

广汽集团(601238.SH/02238.HK)

盈利短期承压，日系及自主品牌未来可期

核心观点：

- **公司 2019 年及 2020 年一季度盈利承压。**2019 年全年/2020 年一季度广汽集团营业总收入分别为 597.0/108.8 亿元，同比下降 17.5%/24.3%；归母净利润分别为 66.2/1.2 亿元，同比下降 39.3%/95.7%；基本每股收益为 0.65/0.01 元，同比下降 39.3%/96.3%。
- **合资品牌广汽丰田 19 年销量增长稳定，20 年一季度销量趋势好于行业。**根据广汽集团 2019 年产销数据，广汽丰田 2019 年总销量为 68.2 万辆，同比增长 17.6%，市场份额提升至 3.2%，同比提升 0.7pct；2020 年一季度销量为 12.3 万辆，同比降幅为 24.2%，销量趋势好于行业，市场份额提升至 4.2%。
- **自主品牌销量短期承压，新能源汽车发展迅速。**根据广汽集团 2019 年产销数据，广汽乘用车 2019 年/2020 年一季度累计销量分别为 38.5/6.2 万辆，同比下滑 28.1%/29.0%。公司 2019 年新能源汽车累计销量为 4.2 万辆，同比增长 110.0%，处于高速发展期。
- **日系品牌和自主品牌将成为未来增长点，维持“买入”评级。**公司合资日系品牌增长稳定性高，持续贡献投资收益，自主品牌短期业绩承压，伴随库存和车型周期调整到位，未来盈利能力有望恢复。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 63.1/86.9/105.3 亿元人民币，2020-2022 年 EPS 分别为 0.62/0.85/1.03 人民币元/股。公司 20 年业绩或有压力，但我们看好公司的长期发展，我们给予公司 2021 年 14 倍 PE 估值，对应合理价值为 11.90 元/股；考虑 A/H 股溢价情况，给予 H 股 10 倍 PE，对应合理价值为 9.55 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**由于整体经济状况影响，汽车终端销售未能有效反弹，日系合资品牌汽车销售不及预期，自主品牌汽车业务盈利能力持续降低。
(注：下文如无特殊说明，货币单位均为人民币)

盈利预测：

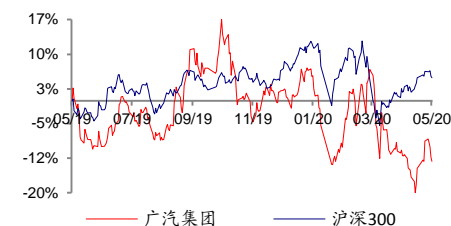
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72,380	59,704	56,201	66,060	73,399
增长率(%)	1.1	-17.5	-5.9	17.5	11.1
EBITDA(百万元)	4,974	-1,215	-782	-415	2
归母净利润(百万元)	10,903	6,618	6,305	8,690	10,533
增长率(%)	1.1	-39.3	-4.7	37.8	21.2
EPS(元/股)	1.07	0.65	0.62	0.85	1.03
市盈率(P/E)	9.24	15.24	16.00	11.60	9.57
市净率(P/B)	1.32	1.26	1.17	1.06	0.95
EV/EBITDA	14.40	-	-	-	-

数据来源：公司财务报表、广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	9.85 元/7.07 港元
合理价值	11.90 元/9.55 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-05-19

相对市场表现



分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

分析师：

刘智琪



SAC 执证号：S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

广汽集团：3 季度自主品牌压 2019-11-06

力仍存，日系合资支撑盈利

目录索引

一、公司 20 年一季度及 2019 年收入、利润承压	5
二、集团旗下日系品牌表现强势，美系品牌进入调整期	12
三、自主品牌销量承压，新能源汽车发展迅速	20
四、日系品牌和自主品牌将成为未来增长点，维持“买入”评级	25
五、风险提示	29

图表索引

图 1: 广汽集团 2015 年-2019 年营业收入 (亿元) 和同比增速 (%)	6
图 2: 广汽集团 2015 年-2019 年归母净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	6
图 3: 广汽集团历年整车销量 (万辆) 和同比增速 (%)	6
图 4: 广汽集团旗下主要品牌 2019 年新车销量 (万辆) 和同比增速 (%)	6
图 5: 广汽集团 2015 年-2019 年销售费用率和管理费用率 (%)	7
图 6: 广汽集团 2015 年-2020 年分季度固定成本率和人工成本率 (%)	7
图 7: 广汽集团 2017 年-2020 年季度营业收入 (亿元) 和同比增速 (%)	8
图 8: 广汽集团 2017 年-2020 年季度营业利润 (亿元) 和同比增速 (%)	8
图 9: 广汽集团 2017 年-2020 年季度净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	8
图 10: 广汽集团 2017 年-2020 年季度毛利 (亿元) 和同比增速 (%)	9
图 11: 广汽集团 2014 年-2020 年季度毛利率 (% , pct)	9
图 12: 广汽集团主要合资品牌 2018 年-2019 年半年度营业收入 (亿元)	10
图 13: 广汽集团主要合资品牌 2018 年-2019 年半年度单车收入 (万元)	10
图 14: 广汽丰田分季度整车销量 (辆) 和同比增速 (%)	11
图 15: 广汽本田分季度整车销量 (辆) 和同比增速 (%)	11
图 16: 广汽菲克分季度整车销量 (辆) 和同比增速 (%)	11
图 17: 广汽三菱分季度整车销量 (辆) 和同比增速 (%)	11
图 18: 广汽乘用车分季度整车销量 (辆) 和同比增速 (%)	12
图 19: 广汽丰田品牌汽车图谱	13
图 20: 丰田威兰达	13
图 21: 丰田全新汉兰达	13
图 22: 丰田 CH-R EV	14
图 23: 广汽丰田历年整车销量 (万辆) 和同比增速 (%)	14
图 24: 丰田雷凌汽车 2018 年-2020 年 3 月月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	15
图 25: 丰田凯美瑞汽车 2018 年-2020 年 3 月月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	15
图 26: 丰田致炫汽车 2018 年-2020 年 3 月月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	15
图 27: 丰田致享汽车 2018 年-2020 年 3 月月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	15
图 28: 丰田汉兰达汽车 2018 年-2020 年 3 月月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	16
图 29: 丰田 CH-R 汽车 2018 年 7 月-2020 年 3 月 12 月月度销量 (辆)	16
图 30: 广汽本田品牌汽车图谱	17
图 31: 本田皓影	17
图 32: 本田凌派锐·混动	17
图 33: 本田全新一代飞度	18
图 34: 本田新款冠道	18
图 35: 广汽本田历年整车销量 (万辆) 和同比增速 (%)	18
图 36: 本田雅阁汽车 2018 年-2020 年 3 月月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	18
图 37: 本田凌派汽车 2018 年-2020 年一季度月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	

