

买入

中报符合预期，品牌依旧分化

广汽集团 (2238.HK)

2020-09-01 星期二

投资要点

目标价: **8.6 港元**
 现价: 6.66 港元
 预计升幅: 29.1%

重要数据

日期	2020-08-31
收盘价 (港元)	6.66
总股本 (百万股)	10,200
总市值 (百万港元)	107,700
净资产 (百万元)	83,026
总资产 (百万元)	129,840
52 周高低 (港元)	10.14/5.51
每股净资产 (元)	7.89

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

广州汽车工业集团 (53.71%)

相关报告

广汽集团 (2238.HK) - 首发报告-20200513

研究部

姓名: 汪伟杰
 SFC: BNQ701
 电话: 0755-21516067
 Email: wangwj@gyzq.com.hk

► **受疫情影响，2020 上半年业绩承压：**

公司 2020H1 产销量分别为 79.7 万辆和 82.5 万辆，同比分别-15.9%和-17.5%，占有率较 2019 年提升 0.62pct 至 10.5%。毛利率同比下滑 3.4pct 至 3.8%，主要是由于：1) 销量的下滑导致规模效应下降；2) 实施精细化核算，将部分研发投入计入营业成本。

► **日系依然表现强势，广菲克&广三菱大幅下滑：**

1) 广汽丰田上半年实现销量 32.1 万辆，同比+3.1%，贡献利润 29.1 亿元；2) 广汽本田 H1 销量 31.8 万辆，同比-20.6%，贡献利润 17.2 亿元；3) 广菲克 H1 销量 1.8 万辆，同比-51.0%，亏损 6.6 亿元；4) 广三菱 H1 销量 2.9 万辆，同比-54.6%，亏损 1.6 亿元。

► **自主依然承压，新能源表现亮眼：**

广汽自主上半年实现销量 13.8 万辆，同比-26.2%，表现依然较弱。但新能源方面表现亮眼，在行业大幅下滑的背景下，产销依然实现同比+87%。利润方面，扣除享有的合营/联营企业利润，母公司上半年净亏损 17.9 亿元。我们认为接下来随着换代 GS4 的持续爬坡以及新能源 Aion 系列销量持续增长，公司自主有望逐渐减亏。

► **维持“买入”评级：**

对于未来，我们仍然看好公司日系合资品牌在存量市场竞争中的份额扩张以及广汽自主的盈利修复。鉴于疫情对公司上半年业绩的影响，我们下调公司 2020/2021 年每股盈利预测至 0.69/0.86 元，下调目标价至 8.6 港元，对应 2021 年 9 倍 PE，维持“买入”评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,380	59,704	56,619	62,659	70,127
同比增长	1.1%	-17.5%	-5.2%	10.7%	11.9%
归母净利润	10,900	6,616	7,047	8,800	10,237
同比增长	-1.0%	-39.3%	6.5%	24.9%	16.3%
毛利率	15.9%	4.2%	5.1%	8.2%	9.6%
净利润率	15.1%	11.1%	12.4%	14.0%	14.6%
每股收益(元)	1.07	0.65	0.69	0.86	1.00
PE@6.7HKD	5.6	9.3	8.7	7.0	6.0

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

广汽集团(2238.HK)公布 2020 年上半年业绩:

2020 年上半年, 公司实现营业总收入 256.4 亿元, 同比-9.6%; 归母净利润 23.2 亿元, 同比-52.9%; 扣非归母净利润 20.2 亿元, 同比-38.0%。

图 1: 2013-2020H1 公司收入及增速



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 2: 2013-2020H1 公司归母净利润及增速

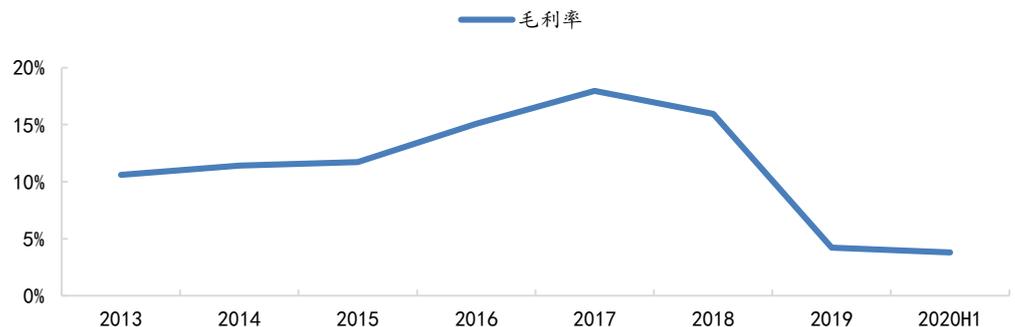


资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

受疫情影响, 2020 上半年业绩承压:

公司 2020H1 产销量分别为 79.7 万辆和 82.5 万辆, 同比分别-15.9%和-17.5%, 占有率较 2019 年提升 0.62pct 至 10.5%。毛利率同比下滑 3.4pct 至 3.8%, 主要是由于: 1) 销量的下滑导致规模效应下降; 2) 实施精细化核算, 将部分研发投入计入营业成本。

图 3: 2013-2020H1 公司毛利率



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

日系依然表现强势, 广菲克&广三菱大幅下滑:

