

广汽集团 (2238 HK)

合营品牌拖累业绩，芯片影响超出预期

广汽集团发布三季度业绩。2021年三季度公司实现营业收入约208亿元，同比增长19%。实现归母净利润9亿元，环比下滑51%，同比下降65%，低于市场预期。尽管公司三季度确认2020年新能源积分销售收入，但芯片短缺及原材料成本上涨对公司业绩形成拖累。我们认为由于前述负面因素叠去年同期高基数，公司业绩将在四季度继续承压，因此调低公司评级至中性，下调目标价至6.8港元。

- 多重负面因素影响三季度业绩。**三季度广汽集团实现总销量47万辆，同比下滑20%，环比下滑12%。其中广汽传祺实现销量7万辆，同比下滑13%；广汽埃安实现销量4万辆，同比增长100%。受益于积分销售收入，公司三季度毛利率环比分别上升3.2/1.7个百分点。公司费用率同比上升1.3个百分点至13.8%，主要由于1)广告费支出及售后费用计提以及2)股权激励费用摊销及其他折旧上升。公司三季度核心净亏损同比收窄11%至11亿元，环比基本持平。展望四季度，影豹依靠年轻化运动轿跑定位，有望继续保持热销。传祺核心车型GS8于10月换代上市，预售价为18.88-24.68万元，具备燃油及混动两种动力总成，标配12.3英寸全液晶仪表盘和14.6英寸中控屏，搭载AR-HUD以实现三屏联动，预计将成为爆款车型，带动自主销售均价上升。
- 投资收益大幅度下滑。**由于芯片短缺影响，1)广汽丰田实现销量17万辆，同比下滑25%；2)广汽本田实现销量18万辆，同比下滑24%。同时由于1)车型结构调整；2)原材料成本上涨；3)广汽菲克工厂搬迁的一次性资产减值损失等因素叠加，三季度公司投资收益下滑50%至17亿元人民币。我们预计合资板块在四季度将仍然部分受到芯片短缺影响，同时广汽菲克亏损将在短期内开始确认，拖累四季度投资收益。
- 广汽埃安发展势头迅猛，未来可期。**尽管受到芯片影响，广汽埃安7、8、9月销量连续过万辆，已经赢得消费者口碑，预计全年将突破10万大关。广汽新能源工厂8月启动扩产工作，预计2022年3月二期达产后，产能规模提升至20万辆，支撑其销量高速增长。电池方面，广汽埃安公告将启动自研电池试制线建设，以应对未来电池供应及成本上涨等问题。10月搭载超倍速电池技术的广汽埃安AION V Plus已经上市，目前广汽集团已经启动广深地区核心区域超充桩建设工作，预计年内完成50-100座480KW超充桩安装运营。公司未来12个月有望完成新的市场融资安排，进一步提升整体估值水平。
- 芯片影响持续，业绩短期承压。**我们预计公司四季度仍然将面临芯片影响，同时原材料成本上涨、广菲亏损等因素将在短期内继续对业绩产生扰动。考虑到上述因素，我们相应下调公司2021年盈利预测28%至6,134百万元人民币，对应四季度净利润同比下滑12%。尽管广汽埃安将保持高速增长并带动整体估值提升，但我们预计公司四季度缺少相应催化剂，因此给予公司2021年9.5x市盈率（此前目标价基于2021年10.0x市盈率），下调目标价至6.8港元，调低公司评级至持有。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	59,704	63,157	76,250	85,644	93,978
同比增长(%)	-17.51%	5.78%	20.73%	12.32%	9.73%
净利润(百万人民币)	6,616	5,964	6,134	8,861	9,696
每股收益(人民币)	0.65	0.58	0.59	0.86	0.94
每股收益变动(%)	-39%	-11%	3%	44%	9%
市场每股盈利预测(人民币)	不适用	不适用	0.75	0.93	1.08
市盈率(x)	9.45	10.60	10.31	7.13	6.52
市帐率(x)	0.76	0.73	0.69	0.65	0.61
股息率(%)	3.27%	2.94%	2.95%	4.26%	4.67%
权益收益率(%)	8.44%	7.25%	7.09%	9.65%	9.85%
负债比率(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码:RESP CMBR <GO>)或<http://www.cmbi.com.hk>下载更多招银国际证券研究报告

持有(下调)

目标价	HK\$6.8
(此前目标价)	HK\$9.9
潜在升幅	-7.8%
当前股价	HK\$7.4

中国汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	175,458
3月平均流通量(百万港元)	283.58
52周内股价高/低(港元)	7.97/6.06
总股本(百万) - 2238 HK	3,099
总股本(百万) - 601238 CH	7,258

资料来源：彭博

股东结构

广州汽车工业集团有限公司	53.95%
JPMorgan Chase & Co.	2.55%
BlackRock, Inc.	1.80%

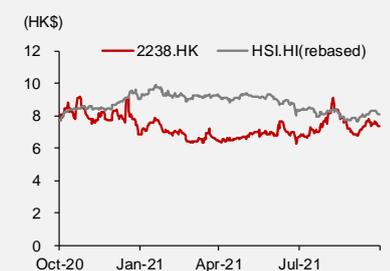
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.0%	3.6%
3-月	10.3%	12.8%
6-月	14.8%	29.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

盈利预测

图 1: 盈利预测

人民币 (百万)	新预测		原预测		变化 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	76,250	85,644	78,025	87,653	-2%	-2%
毛利	3,979	4,976	3,464	4,449	15%	12%
净利润	6,134	8,861	8,510	9,389	-28%	-6%
每股盈利 (人民币)	0.59	0.86	0.82	0.91	-28%	-6%
毛利率	5.22%	5.81%	4.44%	5.08%	0.8 ppt	0.7 ppt
净利润率	8.04%	10.35%	10.91%	10.71%	-2.9 ppt	-0.4 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