.....	19
图 38: 本田缤智汽车 2018 年-2020 年一季度月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	19
.....	19
图 39: 本田奥德赛汽车 2018-2020 年一季度月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	19
图 40: 广汽菲克历年整车销量 (万辆) 和同比增速 (%)	20
图 41: 广汽乘用车历年整车销量 (万辆) 和同比增速 (%)	21
图 42: 传祺 GS4 汽车 2018 年-2020 年一季度月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	21
.....	21
图 43: 传祺 GS3 汽车 2018 年-2020 年一季度月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	21
.....	21
图 44: 传祺 GS8 汽车 2018 年-2020 年一季度月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	21
.....	21
图 45: 广汽传祺 GS8S.....	22
图 46: 广汽传祺 GS4 PHEV	22
图 47: 广汽传祺 GS4 Coupe	22
图 48: 广汽传祺全新 GA8.....	22
图 49: 广汽乘用车 2019 年月度销量 (辆) 和同比增速 (%)	23
图 50: 广汽集团新能源汽车历年销量 (辆) 和同比增速 (%)	24
图 51: 广汽新能源 2017 年三季度-2020 年一季度汽车销量 (辆) 和同比增速 (%)	24
.....	24
图 52: Aion 系列汽车月度销量 (辆)	24
图 53: 传祺 GE3 汽车月度销量 (辆)	24
图 54: 广汽新能源 Aion V.....	25
图 55: 广汽集团 A 股 (601238) P/E Band.....	29
图 56: 广汽集团 H 股 (02238.HK) P/E Band	29
.....	
表 1: 广汽传祺 2019 年车型及 2020 年新车型	23
表 2: 广东省汽车下乡政策中广汽集团相关车型	26
表 3: 广汽集团营收拆分 (人民币百万元)	27
表 4: 广汽集团可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2020.05.18 收盘)	28

一、公司 20 年一季度及 2019 年收入、利润承压

2020年4月29日，广汽集团发布一季度报告。广汽集团2020年一季度营业总收入为108.8亿元，同比下降24.3%；净利润为1.1亿元，同比下降96.0%；归母净利润为1.2亿元，同比下降95.7%；基本每股收益为0.01元，同比下降96.3%；综合毛利率从2019年一季度的10.4%下降至2.5%，净利率1.1%，同比下降18.2pct，主要是由于产销下降，导致公司收益收窄。

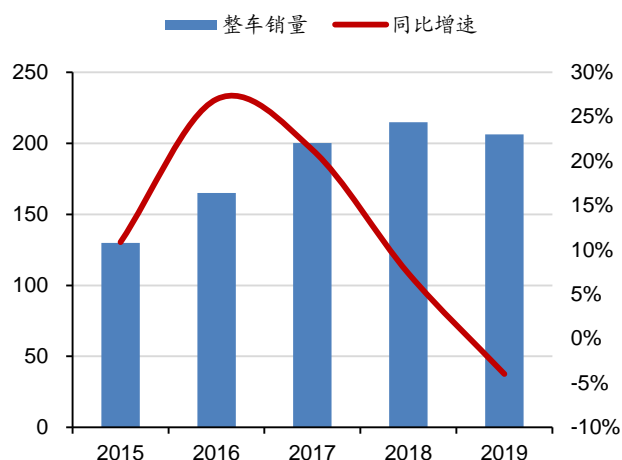
2020年第一季度，广汽集团旗下各种品牌销量继续承压，日系合资品牌广汽丰田，广汽本田，广汽三菱一季度销量分别为10.1/12.3/1.1万辆，同比下降46.2%/24.2%/66.7%；美系合资品牌广汽菲克销量为7387辆，同比下降66.0%；自主品牌广汽乘用车6.3万辆，同比下降29.0%。一季度受新冠疫情影响，销量总体下滑，但广汽丰田仍旧强势，抗压能力优于其他品牌。

2020年第一季度，管理费用率5.9%，同比下降0.6pct，主要由于无形资产摊销转入营业成本及股权激励同比减少。销售费用率5.2%，同比下降0.1pct，主要由于一季度广告宣传及市场费同比减少。一季度公司继续加强自主研发和创新能力建设，同步推进常规动力车型、新能源车型开发项目及核心部件的研发，公司一季度研发费用1.2亿元，同比增加2.1%。除去固定资产折旧和无形资产摊销（季报未披露）固定成本率为7.8%，去年同期的固定成本率为13.3%。人工成本率为18.6%，相比与去年同期的人工成本率15.8%有所上升。

广汽集团2019年总营业收入为597.0亿元，同比下降17.5%；净利润为67.1亿元，同比下降38.7%；归母净利润为66.2亿元，同比下滑39.3%；基本每股收益为0.65元，同比下降39.3%；综合毛利率从2018年的16.2%下降至2019年的5.2%，净利率为11.1%，同比下降4.0pct，主要是由于公司成本规模效应减少导致。

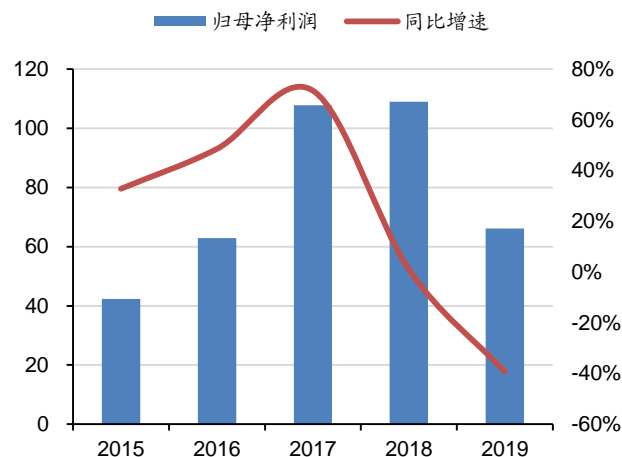
汽车销售方面，公司2019年全年总销量为206.2万辆，同比下降4.0%，但优于行业平均水平；终端销售208.5万辆，市占率同比提升0.4pct至8%。根据广汽集团2019年产销数据，广汽本田、广汽丰田、广汽三菱三大日系合资品牌累计销量158.6万辆，同比增长8.2%；美系合资品牌广汽菲克全年销量7.4万辆，同比下降41.0%；自主品牌广汽乘用车全年销量38.5万辆，同比下降28.1%。公司汽车总销量下降主要原因为汽车市场上日系、德系品牌表现强势，自主品牌和美系合资品牌的市场份额受到挤压，导致广汽乘用车和广汽菲克汽车销量下滑幅度较大，进而对公司总销量产生较大影响。公司合资日系品牌增长稳定性高，持续贡献投资收益，自主品牌短期业绩承压，伴随库存和车型周期调整到位，未来盈利能力有望恢复。

图 1: 广汽集团2015年-2019年营业收入(亿元)和同比增速(%)



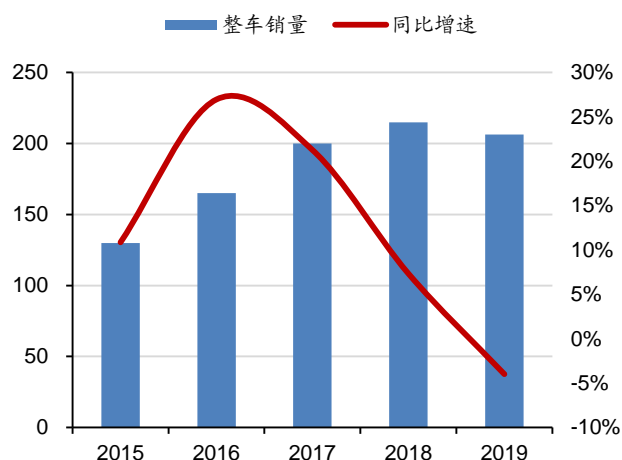
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 2: 广汽集团2015年-2019年归母净利润(亿元)和同比增速(%)



