

# 销量强于行业，自主企稳迹象明显

## 广汽集团 (2238.HK) 1月销量点评

### 核心结论

**1月批发销量表现好于行业，预计库存进一步下降。**公司1月销售17.2万台汽车，同比下滑15.9%，表现好于行业，从目标达成率来看相当于全年销量目标的8%，符合我们预期。分品牌看，传祺1月销量为3.5万台，同比增长5.3%，环比下滑4.3%。广丰、广本、广三销量同比下滑15.2%、16.1%、31.6%。1月广丰、广本、传祺主动减产去库存，厂家库存分别减少1.4万台、1.6万台、0.7万台，我们预计终端销量略好于批发，渠道库存亦有小幅下降。

**自主品牌企稳迹象明显。**主要体现在以下方面：1) GS4去年11月换代以来稳步爬坡，我们预期1月批发约1.4万台，终端约1.2万台；2) 经销商层面库存结构和盈利能力有明显好转，2019年底库存系数约1.3个月，主力车型都已经实现盈利；3) 集团层面在广宣费用投放、价格管控方面更严格，我们终端调研显示此前跨区域销售情况有明显改善。

**广本皓影上市后终端反馈良好，广丰威兰达定价吸引，预计成为下一款爆款。**广本皓影自去年11月上市以来终端反馈良好，目前部分地区需要加价提车，预计稳态销量约1.5万台。广丰方面，威兰达计划于4月上市，官方公布预售区间为17-25万元，对比姐妹款车型全新RAV4，威兰达同基于TNGA架构GA-K平台打造，提供2.0L燃油版和2.5L双擎版，定价更具吸引力，预计将成为下一款爆款。

**疫情影响短期销量，调整2020年净利润为108亿元，维持“买入”评级。**我们调整2020年净利润预估至108亿元，主要反应疫情对2020年销售的扰动。我们目标价为10.8港元，基于2020年9倍市盈率，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情发展进度高于预期、新产品销售遇冷、车市价格战加剧。

### 核心数据

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	71,575	72,380	60,647	65,274	84,446
增长率	44.8%	1.1%	-16.2%	7.6%	29.4%
归母净利润 (百万元)	10,786	10,903	8,175	10,812	11,814
增长率	71.5%	1.1%	-25.0%	32.2%	9.3%
每股收益 (EPS)	1.65	1.07	0.80	1.06	1.15
市盈率 (P/E)	4.9	7.6	10.2	7.7	7.1
市净率 (P/B)	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	买入
股票代码	02238
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	8.61

### 近一年股价走势



### 分析师

	<b>雷肖依</b> S0800519060004
	021-38584242
	leixiaoyi@research.xbmail.com.cn
	<b>王冠桥</b> S0800519100001
	wangguanqiao@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

广汽集团：业绩低于预期，看好日系品牌前景—广汽集团 (2238.HK) 三季报点评 2019-10-31  
 广汽集团：业绩符合预期，看好日系份额扩张—广汽集团 (2238.HK) 2019年中报点评 2019-09-04  
 广汽集团：受益于日系品牌稳健增长—广汽集团 (2238.HK) 2018年3季报点评 2018-10-31

## 1月批发销量表现好于行业，预计库存进一步下降

公司1月销售17.2万台汽车，同比下滑15.9%，表现好于行业，从目标达成率来看相当于全年销量目标的8%，符合我们预期。分品牌看，传祺1月销量为3.5万台，同比增长5.3%，环比下滑4.3%。广丰、广本、广三销量同比下滑15.2%、16.1%、31.6%。1月广丰、广本、传祺主动减产去库存，厂家库存分别减少1.4万台、1.6万台、0.7万台，我们预计终端销量略好于批发，渠道库存亦有小幅下降。

