率	品牌	保值率
保时捷	73.7%	雷克萨斯	76.9%	特斯拉	63.1%	起亚	59.9%	标志	52.6%	五菱	66.7%
奔驰	69.3%	丰田	74.0%	Jeep	60.6%	现代	59.1%	雷诺	52.1%	宝骏	64.5%
MINI	65.2%	本田	73.5%	福特	59.9%	双龙	46.8%	雪铁龙	52.0%	长安	59.5%
大众	62.8%	马自达	66.0%	道奇	57.1%					哈弗	59.1%
宝马	61.7%	日产	65.5%	别克	56.4%					广汽传祺	58.2%
smart	60.8%	铃木	65.4%	林肯	55.7%					吉利	57.7%
奥迪	60.6%	斯巴鲁	64.5%	雪佛兰	55.5%						
		三菱	61.9%								

资料来源：中国汽车流通协会、国元证券经纪（香港）整理

日系车具有全生命周期使用成本优势。燃油成本、维修保养成本以及折旧成本构成了汽车全生命周期使用成本的大部分。综合上文所述，日系车在这些方面具有较为明显的优势。根据 Yourmechanic 针对各个品牌跨越 10 年的成本做的统计，可以看出日系车在全生命周期使用成本方面表现卓越。在当前经济下行压力较大的背景下，消费者对于未来收入增长预期较为悲观，消费者在购车时会更加注重车辆的经济性。日系品牌多年来建立了油耗低、故障率低、维修保养成本低以及残值率高等口碑，在消费信心不足的背景下，日系车成为广大车主的首选，我们认为性价比优势将支撑日系品牌在中国市场持续增长。

表 6: 汽车品牌 10 年用车成本排行 (选取前 5 名与后 5 名)

High Car Brands Cost the Most to Maintain		
Rank	Car Brand	Cost
1	BMW	\$ 17,800
2	Benz	\$ 12,900
3	Cadillac	\$ 12,500
4	Volvo	\$ 12,500
5	Audi	\$ 12,400
26	Mitsubishi	\$ 7,400
27	Honda	\$ 7,200
28	Lexus	\$ 7,000
29	Scion	\$ 6,400
30	Toyota	\$ 5,500

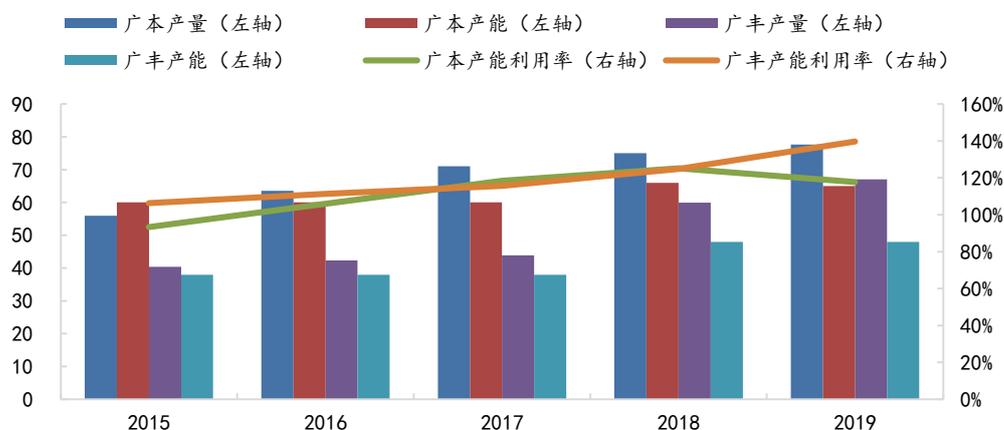
资料来源: Yourmechanic、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 3.2.2 日系企业文化偏谨慎，产能收放自如

日系企业文化偏谨慎，风险承受能力较强。日本由于其自身自然资源情况以及历史发展原因，建立起相对谨慎、精细的企业文化。从生产角度，日系车企讲究精细化生产方式，在细节上追求完美，精益求精，降低成本损耗；从渠道的角度，日系车企对于市场供需关系管理优异，库存水平长期合理且波动较小。

产能“进可攻，退可守”。广汽本田与广汽丰田在产能规划上十分稳健，2015-2019 年间，从需求端看，广本与广丰的销量累计增长 32.9% 与 69.2%；而从供应端看，广本与广丰的产能累计扩张 8.3% 与 26.3%，远低于销量增长幅度。受益于产能规划的谨慎性，广汽本田与广汽丰田产能利用率长期保持在 100% 以上，在当前国内车市整体下行的背景下，缓解了空余产能折旧摊销压力，维持较好的盈利能力。2019 年公司分别实现广汽本田、广汽丰田产量 77.7 万与 67.1 万辆，而同期产能仅为 65 万与 48 万辆，产能利用率达 117.7% 与 139.7%。往前看，广汽本田与广汽丰田将继续推进产能稳健扩张，我们预计将逐步达到双百万的产能规模。

