

2022年01月12日

广汽集团 (601238.SH)

## 2021 业绩超预期，2022 全面突破

■事件：公司发布 2021 年度业绩预告，预计 2021 年公司的归母净利润约 66-76 亿元，同比增长 11%-27%，扣非后归母净利润约为 56-67 亿元，同比增长 16%-39%。

■2021 完美收官，业绩优异。2021 年公司实现总销量 214.44 万辆，同比增长 4.92%。其中，2021 年埃安投放 AION Y、AION S PLUS 和 AION V PLUS 三款车，进一步完善产品矩阵，提升产品竞争力，全年销量高达 12 万辆，同比增长 101.80%，超额完成年初制定的 10 万辆目标；传祺先后推出影豹、GS4 PLUS、二代 GS8 和 M6 Pro 等全新或换代、中改车型，产品力显著提升，带动全年销量实现 32.42 万辆，同比增长 10.35%，实现底部回升；广丰、广本进入新一轮产品周期，广丰相继推出全新凯美瑞、第四代汉兰达、赛那等 6 款新车型，广本也先后上市型格、皓影插电混动版、首款纯电动轿车绎乐、凌派、雅阁及奥德赛中改款等车型，新品的持续投放进一步丰富了两田的产品矩阵，助力广本和广丰全年销量分别达到 78.03 万辆和 82.80 万辆。产销增长提升规模效应，自主产能利用率底部回升，产品结构改善，叠加合资贡献业绩增量，2021 年公司预计实现归母净利润约 66-76 亿元，同比增长 11%-27%，业绩优异。

■Q4 业绩超预期。Q4 单季度归母净利润预计为 13.16-23.16 亿元，同比增长 37%-140%，业绩表现超预期，我们认为主要原因可能包括，1) Q4 传祺销量 10.30 万辆，同比增长 7.81%，且 GS4、GS8、M8、M6 和影豹等高毛利车型持续热销，销量增长产能利用率提升叠加产品结构改善，带动毛利率增长；2) Q4 埃安销量 4.16 万辆，同比增长 92.92%，毛利率持续提升；3) 11 月 13 日，公司发布公告向合创汽车和广汽乘用车挂牌出售广汽传祺杭州基地 49% 股权和相关车型专用资产产生收益；4) Q4 广丰销量同比增长 10.36%，且雷凌、凯美瑞、威兰达、汉兰达和塞那等高毛利车型销量占比同比增加 6.97pct，投资收益增长显著。

■2022 年迎新品周期，公司有望全面突破。埃安：1 月 1 日，2022 款 Aion S PLUS 正式上市，在外观和配置方面实现升级；1 月 5 日，AION LX PLUS 正式上市，新车搭载 3 颗激光雷达和海绵硅负极片电池，续航里程将达 1008km，新车产品力大幅提升，预计将为埃安贡献新增量。传祺：据公司官微，2021 年 12 月上市的新车第二代传祺 GS8，上市 18 天订单突破 2 万辆，叠加影豹订单的持续释放以及 GS4 和 MPV 车型的持续热销，2022 年传祺销量有望持续增长。合资：2022 年，广本的型格和电动车 eN P1，广丰的赛那、锋兰达、威飒和纯电车型 bZ4X，以及广汽三菱的纯电 SUV 阿图柯将陆续上市，其中据公司官微，型格上市仅 2 周即获得 10000 辆订单，合资销量有望持续高速增长。随着芯片短缺逐渐缓解和新品上市放量，叠加埃安、广丰、广本的持续扩产以及埃安混改的有序推进，据公司官微，公司确定了 2022 年挑战全年汽车销量同比增长 15% 的目标，2022 年公司有望全面突破。

■投资建议：2021 年，广汽埃安销量有望大幅增长、广汽传祺有望迎来底部反转、合资品牌重磅车型上市有望为广汽带来显著业绩弹性。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 68.4、98.1、136.0 亿元，对应当前市值，PE 分别 22.0、15.3、11.1 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 27.90 元/股。