图1：1月广汽集团销售汽车17.9万台，全年目标完成率为8%（单位：万台）

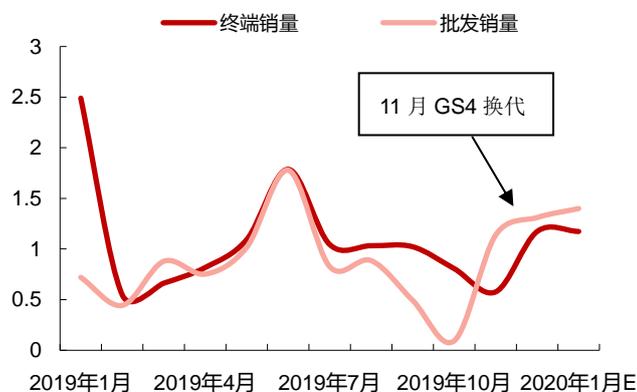
品牌	2019年	同比	2020年1月	同比	环比	全年目标	目标完成率
广汽本田	77.1	4%	6.3	-8%	-2%	85	7%
广汽丰田	68.2	18%	5.8	37%	17%	75	8%
广汽三菱	13.3	-8%	1.4	1%	-39%	15	9%
广菲克	7.4	-41%	0.2	-78%	-79%	9	2%
广汽传祺	38.5	-28%	3.9	5%	-9%	38	10%
本田中国	1.4	10%	0.1	-25%	-43%	1	9%
商用车	0.4	-61%	0.2	-23%	-84%	0	48%
<b>广汽集团</b>	<b>206.2</b>	<b>-4%</b>	<b>17.9</b>	<b>-16%</b>	<b>3%</b>	<b>223</b>	<b>8%</b>

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

## 自主品牌企稳迹象明显

经过2019年的战略调整，我们注意到自主品牌企稳迹象明显，主要体现在以下方面：1) GS4去年11月换代以来稳步爬坡，我们预期1月批发约1.4万台，终端约1.2万台；2) 经销商层面库存结构和盈利能力有明显好转，2019年底库存系数约1.3个月，主力车型都已经实现盈利；3) 集团层面在广宣费用投放、价格管控方面更严格，我们终端调研显示此前跨区域销售情况有明显改善。

图2：GS4去年11月换代以来稳步爬坡（单位：万台）



资料来源：中汽协、交强险、西部证券研发中心

图3：广汽自主终端折扣回收，经销商盈利能力向好



资料来源：经销商调研、西部证券研发中心

图 4：预计传祺 1 月渠道库存变化不大，厂家库存减少 0.7 万台  
(单位：万台)



资料来源：公司公告、交强险、西部证券研发中心

图 5：2019 年 GS4 合计去库存 2.7 万台 (单位：万台)



资料来源：中汽协、交强险、西部证券研发中心

## 皓影上市后受欢迎，威兰达预计成为下一款爆款

广本皓影自去年 11 月上市以来终端反馈良好，目前部分地区需要加价提车，预计稳态销量约 1.5 万台。广丰方面，威兰达计划于 4 月上市，官方公布预售区间为 17-25 万元，对比姐妹款车型全新 RAV4，威兰达同基于 TNGA 架构 GA-K 平台打造，提供 2.0L 燃油版和 2.5L 双擎版，定价更具吸引力，预计将成为下一款爆款。

图 6：威兰达预售价格区间为 17-25 万元，对比姐妹车型 RAV4 具备吸引力

威兰达	上市时间	MSRP (预)	
2.5L 2WD CVT 双擎混动 221/131	2020 年 4 月 (预)	豪华版 22.9	尊贵版 25.0
2.0L 2WD CVT 209/126	领先版 17	豪华版 19.88	
全新 RAV4		MSRP	
2.5L 4WD CVT 双擎混动 160/-	2019 年 10 月	精英版 23.78	旗舰版 25.88
2.5L 2WD CVT 双擎混动 160/-		精英版 22.48	
2.0L 4WD CVT 209/126		风尚版 20.38	尊贵版 22.58
2.0L 2WD CVT 209/126	都市版 17.48	尊贵版 19.48	风尚版 21.18

资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 7: TNGA 平台不同架构下对应车型

平台	主要车型级别	车型
GA-A(DNGA)	K-car	大发 Mirae:S 等
GA-B	小型车	Vitz
GA-C	紧凑型车	普锐斯、雷凌、卡罗拉、C-HR
GA-K	前驱中型车/前驱中大型车/紧凑型 SUV	凯美瑞、新 ES、RAV4
GA-N	后驱中大型车	皇冠、新 GS
GA-L	后驱大型车/跑车	LS、LC

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

## 疫情影响短期销量，调整2020年净利润为108亿元，维持“买入”评级

我们调整 2020 年净利润预估至 108 亿元，主要反应疫情对 2020 年销售的扰动。我们目标价为 10.8 港元，基于 2020 年 9 倍市盈率，维持“买入”评级。

图 8: 主要上市车企中，东风集团受疫情影响较大。

	湖北销量占比	湖北产能占比	库存系数	受疫情影响程度
上汽集团	偏低	8%	合理	中等
广汽集团	中等	8%	偏低	中等
吉利汽车	中等	无	合理	低
长城汽车	偏高	无	偏高	中等
东风集团	偏高	31%	偏低	偏高
一汽集团	偏低	无	偏低	偏低
长安汽车	偏低	无	合理	低

