万联证券 WANLIAN SECURITIES

日系稳健发展，自主再造“传祺”

——广汽集团（601238）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020 年 07 月 21 日

报告关键要素：

广汽集团为国内首家“A+H”整体上市的地方国有控股汽车集团，业务涵盖上游汽车研发、零部件生产制造、整车制造及下游的汽车商贸、汽车金融、移动出行的全产业链布局，整车中合资品牌于自主品牌平稳共同发展，尤其是日系合资表现优异，市占率稳步提升，自主品牌近两年暂时性承压，预计后期有望改善。

投资要点：

- **自主品牌暂时承压，业绩预期有望改善：**广汽传祺自主具备爆发增长的基因，2010-2018 年自主品牌销量由 1.7 万辆增长至 53.5 万辆，CAGR 高达 63.7%发展迅猛，其中 2016 年首次实现扭亏为盈，2016-2018 年连续三年实现盈利，2019 年受核心车型传祺 GS4 达到生命周期尾部及行业整体景气度下行的影响，广汽乘用车销售收入 407.2 亿元，同比下降 26.9%，自主暂时性承压。面对行业景气度下行及 SUV 竞争加剧的影响，公司加大自主品牌投资开发力度，推动研产一体化，轻装上阵主动去渠道库存，同时坚持正向开发打造全新 GPMA 平台模块架构并及时推出第二代广汽传祺 GS4，另外大力发展新能源及智能网联汽车，广汽新能源 Aions S 及 Aions LX 销量持续火爆印证公司在“新四化”领域的布局能够获得市场认可，预计在在多款重磅车型及新能源汽车销量带动下，自主有望扭亏为盈。
- **日系迎来品质发展新时代，“两田”产销稳步提升：**国内汽车步入低增长阶段，消费者二次需求的增加促进汽车消费品质的提升，日系车质量有保障、可靠性更高、保值率高、燃油经济性好等优点导致“两田”品牌在国内迎来稳定发展新时代，广汽丰田、广汽本田纷纷丰富 SUV 产品线及新能源车的布局，短期来看皓影、威兰达等全新 SUV 的推出有望保障“两田”销量的稳步提升；中长期来看，“两田”近三年产能利用率超过 100%，产能供不应求，“两田”产能有序扩张及稳定良好的产品竞争力有望促进日系合资品牌市占率的持续提升。

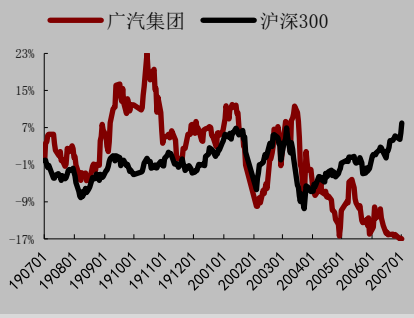
	2019 年	2020 年	2021E	2022E
营业收入(亿元)	597.04	562.74	629.46	686.48
增长比率(%)	-17.5%	-5.7%	11.9%	9.1%
净利润(亿元)	66.18	47.39	67.15	87.79
增长比率(%)	-39.3%	-28.4%	41.7%	30.7%
每股收益(元)	0.65	0.46	0.66	0.86
市盈率(倍)	14.7	20.50	14.5	11.1

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	汽车
公司网址	
大股东/持股	广州汽车工业集团有限公司/60.19%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	10,237.71
流通A股（百万股）	6,084.34
收盘价（元）	8.99
总市值（亿元）	920.37
流通A股市值（亿元）	546.98

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 07 月 20 日

相关研究

分析师： 周春林
执业证书编号： S0270518070001
电话： 021-60883486
邮箱： zhoucl@wlzq.com.cn

万联证券

- **盈利预测及投资建议：**预计公司 2020-2022 年营业总收入分别为 562.74 亿元、629.46 亿元和 686.48 亿元，归属于上市公司股东的净利润 47.39 亿元、67.15 亿元和 87.79 亿元，EPS 分别为 0.46、0.66 和 0.86 元/股，对应的 PE 分别为 20.50、14.47 和 11.07 倍，考虑到日系合资品牌稳健发展及自主业绩预期的改善，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**汽车销量不及预期，自主品牌发展不及预期，新能源汽车销量不及预期

万联证券

目录

1、自主与合资平稳发展的地方国有控股汽车集团 5
1.1、国内首家“A+H”整体上市的地方国有控股汽车集团，跻身世界 200 强 5
1.2、地方国有控股，深入市场化改革治理激发企业活力 5
1.3、业务板块丰富，产业链布局完善 6
2、日系稳健发展，自主暂时承压 7
2.1、业绩稳健发展，日系合营企业成主要盈利来源 7
2.2、销量稳步增长，市占率持续提升 9
2.3、自主暂时承压，积极调整有望探底回升 11
3、“两田”持续扩张，自主新四化突破 12
3.1、汽车消费品质提升，日系迎来发展新时代 12
3.2、产能有序扩张，新爆款车型来袭 16
3.3、新能源后续发力，智能网联快速发展 19
4、盈利预测及投资建议 20
4.1、盈利预测 20
4.2、估值水平 21
4.3、投资逻辑 21
5、风险提示 22

图表 1：广汽集团发展历程 5
图表 2：广汽集团股权结构及主要业务板块 6
图表 3：集团现有品牌车型 6
图表 4：2010-2019 年营业收入情况（亿元） 8
图表 5：2010-2019 年归母净利润情况（亿元） 8
图表 6：联营及合营企业投资收益情况 8
图表 7：自主品牌盈利预算（税前口径，亿元） 8
图表 8：可比公司毛利率情况 8
图表 9：可比公司净利润情况 9
图表 10：可比公司 ROE 情况 9
图表 11：广汽集团销量情况 10
图表 12：各品牌销量增速 10
图表 13：广汽集团汽车销量市占率稳步提升 10
图表 14：集团日系品牌销量占比持续提升 10
图表 15：广汽乘用车销量（辆） 11
图表 16：广汽乘用车收入（万元） 11
图表 17：广汽传祺销量结构 12
图表 18：传祺 GS4 销量（万辆） 12
图表 19：国内千人汽车保有量（辆/千人） 12
图表 20：汽车销量进入低增长阶段 12
图表 21：增购及换购人群增加 13
图表 22：汽车消费价格中枢上升 13
图表 23：2019 年中国新车 IQS 品牌排名 13
图表 24：2019 中国新车质量各细分市场排名最高车型 14
图表 25：2019 年中国新车 VDS 品牌排名 14
图表 26:2019 年本田和丰田各细分市场油耗在均值及以下的车型(单位:升/百公里)

万联证券

.....15
图表 27：2019 年广本和广丰各细分市场保值率情况（根据车龄 3 年保值率排行）16
图表 28：集团总产能及产能利用率情况.....17
图表 29：近三年重要控股参股公司产能利用率.....17
图表 30：广汽本田产能情况.....17
图表 31：广汽丰体产能情况.....17
图表 32：广汽自主乘用车产能情况.....18
图表 33：广汽集团研发支出情况.....19
图表 34：广汽集团研发支出占营收比位列可比公司前列.....19
图表 35：2020 年上半年国内新能源乘用车车型排名.....19
图表 36：盈利预测（亿元）.....20
图表 37：可比公司估值情况.....21

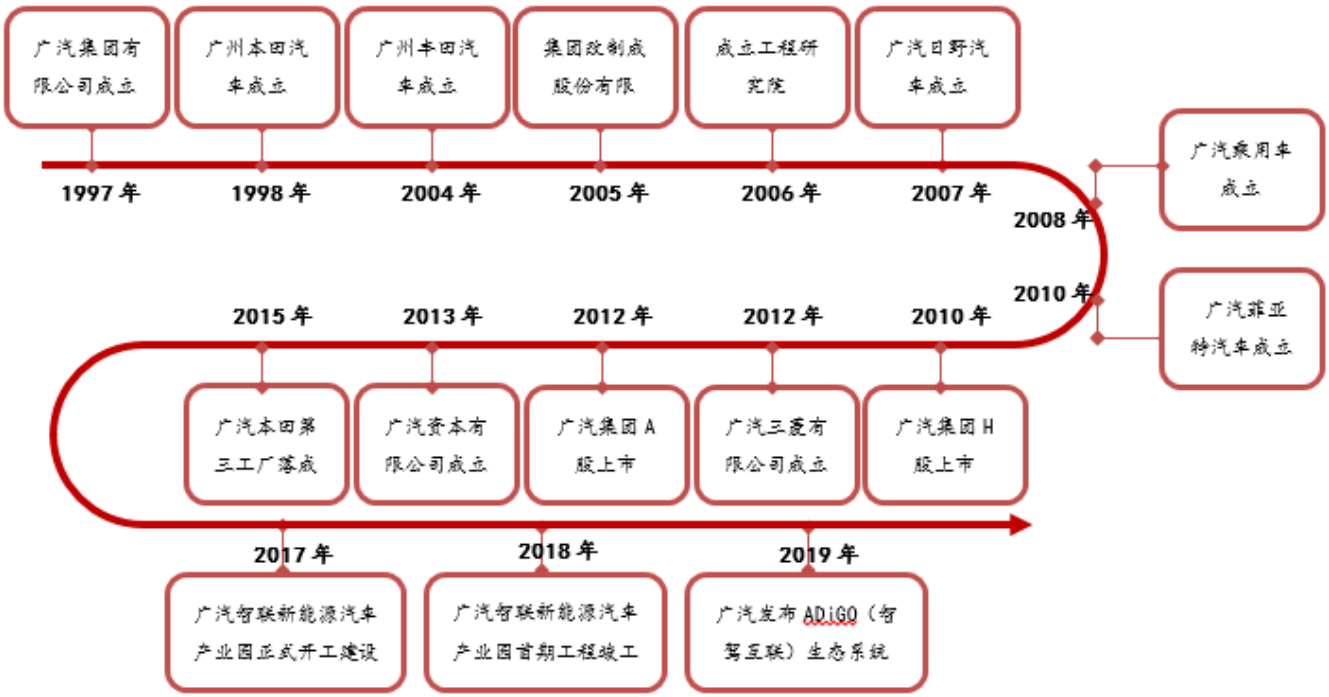
万联证券

1、自主与合资平稳发展的地方国有控股汽车集团

1.1、国内首家“A+H”整体上市的地方国有控股汽车集团，跻身世界200强

广州汽车集团股份有限公司，前身为成立于1997年的广州汽车集团有限公司，2005年6月重组变更为广州汽车集团股份有限公司，并分别于2010年8月和2012年3月在H股及A股上市，是国内首家实现A+H股整体上市的大型地方国有控股汽车集团。公司坚持合资合作及自主创新共同发展，二十年风雨兼程，形成研发、整车（汽车、摩托车）、零部件、汽车商贸服务、汽车金融等全产业链的汽车集团，其中核心业务整车板块，先后与本田、丰田、菲亚特、三菱等国际汽车集团成立合资公司，并于2008年和2017年分别成立广汽乘用车有限公司及广汽新能源有限公司，形成“自主+日系合资+欧美系合资”三足鼎立的共同发展格局。自2013年以来，公司连续七年入围《财富》世界500强，且排名屡创新高，2019年位列世界500强企业第189名，相比2018年上升13名。展望未来，公司在做强坐实五大板块的基础上，全面实现“汽车新四化”转型升级，“匠于心品于行”，公司将努力在2027年即公司成立30周年之际广汽集团争取进入世界企业100强。

