

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2018年10月14日

市场数据

目前股价	10.6
总市值（亿元）	1,083.96
流通市值（亿元）	643.71
总股本（万股）	1,022,606
流通股本（万股）	607,269
12个月最高/最低	20.75/9.90

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

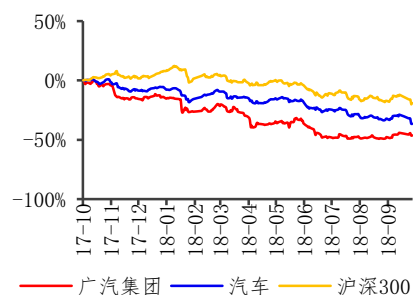
☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<合资品牌有所分化，自主品牌继续发力>>

2018-09-03

<<中报符合预期，下半年有望实现更快增长>> 2018-08-26

<<广汽丰田销量势头延续，广汽自主开始发力>> 2018-08-02

合资企业势头强劲，自主品牌表现稳定

——广汽集团（601238）公司动态点评

盈利预测

	2018E	2019E	2020E
营业收入	90,823	112,194	133,027
(+/-%)	26.7	23.5	18.6
净利润	14,322	16,436	18,864
(+/-%)	32.8	14.8	14.8
摊薄 EPS	1.40	1.60	1.85
PE	7.6	6.6	5.7

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件：

公司发布2018年9月份产销快报。9月份共实现汽车销量19.8万辆，同比增长5.84%，环比增长14.11%，1-9月份累计实现销量155.8万辆，累计同比增长6.24%。9月乘用车市场整体销量较去年同期下降12%，广汽集团销量实现同比环比增长，销售势头强劲，其中广汽丰田和广汽本田表现亮眼，分别实现销量同比增长48.37%和3.82%，一方面是由于换代产品的竞争力较强，另一方面是由于日系车的全面复苏，市场份额持续提升。广菲克受到产品力不足和SUV市场增速下降的影响，销量同比下降46.69%，广汽三菱受产能制约，在去年高基数下同比下降8.51%。广汽乘用车销量稳定，环比增长3.38%，但是受去年同期高基数影响，同比下降5.97%，GS3和GS4销量持续上升，GS5和GM6即将推出，预计Q4将继续发力，销量目标逐步兑现。预计2018-2020年净利润为143/164/189亿元，EPS为1.40/1.60/1.85元，对应18年PE为7.6X，维持“强烈推荐”评级。

表1：广汽集团9月份销量数据（单位：辆）

企业名称	本月销量	同比增长	环比增长	累计销量	累计增长
广汽本田	69,660	3.82%	25.94%	520,627	3.51%
广汽丰田	60,808	48.37%	11.49%	421,854	24.44%
广汽乘用车	43,427	-5.97%	3.38%	394,592	4.88%
广菲克	9,796	-46.69%	15.04%	97,187	-35.87%
广汽三菱	11,036	-8.51%	-3.19%	107,619	32.31%
其他	3,307	37.96%	87.58%	16,226	4.98%
合计	198,034	5.84%	14.11%	1,558,105	6.24%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

■ 核心观点：
1、广汽合资销售势头强劲，广汽丰田表现亮眼：广汽丰田9月份实现销

量 6.1 万辆，同比增长 48.4%，环比增长 11.5%。其中全新凯美瑞加凯美瑞混合动力依然保持 1.5 万辆的销量，且 2.5L+混动车型占比达到 60%；全新汉兰达销量仍保持在 1 万辆左右的水平，同比增长 23.6%，且高配车型占比较高；雷凌家族 9 月贡献销量 2.1 万辆，同比增长 20.0%；首款小型 SUV CHR 8 月上市，9 月销量迅速达到约 6000 辆，预计爬坡稳定后月销量能达到 1 万辆左右，将成为小型 SUV 市场的主力车型。混动车型凯美瑞双擎+雷凌双擎继续保持销量高增长，9 月销量超过 7000 辆，同比增长 82.6%，且销量占到广丰整体销量的 12%。维持广汽丰田全年销量超过 55 万辆的预计，增幅达到 25% 以上。

广汽本田 9 月份实现销量 7.0 万辆，同比增长 3.8%，环比增长 25.9%。冠道召回事件持续影响广本的销量，此外缤智处于生命周期的末期，销量也呈现一定程度的下滑。全新雅阁自今年 6 月份完成销量爬坡后，月度销量维持在 1.3-1.4 万辆左右，9 月销量实现较大提升，达到 1.6 万辆，同比增长 30.1%；飞度和奥德赛也贡献了较多的销量增量，同比分别增长 41.6% 和 66.4%。预计广汽本田全年销量在 75 万辆左右，增幅在 6% 左右。

