

# 自主业绩低于预期，日系仍是增长引擎

## 广汽集团 (2238.HK) 2019 年年报业绩点评

### 核心结论

**自主品牌4季度业绩低于预期。**公司公告2019年实现营收597亿元，同比下滑17.5%，实现净利润66.2亿元，同比下滑39.3%。单看4季度，公司实现收入166.7亿元，同比下滑11.6%，净利润2.8亿元，同比下滑73.2%，低于我们预期，原因包括：1) Q4毛利率5.2%，同比下滑7pct，环比下滑1pct，原因是研发相关无形资产摊销计入营业成本；2) Q4销售费用率为11.3%，同比提升8pct，为2017年以来最高，主要是计提车型保修费用后导致售后服务费用增加；3) Q4资产减值损失5.8亿元，主要是针对PHEV车型计提减值。

**广丰、广本表现强劲，仍是增长引擎。**公司2019年投资收益为96.3亿元，同比增长6.9%，其中广本、广丰利润贡献为39.3、48.2亿元，同比增长31.2%、28.3%，广汽三菱为2.2亿元，同比下滑59.7%，广汽菲克亏损10.7亿元（2018年亏损4.8亿元）。单看4季度，公司实现投资收益21.2亿元，同比增长58.9%，主要受益于广本、广丰4季度销售强劲。展望2020年，我们认为近期上市的皓影、威兰达等高盈利车型依然将带动广本、广丰实现高增长，我们预计两款新车稳态单车净利润为1.5/1.8万元，分别为集团贡献12/13亿元的净利润增量。广汽菲克已实现产销一体化运营，并且已经打开出口销售渠道，预计亏损压力将得到缓解。

**疫情影响短期销量，维持“买入”评级。**我们将2020年净利润预估下调8.1%至99.4亿元，主要反映疫情对短期销量的冲击，以及自主品牌利润修复进度低于预期的影响。我们目标价调低至9.5港元，基于2020年9倍市盈率，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情加剧扩散，新产品销售不及预期、价格战升级、产品召回风险、汽车行业政策风险。

### 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	72,380	59,704	57,022	65,469	72,146
增长率	1.1%	-17.5%	-4.5%	14.8%	10.2%
归母净利润 (百万元)	10,903	6,618	9,940	11,849	13,312
增长率	1.1%	-39.3%	50.2%	19.2%	12.3%
每股收益 (EPS)	1.07	0.65	0.97	1.16	1.30
市盈率 (P/E)	6.5	10.7	7.2	6.0	5.4
市净率 (P/B)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

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 6.68

近一年股价走势



分析师

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

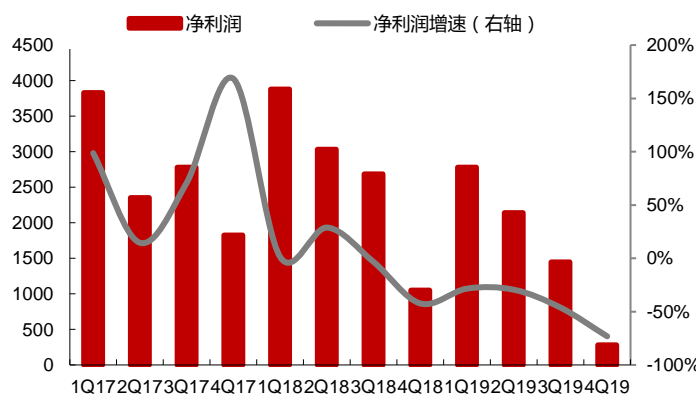
相关研究

广汽集团：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 2020-02-16  
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

## 自主品牌Q4业绩低于预期

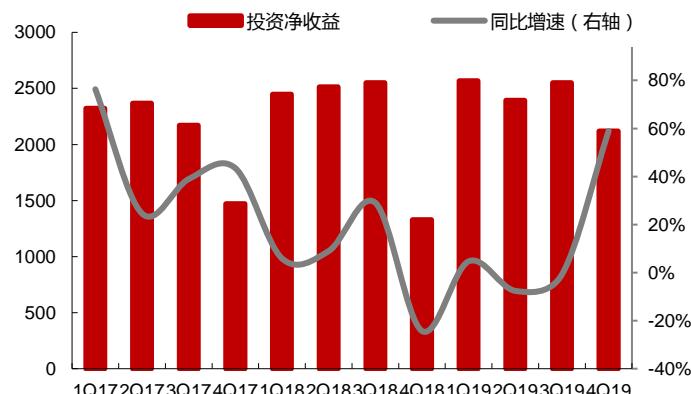
公司公告 2019 年实现营收 597 亿元,同比下滑 17.5%,实现净利润 66.2 亿元,同比下滑 39.3%。单看 4 季度,公司实现收入 166.7 亿元,同比下滑 11.6%,净利润 2.8 亿元,同比下滑 73.2%,低于我们预期,原因包括:1) Q4 毛利率 5.2%,同比下滑 7pct,环比下滑 1pct,原因是研发相关无形资产摊销计入营业成本;2) Q4 销售费用率为 11.3%,同比提升 8pct,为 2017 年以来最高,主要是计提车型保修费用后导致售后服务费用增加;3) Q4 资产减值损失 5.8 亿元,主要是针对 PHEV 车型计提减值。