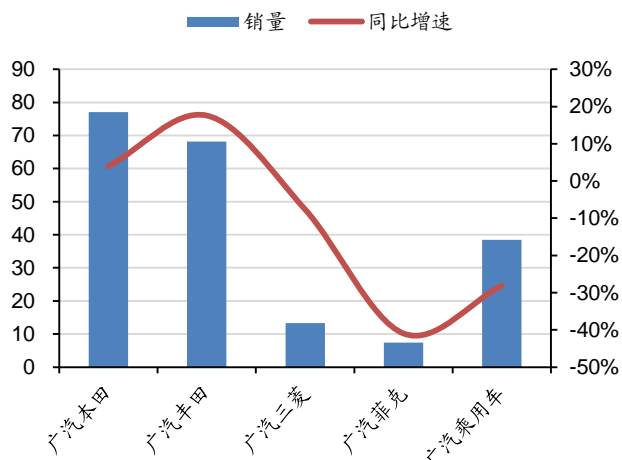
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 3: 广汽集团历年整车销量(万辆)和同比增速(%)



数据来源: 公司月度产销公告、广发证券发展研究中心

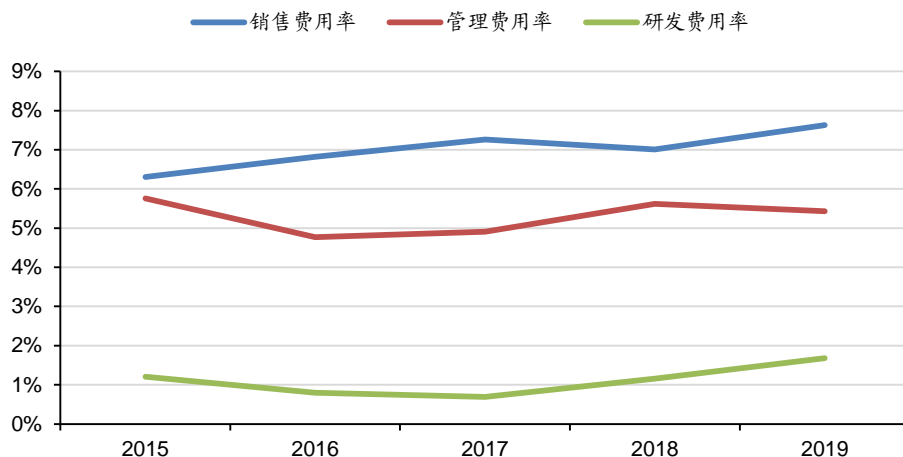
图 4: 广汽集团旗下主要品牌2019年新车销量(万辆)和同比增速(%)



数据来源: 公司月度产销公告、广发证券发展研究中心

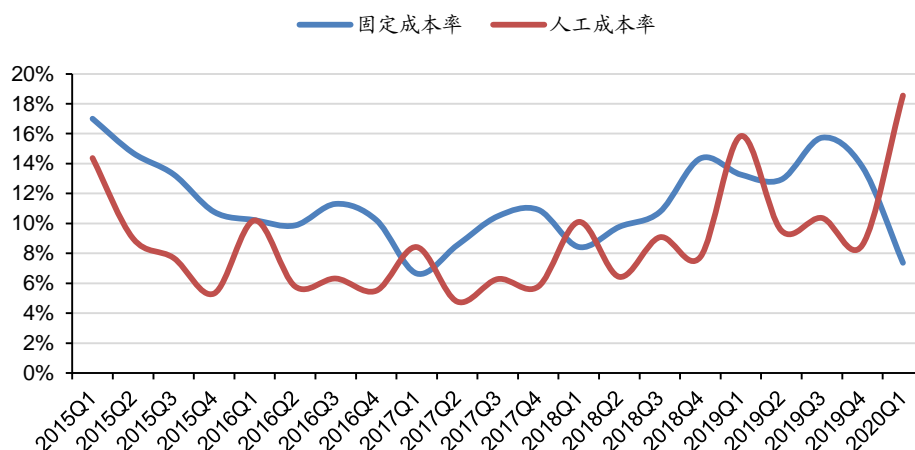
在费用方面，公司2019年管理费用率为5.4%，同比下降0.2pct，反映公司的管理效率在持续提升。而公司的销售费用率整体呈现上升趋势，2019年销售费用为45.5亿元，销售费用率为7.6%，同比上升0.6pct。2019年公司的研发费用率为1.7%，同比增长0.5pct，主要由于公司加强自主研发和创新能力建设，加大对常规动力车型、新能源车型开发项目及核心部件的研发投入。具体来看，2019年度固定成本率13.9%，同比上升1.1pct。人工成本率11.0%，同比上升2.6pct。自2017年开始，固定成本率，人工成本率总体呈上升趋势。

图 5：广汽集团2015年-2019年销售费用率和管理费用率（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 6：广汽集团2015年-2020年分季度固定成本率和人工成本率（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

分季度来看：

2019年一季度广汽集团营业收入为143.7亿元，同比下降26.1%；营业利润和净利润分别为23.5亿元和28.2亿元，同比分别下降45.2%和27.8%，主要是国内汽车行业产销持续负增长所导致。

二季度公司营业收入为139.8亿元，同比下降21.2%；营业利润和净利润分别为21.4亿元和21.6亿元，同比分别下降33.3%、29.2%，营业收入和营业利润同比降幅相比一季度有所收窄，但净利润降幅增大。

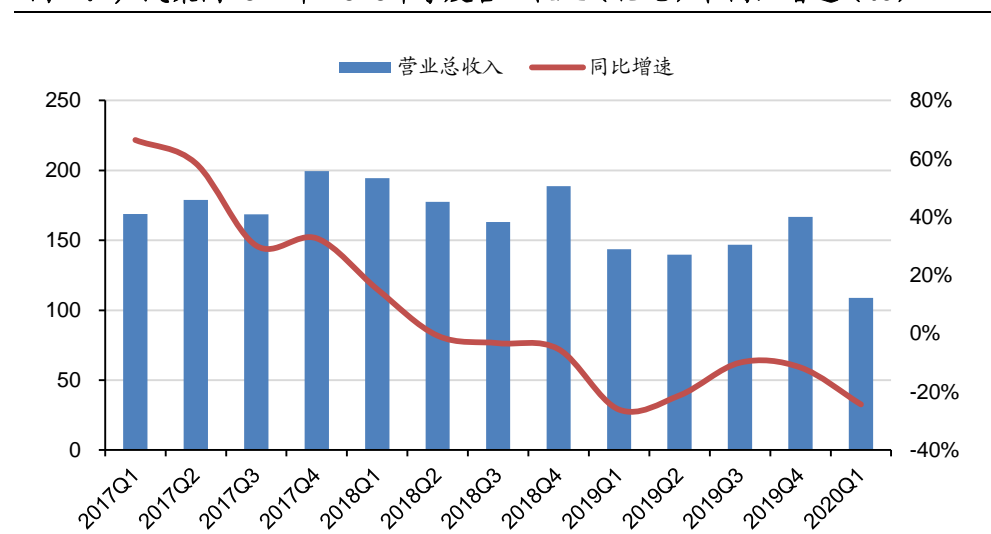
三季度营业收入为146.8亿元，环比上升5.0%，同比仍然下降10.0%；而营业利润和净利润分别为14.0亿元和14.5亿元，同比降幅均超过50%，在国五国六排放标准

切换，新能源补贴政策影响下，下滑趋势进一步加大。

四季度营业收入为166.7亿元，环比增长13.6%，同比下降11.7%；营业利润和净利润分别为-2.0亿元和2.9亿元，净利润降幅达72.4%，而营业利润在近三年首次出现负值。