图表1：广汽集团发展历程



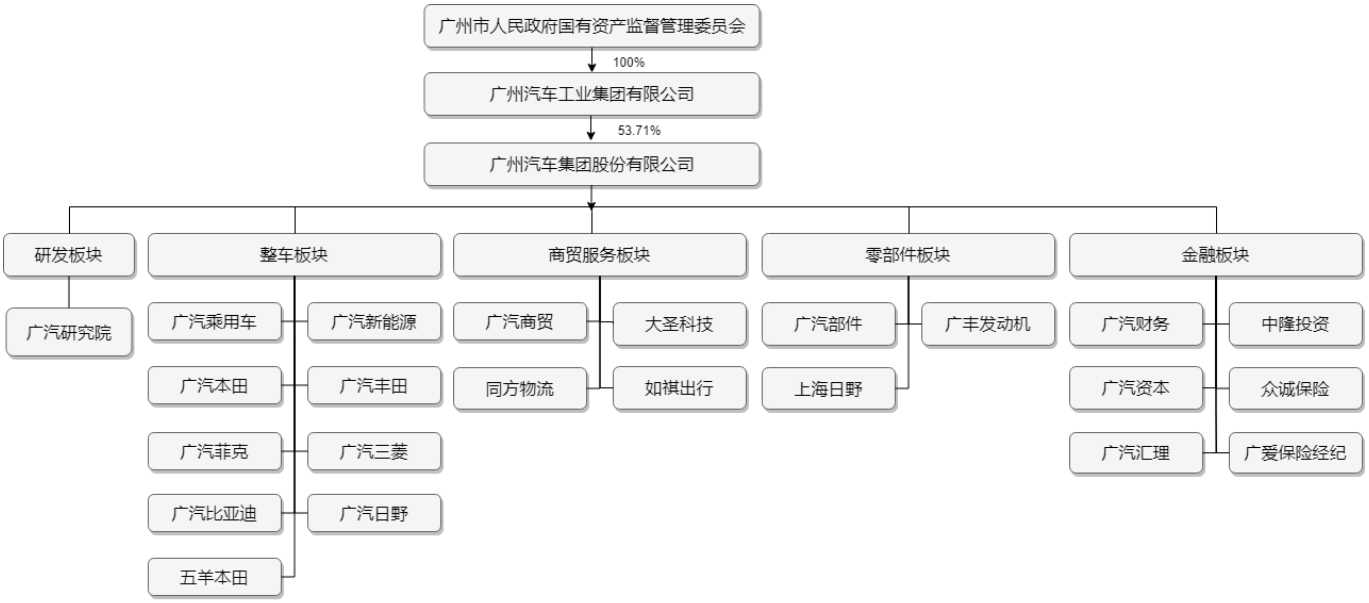
资料来源：公司官网，万联证券

1.2、地方国有控股，深入市场化改革治理激发企业活力

公司控股股东为广州汽车工业集团有限公司，其通过A股主板、港股通及香港全资子公司广汽（香港）有限公司总共持有A股、H股合计5,499,140,069股，约占公司总股本的53.71%，股权相对集中，实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。公司治理结构较为完善，尤其是自2018年入围国务院改革领导小组办公室公布的“国企改革双百行动”名单后，全面推进“双百行动”改革方案，推动企业职业经理人改

革、建立健全容错机制、推动及落实股权激励计划及行权方案；同时，实施组织机构改革，实行大部制，加强职能归口管理，调整广汽菲克运营机制等，提升各部门管理效率及优化集团资源配置，极大的激发企业及员工的活力。

图表2：广汽集团股权结构及主要业务板块



资料来源：公司年报，万联证券

1.3、业务板块丰富，产业链布局完善

公司坚持自主品牌、日系合资和欧美系合资平稳共同发展的战略，经过二十多年的积累，形成以整车业务为核心，涵盖上游汽车研发、零部件生产制造及下游的汽车商贸、汽车金融、移动出行的全产业链布局。具体来看，公司研发板块以广汽研究院为主体；整车板块主要由子公司广汽乘用车和合营公司广汽本田、广汽丰田、广汽菲克和广汽三菱构成，商用车主要通过合营公司广汽日野和联营公司广汽比亚迪生产，摩托车则通过合营公司五羊本田生产；商贸服务板块主要通过子公司广汽商贸、大圣科技和联营公司同方物流围绕产业链展开配套服务，并通过如祺出行提供创新移动出行业务；零部件板块主要由子公司广汽部件进行管理，并由联营公司广丰发动机、上海日野负责生产；最后是金融板块主要通过子公司广汽财务、中隆投资、广汽资本、众诚保险及合营公司广汽汇理等提供相关服务。核心业务整车板块中，旗下以5个乘用车品牌为主，车型全领域覆盖，主要分为燃油车和节能与新能源两种类型，包括15个系列的轿车、25个系列的SUV及3个系列的MPV，其中广汽传祺14款、广汽本田10款、广汽丰田6款、广汽菲克4款、广汽三菱3款。如此完善的产业链布局有利于公司发挥上下游协同效应，扩宽利润增长点，从而不断增加公司综合竞争实力。

图表3：集团现有品牌车型

分类	品牌	车型名称

燃油车	广汽传祺	GA3、GA4、GA5、GA6、GA8、GS3、GS4、GS5、GS7、GS8、GM6、GM8
	广汽本田	Accord（雅阁）、Crider（凌派）、Vezel（缤智）、Odyssey（奥德赛）、City（锋范）、Fit（飞度）、Avancier（冠道）、Breeze（皓影）、Acura CDX、Acura TLX-L、Acura RDX 等
	广汽丰田	Camry（凯美瑞）、Highlander（汉兰达）、Yaris L（致炫、致享）、Levin（雷凌）、CHR 等
	广汽菲克	JEEP（自由光）、JEEP（自由侠）、JEEP（指南者）、JEEP（大指挥官）
	广汽三菱	ASX（劲炫）、Outlander（欧蓝德）、Eclipse Cross（奕歌）
新能源汽车	广汽传祺	GA3S•PHEV、GS4•PHEV、GE3、AION S、AION LX
	广汽本田	雅阁锐•PHEV、奥德赛锐•PHEV、Breeze（皓影）•PHEV、Acura CDX •PHEV、世锐、VE-1
	广汽丰田	凯美瑞双擎、雷凌双擎、雷凌双擎 E+、iA5
	广汽菲克	悦界•PHEV、JEEP 大指挥官•PHEV
	广汽三菱	祺智•PHEV、祺智•EV

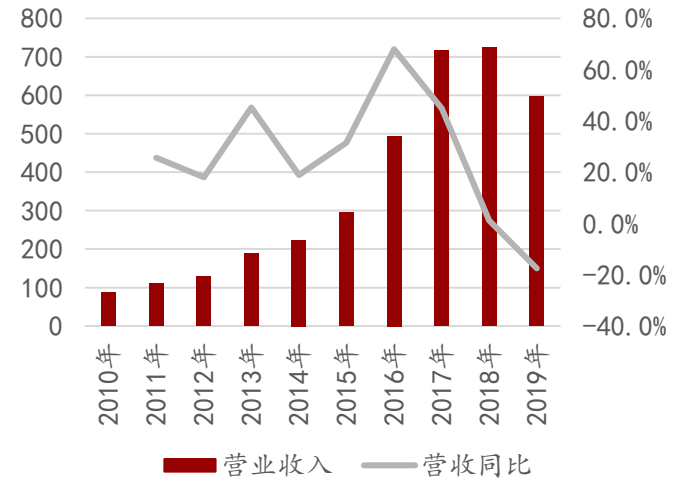
资料来源：公司公告，万联证券

2、日系稳健发展，自主暂时承压

2.1、业绩稳健发展，日系合营企业成主要盈利来源

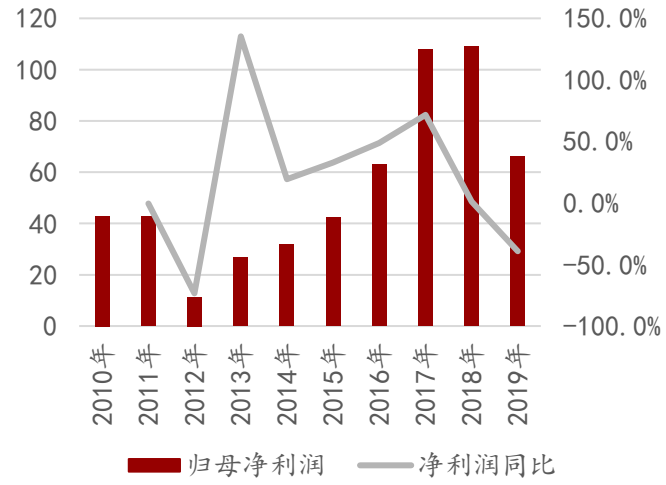
自A股上市以来，得益于自主品牌的平稳快速发展，公司营收保持稳健增长，2010-2018年公司营业收入由87.4亿元增长至723.8亿元，收入规模8年扩大8倍左右，CAGR高达30.3%，而归属于上市公司股东的净利润从2010年的42.9亿元增长至2018年的109.0亿元，CAGR仅12.36%，考虑到2010-2012年因“钓鱼岛”事件导致中日关系恶化，日系车在国内受到抵制的因素致使日系合资企业盈利衰退，实际上2013-2018年公司归属于上市公司股东的净利润由26.7亿元增长至109.0亿元，CAGR达到32.5%，大于期间的营收年复合增速30.9%的水平（营收由2013年的188.2增长至2018年的723.8亿元），主要原因在于合资企业的盈利能力强劲远高于自主品牌。从盈利端来看，联营及合营企业的投资收益贡献主要的利润来源，其中最主要来自合营企业广汽本田和广汽丰田，公司联营及合营企业的投资收益2010-2012年由56.88亿元降至26.45亿元，从2013-2018年稳步提升，由40.2亿元增长至87.5亿元，CAGR高达16.84%，而无论联营及合营企业的投资收益增速上升与否，其对利润总额的贡献均达到68%以上，是集团利润的主要来源。自主品牌方面，2010-2018年呈快速发展态势，尤其是2016-2018年期间均实现扭亏为盈，分别对集团贡献11.9亿元、36.1亿元和28.2亿元的利润（税前口径估算）。2019年，受乘用车行业景气度持续下行影响，公司营收和净利润均出现较大跌幅，同比分别下降17.5%和39.3%，但联营企业及合营企业的投资收益依然保持7.4%的正增长规模达到93.4亿元，占公司利润总额比例高达149.3%，表现出合资品牌较强的产品竞争实力，而自主品牌受行业因素、国六切换政策及明星车型GS4生命周期末端影响，盈利下降较多，亏损约34.2亿元，2020年随着刺激政策发力促使行业弱复苏及新款GS4车型的推出，预计自主品牌有望减亏。