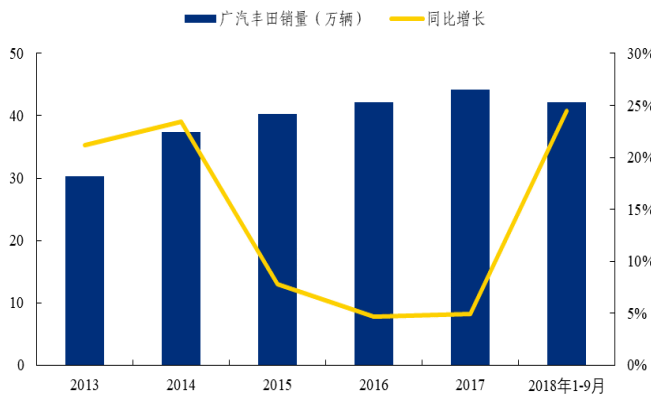
广汽三菱 9 月份实现销量 1.1 万辆，同比下降 8.5%，环比下降 3.2%。1-9 月份累计实现销量 10.8 万辆，同比增长 32.3%。广汽三菱主要受制于 10 万辆产能的限制，月销量基本维持在 1 万辆左右，今年 11 月份广汽三菱推出紧凑型 SUV 奕歌，今年底还将有 10 万产能的扩建完成，预计明年销量会有更大的提振。预计广汽三菱全年完成 13.5 万台左右，同比增长 15% 左右。

广菲克 9 月份实现销量 1.0 万辆，同比下降 46.7%，环比增长 15.0%，广菲克今年销量下降幅度较大，一方面是由于今年 SUV 市场增速下降，竞争加剧，另一方面是产品力不足。新车大指挥官销量低于预期，广菲克销量整体承压。预计广菲克全年销量 12 万辆左右，同比下降 40% 左右。

2、广汽自主销量稳定，维持全年 10%销量增速的预计：广汽乘用车 9 月份销量延续前两月的态势，实现销量 4.3 万辆，由于去年基数较高，同比下降 6.0%，环比增长 3.4%。新款 GS4 已完成销量爬坡，9 月实现销量 1.8 万辆；GS3 销量持续增长，9 月销量接近 1 万辆。随着后续全新紧凑型 SUV GS5 和全新 MPV GM6 的上市，销量预计会进一步得到提振。我们之前预计广汽乘用车会在下半年逐步发力，全年预计实现 10% 左右的销量增速，销量目标逐步兑现。

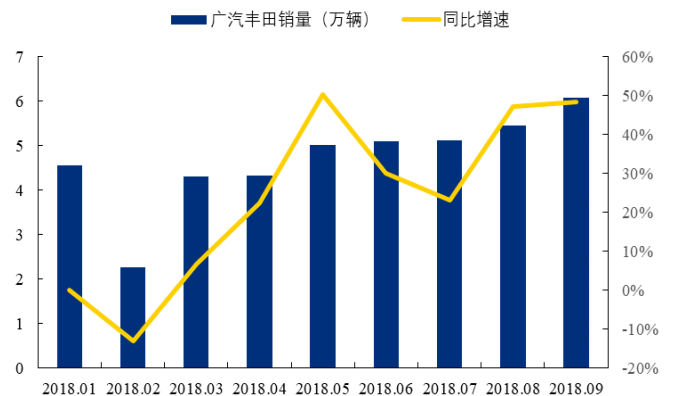
■ **风险提示：**汽车市场低迷，新车销量不及预期。

图 1: 广汽丰田历年销量及同比增速



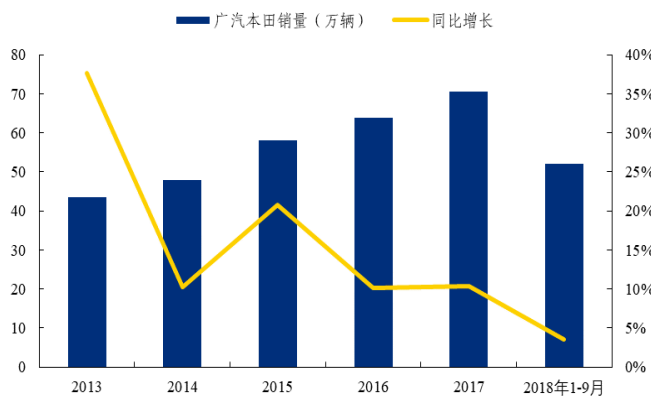
资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 2: 广汽丰田 2018 年月度销量及同比增速