人民币 (百万)	招银国际预测		市场预测		差异 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	76,250	85,644	74,611	84,523	2%	1%
毛利	3,979	4,976	4,558	6,368	-13%	-22%
净利润	6,134	8,861	7,678	9,735	-20%	-9%
每股盈利 (人民币)	0.59	0.86	0.75	0.93	-21%	-8%
毛利率	5.22%	5.81%	6.11%	7.53%	-0.9 ppt	-1.7 ppt
净利润率	8.04%	10.35%	10.29%	11.52%	-2.2 ppt	-1.2 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	59,704	63,157	76,250	85,644	93,978
销售成本	(57,181)	(60,861)	(72,270)	(80,668)	(87,969)
毛利	2,523	2,296	3,979	4,976	6,009
销售费用	(4,553)	(3,641)	(4,651)	(5,310)	(5,827)
管理费用	(3,590)	(3,850)	(4,575)	(4,839)	(5,310)
减值损失	(54)	(55)	(55)	(55)	(55)
利息收入	291	304	367	367	367
其他收益	2,620	1,380	1,525	1,525	1,525
经营利润	(2,763)	(3,567)	(3,410)	(3,336)	(3,291)
财务费用	(516)	(440)	(582)	(614)	(558)
其他利息收入	172	128	228	228	228
合联营公司收益	9,399	9,571	10,451	13,437	14,250
利润总额	6,292	5,692	6,688	9,715	10,630
所得税费用	417	356	(468)	(729)	(797)
净利润	6,709	6,048	6,220	8,986	9,832
少数股东损益	93	84	86	125	136
归母净利润	6,616	5,964	6,134	8,861	9,696

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
归母净利润	6,616	5,964	6,134	8,861	9,696
折旧和摊销	4,184	4,947	5,254	5,717	6,182
营运资金变动	9,344	235	(9,263)	(18,245)	(9,656)
其它	(22,532)	(14,817)	5,783	2,392	(5,731)
经营活动所得现金流	(2,388)	(3,671)	7,908	(1,274)	491
资本开支	(12,702)	(7,731)	(8,723)	(8,455)	(9,034)
联营公司	(3,010)	(1,399)	(2,293)	(3,329)	(3,410)
其它	15,659	6,191	6,955	15,491	16,814
投资活动所得现金净额	(52)	(2,938)	(4,061)	3,707	4,370
股份发行	1,116	-	-	-	-
净借贷	2,830	1,481	(2,522)	3,854	(1,957)
支付股息	(2,047)	(1,860)	(1,866)	(2,696)	(2,950)
其它	(3,610)	(800)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(1,711)	(1,178)	(4,388)	1,159	(4,907)
现金增加净额	(4,151)	(7,787)	(541)	3,592	(46)
年初现金及现金等价物	31,572	25,283	17,876	17,334	20,926
其他	(2,138)	380	-	-	-
年末现金及现金等价物	25,283	17,876	17,334	20,926	20,880
受限现金	1,678	2,084	2,084	2,084	2,084

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	80,599	86,218	90,425	98,394	105,32
固定资产	19,396	20,073	21,764	22,791	23,969
无形资产和商誉	10,810	12,259	13,942	15,557	17,136
合资及联营公司投资	32,005	33,404	35,697	39,026	42,436
其它非流动资产	18,388	20,482	19,021	21,019	21,784
流动资产	56,865	56,643	60,826	70,046	73,500
现金及现金等价物	25,283	17,876	17,334	20,926	20,880
应收账款	16,844	19,616	23,106	27,627	30,315
存货	6,928	6,622	7,855	8,963	9,774
其它流动资产	7,810	12,530	12,530	12,530	12,530
流动负债	41,776	42,543	50,845	59,527	61,889
银行贷款	6,347	6,976	8,130	10,548	8,609
应付账款	33,616	33,972	41,063	47,452	51,746
其他应付款	1,529	1,493	1,493	1,493	1,493
其它流动负债	284	103	159	34	40
非流动负债	13,180	13,604	9,338	11,556	12,696
银行贷款	8,924	9,777	6,100	7,537	7,518
或有负债	1,015	603	1,144	1,285	1,410
递延所得税负债	183	138	94	146	159
其它非流动负债	3,058	3,087	2,001	2,589	3,608
所有者权益	80,188	84,375	88,729	95,019	101,90
少数股东权益	2,320	2,339	2,339	2,339	2,339
归母所有者权益	82,508	86,714	91,068	97,358	104,24

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
整车销售	60%	60%	63%	63%	64%
零部件	4%	5%	5%	5%	5%
商贸服务	32%	31%	29%	28%	31%
金融服务	4%	4%	4%	4%	4%
合计	100%	100%	100%	100%	104%
盈利能力比率					
毛利率	4%	4%	5%	6%	6%
税前利率	11%	9%	9%	11%	11%
净利润率	11%	9%	8%	10%	10%
有效税率	-7%	-6%	7%	8%	8%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.36	1.33	1.20	1.18	1.19
速动比率(x)	1.20	1.18	1.04	1.03	1.03
现金比率(x)	0.61	0.42	0.34	0.35	0.34
平均应收款周转天数	3.54	3.22	3.30	3.10	3.10
债务/股本比率(%)	67%	65%	66%	73%	72%
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)	8%	7%	7%	10%	10%
资本回报率	5%	4%	5%	6%	6%
资产回报率					
每股数据(人民币)	0.65	0.58	0.59	0.86	0.94
每股盈利(人民币)	0.20	0.18	0.18	0.26	0.29
每股股息(人民币)	8.06	8.38	8.80	9.41	10.07
每股金资产(人民币)	60%	60%	63%	63%	64%

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。