图表4：2010-2019年营业收入情况（亿元）



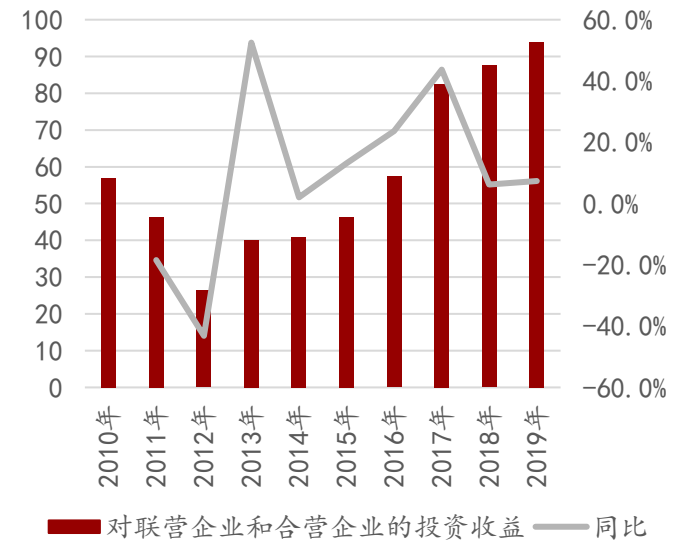
资料来源：WIND，万联证券

图表5：2010-2019年归母净利润情况（亿元）



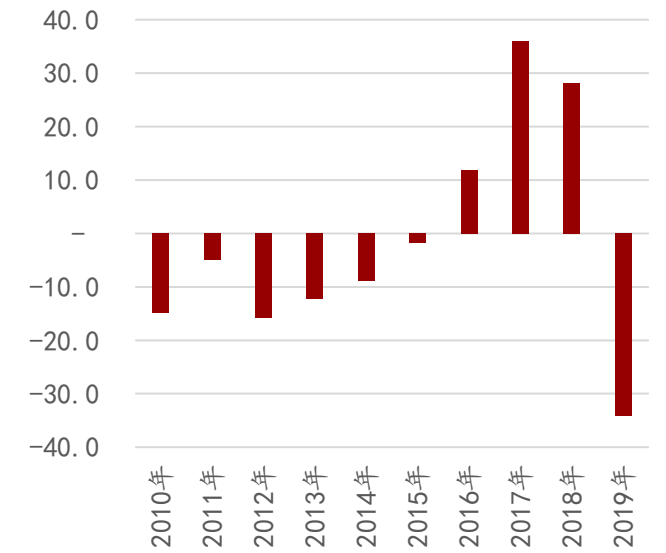
资料来源：WIND，万联证券

图表6：联营及合营企业投资收益情况



资料来源：WIND，万联证券

图表7：自主品牌盈利预算（税前口径，亿元）



资料来源：WIND，万联证券

与同行业其他集团公司相比，公司盈利能力依然较为领先，我们选取销售毛利率、、销售净利润、ROE指标作为企业盈利能力的衡量指标，可比公司选取上汽集团、长安汽车、长城汽车、吉利汽车、比亚迪、东风集团股份。从毛利率情况来看，广汽集团由于2019年受行业及公司自主品牌重磅车型老旧的影响，毛利率仅6.9%相比往年降幅较大，除2019年之外，仅4年来公司毛利率位列可比汽车集团前3；净利率方面，得益于合资品牌广汽本田、广汽丰田强劲稳健的盈利能力，公司净利润位列可比汽车集团前2；权益净利率方面，2017年因自主品牌盈利较大，权益净利获得排名第2的较高排名，其他年份相比来说略显落后，基本位列中等水平。总体评估来看，得益于公司合资品牌优异的盈利能力及自主品牌依然存在较强的发展潜力，公司盈利能力综合来看排名位列中上游水平。

图表8：可比公司毛利率情况

公司	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	毛利率	排名	毛利率	排名	毛利率	排名	毛利率	排名	毛利率	排名
长安汽车	20.0%	2	17.9%	5	13.3%	6	14.7%	5	14.7%	4
比亚迪	16.9%	4	20.4%	2	19.0%	3	16.4%	4	16.3%	2
吉利汽车	18.2%	3	18.3%	4	19.4%	2	20.2%	1	17.4%	1
上汽集团	11.4%	7	12.9%	7	13.5%	5	13.3%	6	12.2%	6
广汽集团	**15.6%**	**5**	**20.0%**	**3**	**23.0%**	**1**	**18.6%**	**2**	**6.9%**	**7**
长城汽车	25.1%	1	24.5%	1	18.4%	4	16.7%	3	16.2%	3
东风集团	13.4%	6	14.3%	6	12.9%	7	12.8%	7	13.3%	5

资料来源：WIND，万联证券

图表9：可比公司净利润情况

公司	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	净利率	排名	净利率	排名	净利率	排名	净利率	排名	净利率	排名
长安汽车	14.9%	1	13.1%	1	9.0%	4	1.1%	7	-3.8%	7
比亚迪	3.9%	7	5.3%	7	4.6%	7	2.7%	6	1.7%	6
吉利汽车	7.6%	5	9.6%	5	11.5%	3	11.9%	3	8.5%	3
上汽集团	6.1%	6	5.9%	6	5.5%	5	5.5%	4	4.3%	5
广汽集团	**13.6%**	**2**	**12.7%**	**2**	**15.2%**	**1**	**15.3%**	**1**	**11.3%**	**2**
长城汽车	10.6%	3	10.7%	4	5.0%	6	5.4%	5	4.8%	4
东风集团	10.0%	4	11.8%	3	11.6%	2	11.9%	2	12.6%	1

资料来源：WIND，万联证券

图表10：可比公司ROE情况

公司	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	ROE	排名	ROE	排名	ROE	排名	ROE	排名	ROE	排名
长安汽车	33.2%	1	26.4%	1	15.7%	4	1.5%	7	-5.9%	7
比亚迪	9.8%	7	12.1%	7	7.7%	7	5.0%	6	2.9%	6
吉利汽车	12.3%	5	23.3%	3	36.1%	1	31.6%	1	16.5%	1
上汽集团	17.9%	3	17.4%	4	16.5%	3	15.7%	2	10.6%	2
广汽集团	**11.5%**	**6**	**15.3%**	**5**	**19.1%**	**2**	**14.9%**	**3**	**8.4%**	**4**
长城汽车	22.5%	2	24.6%	2	10.4%	6	10.2%	5	8.4%	5
东风集团	14.6%	4	14.7%	6	13.7%	5	11.5%	4	10.4%	3

资料来源：WIND，万联证券

2.2、销量稳步增长，市占率持续提升

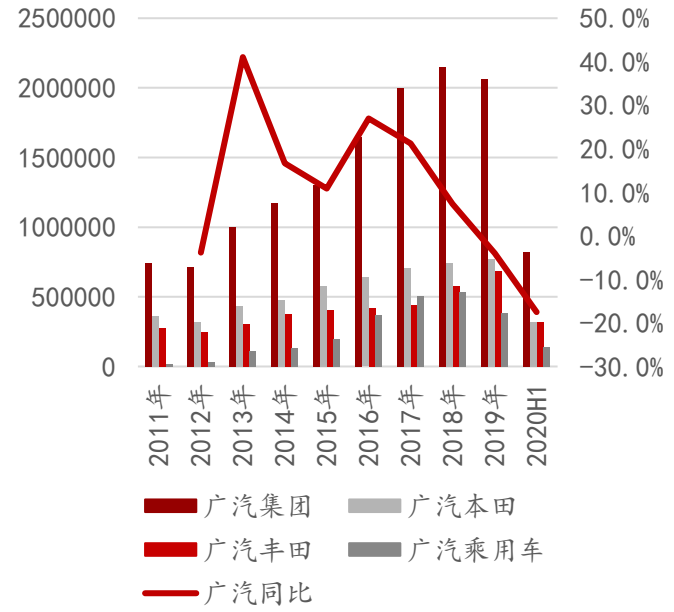
得益于公司合资与自主品牌平稳发展，公司集团销量稳步提升，2011-2019年集团销量从74.0万辆增长至206.6万辆，8年扩大2.8倍，年平均复合增速高达13.7%，远高于在此期间的乘用车行业年平均复合增速5.0%的水平，其中公司分别于2013年及2017年首次突破100万及200万的销量大关。2019年受乘用车行业景气度下行影响，集团销量同比增速为-4.0%，为集团自上市以来少有的负增长年份，而2020年上半年，受新冠

疫情的影响，集团销量仅为82.5万辆，同比增速为-17.5%，创历史新低，但降幅依然好于乘用车行业增速-22.4%的水平，其中合资企业广汽丰田表现最佳，销量31.8万辆，同比增长3.1%，是业内少有的保持正增长企业，而广汽丰田、广汽菲亚特、广汽三菱等合资品牌受影响降幅略微扩大，自主品牌广汽乘用车上半年销量13.8万辆，因第二代GS4车型的推出市场反馈良好，同比增长-26.2%，销量降幅略有收窄。

从公司销量结构上来看，2012年至今，合资企业广汽本田、广汽丰田及自主品牌分别位列公司销量前三，贡献集团主要销量，其中广汽本田销量销量规模由31.6万辆增长至77.1万辆，CAGR高达13.6%，近三年平均贡献集团35.7%的销量；广汽丰田销量规模由25.0万辆增长至68.2万辆，CAGR高达15.4%，且近年来对集团销量贡献占比提升较大，2019年达到33.1%，相比上年增加6.1pct；自主品牌广汽乘用车销量由2012年的3.3万辆增长至2019年的38.5万辆，CAGR高达42.3%，2019年对集团的销量贡献占比达到18.6%位列第三。