图 1: 19Q4 净利润同比下降 73.2% (单位: 百万元)



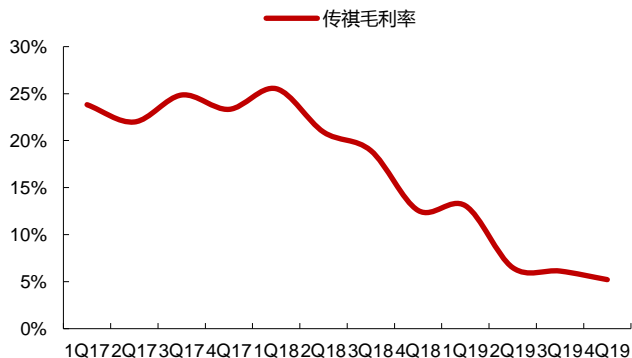
资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 2: 19Q4 投资净收益同比增长 58.9% (单位: 百万元)



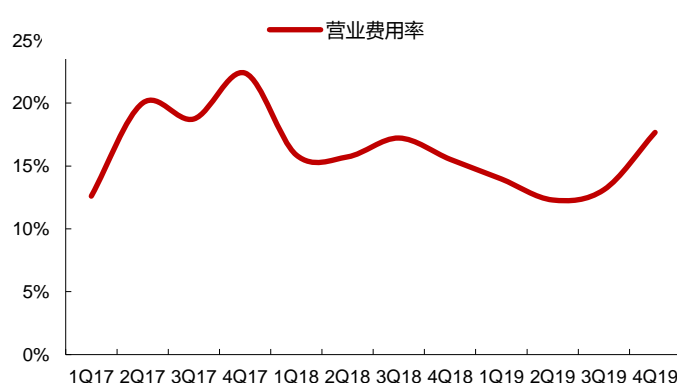
资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 3: 传祺 19Q4 毛利率 5.2%, 为 17 年以来最低点



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 4: 传祺 19Q4 营业费用率上升至 17.7%



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

## 广丰、广本表现强劲, 仍是增长引擎

公司 2019 年投资收益为 96.3 亿元,同比增长 6.9%,其中广本、广丰利润贡献为 39.3、48.2 亿元,同比增长 31.2%、28.3%,广汽三菱为 2.2 亿元,同比下滑 59.7%,广汽菲克亏损 10.7 亿元(2018 年亏损 4.8 亿元)。单看 4 季度,公司实现投资收益 21.2 亿元,同比增长 58.9%,主要受益于广本、广丰 4 季度销售强劲。展望 2020 年,我们认为近期上市的皓影、威兰达等高盈利车型依然将带动广本、广丰实现高增长,我们预计两款新车稳态单车净利润为 1.5/1.8 万元,分别为集团贡献 12/13 亿元的净利润增量。广汽菲克已实现产销一体化运营,并将打开

出口销售渠道，预计亏损压力有望得到缓解。

图 5：广本、广丰是主要增长引擎，广汽自主、菲亚特亏损压力有望缓解（单位：百万）

利润贡献	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
广汽本田	1,626	2,011	2,010	2,992	3,925	4,320	5,317
广汽丰田	186	2,257	2,999	3,759	4,823	5,170	5,588
广汽菲亚特	-513	208	463	-475	-1,068	-39	79
广汽三菱	45	-152	383	556	224	409	398
五羊-本田	119	72	116	20	55	105	108
广汽汇理	206	260	290	941	344	300	300
<b>合资小计</b>	<b>1,669</b>	<b>4,656</b>	<b>6,261</b>	<b>7,793</b>	<b>8,303</b>	<b>10,265</b>	<b>11,789</b>
<b>联营小计</b>	<b>978</b>	<b>1,051</b>	<b>1,424</b>	<b>1,469</b>	<b>996</b>	<b>1,751</b>	<b>2,013</b>
广汽乘用车	627	3,043	5,032	2,217	-2,113	527	685
<b>小计</b>	<b>4,232</b>	<b>6,288</b>	<b>10,786</b>	<b>10,903</b>	<b>6,618</b>	<b>9,940</b>	<b>11,849</b>