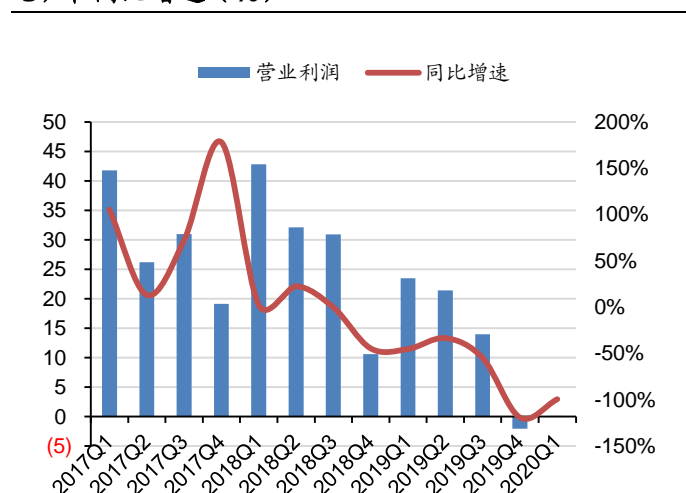
2020一季度营业收入108.8亿元，环比下降34.8%，同比下降24.3%；季度营业利润和净利润分别为0.2亿元和1.1亿元，营业利润转正，净利润同比降幅96.0%，主要受汽车市场产销量下降影响。

图 7：广汽集团2017年-2020年季度营业收入（亿元）和同比增速（%）



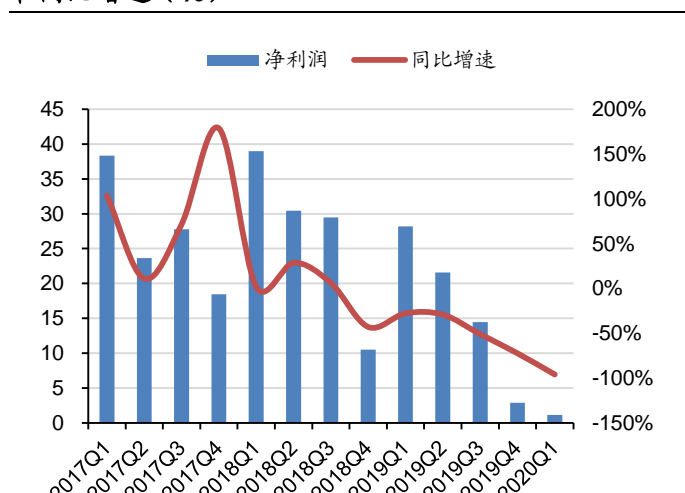
数据来源：公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 8：广汽集团2017年-2020年季度营业利润（亿元）和同比增速（%）



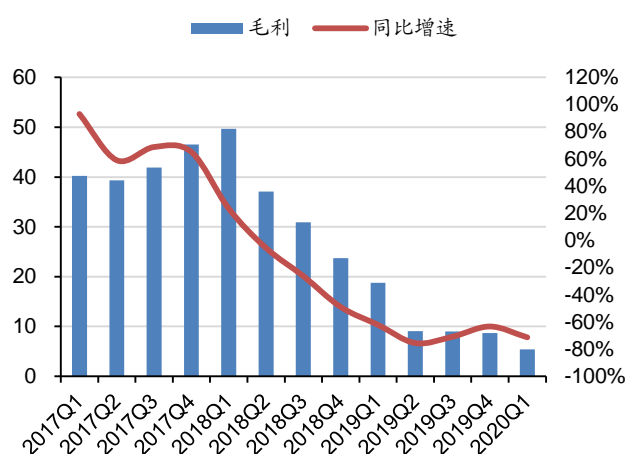
数据来源：公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 9：广汽集团2017年-2020年季度净利润（亿元）和同比增速（%）



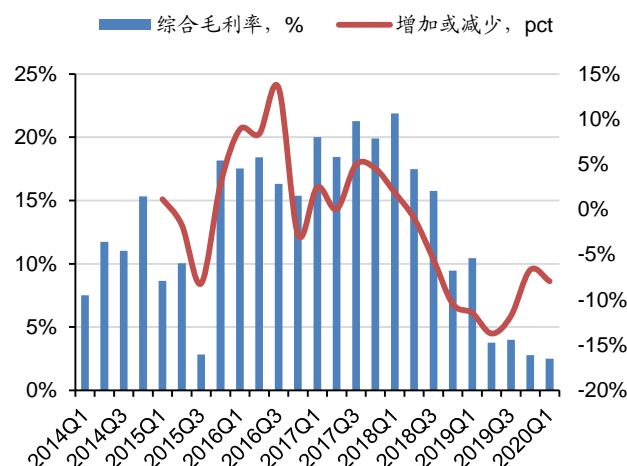
数据来源：公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 10: 广汽集团2017年-2020年季度毛利(亿元)和同比增速(%)



数据来源: 公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 11: 广汽集团2014年-2020年季度毛利率(%，pct)



数据来源: 公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

在合资品牌中, 广汽丰田2019年营业收入为980.5亿元, 同比增长17.1%, 其中, 2019年上半年营业收入为448.8亿元, 同比增长20.6%, 平均单车收入为14.4万元, 同比下降1.0%; 下半年营业收入为531.7亿元, 同比增长14.3%, 环比下降3.5%, 单车收入14.3万元, 环比下降0.6%, 在排放标准切换、新能源补贴退坡的因素影响下, 下半年营业收入同比增幅相比上半年有所下滑。2020年一季度销量12.3万辆, 环比减少36.6%。

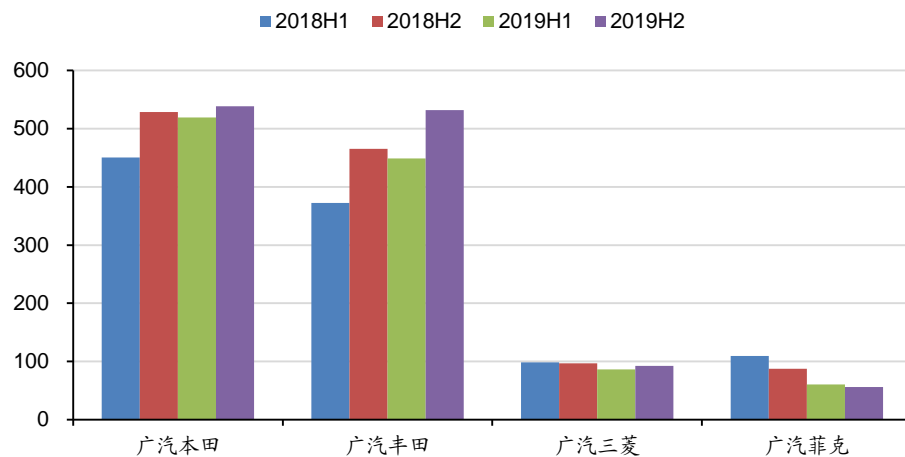
广汽本田2019年营业收入为1057.1亿元, 同比增长8.0%, 增幅较去年提升1.7pct。其中2019年上半年营业收入为519.0亿元, 同比增长15.3%, 单车收入13.2万元, 同比下降1.0%; 下半年营业收入为538.2亿元, 环比增长3.7%, 同比增幅为1.9%, 单车收入为14.3万元, 同比增长8.9%。2020年一季度销量20.1万辆, 环比减少47.9%。