■风险提示：汽车行业芯片短缺加剧；自主销量不及预期风险；疫情失控风险。

100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	597.0	631.6	782.5	1,034.8	1,237.8
净利润	66.2	59.7	68.4	98.1	136.0
每股收益(元)	0.64	0.58	0.66	0.95	1.31
每股净资产(元)	7.73	8.13	8.52	9.17	10.06
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	22.7	25.2	22.0	15.3	11.1
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
净利润率	11.1%	9.4%	8.7%	9.5%	11.0%
净资产收益率	8.3%	7.1%	7.7%	10.3%	13.0%
股息收益率	1.4%	1.2%	1.5%	2.1%	2.9%
ROIC	15.9%	12.4%	12.7%	22.4%	33.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

乘用车

投资评级 买入-A  
维持评级

6 个月目标价：27.90 元  
股价 (2022-01-10) 14.62 元

### 交易数据

总市值(百万元)	151,618.07
流通市值(百万元)	104,823.52
总股本(百万股)	10,370.59
流通股本(百万股)	7,169.87
12 个月价格区间	10.21/20.37 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.62	-4.86	17.07
绝对收益	-14.6	-4.82	17.72

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002  
xuhx@essence.com.cn

刘国荣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521100001  
liugr@essence.com.cn

### 相关报告

- 广汽集团：2021 完美收官，2022 目标销量 15% 增长/ 徐慧雄 2022-01-06
- 广汽集团：11 月埃安批售首破 1.5 万，传祺销量再创新高/徐慧雄 2021-12-08
- 广汽集团：埃安单月订单破 2 万，传祺销量创 2021 年新高/徐慧雄 2021-11-09
- 广汽集团：业绩基本符合预期，未来有望加速扩张/徐慧雄 2021-10-30
- 广汽集团：9 月销量环比改善，埃安销量再攀新高/徐慧雄 2021-10-09