图 29：广汽本田与广汽丰田产能利用情况

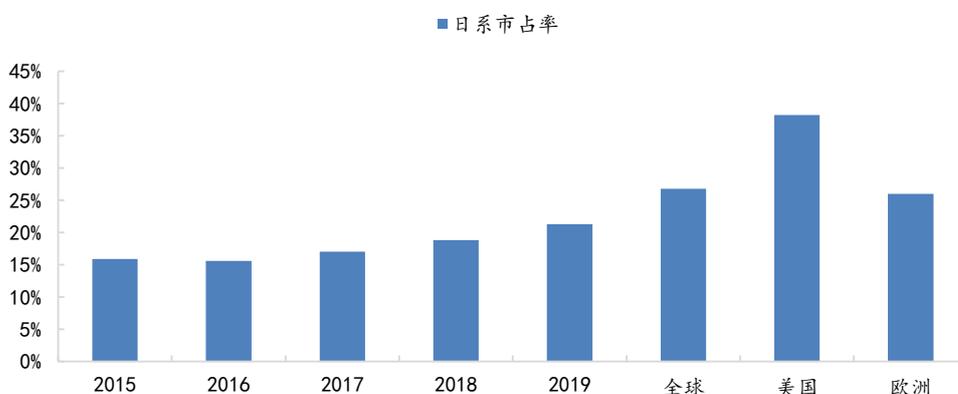


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 3.2.3 日系在中国市场份额仍有提升空间

对标全球/美国，日系车在中国市占率仍有上升空间。2015 年以来，日系车在中国市场所占份额显著上升，由 2015 年的 15.9% 提升至 2019 年的 21.3%。但参照日系车在全球或在美国市占率，我们认为日系品牌在国内的市场份额仍有上升空间。

图 30：日系车在中国市占率变化以及全球/美国对比（2015-2019 为在中国市占率）



资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

3.3 优异的产品力有望支撑广汽丰田&广汽本田持续增长

➤ 3.3.1 核心武器“TNGA 平台”有望增强丰田竞争力

TNGA 平台在丰田未来发展中扮演重要角色。2019 年丰田无论在全球还是在中国，均跑赢了市场，成为为数不多的保持正增长的车企之一，这与丰田目前最先进的 TNGA 平台技术密不可分。TNGA 是一种全新的造车理念，与一般的模块化架构相比，TNGA 架构所涉及的不仅仅是发动机，变速箱，底盘悬架总成以及车身部件，

而是从最初设计、采购、研发，一直延伸至工艺、生产等各个方面。在新的 TNGA 生产模式下，丰田将更加巧妙的共用零部件和总成，并与供应商更紧密的合作来降低成本。同时，TNGA 强调项目规划、产品设计、研发阶段、模块化生产为统一的整体，从而将产品的性能提升一个档次。

图 31：丰田 TNGA 平台



资料来源：网易汽车、国元证券经纪（香港）整理

TNGA 车型比例不断上升。而为了让市场快速而清晰地认识 TNGA，2017 年底丰田首先通过合作伙伴广汽丰田导入了 TNGA 首款战略轿车-第八代凯美瑞，随后，C-HR、奕泽两款兄弟车型分别通过广汽丰田和一汽丰田导入中国市场，TNGA 产品体系进一步丰富。2019 年，亚洲龙、全新换代雷凌、全新第 12 代卡罗拉、全新 RAV4 荣放等重点车型均实现了 TNGA 化。当前 TNGA 车型单月销量占广汽丰田全车系比例已达 7 成以上，形成了热销的“TNGA 现象”。

广汽丰田凯美瑞&雷凌持续热卖。从车型方面来看，广汽丰田的主力车型凯美瑞与雷凌持续热卖，贡献近 6 成销量。2017 年底，丰田率先通过广汽丰田导入了 TNGA 首款战略轿车第八代凯美瑞。与历代凯美瑞相比，TNGA 架构带来了大刀阔斧的变化，在造型风格、动力响应、操控品质以及科技配置上大幅度升级，使第八代凯美瑞迅速成为 B 级车市场的一匹黑马。2019 年，广汽凯美瑞销量达 18.5 万辆，同比增长约 14%，贡献了广汽丰田近 28% 的销量。同时，雷凌在 2019 年同样拥有良好表现，录得销量 22.2 万辆，同比增长约 15%，贡献了广汽丰田近 33% 的销量。雷凌的热销同样与 TNGA 架构密不可分，全新雷凌在换代之后造型更加运动，并且在底盘和动力系统方面也变得更加优秀。我们认为这两款车凭借出色的产品力有望延续强劲增长。

图 32: 全新第八代凯美瑞



资料来源: 汽车之家、国元证券经纪(香港)整理

图 33: 全新雷凌



资料来源: 汽车之家、国元证券经纪(香港)整理

2020 年广汽丰田有望推出三款以上的新车及换代。2020 年即将上市的重磅车型-威兰达, 将有效填补广汽丰田在紧凑型 SUV 细分市场的竞争力。威兰可是 RAV4 在华的姊妹车型, 诞生于 TNGA 平台, 长宽高分别是 4665/1855/1680mm, 轴距为 2690mm。在外观设计上融合了雷克萨斯的理念, 整体格栅有纺锤形的设计灵感实现豪华感, 更加适合年轻群体。在动力总成部分, 搭配 2.0L 发动机/2.5L 混动两种动力可选。此外, C-HR EV 和新款汉兰达也会在今年上市。我们认为在新车型的促进下, 广汽丰田有望继续保持强势, 市占率将进一步提升。