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 3: 广汽本田历年销量及同比增速



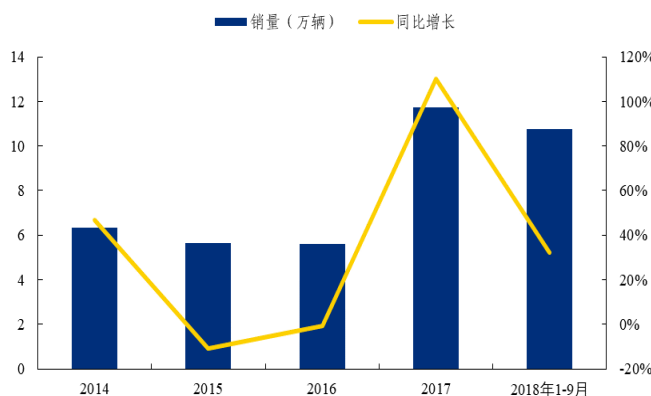
资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 4: 广汽本田 2018 年月度销量及同比增速



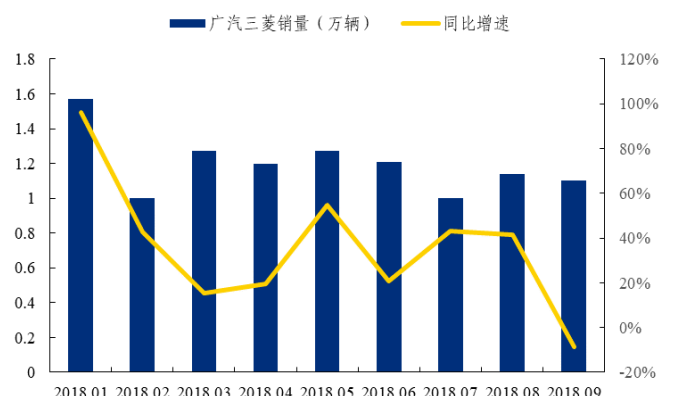
资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 5: 广汽三菱历年销量及同比增速



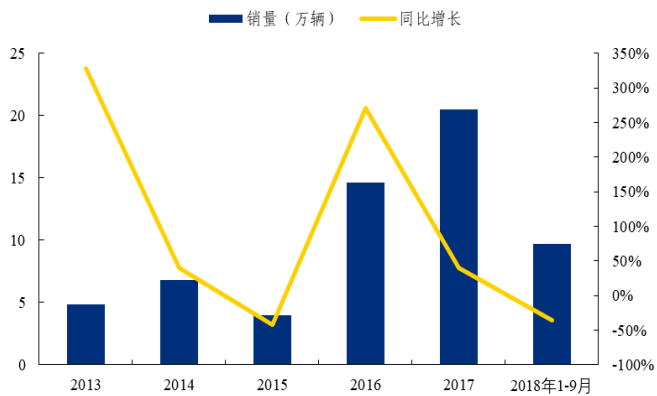
资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 6: 广汽三菱 2018 年月度销量及同比增速



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 7：广菲克历年销量及同比增速



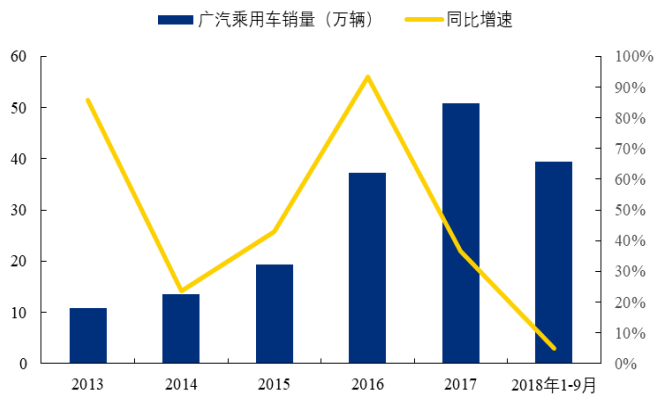
资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 8：广菲克 2018 年月度销量及同比增速



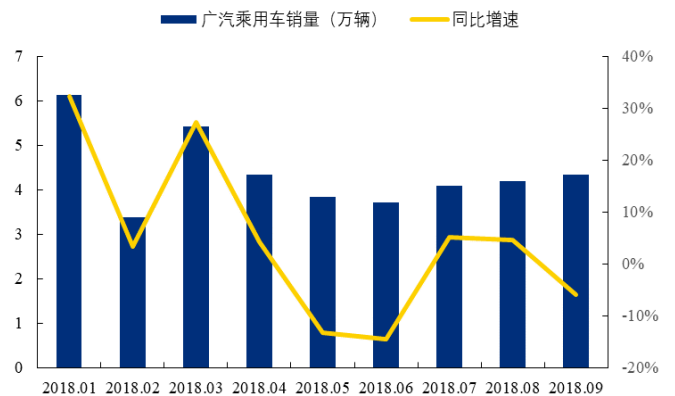
资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 9：广汽乘用车历年销量及同比增速