广汽三菱2019年营业收入为178.6亿元, 同比下降8.5%, 其中2019年上半年营业收入为86.2亿元, 同比下降12.5%, 单车收入为13.7万元, 同比增加4.2%, 上半年的单车收入同比上升, 但由于上半年销量同比降幅达16.1%, 因此整体收入同比下滑; 下半年营业收入为92.4亿元, 同比下降4.4%, 环比上升7.3%, 单车收入为13.2万元, 同比下降5.8%, 下半年收入同比降幅相比上半年有所收窄。2020年一季度销量1.1万辆, 环比减少68.5%。

广汽菲克2019年营业收入为116.6亿元, 同比下降40.8%, 降幅较去年提高了3.4pct。其中2019年上半年营业收入为60.7亿元, 同比下降44.6%, 单车收入为16.9万元, 同比增长8.5%, 上半年公司单车收入增幅明显, 但由于上半年汽车销量降幅达49.0%, 从而影响其整体营业收入水平; 下半年营业收入为55.9亿元, 同比下降36.0%, 同比降幅较上半年有所改善。广汽菲克2019年下半年单车收入为14.7万元, 同比下降7.7%, 环比下降13.2%, 汽车销量为3.8万辆, 同比下降30.7%, 环比上升

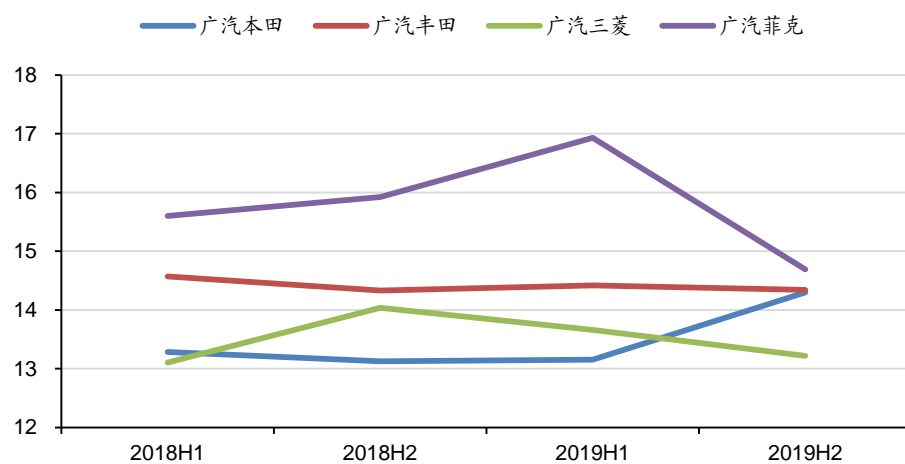
6.2%。2020年一季度销量为0.7万辆，环比下降59.3%。

图 12: 广汽集团主要合资品牌2018年-2019年半年度营业收入（亿元）



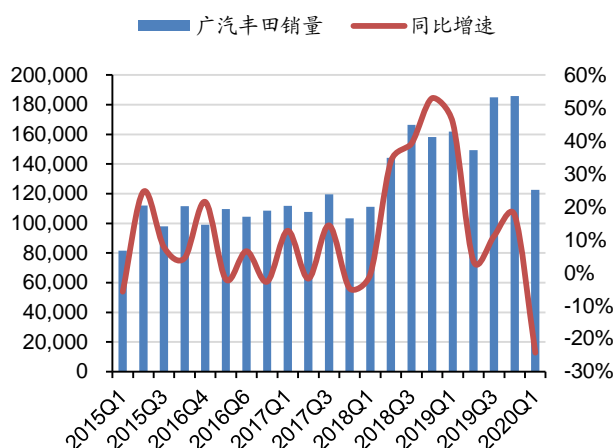
数据来源：公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图 13: 广汽集团主要合资品牌2018年-2019年半年度单车收入（万元）



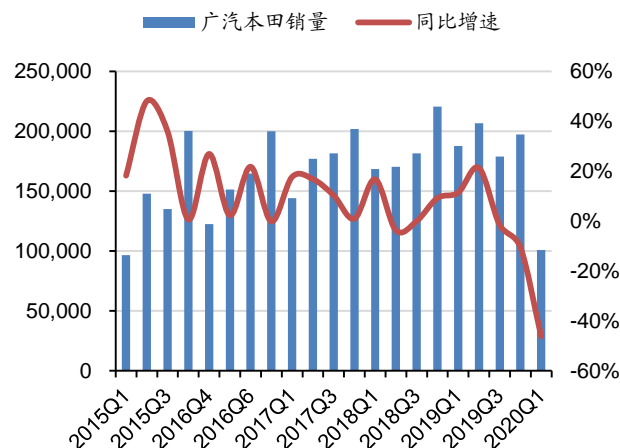
数据来源：公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图 14: 广汽丰田分季度整车销量(辆)和同比增速(%)



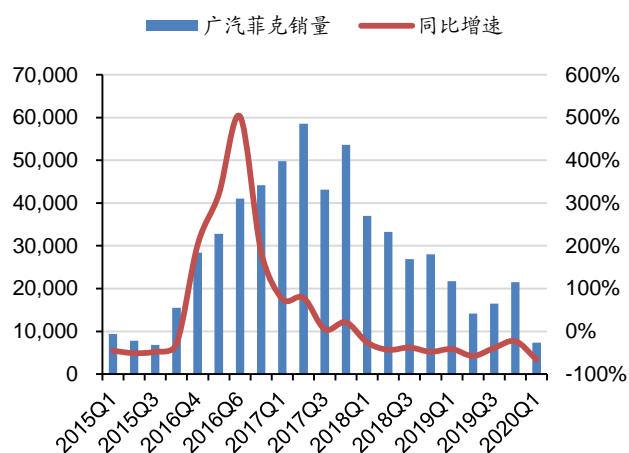
数据来源: 公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 15: 广汽本田分季度整车销量(辆)和同比增速(%)



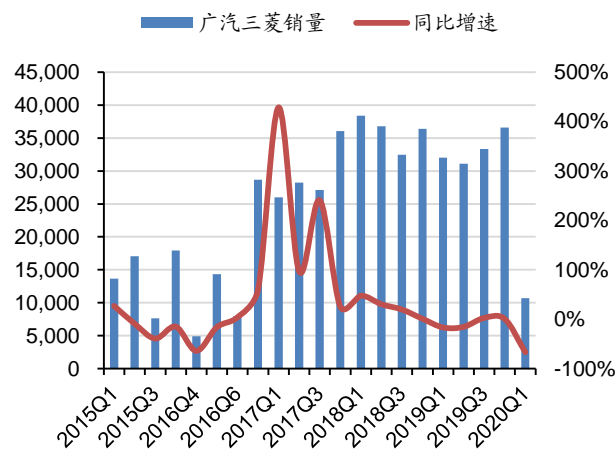
数据来源: 公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 16: 广汽菲充分季度整车销量(辆)和同比增速(%)



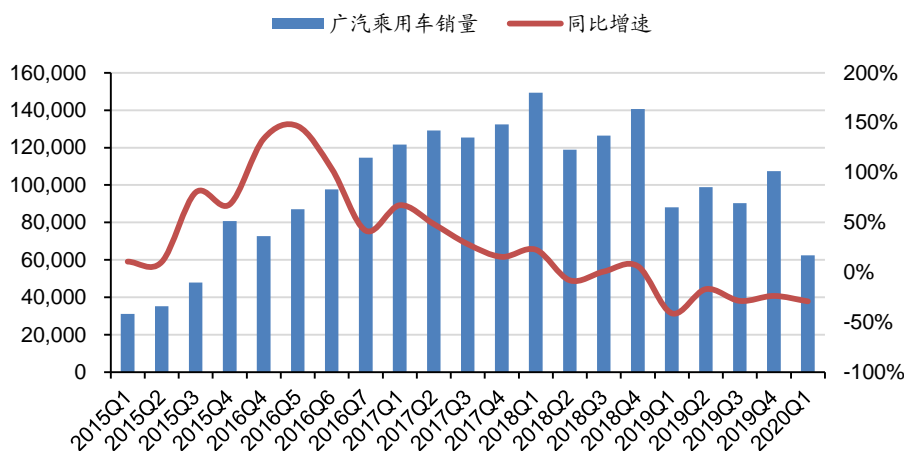
数据来源: 公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 17: 广汽三菱分季度整车销量(辆)和同比增速(%)