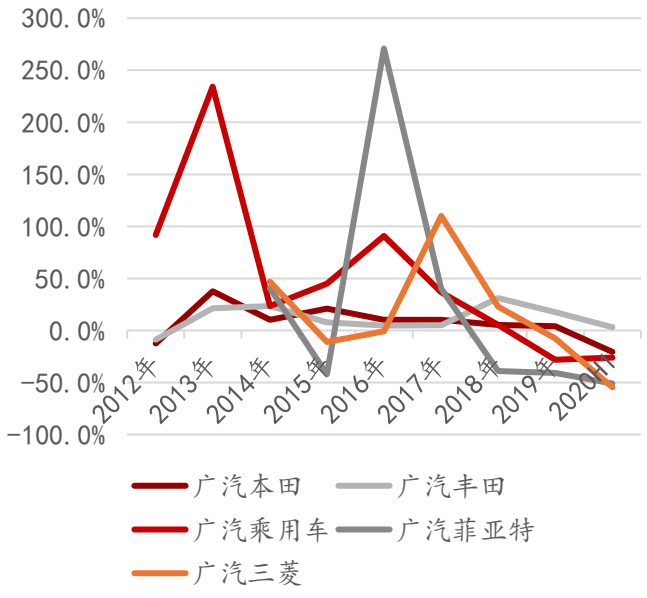
从市占率角度来看，集团总销量或许受行业因素影响销量增速会存在下滑，但市占率却一直稳步提升，从侧面反映公司整体实力优异销量表现优于行业平均水平，公司总销量占国内乘用车市场市场占有率由2012年的4.6%提升至2019年的9.6%，其中广汽本田、广汽丰田2019年市场占有率分别达到3.6%和3.2%，均创历史新高，自主品牌受行业因素及老款车型因素销量降幅较大导致2019年市场占有率相比上年略有下降0.5pct至1.8%。2020年上半年，虽然疫情导致国内乘用车销量降幅较多，但公司销量市场占有率相比2019年依然提升0.9pct至10.5%，进一步表明在行业低谷期末端品牌面临淘汰的背景下公司合资及自主品牌依然保持较强的竞争优势，其中广汽本田、广汽丰田市占率分别达到4.0%和4.1%，刷新历史记录，自主品牌市占率1.8%保持稳定。我们认为随着国内乘用车步入低增长成熟期，消费者存在消费升级需求导致首购需求的降低及换购、增购需求的增加，其对汽车品质要求趋严，而广汽本田、广汽丰田凭借优异的产品品质及品牌影响力，市场占有率依然有较大的提升空间，自主品牌广汽传祺凭借快速迎合国内消费需求的产品创新能力，市场占有率均也有望恢复并提升。

图表11：广汽集团销量情况



资料来源：公司公告，万联证券

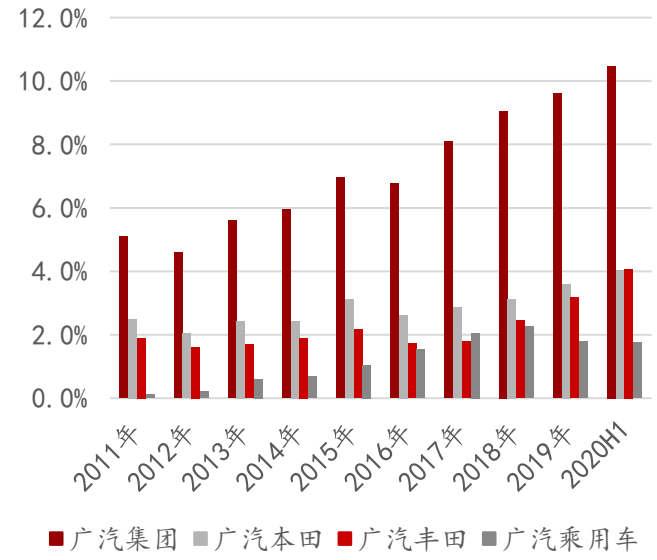
图表12：各品牌销量增速



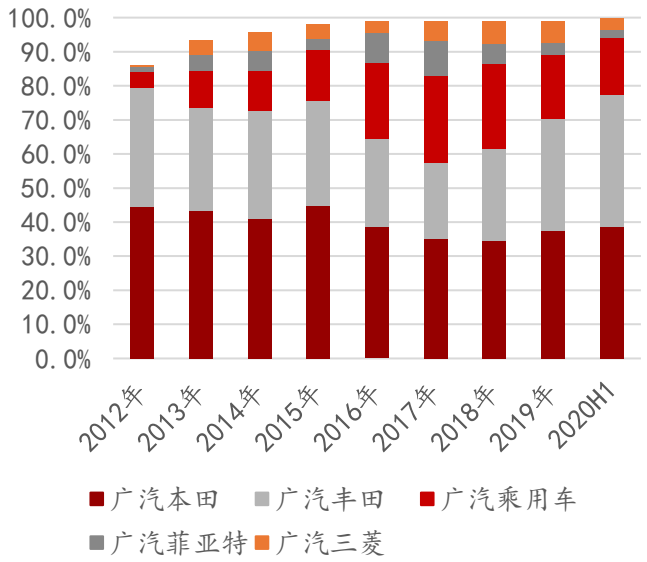
资料来源：公司公告，万联证券

图表13：广汽集团汽车销量市占率稳步提升

图表14：集团日系品牌销量占比持续提升



资料来源：中汽协，万联证券

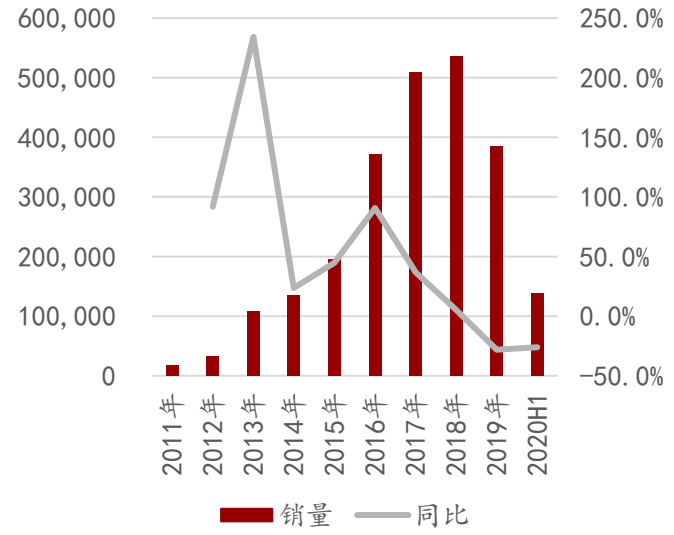


资料来源：公司公告，万联证券

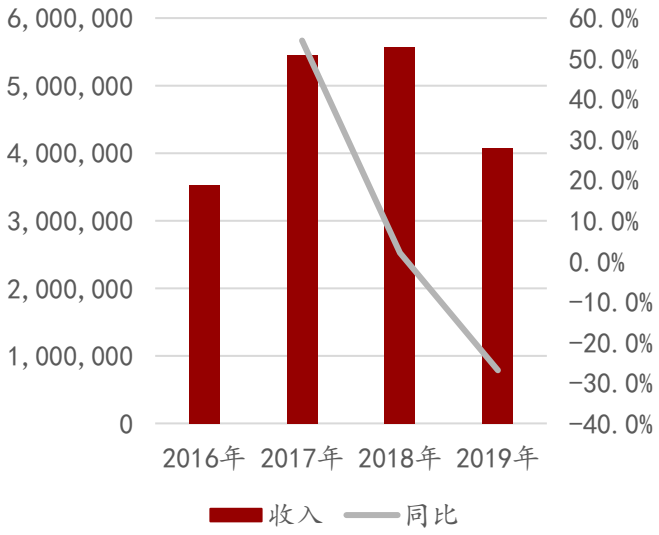
2.3、自主暂时承压，积极调整有望探底回升

自主品牌广汽乘用车成立于2008年7月，产品以SUV及轿车为主兼顾MPV，受日系管理方式的影响，广汽传祺以产品质量可靠、售后服务满意等优点迅速崛起，一度成为自主品牌的佼佼者，2011-2018年自主品牌销量由1.7万辆增长至53.5万辆，CAGR高达63.7%发展迅猛，其中2016年首次实现扭亏为盈，2016-2018年连续三年实现盈利，主要得益于GS4等重磅车型广受市场青睐。从销售结构来看，广汽自主品牌销量以传祺SUV为主，这也是公司的主要优势，而轿车和MPV市场竞争力相对较弱，2019年广汽传祺SUV车型销量占比为69.30%，轿车和MPV销量占比均约为15%。从车型来看，广汽传祺第一代GS4顺应SUV热潮精准上市，成为了广汽传祺销量最高的车型，也是广汽传祺SUV中平均排名最高的车型，巅峰时期在2017年实现了33.73万的年销量，占广汽传祺总销量的比例高达66.6%；但随着SUV行业竞争加剧，GS4的竞争力下降，销量开始出行下滑，至2019年销量仅10.3万辆，同比降幅达56.2%，占传祺总销量的比例也跌至27.6%。核心销售车型第一代传祺GS4达到生命周期尾部叠加行业整体景气度下行，导致2019年广汽传祺业绩承压，广汽乘用车销售收入407.2亿元，同比下降26.9%。

图表15：广汽乘用车销量（辆）



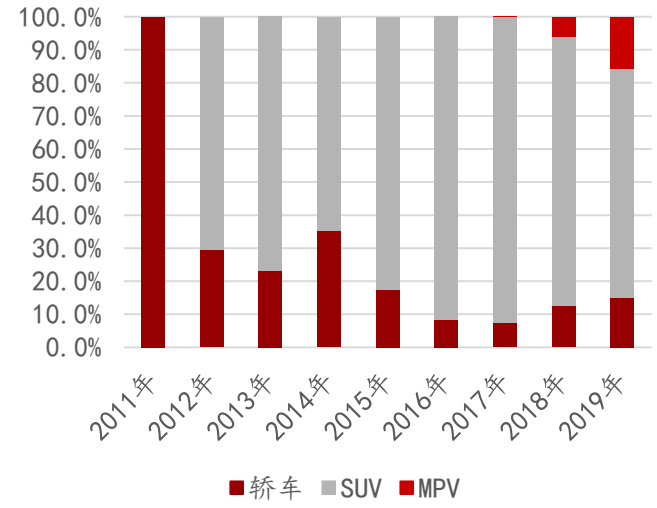
图表16：广汽乘用车收入（万元）



资料来源：公司公告，万联证券

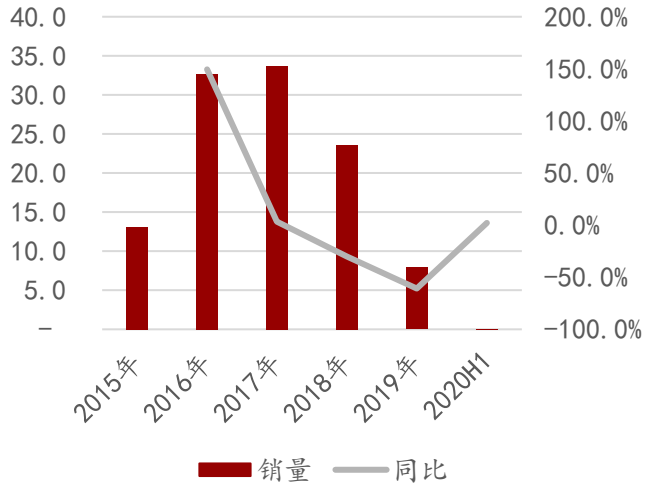
资料来源：公司公告，万联证券

图表17：广汽传祺销量结构



资料来源：乘联会，万联证券

图表18：传祺GS4销量（万辆）



资料来源：乘联会，万联证券

面对行业景气度下行及SUV竞争加剧的挑战，公司加大自主品牌投资开发力度，推动研产一体化，同时深化调整库存，轻装上阵主动去渠道库存，另外，坚持正向开发打造全新GPMA平台模块架构，加快推出新一代车型，第二代广汽传祺GS4于2019年11月顺时推出，厂商指导定价8.98-15.18万元，并在外观造型、内饰设计、动力总成及车身底盘等方面进行全面升级改造，保障车型品质极强的产品竞争力，在此之下我们预计广汽自主销量有望企稳回升，实际上从公司2020年销量可得到部分验证，2020年上半年受疫情影响，广汽自主乘用车销量13.8万辆，同比下降26.2%，降幅较去年同期的-30.3%略有收窄，其中新一代GS4月销量基本能够保持1万以上，表现出较强的产品吸引力。