图 34: 全新威兰达



资料来源: 网易汽车、国元证券经纪(香港)整理

➤ 3.3.2 新车型皓影&换代飞度有望为广汽本田带来销量增量

广汽本田雅阁&凌派持续热卖。从车型方面来看, 广汽本田的主力车型雅阁与凌派持续热卖, 贡献近 5 成销量。2019 年雅阁累计销售 22.4 万辆, 同比增长 26.6%, 贡献了广汽本田 29%的销量。凌派同样表现不俗, 2019 年实现销量 15.4 万辆, 同比增长 36.2%, 贡献了约 20%销量。

图 35: 第十代雅阁



资料来源: 汽车之家、国元证券经纪 (香港) 整理

图 36: 2019 款凌派



资料来源: 汽车之家、国元证券经纪 (香港) 整理

皓影&换代飞度有望带来销量增量。2019 年底, 广汽本田推出了全新紧凑型 SUV——皓影, 是东风本田 CR-V 的姊妹车型, 进一步完善广汽本田在 SUV 的矩阵布局。皓影延续本田家族最新设计元素, 去除冗余的减法美学设计, 同时继续提供 1.5T 燃油版和 2.0L 锐·混动版两种动力车型供消费者选择。同时, 2020 年广汽本田有望推出新一代飞度, 包含基础版/家庭版/跨界版/时尚版/豪华版等 5 个版本车型, 动力方面将继续搭载 1.5L 地球梦发动机+CVT 无极变速器的组合。我们认为皓影以及即将推出的新一代飞度有望助力广汽本田实现销量增长。

图 37: 全新皓影



资料来源: 爱卡汽车、国元证券经纪 (香港) 整理

图 38: 新一代飞度

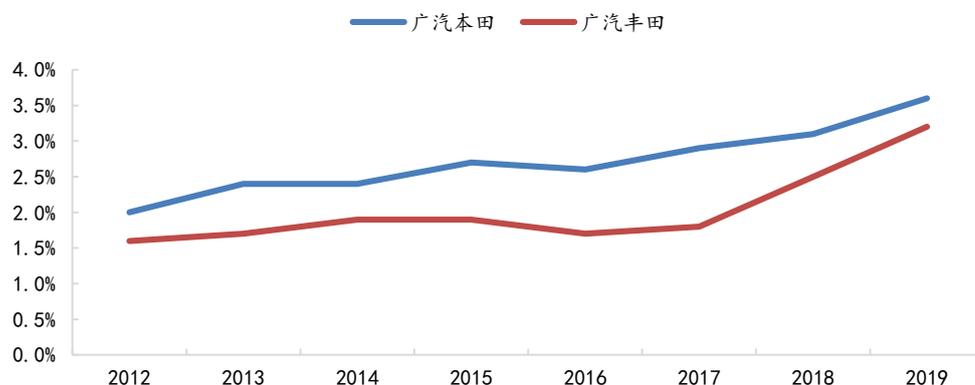


资料来源: 爱卡汽车、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 3.3.3 广本&广丰市占率逐年提高, 且仍有扩张空间

广本&广丰市占率近年来逐年提高。受益于明显的经济性优势、产品力出众以及渠道端的稳定, 广汽本田与广汽丰田近年来在中国市场份额不断上升, 由 2012 年的 2.0%、1.6% 上升至 2019 年的 3.6%、3.2%。

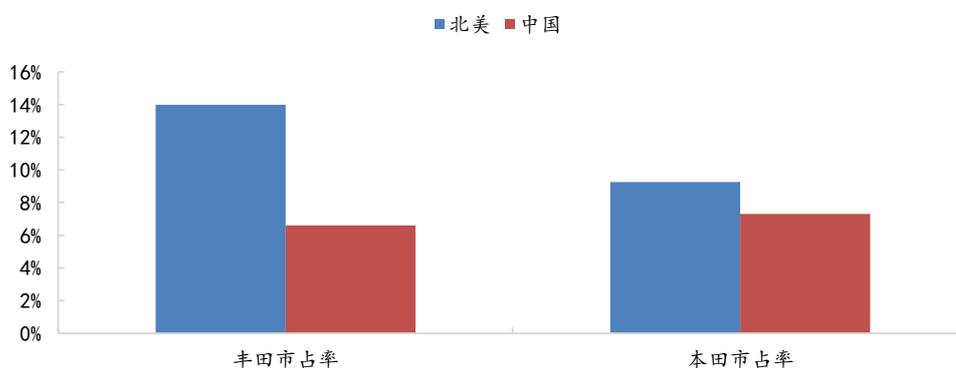
图 39：2012-2019 广汽本田&广汽丰田在中国市场份额



资料来源：中汽协，国元证券经纪（香港）整理

对标美国，仍有扩张空间。我们参照丰田和本田在美国的市场份额可以发现，丰田和本田在中国市场占有率仍有较大的提升空间。若按照广丰与广本各占丰田与本田在华 50% 份额来看，对标美国，广丰仍有 3.8 个、广本有 1 个百分点市场份额提升空间，对应销量增幅约为 120% 和 30%。