1) 广汽丰田上半年实现销量 32.1 万辆, 同比+3.1%, 贡献利润 29.1 亿元; 2) 广汽本田 H1 销量 31.8 万辆, 同比-20.6%, 贡献利润 17.2 亿元; 3) 广菲克 H1 销量 1.8 万辆, 同比-51.0%, 亏损 6.6 亿元; 4) 广三菱 H1 销量 2.9 万辆, 同比-54.6%, 亏

损 1.6 亿元。

自主依然承压，新能源表现亮眼：

广汽自主上半年实现销量 13.8 万辆，同比-26.2%，表现依然较弱。但新能源方面表现亮眼，在行业因补贴退坡大幅下滑的背景下，产销依然实现同比+87%。利润方面，扣除享有的合营/联营企业利润，母公司上半年净亏损 17.9 亿元。我们认为接下来随着换代 GS4 的持续爬坡以及新能源 Aion 系列销量持续增长，公司自主有望逐渐减亏。

维持“买入”评级：

对于未来，我们仍然看好公司日系合资品牌在存量市场竞争中的份额扩张以及广汽自主的盈利修复。鉴于疫情对公司上半年业绩的影响，我们下调公司 2020/2021 年每股盈利预测至 0.69/0.86 元，下调目标价至 8.6 港元，对应 2021 年 9 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：

国内宏观经济环境不确定性；

零售销量不及预期；

行业竞争加剧。

损益表(人民币 百万元, 财务年度截至12月)						财务分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	72,380	59,704	56,619	62,659	70,127	毛利率 (%)	15.9%	4.2%	5.1%	8.2%	9.6%
毛利	11,544	2,523	2,889	5,168	6,714	经营利润率	4.8%	-4.6%	-3.0%	-0.4%	0.7%
其他业务收入	1,521	2,911	2,996	3,120	3,329	净利率 (%)	15.1%	11.1%	12.4%	14.0%	14.6%
销售成本	-5,073	-4,553	-4,077	-4,574	-5,119	SG&A/收入 (%)	13.3%	13.6%	13.4%	13.6%	13.6%
行政费用	-4,519	-3,590	-3,510	-3,947	-4,418	实际税率 (%)	7.8%	6.6%	2.0%	8.0%	8.0%
经营利润	3,466	-2,763	-1,702	-234	506	股息支付率 (%)	35.5%	30.5%	29.6%	29.6%	29.6%
财务费用	-459	-516	-554	-570	-620	库存周转	40.4	44.2	54.8	54.8	54.8
合营企业利润	8,753	9,399	9,263	10,503	11,398	应付账款天数	211.8	211.6	234.0	234.0	234.0
税前盈利	11,863	6,292	7,006	9,699	11,283	应收账款天数	83.7	103.0	109.5	109.5	109.5
所得税	-921	417	140	-776	-903	ROA	8.2%	4.8%	4.9%	5.7%	6.2%
净利润	10,900	6,616	7,047	8,800	10,237	ROE	14.2%	8.3%	8.3%	9.6%	10.4%
EPS	1.07	0.65	0.69	0.86	1.00	净负债/股本	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
总收入 (%)	1.1%	-17.5%	-5.2%	10.7%	11.9%	收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
净利润 (%)	-1.0%	-39.3%	6.5%	24.9%	16.3%	总资产/股本	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
资产负债表						现金流量表					
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
现金	27,730	23,605	26,404	29,670	36,498	经营活动现金	-971	-2,118	3,784	5,190	7,250
应收账款	16,605	16,844	16,986	18,798	21,038	已收利息	468	605	245	231	296
存货	6,730	6,928	8,059	8,624	9,512	已付利息	-462	-615	-554	-570	-620
总流动资产	66,211	56,865	60,476	66,932	77,934	已付所得税	-1,372	-260	140	-776	-903
固定资产	20,248	19,396	20,524	21,232	21,499	营运性现金流	-2,338	-2,388	3,614	4,075	6,023
无形资产	8,540	10,810	13,618	16,369	17,661	资本开支	-9,852	-10,101	-8,770	-9,270	-8,270
长期投资	28,995	32,005	32,005	32,005	32,005	定期存款变化	-174	3,381	360	-704	-871
总资产	132,174	137,464	143,455	153,487	166,272	投资性现金流	-5,148	-52	902	579	2,307
应付帐款	35,786	33,616	34,924	37,369	41,219	向本公司股东支付	-4,158	-3,378	-2,114	-2,640	-3,071
短期银行贷款	2,829	6,169	5,797	6,202	6,841	借款和发行债券	4,650	4,845	6,566	7,048	7,772
总短期负债	40,291	41,775	42,710	45,561	50,049	偿还借款和债券	-3,228	-3,873	-6,169	-5,797	-6,202
其他负债	76,604	80,188	85,121	91,281	98,447	融资性现金流	-2,012	-1,711	-1,717	-1,388	-1,502
总负债	54,199	54,955	55,915	59,665	65,140	现金变化	-9,498	-4,151	2,799	3,265	6,829
股东权益	76,604	80,188	85,121	91,281	98,447	期初持有现金	37,199	27,730	23,605	26,404	29,670
每股账面值	7.36	7.70	8.17	8.76	9.45	期末持有现金	27,730	23,605	26,404	29,670	36,498

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>