数据来源: 公司年报、半年报、季报、广发证券发展研究中心

图 18: 广汽乘用车分季度整车销量 (辆) 和同比增速 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

二、集团旗下日系品牌表现强势，美系品牌进入调整期

2019年的汽车消费市场继2018年后进一步下行，主要由于受到国五国六排放标准切换、新能源汽车补贴退坡等行业政策因素影响。根据中国汽车工业协会数据，2019年国内乘用车产销量分别为2136万辆和2144万辆，同比分别下降9.2%和9.6%，乘用车销量降幅同比增加5.5pct。其中，近年SUV销量占比稳步提升，MPV占比有所下滑，而轿车销量占比近三年保持相对稳定。国内乘用车市场品牌出现明显的两极分化趋势，日系和德系品牌的市场份额均有明显上升，其中日系品牌2019年的市占率为21.3%，同比上升4.5pct，德系品牌的市占率为24.2%，同比上升2.7pct；美系、韩系品牌的市占率分别为8.9%和4.7%，均出现一定的下滑；自主品牌的市场份额也受到挤压，从2018年的42.2%降至2019年的39.2%。

在国内汽车市场整体承压的情况下，广汽集团旗下的日系品牌销量整体保持上升趋势。2019年，广汽丰田总销量为68.2万辆，同比增长17.6%，在公司合资品牌中表现最佳。2020年一季度总销量为12.3万辆，同比下滑24.2%，优于市场平均水平。其中，广汽丰田旗下最畅销车型为雷凌和凯美瑞，对广汽丰田销量的贡献度接近60.0%。公司在2019年对两款产品进行更新换代，分别在2月和7月推出新款凯美瑞和雷凌双擎E+的新车型后，成功延续了产品的生命周期。雷凌终端销量保持稳定，全年销售20.6万辆，同比增长1.5%；凯美瑞全年终端销量为18.3万辆，同比增长15.0%，在轿车销量排行榜中排名第十三。致炫和致享车型销量增速较快，在2019年的总销量分别为7万辆和4.5万辆，同比分别增长28.7%和9.3%。公司2018年6月上市的新款SUV丰田CH-R在2019年销量逐渐爬坡，全年销售5.9万辆，同比增长达161.7%。在新车型方面，广汽丰田已在2019年9月推出全新紧凑型纯电动车iA5，2020年2月推出首款紧凑型SUV威兰达，后续还将推出全新汉兰达和CH-R EV车型。

图 19：广汽丰田品牌汽车图谱



数据来源：广汽丰田官网、广发证券发展研究中心

图 20：丰田威兰达



数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

图 21：丰田全新汉兰达



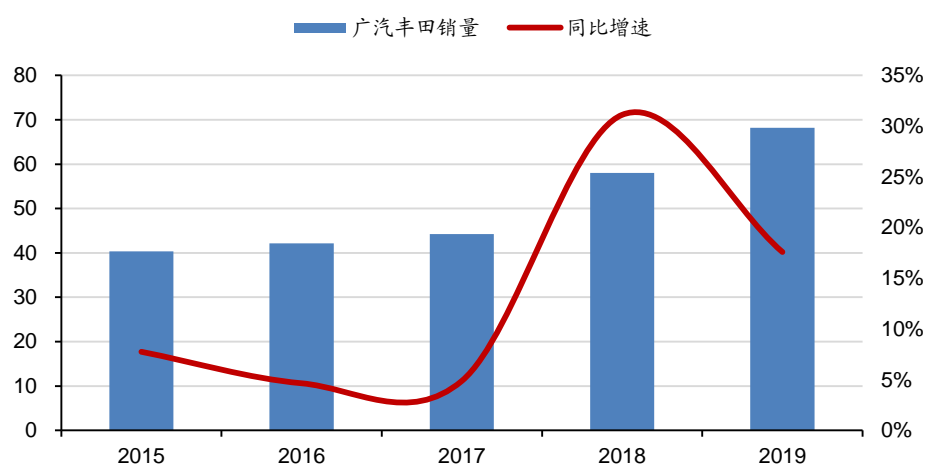
数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

图 22: 丰田CH-R EV



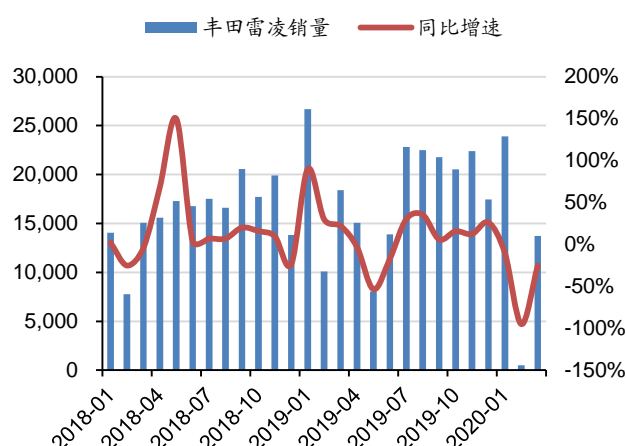
数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

图 23: 广汽丰田历年整车销量（万辆）和同比增速（%）



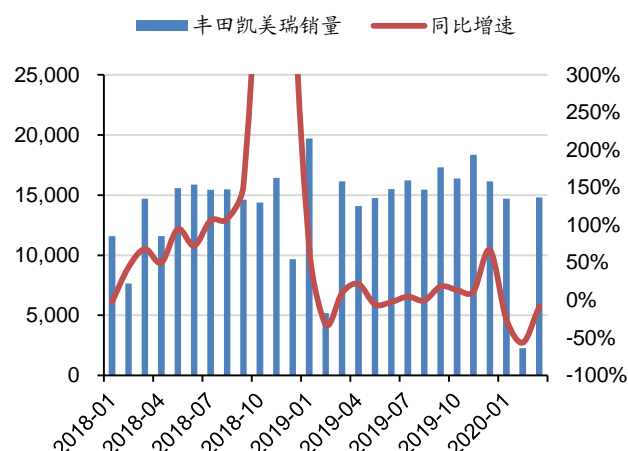
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 24: 丰田雷凌汽车2018年-2020年3月月度销量(辆)和同比增速(%)



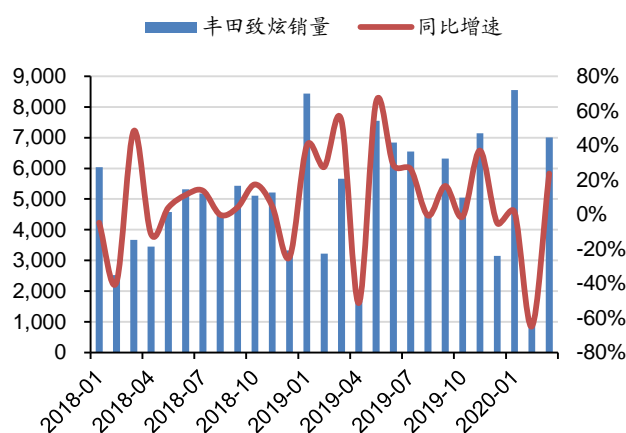
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 25: 丰田凯美瑞汽车2018年-2020年3月月度销量(辆)和同比增速(%)