图 40：丰田&本田在北美与中国的市占率对比



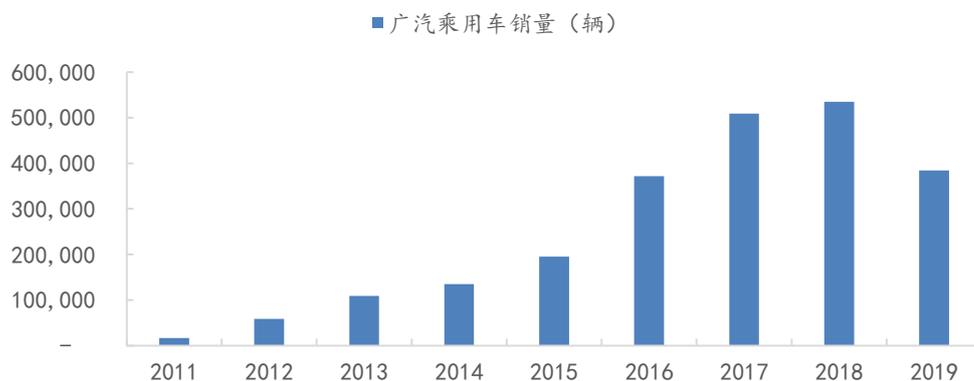
资料来源：Bloomberg，国元证券经纪（香港）整理

4. 广汽自主拐点渐近，提供业绩弹性

4.1 广汽传祺是我国南方自主品牌的领军者

广汽传祺十年磨一剑。广州汽车集团乘用车有限公司最早于 2008 年 7 月成立，2010 年广汽发布首款自主车型，命名传祺品牌。广汽传祺在技术、配置、品质各个方面在自主品牌中都具备优势，同时也都具备了向合资品牌看齐的能力。在 J.D. Power 发布了 2019 年中国新车质量研究(IQS)报告，广汽传祺连续 7 年位列中国品牌第一。凭借着出色的产品力以及良好的市场口碑，广汽乘用车销量快速增长，2011-2019 年销量年均复合增速达 47.7%。

图 41：2011-2019 年广汽乘用车销量



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

产品矩阵日渐丰富。随着不断推出新车型，广汽传祺目前已涵盖轿车、SUV、MPV 三大细分市场，推出 GA、GS、GM 系列产品，产品矩阵日渐丰富。

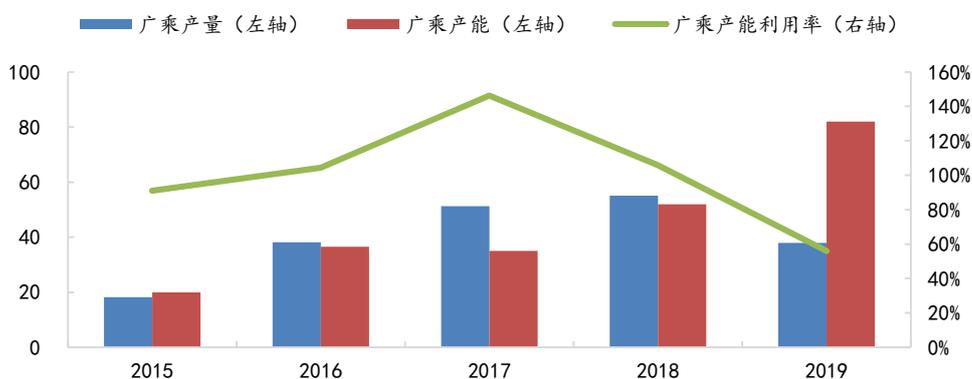
图 42：广汽传祺车型矩阵



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

工厂快速扩张，目前产能充足。公司早期在销量快速增长的过程中，由于短时间内产能受限，产能负荷较重。随着近几年产能的不断扩张，目前产能较为充足，可以支撑广汽乘用车未来 3-5 年发展。

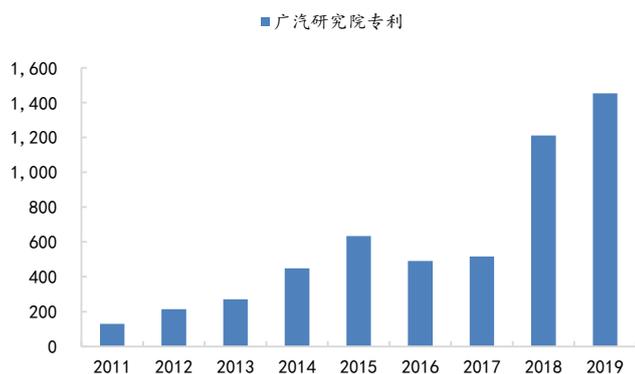
图 43: 2015-2019 年广汽乘用车产能情况 (百万辆)