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E	100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	597.0	631.6	782.5	1,034.8	1,237.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	551.5	586.6	688.6	892.0	1,059.6	营业收入增长率	-17.5%	5.8%	23.9%	32.2%	19.6%
营业税费	13.6	13.6	19.9	24.0	29.0	营业利润增长率	-51.2%	-0.8%	35.6%	43.8%	38.7%
销售费用	45.5	36.4	53.2	69.6	79.6	净利润增长率	-39.3%	-9.8%	14.6%	43.5%	38.5%
管理费用	32.4	33.6	42.7	55.9	66.7	EBITDA 增长率	-33.4%	22.0%	5.4%	26.9%	27.0%
财务费用	0.3	0.3	-	-	-	EBIT 增长率	-50.6%	24.2%	8.3%	43.8%	38.7%
资产减值损失	-5.5	-7.1	6.3	22.4	12.4	NOPLAT 增长率	-42.6%	-1.0%	14.1%	43.8%	38.7%
加:公允价值变动收益	1.0	2.9	-4.6	0.6	1.2	投资资本增长率	27.1%	10.8%	-18.3%	-7.9%	-21.9%
投资和汇兑收益	96.3	99.1	109.2	138.5	160.7	净资产增长率	5.8%	5.1%	4.7%	7.5%	9.7%
<b>营业利润</b>	56.8	56.4	76.4	109.9	152.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	6.1	0.6	0.4	0.6	0.6	毛利率	7.6%	7.1%	12.0%	13.8%	14.4%
<b>利润总额</b>	62.9	57.0	76.8	110.5	153.0	营业利润率	9.5%	8.9%	9.8%	10.6%	12.3%
减:所得税	-4.2	-3.6	7.7	11.0	15.3	净利润率	11.1%	9.4%	8.7%	9.5%	11.0%
<b>净利润</b>	66.2	59.7	68.4	98.1	136.0	EBITDA/营业收入	16.2%	18.7%	15.9%	15.2%	16.2%
						EBIT/营业收入	9.5%	11.2%	9.8%	10.6%	12.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	95	102	79	52	38
货币资金	322.4	285.0	412.1	501.6	678.6	流动营业资本周转天数	-85	-70	-66	-56	-51
交易性金融资产	8.4	16.0	11.4	11.9	13.1	流动资产周转天数	371	324	294	280	286
应收账款	45.3	54.8	38.6	101.6	69.0	应收帐款周转天数	23	29	21	24	25
应收票据	22.4	18.8	54.8	40.6	63.2	存货周转天数	41	39	34	36	35
预付帐款	12.8	11.6	19.6	20.8	25.9	总资产周转天数	813	799	672	546	496
存货	69.3	66.2	83.4	123.5	116.7	投资资本周转天数	262	293	226	147	105
其他流动资产	88.0	114.0	91.6	97.8	101.1						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.3%	7.1%	7.7%	10.3%	13.0%
长期股权投资	319.8	333.8	333.8	333.8	333.8	ROA	4.9%	4.2%	4.6%	6.1%	7.8%
投资性房地产	13.3	13.9	13.9	13.9	13.9	ROIC	15.9%	12.4%	12.7%	22.4%	33.7%
固定资产	174.7	183.6	161.8	139.9	118.1	<b>费用率</b>					
在建工程	16.5	14.5	14.5	14.5	14.5	销售费用率	7.6%	5.8%	6.8%	6.7%	6.4%
无形资产	161.4	176.0	150.0	124.0	98.0	管理费用率	5.4%	5.3%	5.5%	5.4%	5.4%
其他非流动资产	110.4	125.3	99.7	108.7	109.5	财务费用率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	1,374.1	1,428.1	1,493.0	1,643.3	1,766.3	三费/营业收入	13.1%	11.1%	12.3%	12.1%	11.8%
短期债务	18.8	35.6	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	199.3	207.4	279.6	355.8	390.5	资产负债率	40.0%	39.3%	39.2%	40.6%	39.4%
应付票据	11.2	10.8	11.0	20.1	16.6	负债权益比	66.6%	64.8%	64.5%	68.4%	65.0%
其他流动负债	186.5	170.1	179.5	178.3	176.3	流动比率	1.37	1.34	1.51	1.62	1.83
长期借款	18.5	28.8	-	-	-	速动比率	1.20	1.18	1.34	1.40	1.63
其他非流动负债	115.2	108.8	115.2	113.1	112.4	利息保障倍数	215.99	202.48			
<b>负债总额</b>	549.6	561.5	585.4	667.2	695.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	23.2	23.4	24.1	25.3	27.0	DPS(元)	0.20	0.18	0.21	0.30	0.42
股本	102.4	103.5	103.7	103.7	103.7	分红比率	30.9%	31.2%	32.6%	31.6%	31.8%
留存收益	690.0	733.8	779.9	847.0	939.8	股息收益率	1.4%	1.2%	1.5%	2.1%	2.9%
<b>股东权益</b>	824.5	866.6	907.7	976.1	1,070.5						
						<b>现金流量表</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
净利润	67.1	60.5	68.4	98.1	136.0	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	41.7	49.4	47.9	47.9	47.9	EPS(元)	0.64	0.58	0.66	0.95	1.31
资产减值准备	6.1	7.1	-	-	-	BVPS(元)	7.73	8.13	8.52	9.17	10.06
公允价值变动损失	-1.0	-2.9	-4.6	0.6	1.2	PE(X)	22.7	25.2	22.0	15.3	11.1
财务费用	5.0	4.2	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
投资损失	-96.3	-99.1	-109.2	-138.5	-160.7	P/FCF	-51.9	72.2	13.8	11.3	6.8
少数股东损益	0.9	0.9	0.7	1.3	1.7	P/S	2.5	2.4	1.9	1.5	1.2
营运资金的变动	-74.1	-85.9	76.2	-22.1	40.4	EV/EBITDA	9.1	9.1	8.5	6.1	3.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	-3.8	-28.9	79.4	-12.8	66.4	CAGR(%)	14.0%	31.5%	-14.2%	14.0%	31.5%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-48.3	4.7	133.3	133.4	156.1	PEG	1.6	0.8	-1.5	1.1	0.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	-23.3	-17.9	-85.6	-31.1	-45.5	ROIC/WACC	1.5	1.2	1.2	2.2	3.3
						REP	1.2	1.7	2.0	1.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034