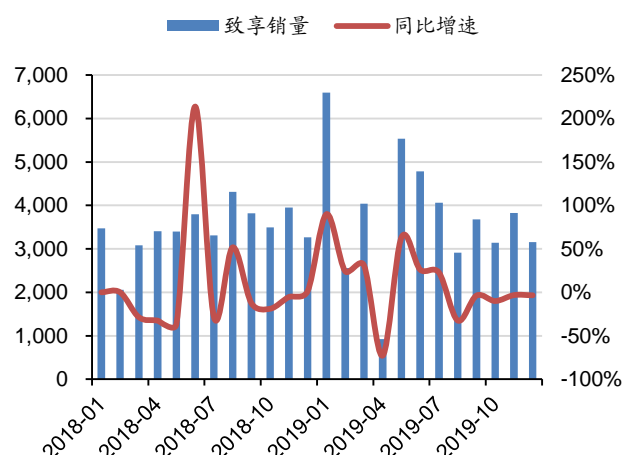
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 26: 丰田致炫汽车2018年-2020年3月月度销量(辆)和同比增速(%)



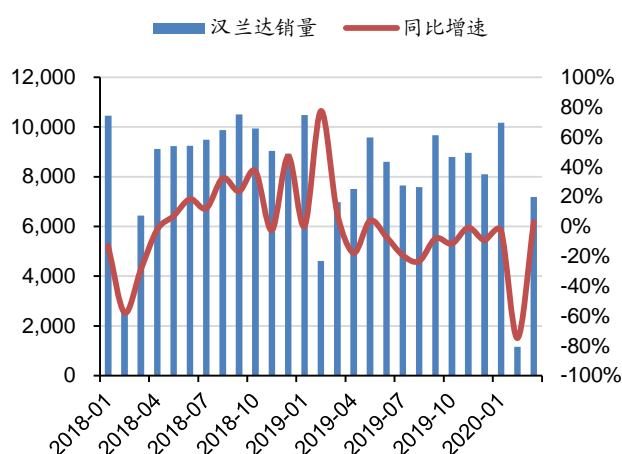
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 27: 丰田致享汽车2018年-2020年3月月度销量(辆)和同比增速(%)



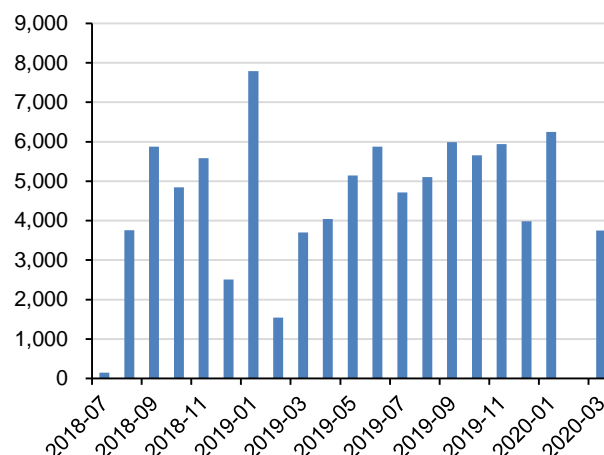
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 28: 丰田汉兰达汽车2018年-2020年3月月度销量(辆)和同比增速(%)



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

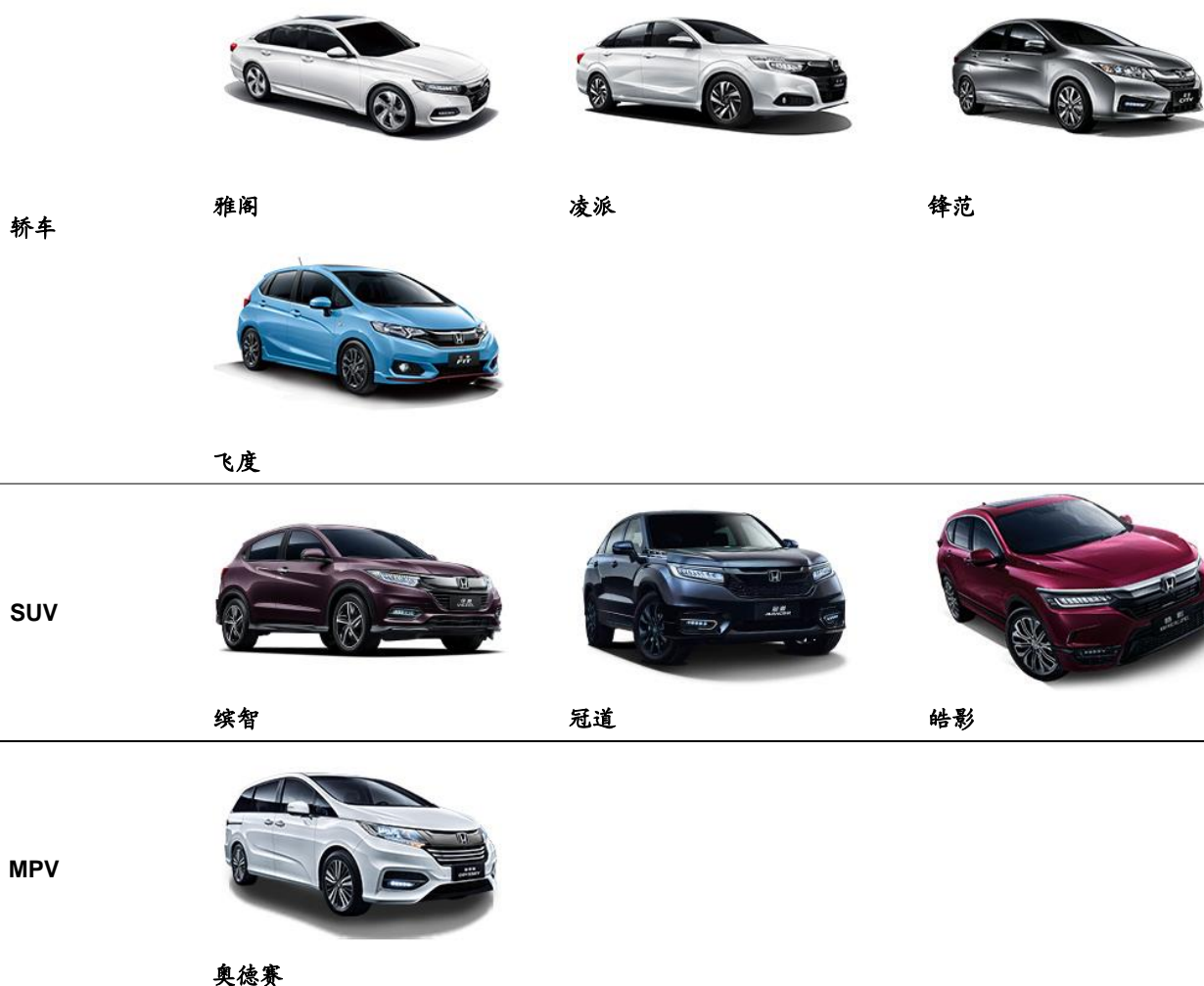
图 29: 丰田CH-R汽车2018年7月-2020年3月12月月度销量(辆)