资料来源: 公司公告, 国元证券经纪 (香港) 整理

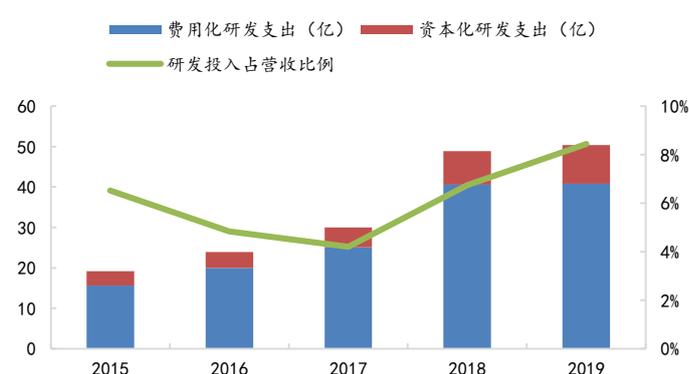
广汽研究院坚持自主正向研发不动摇。广汽研究院成立于 2006 年, 作为广汽集团的技术管理部门和研发体系枢纽, 负责广汽自主品牌新产品、新技术的规划和重大研发工作具体实施, 构建了以广汽研究院为核心, 广汽硅谷研发中心、广汽底特律研发中心、广汽洛杉矶前瞻设计中心、广汽上海前瞻设计工作室为支撑的广汽全球研发网。广汽研究院坚持发展自主品牌不动摇, 持续加大研发投入, 截至 2019 年累计研发投入 267 亿。在产品开发方面, 始终坚持自主正向开发, 建成 GPMA 广汽全球平台模块化架构, 2019 年新增专利申请 1454 件, 自主创新能力持续提升。广汽依托广汽研究院, 在发改委国家企业技术中心 2019 年评价结果, 广汽集团 96.4 分, 名列全国第六, 汽车行业第一。同时, 广汽研究院正推进 53 个整车在研项目, 有望继续丰富产品线。2019 年公司研发支出达 50.4 亿元, 19 年收入承压的背景下, 逆势增长, 占营业收入比例保持在较高水平。

图 44: 广汽研究院专利申请数量



资料来源: 公司公告, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 45: 广汽 2015-2019 年研发支出与占收入比重



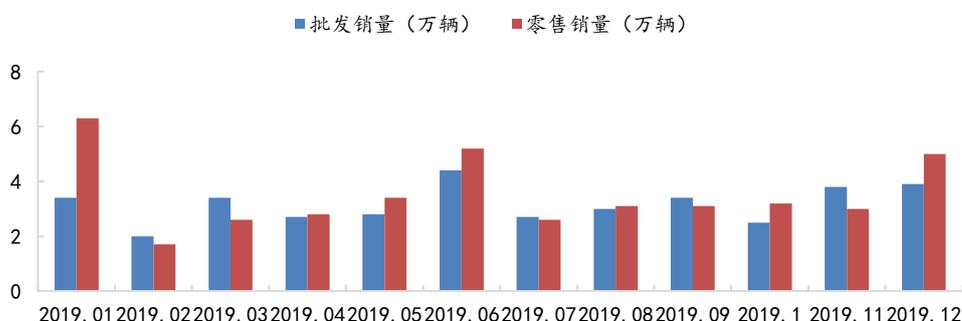
资料来源: 公司公告, 国元证券经纪 (香港) 整理

4.2 降库成效显著, 换代 GS4 有望推动自主迎拐点

2019 年降库成效显著。虽然广汽乘用车在 2019 年受到整体车市下行的影响, 批发销量同比下降 28.1% 至 38.5 万辆, 但公司积极调整渠道库存, 全年渠道库存累计减

