

2021年12月08日

广汽集团 (601238.SH)

11月埃安批售首破1.5万，传祺销量再创新高

■事件：12月7日，公司发布11月销量，本月公司批售22.41万辆，环比增长16.22%，同比增长2.98%。

■11月埃安批售破1.5万辆，单月订单超2.4万辆。11月，埃安批发销量为15035辆，环比和同比分别增长24.41%和109.11%，批发销量首次破1.5万辆；11月终端销量14566辆，同比增长123%，1-11月累计终端销量破10万。截止11月底，AION S、AION Y、AION V均已推出改款车型，产品力显著提升，埃安需求旺盛，据公司官微，目前埃安每月订单维持在24000辆以上。据汽车之家，AION LX PLUS预计于2022年1月正式上市，新车综合工况续航里程达1008km，搭载3颗激光雷达，产品力较老款大幅提升，预计将为埃安贡献新增量。

■影豹销量连续2个月过万，传祺销量再创新高。11月，传祺实现销量35572辆，环比和同比分别增长0.74%和6.56%，销量再创新高。我们预测主要原因有，1) 新车影豹订单继续释放，本月销量10052辆，连续2个月销量过万；2) 热销车型GS4和MPV车型(传祺M8和传祺M6)贡献主要销量。据易车网，全新第二代GS8预售以来首月订单破万，其中搭载丰田全新THS系统的混动版本占比超50%，叠加影豹订单的持续释放，传祺销量有望持续增长。

■合资环比向好，广丰同比增速转正。11月，广丰批售85000辆，环比和同比分别增长39.34%和9.82%，结束了连续3个月同比负增长。我们预测广丰销量环比大增的主要原因是，芯片短缺压力缓解，雷凌和威兰达分别环比增加17595辆和9805辆。据公司官微，凯美瑞本月销量25341辆，连续2个月过2.5万辆，其中20万以上版本占比达60%；新车汉兰达本月销量10385辆，累计订单超5.2万辆，后续有望持续释放。11月广本批售77709辆，环比增长3.04%，终端销量69134辆，其中雅阁和缤智销量分别为25049辆和17875辆，也是广本销量环比增长的主要原因。未来，随着广本的“思域姊妹车”INTEGRA型格以及电动车c:N P1的上市，广丰赛那SIENNA、锋兰达、威飒的入列，合资销量有望持续高速增长。

■重磅新车+埃安多点布局，公司未来可期。一方面，传祺、埃安、广丰、广本等陆续推出多款重磅新车贡献销量增量；另一方面，埃安混改如期推进，积极布局产能及电芯。11月29日，公司公告将对广汽埃安进行资产重组，重组后埃安注册资本将由14.19亿元增至60亿元，有利于形成面向市场的独立经营能力，竞争能力进一步增强。产能和电芯方面，1) 据公司官微，目前埃安产能紧张，产能利用率超130%，预计于2022年2月产能可增至20万辆，2023年具备40万辆产能；2) 埃安拟投资3.36亿元，快速建设一条自研电池电芯的中等规模生产线。基于新车、体制、产能和电池的规划，公司未来可期。

■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27.0、18.8、13.6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)	7.74	8.14	8.53	9.18	10.07

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	27.9	30.9	27.0	18.8	13.6
市净率(倍)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8
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	1.1%	1.0%	1.2%	1.7%	2.3%
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

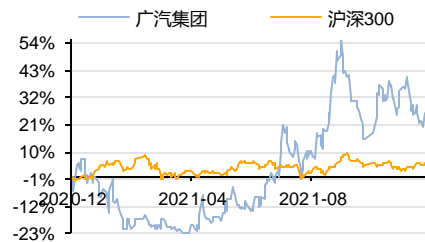
6个月目标价：27.90元

股价(2021-12-06) 15.90元

交易数据

总市值(百万元)	164,695.17
流通市值(百万元)	113,803.70
总股本(百万股)	10,358.19
流通股本(百万股)	7,157.47
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	-13.12	-19.34	20.49
绝对收益	-10.32	-21.72	25.54