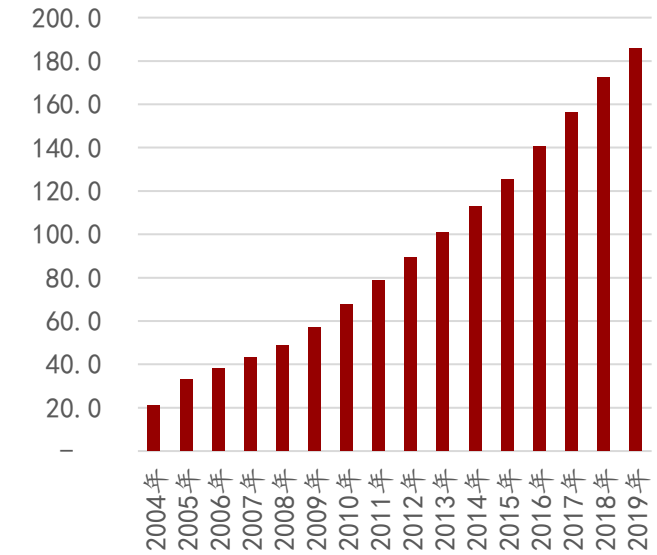
3、“两田”持续扩张，自主新四化突破

3.1、汽车消费品质提升，日系迎来发展新时代

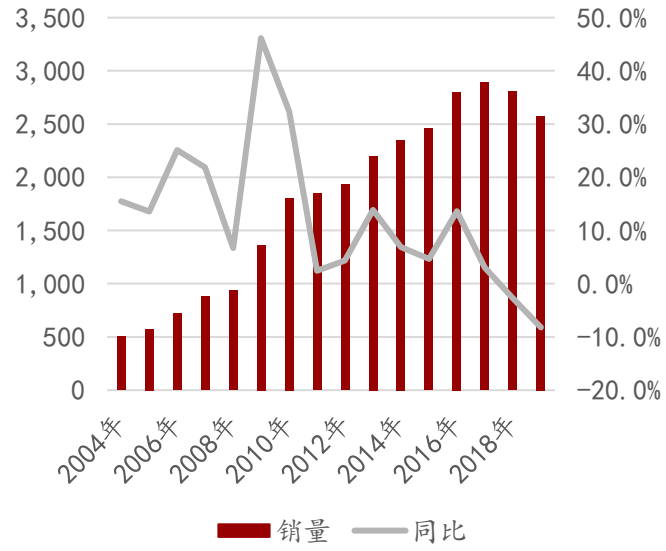
国内汽车经历2003-2013年的高速发展期后，逐渐步入低增长阶段，尤其是受SUV市场红利消退的影响，各细分市场基本均难以出现大的增长时期，主要原因一方面是受宏观经济增速下行、人均可支配收入放缓的影响；另一方面国内人均汽车保有量已达到186辆/千人，早已过家庭汽车消费普及的拐点。在车市低增长成熟后期，首购消费人群比例将逐渐下移，我们也可以观测到近年来乘用车首购人群比例由2016年的61%已降至2019年的51%，而换购及增购消费人群会进一步提升，如换购人群比例由2016年的32%提升至2019年的40%，消费者对汽车二次消费需求的增加直接导致汽车消费价格中枢上移，侧面表明消费者将更加注重汽车品质，即所谓的“消费升级”。国内进入品质消费的新时代，消费者对汽车品牌、质量将更为重视。

图表19：国内千人汽车保有量（辆/千人）

图表20：汽车销量进入低增长阶段

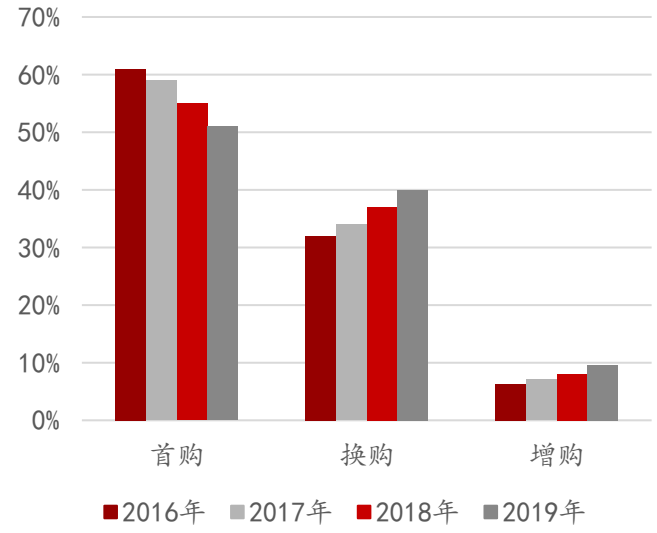


资料来源：中汽协，万联证券



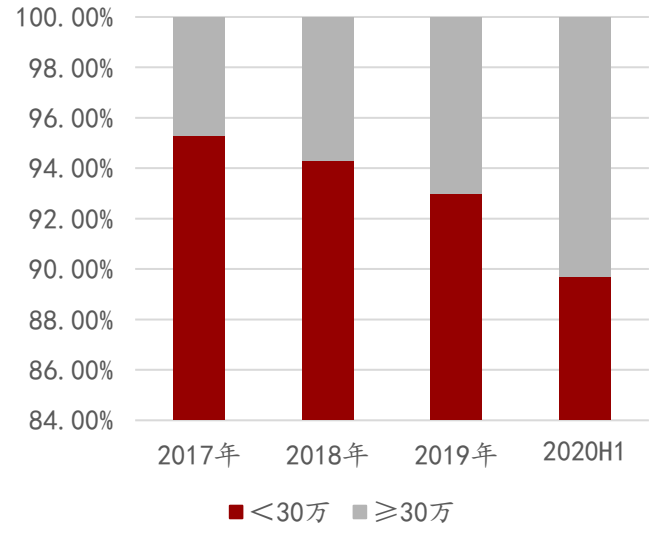
资料来源：中汽协，万联证券

图表21：增购及换购人群增加



资料来源：乘联会，万联证券

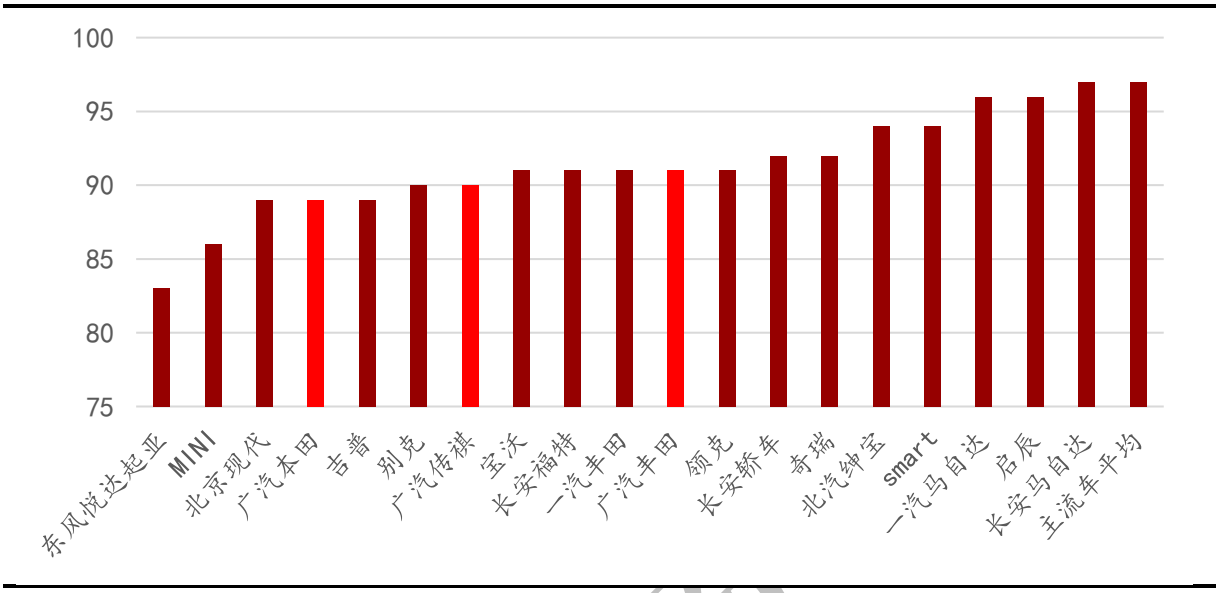
图表22：汽车消费价格中枢上升



资料来源：乘联会，万联证券

日系车品牌质量有保障、可靠性更高。我们参考J.D.Power2019年关于中国新车质量的研究（IQS），该研究主要是考察拥车期为2个月到6个月的新车车主遇到质量问题，新车质量得分以平均每百辆问题数（PP100）表示，得分越低表明问题数越少，新车品质也就越高，根据其报告数据显示，日系新车基本保持较高的品质，在国内19个主流品牌中，日系品牌如广汽本田、一汽丰田、广汽丰田、一汽马自达、长安马自达等产品可靠性均处于行业前列，其中广汽本田和广汽丰田每百辆新车的问题数分别为89和91。此外在17个细分车型市场中，6款日系车成为各自细分市场排名最高的车型，其中本田的雅阁和艾力绅分别为中型高端轿车和大型MPV市场排名最高的车型，丰田的致炫/致享、C-HR、普拉多和雷克萨斯RX分别为紧凑型高端轿车、紧凑型SUV、大型SUV和中型豪华SUV市场排名最高的车型。