少超过4万台，年底总库存同比下降41.6%，降库成效显著。这有助于减缓经销商库存压力，恢复市场信心，为2020年销售提供弹性。

图 46：广汽 2019 年当月批发销量与零售销量

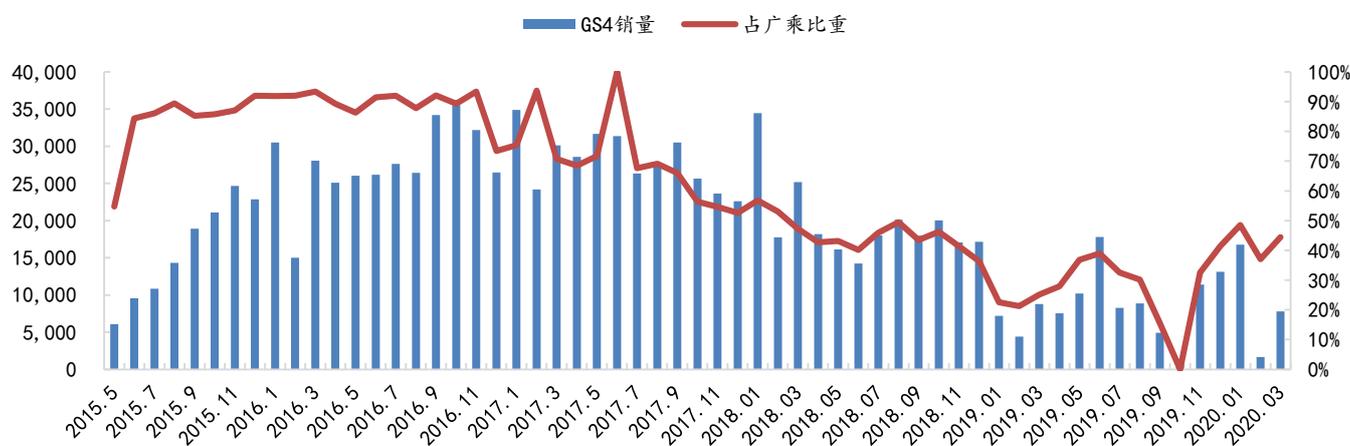


资料来源：中汽协，公司公告，国元证券经纪（香港）整理

2019Q4 一次性售后费用计提影响或消除。从2019年母公司利润分拆来看，四季度公司一次性计提了部分维修保费，使得销售费用环比增加8.8个亿，叠加上半年国五清库存导致盈利受损，我们估计这两方面减少盈利10亿元以上，而这部分影响有望在2020年消除，帮助广汽乘用车亏损收窄。

GS4 是广汽自主的核心车型。广汽传祺GS4自2015年推出以来，迅速成为紧凑级SUV市场的爆款车型，销量迅速爬升，2016年单月曾经月销3万辆以上，是广汽乘用车销量的主要贡献者。2016-2017年销量分别为33.3万、33.7万辆，占当年广汽乘用车总销量比重达90%、66%。2018-2019年，GS4逐渐进入产品周期末端，销量下滑明显，但依然能维持在月均1万辆以上，体现出优秀的产品力与牢固的市场基础与口碑。

图 47：广汽 GS4 当月销量及占广乘总销量比重



资料来源：汽车之家，国元证券经纪（香港）整理

GS4 全新换代，有望推动销量修复。2019年11月，全新一代广汽传祺GS4正式

上市，该车基于全新 GPMA 平台模块化架构打造而来。新车采用传祺最新的家族式语言，整体比老款要更加时尚、年轻。内饰方面，全新传祺 GS4 的改动较大，采用大量软性材质覆盖中控台和车门内侧，搭载双 12.3 英寸屏幕，内饰风格主打年轻运动，营造质感和科技感。动力方面，新车将提供高功率和低功率两个版本的动力供消费者选择，其中高功率版本的 1.5T 涡轮增压发动机最大功率 169 马力，峰值扭矩为 265 牛·米。换代 GS4 上市之后，市场反应明显，月销量迅速回到 1.5 万以上。换代 GS4 有望推动广汽自主销量修复。

图 48：全新换代 GS4 外观



资料来源：广汽官网，国元证券经纪（香港）整理

图 49：全新换代 GS4 内饰



资料来源：广汽官网，国元证券经纪（香港）整理

4.3 广汽新能源是未来一大看点

广汽新能源逆势追赶。广汽新能源汽车有限公司成立于 2017 年 7 月，是广汽集团秉承自主创新的体系优势，面向未来发展成立的一家创新科技公司。新能源汽车工厂总规划产能 40 万辆/年，目前一期产能 20 万辆/年已经投产。旗下车型包括 Aion LX、Aion V、Aion S 与 GE3 530 四款车型。2019 年在国内新能源市场面临补贴退坡压力而下行的背景下，实现逆势增长，录得销量 4.2 万辆，同比增长 110.5%。广汽新能源目前已具备量产 L3 级自动驾驶技术水平，打造了第二代纯电专属平台 GEP，以“电池+三合一电驱”为中心布局，与宁德时代、日电产等顶尖零部件供应商合作。未来广汽将继续加大新能源方向投入，加速电动化发展。