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：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
- 广汽集团：缺芯短暂影响销量，埃安销量再创新高/徐慧雄 2021-09-12
- 广汽集团：Q2业绩符合预期，埃安混改或释放成长潜力/徐慧雄 2021-08-31

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
营业收入	597.0	631.6	782.5	1,034.8	1,237.8	成长性					
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%
营业利润	56.8	56.4	76.4	109.9	152.4	利润率					
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%
利润总额	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%
净利润	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%
资产负债表						运营效率					
	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	412.0	501.4	678.5	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	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.3%	7.1%	7.7%	10.3%	13.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	4.2%	4.6%	6.1%	7.8%
长期股权投资	319.8	333.8	333.8	333.8	333.8	ROIC	15.9%	12.4%	12.7%	22.4%	33.7%
投资性房地产	13.3	13.9	13.9	13.9	13.9	费用率					
固定资产	174.7	183.6	161.8	139.9	118.1	销售费用率	7.6%	5.8%	6.8%	6.7%	6.4%
在建工程	16.5	14.5	14.5	14.5	14.5	管理费用率	5.4%	5.3%	5.5%	5.4%	5.4%
无形资产	161.4	176.0	150.0	124.0	98.0	财务费用率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	110.4	125.3	99.7	108.7	109.5	三费/营业收入	13.1%	11.1%	12.3%	12.1%	11.8%
资产总额	1,374.1	1,428.1	1,492.9	1,643.2	1,766.2	偿债能力					
短期债务	18.8	35.6	-	-	-	资产负债率	40.0%	39.3%	39.2%	40.6%	39.4%
应付帐款	199.3	207.4	279.6	355.8	390.5	负债权益比	66.6%	64.8%	64.5%	68.4%	65.0%
应付票据	11.2	10.8	11.0	20.1	16.6	流动比率	1.37	1.34	1.51	1.62	1.83
其他流动负债	186.5	170.1	179.5	178.3	176.3	速动比率	1.20	1.18	1.34	1.40	1.63
长期借款	18.5	28.8	-	-	-	利息保障倍数	215.99	202.48			
其他非流动负债	115.2	108.8	115.2	113.1	112.4	分红指标					
负债总额	549.6	561.5	585.4	667.2	695.8	DPS(元)	0.20	0.18	0.22	0.30	0.42
少数股东权益	23.2	23.4	24.1	25.3	27.0	分红比率	30.9%	31.2%	32.6%	31.6%	31.8%
股本	102.4	103.5	103.6	103.6	103.6	股息收益率	1.1%	1.0%	1.2%	1.7%	2.3%
留存收益	690.0	733.8	779.9	847.0	939.8						
股东权益	824.5	866.6	907.5	976.0	1,070.4						
						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.64	0.58	0.66	0.95	1.31
现金流量表						BVPS(元)	7.74	8.14	8.53	9.18	10.07
净利润	67.1	60.5	68.4	98.1	136.0	PE(X)	27.9	30.9	27.0	18.8	13.6
加:折旧和摊销	41.7	49.4	47.9	47.9	47.9	PB(X)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8
资产减值准备	6.1	7.1	-	-	-	P/FCF	-63.7	88.5	16.9	13.9	8.3
公允价值变动损失	-1.0	-2.9	-4.6	0.6	1.2	P/S	3.1	2.9	2.4	1.8	1.5
财务费用	5.0	4.2	-	-	-	EV/EBITDA	9.1	9.1	11.3	8.3	5.6
投资损失	-96.3	-99.1	-109.2	-138.5	-160.7	CAGR(%)	14.0%	31.5%	-14.2%	14.0%	31.5%
少数股东损益	0.9	0.9	0.7	1.3	1.7	PEG	2.0	1.0	-1.9	1.3	0.4
营运资金的变动	-74.1	-85.9	76.2	-22.1	40.4	ROIC/WACC	1.5	1.2	1.2	2.2	3.3
经营活动产生现金流量	-3.8	-28.9	79.4	-12.8	66.4	REP	1.2	1.7	2.6	1.5	1.1
投资活动产生现金流量	-48.3	4.7	133.3	133.4	156.1						
融资活动产生现金流量	-23.3	-17.9	-85.7	-31.1	-45.5						

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