图表23：2019年中国新车IQS品牌排名



资料来源：J.D.Power2019年中国新车质量的研究（IQS），万联证券

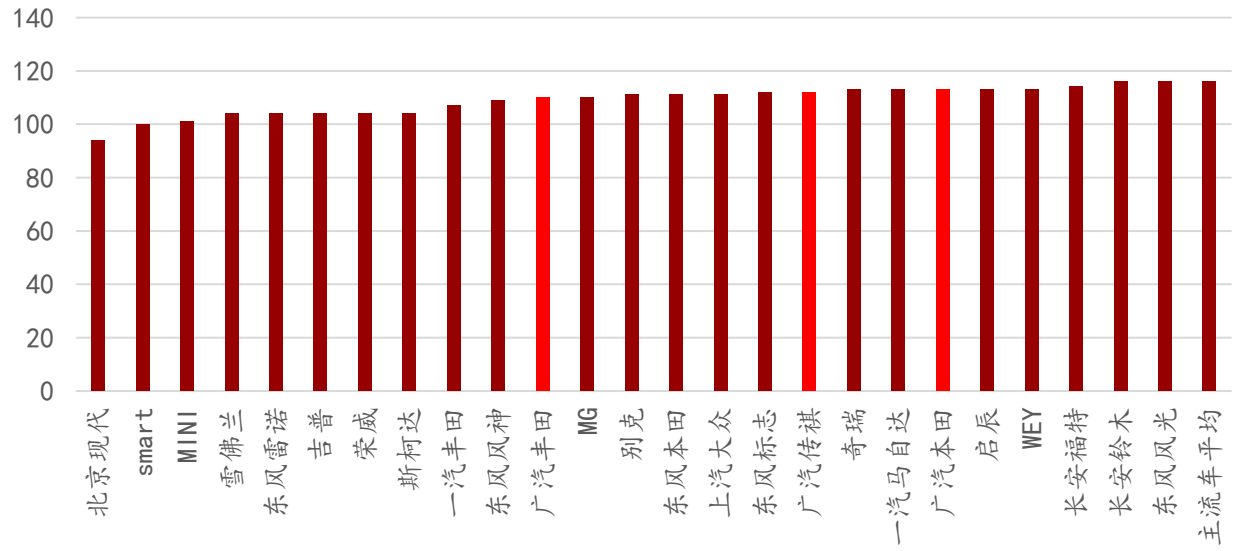
图表24：2019中国新车质量各细分市场排名最高车型

紧凑型高端轿车	紧凑型豪华轿车	中型基础轿车	中型高端经济型轿车	中型高端轿车	中型豪华轿车	微型 SUV	紧凑型 SUV
丰田致炫/致享	奥迪 A4L	长安逸动 XT	吉利博瑞	本田雅阁	梅赛德斯-奔驰 E 级	奇瑞瑞虎 3X	丰田 C-HR
中型 SUV	**大型 SUV**	**紧凑型豪华 SUV**	**中型豪华 SUV**	**大型豪华 SUV**	**紧凑型 MPV**	**中型 MPV**	**大型 MPV**
大众途岳、WEY VV6	丰田普拉多	奥迪 Q3	雷克萨斯 RX	保时捷 Cayenne	宝骏 730	大途安 L	本田艾力绅

资料来源：J.D.Power2019年中国新车质量的研究（IQS），万联证券

我们参考J.D.Power2019年关于中国汽车可靠性的研究（VDS），该研究衡量的是拥车期在13至48个月之间的中国车主在过去6个月中遇到的问题，得分越低意味着汽车的可靠性越高。根据其报告数据显示，一汽丰田、广汽丰田和东风本田等5个日系品牌可靠性位于行业平均以上水平，其中，广汽丰田每百辆车问题数为110，与MG并列榜单第7位，广汽本田每百辆车问题数为113，与奇瑞、一汽马自达等品牌并列榜单第10位，从中可以看出日系车拥有良好的品质、可靠性。

图表25：2019年中国新车VDS品牌排名



*资料来源：*J.D.Power2019年中国汽车可靠性的研究（VDS），万联证券

日系车耗油量较低，燃油经济性明显。根据小熊油耗2019年中国汽车油耗统计数据，轿车车众测油耗均值为7.75升/百公里，其中微型、小型车众测油耗均值为6.88升/百公里，紧凑型车众测油耗均值为7.54升/百公里，中型车众测油耗均值为8.19升/百公里，中大型车众筹油耗均值为9.33升/百公里。根据对比不同细分市场我们发现本田和丰田两家日系品牌车的油耗相对较低，其中“两田”在微型小型车、混合动力紧凑型和中型车市场的油耗表现较好，在微型小型车市场，手动挡汽车本田飞度油耗为6.87高于平均油耗，位列细分市场榜单的第6位，自动挡汽车丰田致享和致炫油耗分别为6.58和6.79，分别位列细分市场榜单的第2位和第3位；在混合动力紧凑型市场上榜的10款车型中，本田和丰田旗下的6款不同车型占据前6名，百公里油耗均低于5.00升；在自动挡中型车市场，油耗在均值及以下的车型共11款，本田和丰田占了5款，而在混合动力中型车市场，油耗在均值及以下的车型共9款，本田和丰田也占了4款，且百公里油耗均低于5.40升。因此，通过对比分析可以看出，日系“两田”品牌车型在燃油经济性上有着明显优势。

图表26：2019年本田和丰田各细分市场油耗在均值及以下的车型（单位：升/百公里）

细分市场	细分市场排名	品牌	车型	油耗	发动机
微型车、小型车（手动挡）	6	本田	飞度	6.87	1.5L 131马力 L4
微型车、小型车（自动挡）	2	丰田	致享	6.58	1.5L 110马力 L4
	3	丰田	致炫	6.79	1.5L 110马力 L4
紧凑型车（手动挡）	5	本田	锋范	6.29	1.5L 131马力 L4
	30	本田	思域	6.93	1.5T 177马力 L4
紧凑型车（自动挡）	6	本田	锋范	6.78	1.5L 131马力 L4
	22	丰田	卡罗拉	7.07	1.2T 116马力 L4
	23	丰田	雷凌	7.09	1.2T 116马力 L4
	36	本田	凌派	7.21	1.0T 122马力 L3
	43	本田	享域	7.27	1.0T 122马力 L3
紧凑型车（混合动力）	1	丰田	雷凌	4.51	1.8L 98马力 L4
	2	丰田	卡罗拉	4.69	1.8L 98马力 L4
	3	丰田	雷凌双擎E+	4.76	1.8L 99马力 L4
	5	丰田	卡罗拉双擎E+	4.9	1.8L 99马力 L4
中型车（自动挡）	3	丰田	凯美瑞	7.6	2.0L 178马力 L4

	7	本田	雅阁	7.82	1.5T 177马力 L4
	8	本田	INSPIRE	7.84	1.5T 194马力 L4
	10	丰田	亚洲龙	8.00	2.0L 158马力 L4
中型车（混合动力）	4	丰田	亚洲龙	5.35	2.5L 178马力 L4
	5	本田	雅阁	5.36	2.0L 146马力 L4
	6	本田	INSPIRE	5.37	2.0L 146马力 L4
	7	丰田	凯美瑞	5.38	2.5L 178马力 L4

资料来源：小熊油耗2019年中国汽车油统计数据，万联证券

广本、广丰等日系品牌保值率高。根据中国汽车金融暨保值率研究委员会《2019年中国汽车保值率排行榜》数据，不同细分市场的国产汽车品牌中，日系品牌保值率均领先其他品牌。其中国产小型轿车市场，3年保值率前五的品牌，日系车占了4名，广本飞度和广丰致炫分别位列第1名和第4名；紧凑型轿车市场，前12名中几乎被日系车所攻占，仅有大众的高尔夫和速腾挤入前10；在中型轿车和中小型SUV市场，广本和广丰的表现同样抢眼，广本的雅阁和缤智分别包揽其细分市场保值率排名的第1名和第2名，广丰汉兰达的三年保值率更是高达74.73%，稳居中型SUV市场的首位。因此，可以看出广本和广丰等日系品牌在经济性方面具有明显的竞争优势。

图表27：2019年广本和广丰各细分市场保值率情况（根据车龄3年保值率排行）

细分市场	排名	厂商	车系名称	1年保值率	2年保值率	3年保值率
小型轿车	1	广汽本田	飞度	79.04%	73.80%	67.73%
	4	广汽丰田	致炫	68.31%	63.57%	57.82%
紧凑型轿车	4	广汽丰田	雷凌	70.98%	66.30%	60.53%
	5	广汽本田	锋范	72.94%	67.40%	60.33%
	8	广汽本田	凌派	68.92%	64.38%	58.77%
中型轿车	1	广汽本田	雅阁	77.88%	71.44%	65.02%
	2	广汽丰田	凯美瑞	80.94%	71.68%	64.29%
	12	广汽本田	歌诗图			54.67%
小型SUV	2	广汽本田	缤智	70.74%	65.74%	59.68%
中型SUV	1	广汽丰田	汉兰达	85.46%	79.35%	74.73%
MPV	2	广汽本田	奥德赛	74.22%	68.78%	62.48%
	9	广汽丰田	逸致	/	65.50%	56.34%

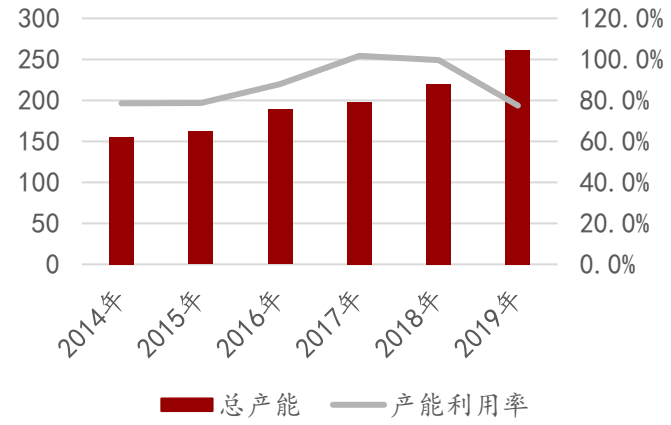
资料来源：中国汽车金融暨保值率研究委员会《2019年中国汽车保值率排行榜》

基于广汽本田、广汽丰田良好的品牌信誉，优良的产品质量、可靠性，较低的油耗凸显燃油经济性及较高的汽车保值率等优点，在乘用车行业低增长及汽车品质消费新时期，更容易受到消费者青睐从而带动其销量及市场占有率的进一步提升。

3.2、产能有序扩张，新爆款车型来袭

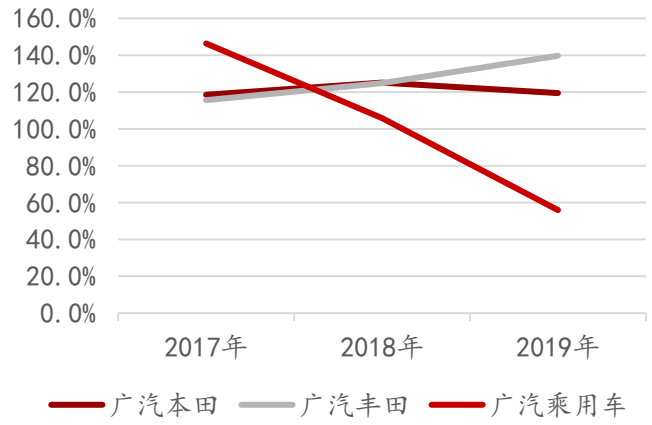
近年来，得益于集团销量的不断提升及积极转型布局新能源汽车，公司产能处于持续扩张的状态，2019年集团总产能达到261.3万辆，相比2014年的155.0万辆5年间产能规模扩大1.7倍，且不同于其他车企，公司总产能利用率较为难得的是基本能够保持75%以上的高位水平，甚至在行业景气上行年份（2017年、2018年），产能利用率能够达到100%左右水平，产能利用率维持高位及产能有序扩张能够在中长期保障公司业绩的稳步提升。