图 50：广汽新能源车型矩阵

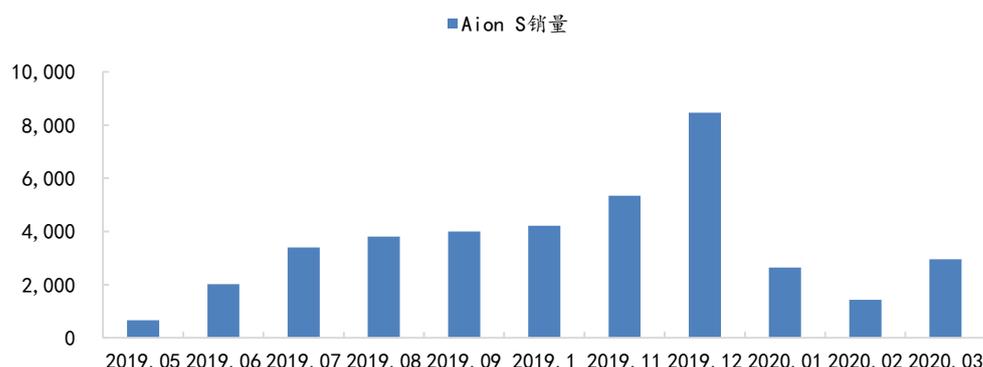


资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

Aion 系列有望成为电动市场爆款系列。Aion S 上市第二月便取得纯电轿车第二、

纯电汽车第三的成绩，在新能源车补贴退坡及行业整体下滑的背景下，销量逐月爬升，2019年累计销量达3.2万台。Aion LX上市以来以自主领先的650km NEDC续航里程、媲美超跑的3.9秒破百加速及L2.5级自动驾驶获得市场认可。同时，于2020年4月底推出市场的Aion V有望为广汽新能源带来增量。

图 51: Aion S 月销量



资料来源: 车主之家, 国元证券经纪(香港)整理

5. 盈利预测与投资建议

5.1 关键假设

销量端: 1) 自主品牌方面, 我们认为公司在经历了2019年降库减负以后, 经销商信心得到一定程度的恢复, 2020年批发销量具备弹性。并且, 主力车型GS4换代后有望带动广汽传祺销量回升, Aion系列的优异表现有望使得广汽新能源销量持续增长。我们预计广汽自主2020-2022年销量分别为41.0/45.0/50.0万辆; 2) 合资品牌方面, 我们认为日系品牌广本+广丰凭借超强的性价比优势, 销量有望维持稳健增长。同时, 广菲克与广三菱有望明年企稳。我们预计合资品牌2020-2022年销量分别为160.8/166.6/172.5万辆。综合来看, 我们预计公司2020-2022年的总销量分别为201.8/211.6/222.5亿元, 对应增速分别为-2.1%/4.9%/5.2%。

表 7: 收入预测

	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	634.8	697.3	774.3
同比增长	6.3%	9.9%	11.0%
广汽乘用车销量(万辆)	41.0	45.0	50.0
广汽合资品牌销量(万辆)	160.8	166.6	172.5
合计总销量	201.8	211.6	222.5
同比增长	-2.1%	4.9%	5.2%

资料来源: 国元证券经纪(香港)预测

利润端：1) 自主品牌方面，我们认为公司 2019 年维保费用计提等一次性支出影响或会消除，库存及渠道保持健康的情况下，广汽乘用车毛利率有望稳中有升；2) 合资品牌方面，日系合资广本&广丰利润率有望保持稳定。广菲克随着产销一体化成效逐渐体现，亏损有望收窄。广汽三菱利润率有望保持稳定。综合来看，我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 72.7/91.7/107.4 亿元，对应增速分别为 9.9%/26.0%/17.2%。

图 52：毛利率预测



资料来源：国元证券经纪（香港）预测

5.2 投资建议与估值

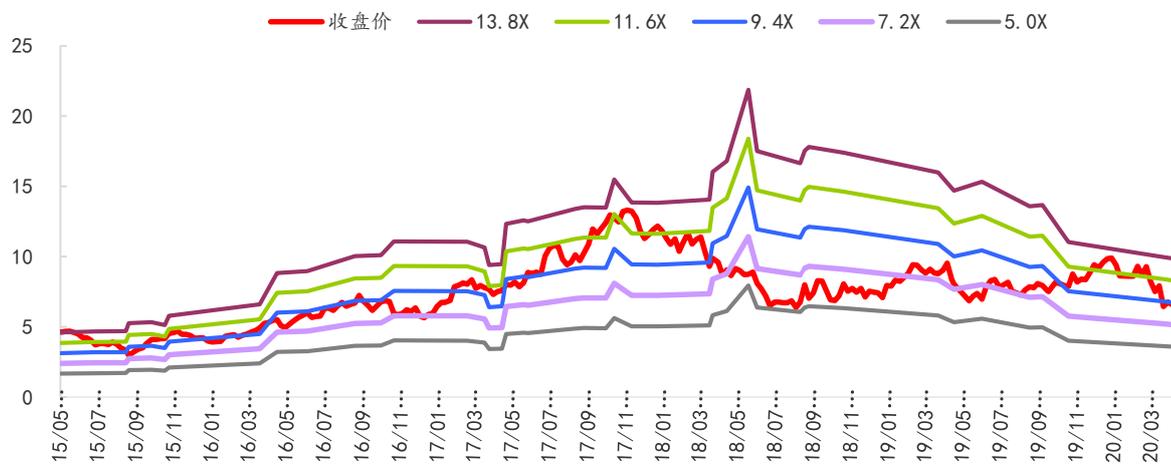
受疫情影响，行业及公司一季度产销受到较大扰动。我们认为，疫情或会加速汽车行业整合，我们看好日系品牌在存量市场竞争中的份额扩张。同时，随着换代 GS4 的上市以及广汽新能源的强势表现，广汽乘用车有望持续环比改善。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.71/0.89/1.05 元人民币。我们给予公司目标价 9.9 港元，对应 2021 年 10 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：行业可比公司估值