资料来源：公司公告、交强险、西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	50,077	42,876	28,304	30,704	37,311	营业收入	71,575	72,380	60,647	65,274	84,446
应收款项	1,374	2,159	4,880	5,010	6,301	营业成本	54,778	58,241	54,960	55,012	68,171
存货净额	3,347	6,730	6,591	6,317	7,712	营业税金及附加	2,548	2,311	1,496	2,285	2,956
其他流动资产	9,688	14,447	10,784	10,832	11,317	销售费用	5,200	5,073	3,936	4,569	5,911
<b>流动资产合计</b>	<b>64,485</b>	<b>66,211</b>	<b>50,559</b>	<b>52,864</b>	<b>62,640</b>	管理费用	4,008	4,068	3,365	4,395	5,489
固定资产及在建工程	13,203	16,110	20,672	22,729	24,507	财务费用	316	-151	-260	-648	1,025
长期股权投资	25,721	28,973	29,979	32,952	32,952	其他费用/( -收入)	1,577	168	175	600	600
无形资产	7,562	8,556	10,747	12,569	13,992	<b>营业利润</b>	<b>3,465</b>	<b>2,519</b>	<b>-3,285</b>	<b>-1,587</b>	<b>1,319</b>
其他非流动资产	8,631	12,270	15,209	13,114	11,241	营业外净收支	8,512	9,348	11,343	12,193	10,598
<b>非流动资产合计</b>	<b>55,117</b>	<b>65,909</b>	<b>76,606</b>	<b>81,365</b>	<b>82,693</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,976</b>	<b>11,867</b>	<b>8,058</b>	<b>10,606</b>	<b>11,917</b>
<b>资产总计</b>	<b>119,602</b>	<b>132,120</b>	<b>127,165</b>	<b>134,229</b>	<b>145,333</b>	所得税费用	1,154	921	-173	-205	103
短期借款	1,326	1,944	1,908	1,908	1,908	<b>净利润</b>	<b>10,822</b>	<b>10,946</b>	<b>8,231</b>	<b>10,812</b>	<b>11,814</b>
应付款项	11,517	11,438	14,573	13,967	17,050	少数股东损益	36	44	55	-	-
其他流动负债	23,896	27,117	15,987	15,987	15,183	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,786</b>	<b>10,903</b>	<b>8,175</b>	<b>10,812</b>	<b>11,814</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>36,739</b>	<b>40,499</b>	<b>32,467</b>	<b>31,862</b>	<b>34,141</b>	<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款及应付债券	8,273	9,611	7,771	7,871	7,871	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	4,177	4,088	4,246	4,246	4,801	ROE	19.1%	14.9%	10.4%	12.9%	12.9%
<b>长期负债合计</b>	<b>12,449</b>	<b>13,700</b>	<b>12,016</b>	<b>12,117</b>	<b>12,672</b>	毛利率	23.5%	19.5%	9.4%	15.7%	19.3%
<b>负债合计</b>	<b>49,188</b>	<b>54,199</b>	<b>44,483</b>	<b>43,979</b>	<b>46,813</b>	营业利润率	4.8%	3.5%	-5.4%	-2.4%	1.6%
股本	7,293	10,232	10,238	10,238	10,238	销售净利率	15.1%	15.1%	13.5%	16.6%	14.0%
股东权益	69,370	76,550	80,195	87,763	96,033	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>119,602</b>	<b>132,120</b>	<b>127,165</b>	<b>134,229</b>	<b>145,333</b>	营业收入增长率	44.8%	1.1%	-16.2%	7.6%	29.4%
						营业利润增长率	179.7%	-27.3%	n.m	n.m	n.m
						归母净利润增长率	71.5%	1.1%	-25.0%	32.2%	9.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.1%	41.0%	35.0%	32.8%	32.2%
						流动比	1.76	1.63	1.56	1.66	1.83
						速动比	1.66	1.47	1.35	1.46	1.61
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	1.65	1.07	0.80	1.06	1.15
						BVPS	9.51	7.48	7.83	8.57	9.38
						<b>估值</b>					
						P/E	4.9	7.6	10.2	7.7	7.1
						P/B	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9
						P/S	5.8	6.1	5.2	4.5	4.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

**联系地址:** 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkeshasha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lvyang@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本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：91610000719782242D。