图表28：集团总产能及产能利用率情况



资料来源：公司公告，万联证券

图表29：近三年重要控股参股公司产能利用率



资料来源：公司公告，万联证券

具体来看，合资品牌广汽本田和广汽丰田近三年产能率用率超过100%，处于供不应求的状态，截止到2019年末两者产能分别达到77万辆/年和60万辆/年，其中广汽本田在建新能源生产工厂及改造新能源总装车间预计达产后可新增17万辆产能，广汽丰田在建广州第四、五生产线，预计达产后新增40万辆/年产能，总体来看，“十三五”期末合资公司产能有望突破200万辆/年，且综合产能率用率高达80%以上。

图表30：广汽本田产能情况

现有产能		
工厂	主要生产车型	产能（万辆/年）
广州黄埔第一工厂	缤智、锋范、凌派、理念	24
广州增城第二工厂	雅阁、奥德赛等	24
广州增城第三工厂	飞度、讴歌等	24
广州开发区工厂	锋范、雅阁	5
在建产能		
工厂	预计生产车型	预计产能（万辆/年）
新建新能源生产工厂	理念 ve-1	12
改造扩建新能源车总装车间	理念 ve-1	5

资料来源：公司公告、公司官网，万联证券

图表31：广汽丰体产能情况

现有产能		
工厂	主要生产车型	产能（万辆/年）
广州基地第一、第二生产线	凯美瑞、汉兰达、致炫、雷凌等	38
广州基地第三生产线	雷凌、致炫、致享	22
在建产能		
工厂	预计建成及投产日期	预计产能（万辆/年）
广州基地第四生产线	2020 年 9 月建成，2021 年 3 月投产	20
广州基地第五生产线	2022 年	20

资料来源：公司公告、公司官网、万联证券

自主品牌方面，目前拥有广州、杭州、宜昌和新疆四个生产基地，总产能设计达82万辆/年，其中广州基地第一、二工厂产能合计35万辆/年，主要生产传祺系统车型；杭州基地产能15万辆/年，主要生产GA8、GS8等车型；新疆基地产能2万辆/年，用于生产GS4、GS4 PHEV等车型；2019年投产落成宜昌生产基地，产能20万辆/年，用于生产传祺紧凑型、中型车产品，导入轿车和SUV等车型，另外，新增10万新能源工厂（一期），主要用于生产Aions S和Aions LX等新能源车，且会根据市场情况适时启动新能源工厂（二期）10万产能建设。2018年及以前，自主品牌产能率用率基本饱和，2019年受行业景气度下行、GS4车型老旧导致销量下滑及公司逆势扩张宜昌工厂、新能源工厂的影响，产能利用率降低至55.9%的低位水平，这也是自主品牌亏损加大的原因，相信经此教训，后期公司会更好的把握节奏根据市场需求适时扩张。

图表32：广汽自主乘用车产能情况

现有产能		
工厂	主要生产车型	产能（万辆/年）
广州基地第一工厂	传祺系列车型	20
广州基地第二工厂	传祺系列车型	15
宜昌基地	传祺A、B级产品、导入轿车和SUV	20
杭州基地	传祺GA8、GS8等	15
新疆基地	传祺GS4和GS4 PHEV	2
广州基地新能源工厂一期	Aion S和Aion LX	10
在建产能		
工厂	预计投产日期	预计产能（万辆/年）
广州基地新能源工厂二期	2022年	10

资料来源：公司公告、公司官网、万联证券

在完善产能布局的同时，公司加大推出新款车型，进一步吸引消费需求。合资品牌方面，“两田”将继续扩张SUV产品矩阵，其中广汽本田2019年分别推出缤智中改款、混动版奥德赛及全新皓影，其中重磅车型全新皓影，于2019年11月底推出，定位于年轻时尚追求个性潮流的消费群体，共11款售价区间16.98-25.28万元，外观上采用全新的设计语言，彰显年轻市场；内饰方面，延续本田家族式设计，车内大量使用软质材质包裹且以黑色为主；动力方面，燃油版搭载的是型号为L15BT的1.5T涡轮增压发动机并匹配6MT和CVT变速箱，混动版搭载了本田最新的第三代i-MMD 双电机混动系统，由2.0L 自然吸气发动机+双电机系统组成，全新皓影的推出弥补了广汽本田紧凑型SUV的空白，市场反馈良好。广汽丰田方面，SUV明星产品汉兰达持续火爆，2020年2月基于TNGA-K平台打造的RAV4姐妹车、定位于紧凑型SUV的威兰达正式推出市场， 共12款车型销售价区间17.18-24.18万元，威兰达与雷克萨斯ES、第八代凯美瑞来自同一平台，继承了高贵基因，外观方面采用TNGA低重心设计及类似雷克萨斯标志性的纺锤形前脸，彰显豪华气质；内饰方面，采用水平T型中控设计，简洁实用兼具美感；动力方面，搭载两套全新的TNGA动力总成，分别是2.0L汽油版和2.5L双擎版车型，同时搭载三大全新四驱系统，包括E-Four电子四驱系统、DTV动态扭矩矢量控制四驱系统和DTC动态扭矩控制四驱系统，威兰达的推出弥补了广汽丰田紧凑型SUV的空白，上市3个月后销量基本达到7,000辆以上，预计有望复制汉兰达的成功成为另一明星车型。

自主品牌方面，2019年底基于全新GPMA平台架构打造的全新一代传祺GS4正式上市，共9款车型售价区间8.98万元-15.18万元，与第一代GS4相比全新一代G4S在外观造型、内饰设计、动力总成及车身底盘方面均有较大的提升。2020年，广汽传祺将推出至少3款新车，其中就包括GS4轿跑版、GS4插电混动版本以及全新一代GA8，以成系列、成

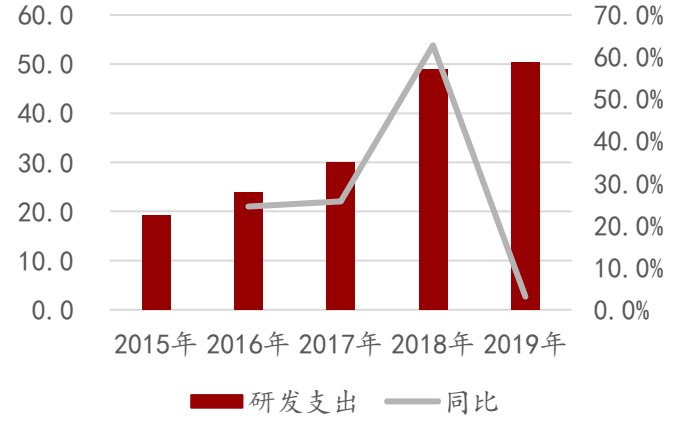
批量方式打造多种爆款产品取代以往单一车型从而合理优化产品结构，预计在多种重磅产品组合下，传祺自主品牌销量有望提升。

3.3、新能源后续发力，智能网联快速发展

2017年，广汽集团大力发展新能源汽车，其中集团定向增发募集资金150亿元中64亿元用于投资新能源汽车技术研发及研究院基地扩建项目，并在同年成立广汽新能源有限公司，后续计划累计投资超过450亿元打造广汽智联新能源产业园。集团自主新能源车型包括Aion LX、Aion S、GA3S*PHEV、GS4*PHEV、GE3等，2019年在国内新能源乘用车负增长背景下公司新能源汽车销量达到4.2万辆，同比增长110.6%表现亮眼，其中Aion S和Aion LX基于广汽新能源纯电动平台GEP打造上市后月销量迅速攀升，目前已成为国内新能源乘用车市场细分领域爆款车型，尤其是Aions S在2020年上半年国内新能源乘用车销量榜中排名第3，仅次于Model 3及比亚迪全新秦EV，未来广汽新能源计划每年推出2款基于GEP平台打造的新能源车，在Aions S及Aions LX等优质新能源车型品牌影响下，我们预计公司新能源车发展潜力巨大，有望成为拉动公司自主品牌销量提升的另一重要贡献点。

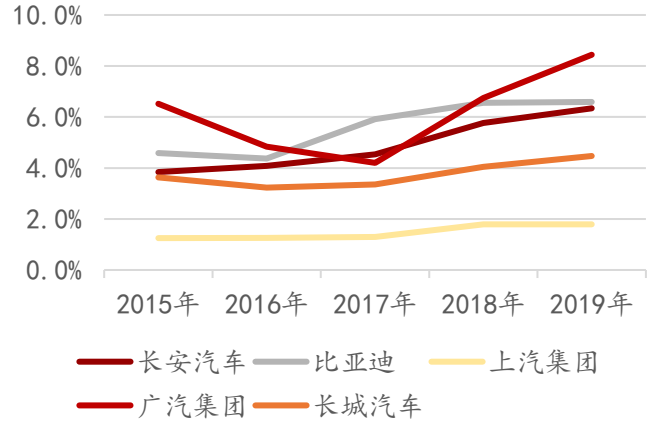
集团除重点布局新能源车外，同样重视智能网联汽车的发展，公司先后与华为、腾讯、科大讯飞等公司签署战略合作协议，并主导研发了智能出行ADiGO（智驾互联）生态系统，该系统集自动驾驶、物联系统、云平台及大数据于一身，具备量产L3级自动驾驶技术水平，并可实现封闭场所L4级自动驾驶示范运行，首次搭载车型Aions LX成为该车型一大亮点，预计后期陆续应用于广汽传祺及广汽新能源其他众多车型。公司在汽车电动化、智能化、网联化等新领域方面研发投入加大，近年来研发支出占比持续提升，2019年占营收比高达8.4%，远高于其他车企，预计在强大的研发投入支撑下，公司有望搭建及完善新能源及智能网联技术体系，从而成为公司持续开发爆款车型的坚强后盾。

图表33：广汽集团研发支出情况



资料来源：WIND，万联证券

图表34：广汽集团研发支出占营收比位列可比公司前列



资料来源：WIND，万联证券

图表35：2020年上半年国内新能源乘用车车型排名

排名	车型	2020H1	2019H1	同比
1	Model 3	45,854	-	-
2	全新秦 EV	20,588	-	-
3	Aions S	17,516	3,051	474.1%
4	宝骏 E100	13,506	14,956	-9.7%