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 10：广汽乘用车 2018 年月度销量及同比增速



资料来源：公司公告、长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	49,418	71,575	90,823	112,194	133,028	成长性					
营业成本	39,558	54,791	68,436	84,350	99,746	营业收入增长	68.0%	44.8%	26.9%	23.5%	18.6%
销售费用	3,370	5,200	6,812	8,976	10,642	营业成本增长	59.4%	38.5%	24.9%	23.3%	18.3%
管理费用	2,749	4,008	5,069	6,272	7,431	营业利润增长	68.1%	72.8%	30.4%	16.6%	15.2%
财务费用	306	316	329	284	186	利润总额增长	60.0%	69.9%	30.8%	16.2%	14.9%
投资净收益	5,848	8,328	10,198	11,735	12,929	净利润增长	48.6%	71.5%	32.8%	14.8%	14.8%
营业利润	6,832	11,807	15,397	17,951	20,680	盈利能力					
营业外收支	219	170	272	251	228	毛利率	20.0%	23.4%	24.6%	24.8%	25.0%
利润总额	7,051	11,976	15,669	18,202	20,908	销售净利率	12.7%	15.1%	15.8%	14.7%	14.2%
所得税	754	1,154	1,314	1,720	1,995	ROE	14.0%	15.4%	17.6%	17.6%	17.5%
少数股东损益	8	36	33	46	49	ROIC	12.0%	12.3%	14.4%	14.7%	15.0%
净利润	6,288	10,786	14,322	16,436	18,864	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	6.8%	7.3%	7.5%	8.0%	8.0%
流动资产	34,971	64,485	72,730	84,217	95,609	管理费用/营业收入	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
货币资金	21,317	49,468	55,445	64,441	73,698	财务费用/营业收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%
应收账款	1,155	1,374	1,835	2,129	2,571	投资收益/营业利润	85.6%	70.5%	66.2%	65.4%	62.5%
应收票据	2,066	2,470	3,286	3,824	4,606	所得税/利润总额	10.7%	9.6%	8.4%	9.5%	9.5%
存货	2,494	3,347	3,948	5,043	5,589	应收账款周转率	52.37	56.61	56.61	56.61	56.61
非流动资产	47,121	55,117	63,066	69,821	75,743	存货周转率	17.90	18.76	18.76	18.76	18.76
固定资产	11,018	12,152	16,559	20,834	24,187	流动资产周转率	1.57	1.44	1.32	1.43	1.48
资产总计	82,092	119,602	135,796	154,038	171,352	总资产周转率	0.66	0.71	0.71	0.77	0.82
流动负债	24,322	36,739	41,900	48,534	53,112	偿债能力					
短期借款	1,216	1,326	1,326	1,326	1,326	资产负债率	45.4%	41.1%	39.9%	39.1%	37.1%
应付款项	9,384	11,958	14,699	18,156	20,696	流动比率	1.44	1.76	1.74	1.74	1.80
非流动负债	12,931	12,449	12,264	11,686	10,440	速动比率	1.34	1.66	1.64	1.63	1.69
长期借款	10,346	8,273	8,087	7,509	6,264	每股指标 (元)					
负债合计	37,253	49,188	54,164	60,220	63,552	EPS	0.62	1.06	1.40	1.61	1.85
股东权益	44,839	70,414	81,633	93,818	107,800	每股净资产	4.25	6.77	7.86	9.05	10.42
股本	6,453	7,293	10,211	10,211	10,211	每股经营现金流	0.82	0.69	0.91	1.16	1.17
留存收益	28,136	36,746	46,794	58,332	71,571	每股经营现金/EPS	1.33	0.65	0.65	0.72	0.63
少数股东权益	1,037	1,044	1,077	1,123	1,172	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债和权益总计	82,092	119,602	135,796	154,038	171,352	PE	17.22	10.04	7.56	6.59	5.74
现金流量表	(百万)					PEG	0.49	0.18	0.14	0.17	0.28
经营活动现金流	5,498	15,098	9,297	11,840	11,951	PB	2.49	1.57	1.35	1.17	1.02
其中营运资本减少	5,783	2,241	2,382	3,782	2,158	EV/EBITDA	10.20	5.43	4.01	3.00	2.20
投资活动现金流	-3,082	2,926	-181	1,953	3,384	EV/SALES	2.02	1.10	0.80	0.57	0.40
其中资本支出	5,212	6,209	4,515	4,434	3,359	EV/IC	1.77	0.89	0.73	0.57	0.43
融资活动现金流	1,644	9,568	-3,139	-4,797	-6,078	ROIC/WACC	1.25	1.28	1.50	1.51	1.52
净现金总变化	4,135	27,543	5,977	8,996	9,257	REP	1.41	0.69	0.49	0.38	0.28

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>