代码	证券简称	市值(十亿)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	企业价值 /EBITDA (倍)
			TTM	20E	21E		
0175.HK	吉利汽车	106.38	9.05	7.63	6.18	2.04	9.61
1211.HK	比亚迪股份	118.58	12.72	10.99	9.35	2.09	13.52
2333.HK	长城汽车	43.76	164.57	51.7	39.98	0.82	7.66
1114.HK	BRILLIANCE CHI	34.25	14.22	9.82	8.22	0.99	-60.89
1958.HK	北京汽车	25.16	4.96	5.03	4.4	0.5	1.78
	平均	65.63	41.09	19.39	15.49	1.29	-5.66
2238.HK	广汽集团	66.32	16.74	7.49	6.48	0.83	142.81

资料来源：Wind、Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

图 53: 公司 PE-band



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

风险提示:

国内宏观经济环境不确定性;

行业需求复苏不及预期;

海外疫情管控不及预期。

损益表(人民币 百万元, 财务年度截至 12月)						财务分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	72,380	59,704	63,476	69,729	77,432	毛利率 (%)	15.9%	4.2%	5.8%	8.1%	9.4%
毛利	11,544	2,523	3,652	5,663	7,315	经营利润率	4.8%	-4.6%	-2.9%	-0.7%	0.5%
其他业务收入	1,521	2,911	2,996	3,152	3,372	净利率 (%)	15.1%	11.1%	11.5%	13.1%	13.9%
销售成本	-5,073	-4,553	-4,570	-4,951	-5,498	SG&A/收入 (%)	13.3%	13.6%	13.4%	13.3%	13.3%
行政费用	-4,519	-3,590	-3,936	-4,323	-4,801	实际税率 (%)	7.8%	6.6%	2.0%	5.0%	5.0%
经营利润	3,466	-2,763	-1,858	-459	389	股息支付率 (%)	35.5%	30.5%	29.6%	29.6%	29.6%
财务费用	-459	-516	-554	-597	-649	库存周转	40.4	44.2	36.9	36.9	36.9
合营企业利润	8,753	9,399	9,644	10,804	11,728	应付账款天数	211.8	211.6	211.1	211.1	211.1
税前盈利	11,863	6,292	7,231	9,749	11,468	应收账款天数	83.7	103.0	85.5	85.5	85.5
所得税	-921	417	145	-487	-573	ROA	8.2%	4.8%	5.0%	5.9%	6.4%
净利润	10,900	6,616	7,274	9,134	10,744	ROE	14.2%	8.3%	8.5%	10.0%	10.8%
EPS	1.07	0.65	0.71	0.89	1.05	净负债/股本	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
总收入 (%)	1.1%	-17.5%	6.3%	9.9%	11.0%	收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
净利润 (%)	-1.0%	-39.3%	9.9%	25.6%	17.6%	总资产/股本	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
资产负债表						现金流量表					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	27,730	23,605	30,233	34,252	41,831	经营活动现金流	-971	-2,118	7,437	5,421	7,492
应收账款	16,605	16,844	14,864	16,328	18,132	已收利息	468	605	245	263	339
存货	6,730	6,928	6,049	6,478	7,090	已付利息	-462	-615	-554	-597	-649
总流动资产	66,211	56,865	61,151	67,916	78,986	已付所得税	-1,372	-260	145	-487	-573
固定资产	20,248	19,396	20,524	21,232	21,499	营运性现金流	-2,338	-2,388	7,271	4,600	6,609
无形资产	8,540	10,810	13,618	16,369	17,661	资本开支	-9,852	-10,101	-8,770	-9,270	-8,270
长期投资	28,995	32,005	32,005	32,005	32,005	定期存款变化	-174	3,381	-440	-729	-898
总资产	132,174	137,464	144,431	154,796	167,655	投资性现金流	-5,148	-52	484	855	2,610
应付帐款	35,786	33,616	35,081	37,568	41,116	向股东作出的					
短期银行贷款	2,829	6,169	6,454	6,912	7,564	分派	-4,158	-3,378	-2,182	-2,740	-3,223
总短期负债	40,291	41,775	43,524	46,469	50,670	借款和发行债					
其他负债	76,604	80,188	85,280	91,674	99,195	券所得款项	4,650	4,845	7,223	7,758	8,495
总负债	54,199	54,955	56,729	60,573	65,760	偿还借款和债					
股东权益	76,604	80,188	85,280	91,674	99,195	券	-3,228	-3,873	-6,169	-6,454	-6,912
每股账面值	7.36	7.70	8.19	8.80	9.52	融资性现金流	-2,012	-1,711	-1,128	-1,436	-1,640
						现金变化	-9,498	-4,151	6,628	4,019	7,579
						期初持有现金	37,199	27,730	23,605	30,233	34,252
						期末持有现金	27,730	23,605	30,233	34,252	41,831

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>