5	蔚来 ES6	11,711	413	2735.6%
6	北汽 EU 系列	11,383	49,076	-76.8%
7	宝马 5 系 PHEV	10,650	7,210	47.7%
8	奇瑞 eQ	9,788	22,282	-56.1%
9	理想 ONE	9,500	-	-
10	欧拉 R1	9,372	18,081	-48.2%

资料来源：乘联会，万联证券

4、盈利预测及投资建议

4.1、盈利预测

关键假设：

1、整车板块，受益于乘用车行业的缓慢复苏及汽车消费升级，日系品牌迎来发展新时代，市场份额有望稳步提升，自主品牌在强产品周期及广汽新能源高爆发带动下，有望再次扭亏为盈，但疫情拖累2020年上半年业绩，预计2020-2022年整车板块营业收入同比分别为-9.55%、16.15%和11.10%，毛利率假设稳步回升分别为6.04%、11.04%和16.04%。

2、零部件、商贸服务、汽车金融等业务，假设自主品牌销量的回暖能带动产业链上下游相关业务的回升。

3、在上述假设下，我们预计公司2020-2022年营收总收入分别为562.74亿元、629.46亿元和686.48亿元；营业成本分别为521.60亿元、561.07亿元和586.65亿元；毛利率分别为7.31%、10.86%和14.54%。

图表36：盈利预测（亿元）

业务类别	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
整车制造	收入	360.60	326.16	378.84	420.89
	yoy	-28.44%	-9.55%	16.15%	11.10%
	成本	349.63	306.46	337.01	353.37
	yoy	-17.08%	-12.35%	9.97%	4.86%
	毛利	10.97	19.71	41.83	67.52
	毛利率	3.04%	6.04%	11.04%	16.04%
零部件制造	收入	24.74	22.27	24.49	26.94
	yoy	-14.16%	-10.00%	10.00%	10.00%
	成本	23.40	20.61	21.94	23.33
	yoy	-6.62%	-11.90%	6.44%	6.32%
	毛利	1.34	1.65	2.55	3.61
	毛利率	5.42%	7.42%	10.42%	13.42%
商贸服务	收入	188.51	192.28	201.89	211.99
	yoy	15.13%	2.00%	5.00%	5.00%
	成本	179.57	182.20	189.29	196.64

	yoy	17.96%	1.46%	3.89%	3.88%
	毛利	8.94	10.08	12.60	15.35
	毛利率	4.74%	5.24%	6.24%	7.24%
金融及其他	收入	23.19	22.03	24.23	26.66
	yoy	-15.05%	-5.00%	10.00%	10.00%
	成本	13.67	12.33	12.83	13.31
	yoy	77.07%	-9.83%	4.10%	3.77%
	毛利	9.52	9.70	11.40	13.34
	毛利率	41.05%	44.05%	47.05%	50.05%
汇总	营业收入	597.04	562.74	629.46	686.48
	yoy	-17.51%	-5.75%	11.86%	9.06%
	营业成本	566.27	521.60	561.07	586.65
	yoy	-6.66%	-7.89%	7.57%	4.56%
	毛利	30.77	41.14	68.39	99.83
	毛利率	5.15%	7.31%	10.86%	14.54%

资料来源：公司公告，万联证券

4.2、估值水平

目前公司估值PE 23.87倍、PB 1.18倍，估值位于可比公司中下游水平，且低于乘用车行业估值PE 28.02倍、PB估值1.48倍，从估值情况来看公司估值具备一定的安全边际，随着行业缓慢复苏及公司自主品牌良好发展的预期兑现，预计公司估值有望进一步提升。

图表37：可比公司估值情况

代码	简称	PE（TTM）	PB(MRQ)
000625.SZ	长安汽车	638.48	1.15
002594.SZ	比亚迪	227.75	4.25
0175.HK	吉利汽车	17.07	2.59
600104.SH	上汽集团	11.74	0.87
601238.SH	广汽集团	23.87	1.18
601633.SH	长城汽车	31.89	1.83
0489.HK	东风集团股份	2.98	0.30
	乘用车行业	28.02	1.48

资料来源：WIND，万联证券

4.3、投资逻辑

1、自主品牌暂时承压，业绩预期有望改善：广汽传祺自主具备爆发增长的基因，2010-2018年自主品牌销量由1.7万辆增长至53.5万辆，CAGR高达63.7%发展迅猛，其中2016年首次实现扭亏为盈，2016-2018年连续三年实现盈利，2019年受核心车型传祺GS4达到生命周期尾部及行业整体景气度下行的影响，广汽乘用车销售收入407.2亿元，同比下降26.9%，自主暂时性承压。面对行业景气度下行及SUV竞争加剧的影响，公司加

大自主品牌投资开发力度，推动研产一体化，轻装上阵主动去渠道库存，同时坚持正向开发打造全新GPMA平台模块架构并及时推出第二代广汽传祺GS4，另外大力发展新能源及智能网联汽车，广汽新能源Aions S及Aions LX销量持续火爆印证公司在“新四化”领域的布局能够获得市场认可，预计在在多款重磅车型及新能源汽车销量带动下，自主有望扭亏为盈。

2、日系迎来品质发展新时代，“两田”产销稳步提升：国内汽车步入低增长阶段，消费者二次需求的增加促进汽车消费品质的提升，日系车质量有保障、可靠性更高、保值率高、燃油经济性好等优点导致“两田”品牌在国内迎来稳定发展新时代，广汽丰田、广汽本田纷纷丰富SUV产品线及新能源车的布局，短期来看皓影、威兰达等全新SUV的推出有望保障“两田”销量的稳步提升；中长期来看，“两田”近三年产能利用率超过100%，产能供不应求，“两田”产能有序扩张及稳定良好的产品竞争力有望促进日系合资品牌市占率的持续提升。

3、盈利预测及投资建议：预计公司2020-2022年营业总收入分别为562.74亿元、629.46亿元和686.48亿元，归属于上市公司股东的净利润47.39亿元、67.15亿元和87.79亿元，EPS分别为0.46、0.66和0.86元/股，对应的PE分别为20.50、14.47和11.07倍，考虑到日系合资品牌稳健发展及自主业绩预期的改善，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

汽车销量不及预期，自主品牌发展不及预期，新能源汽车销量不及预期

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	56,865	52,459	53,404	55,727
货币资金	32,243	27,878	26,076	26,026
应收票据及应收账款	5,707	5,380	6,017	6,562
其他应收款	4,675	4,406	4,929	5,375
预付账款	1,284	1,215	1,307	1,366
存货	6,928	6,552	7,048	7,370
其他流动资产	6,027	7,027	8,027	9,027
非流动资产	80,545	85,169	90,870	96,033
长期股权投资	31,982	31,982	31,982	31,982
固定资产	17,474	20,136	23,260	26,153
在建工程	1,653	1,954	1,819	1,902
无形资产	11,667	13,720	16,301	18,619
其他长期资产	17,768	17,377	17,507	17,376
资产总计	137,410	137,627	144,274	151,760
流动负债	41,585	38,419	40,270	41,486
短期借款	1,884	100	100	100
应付票据及应付账款	13,265	12,546	13,496	14,111
预收账款	0	0	0	0
其他流动负债	26,436	25,772	26,674	27,275
非流动负债	13,370	13,370	13,370	13,370
长期借款	1,854	1,854	1,854	1,854
应付债券	5,838	5,838	5,838	5,838
其他非流动负债	5,678	5,678	5,678	5,678
负债合计	54,955	51,789	53,640	54,856
股本	10,238	10,238	10,238	10,238
资本公积	22,704	22,704	22,704	22,704
留存收益	46,641	49,958	54,659	60,804
归属母公司股东权益	80,134	83,451	88,152	94,297
少数股东权益	2,320	2,387	2,482	2,606
负债和股东权益	137,410	137,627	144,274	151,760

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-381	-1,527	172	900
净利润	6,711	4,806	6,810	8,903
折旧摊销	4,384	3,364	3,630	3,497
营运资金变动	-2,220	-1,341	-897	-1,157
其它	-9,255	-8,356	-9,372	-10,344
投资活动现金流	-4,826	781	414	2,058
资本支出	-10,057	-8,272	-9,715	-8,990
投资变动	-3,405	0	0	0
其他	8,637	9,053	10,128	11,048
筹资活动现金流	-2,325	-3,618	-2,388	-3,007
银行借款	4,445	-1,784	0	0
债券融资	400	0	0	0
股权融资	1,116	0	0	0
其他	-8,287	-1,834	-2,388	-3,007
现金净增加额	-7,501	-4,365	-1,803	-50
期初现金余额	38,066	32,243	27,878	26,076
期末现金余额	30,565	27,878	26,076	26,026

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	59,704	56,274	62,946	68,648
营业成本	55,148	52,160	56,107	58,665
营业税金及附加	1,356	1,278	1,429	1,559
销售费用	4,553	4,052	4,532	4,943
管理费用	3,244	3,095	3,462	3,776
研发费用	1,002	945	1,057	1,153
财务费用	26	33	41	41
资产减值损失	-555	-305	-411	-358
公允价值变动收益	95	0	0	0
投资净收益	9,626	9,073	10,148	11,068
资产处置收益	9	4	7	6
营业利润	5,682	5,171	7,321	9,572
营业外收入	661	3	3	3
营业外支出	49	6	1	1
利润总额	6,294	5,167	7,323	9,573
所得税	-417	362	513	670
净利润	6,711	4,806	6,810	8,903
少数股东损益	94	67	95	124
归属母公司净利润	6,618	4,739	6,715	8,779
EBITDA	721	10,701	13,342	13,757
EPS（元）	0.65	0.46	0.66	0.86

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-17.5%	-5.7%	11.9%	9.1%
营业利润	-51.2%	-9.0%	41.6%	30.7%
归属于母公司净利润	-39.3%	-28.4%	41.7%	30.7%
获利能力				
毛利率	7.6%	7.3%	10.9%	14.5%
净利率	11.2%	8.5%	10.8%	13.0%
ROE	8.3%	5.7%	7.6%	9.3%
ROIC	-4.0%	6.9%	8.7%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	40.0%	37.6%	37.2%	36.1%
净负债比率	-21.0%	-17.2%	-14.3%	-13.3%
流动比率	1.37	1.37	1.33	1.34
速动比率	1.17	1.16	1.12	1.13
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.41	0.44	0.45
应收账款周转率	17.22	17.22	17.22	17.22
存货周转率	7.96	7.96	7.96	7.96
每股指标（元）				
每股收益	0.65	0.46	0.66	0.86
每股经营现金流	-0.04	-0.15	0.02	0.09
每股净资产	7.83	8.15	8.61	9.21
估值比率				
P/E	14.68	20.50	14.47	11.07
P/B	1.21	1.16	1.10	1.03
EV/EBITDA	141.96	7.70	6.31	6.12

资料来源：万联证券

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场