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

## 疫情影响短期销量，维持“买入”评级

我们将 2020 年净利润预估下调 8.1%至 99.4 亿元，主要反映疫情对短期销量的冲击，以及自主品牌利润修复进度低于预期的影响。我们目标价调低至 9.5 港元，基于 2020 年 9 倍市盈率，维持“买入”评级。

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)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	42,876	33,086	21,302	22,609	26,991	营业收入	72,380	59,704	57,022	65,469	72,146
应收款项	2,159	3,466	3,814	3,441	3,810	营业成本	58,241	55,148	50,023	55,725	61,119
存货净额	6,730	6,928	6,968	5,772	6,800	营业税金及附加	2,311	1,356	1,711	3,123	2,525
其他流动资产	14,447	13,385	13,603	13,361	13,600	销售费用	5,073	4,553	3,992	4,583	5,050
<b>流动资产合计</b>	<b>66,211</b>	<b>56,865</b>	<b>45,688</b>	<b>45,182</b>	<b>51,201</b>	管理费用	4,068	3,244	3,992	4,583	5,050
固定资产及在建工程	16,110	19,128	21,618	23,396	24,893	财务费用	-151	26	-1,035	-642	-816
长期股权投资	28,973	31,982	31,982	31,982	31,982	其他费用/( -收入)	168	-555	40	40	40
无形资产	8,556	11,667	12,843	14,266	15,288	<b>营业利润</b>	<b>2,519</b>	<b>-4,042</b>	<b>-2,735</b>	<b>-2,584</b>	<b>-1,639</b>
其他非流动资产	12,270	17,768	21,118	21,719	22,495	营业外净收支	9,348	10,336	12,450	13,753	14,662
<b>非流动资产合计</b>	<b>65,909</b>	<b>80,545</b>	<b>87,561</b>	<b>91,363</b>	<b>94,659</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,867</b>	<b>6,294</b>	<b>9,715</b>	<b>11,169</b>	<b>13,024</b>
<b>资产总计</b>	<b>132,120</b>	<b>137,410</b>	<b>133,249</b>	<b>136,545</b>	<b>145,860</b>	所得税费用	921	-417	-225	-680	-288
短期借款	1,944	1,884	1,884	1,884	1,884	<b>净利润</b>	<b>10,946</b>	<b>6,711</b>	<b>9,940</b>	<b>11,849</b>	<b>13,312</b>
应付款项	11,438	12,143	12,214	10,116	11,920	少数股东损益	44	94	-	-	-
其他流动负债	27,117	27,558	17,433	17,433	17,433	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,903</b>	<b>6,618</b>	<b>9,940</b>	<b>11,849</b>	<b>13,312</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>40,499</b>	<b>41,585</b>	<b>31,532</b>	<b>29,434</b>	<b>31,237</b>						
长期借款及应付债券	9,611	7,692	7,692	7,692	7,692	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他长期负债	4,088	5,678	4,446	4,446	4,446	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>13,700</b>	<b>13,370</b>	<b>12,138</b>	<b>12,138</b>	<b>12,138</b>	ROE	14.9%	8.4%	11.9%	13.2%	13.8%
<b>负债合计</b>	<b>54,199</b>	<b>54,955</b>	<b>43,669</b>	<b>41,572</b>	<b>43,375</b>	毛利率	19.5%	7.6%	12.3%	14.9%	15.3%
股本	10,232	10,238	10,238	10,238	10,238	营业利润率	3.5%	-6.8%	-4.8%	-3.9%	-2.3%
股东权益	76,550	80,134	87,092	92,486	99,998	销售净利率	15.1%	11.1%	17.4%	18.1%	18.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>132,120</b>	<b>137,410</b>	<b>133,249</b>	<b>136,545</b>	<b>145,860</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	1.1%	-17.5%	-4.5%	14.8%	10.2%
						营业利润增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						归母净利润增长率	1.1%	-39.3%	50.2%	19.2%	12.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.0%	40.0%	32.8%	30.4%	29.7%
						流动比	1.63	1.37	1.45	1.54	1.64
						速动比	1.47	1.20	1.23	1.34	1.42
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	1.07	0.65	0.97	1.16	1.30
						BVPS	7.48	7.83	8.51	9.03	9.77
						<b>估值</b>					
						P/E	6.5	10.7	7.2	6.0	5.4
						P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
						P/S	0.9	1.1	1.1	1.0	0.9

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
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@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	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@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
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@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
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@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
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@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。