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

集团旗下另一日系品牌广汽本田发展稳健，2019年全年总销量为77.1万辆，同比增长4.0%。2020年一季度销量10.1万辆，同比下降46.2%，与国内一季度狭义乘用车批发销量45.3%的同比降幅相近。在车型方面，本田雅阁和凌派对公司全年销量构成较强支撑。本田雅阁车型在2018年4月和8月分别推出第十代雅阁和雅阁混动版车型后，产品周期得以延续，2019年累计终端销量为21.8万辆，同比增长24.7%，增幅较去年提升12.2pct，在乘联会公布的轿车销量排行榜中的名次从2018年的第15名跃升至2019年的第10名。广汽本田旗下的凌派车型同样表现出色，在2018年9月推出凌派2019款后，销量显著回升，2019年累计销售15.4万辆，同比增幅达到36.2%；公司唯一一款MPV车型奥德赛销量稳定，在国内MPV综合销量同比下滑18.2%的情况下，全年仍售出4.5万辆，同比增长2.9%，远超市场平均水平。在新车型方面，广汽本田已在2019年10月推出旗下首款纯电动SUV VE-1，2019年11月推出新款SUV皓影，同时2020年将推出凌派锐·混动、全新一代飞度、新款冠道、讴歌CDX中改款等车型。

图 30: 广汽本田品牌汽车图谱



数据来源: 广汽本田官网、广发证券发展研究中心

图 31: 本田皓影



数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 32: 本田凌派锐·混动



数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 33: 本田全新一代飞度



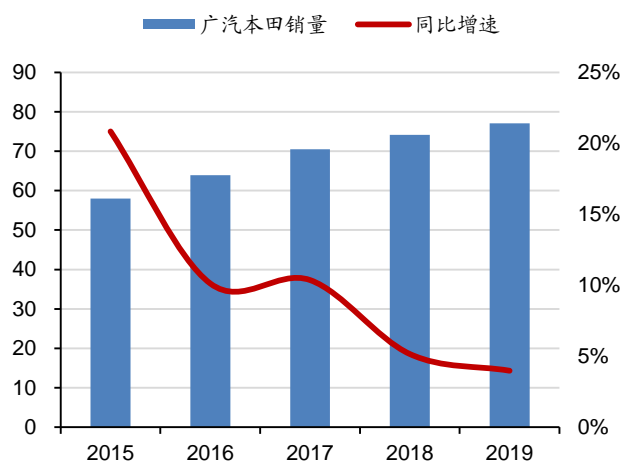
数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 34: 本田新款冠道



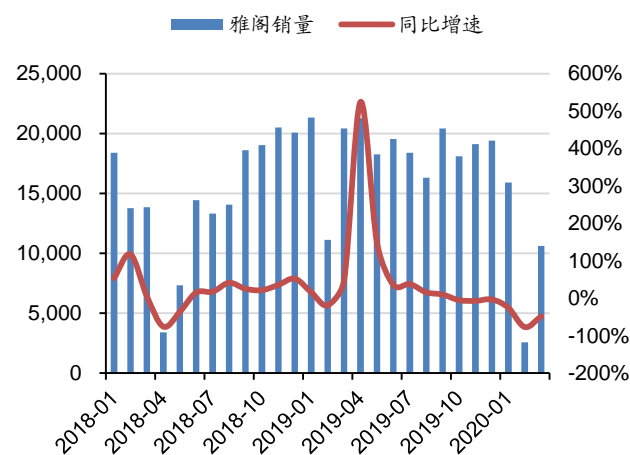
数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 35: 广汽本田历年整车销量(万辆)和同比增速(%)



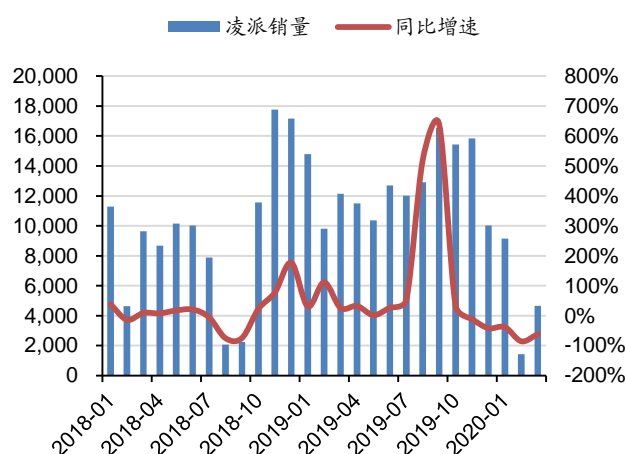
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 36: 本田雅阁汽车2018年-2020年3月月度销量(辆)和同比增速(%)



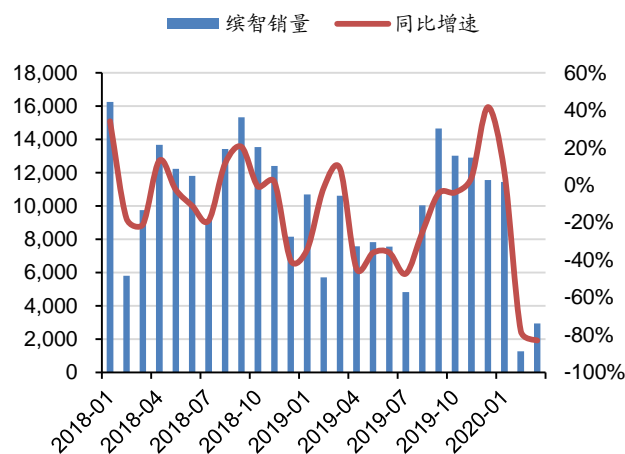
数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 37: 本田凌派汽车2018年-2020年一季度月度销量(辆)和同比增速(%)



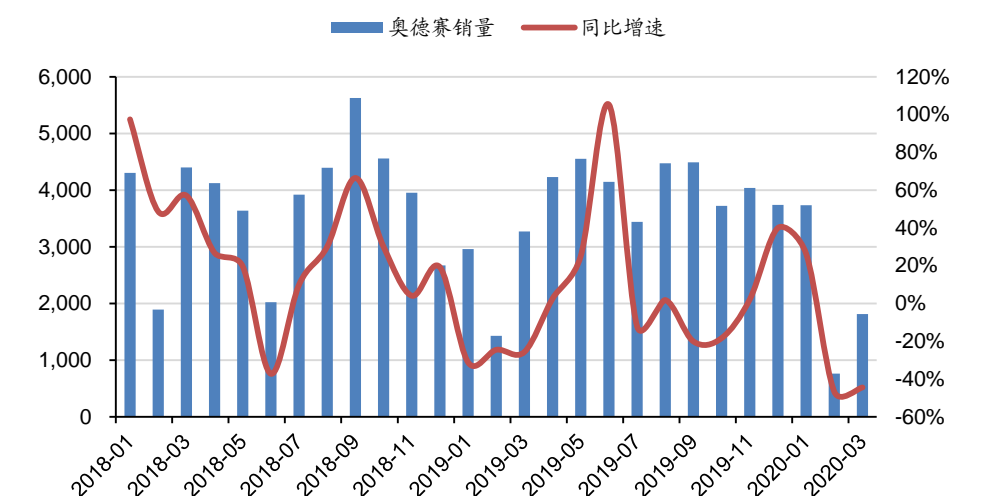
数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 38: 本田缤智汽车2018年-2020年一季度月度销量(辆)和同比增速(%)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 39: 本田奥德赛汽车2018年-2020年一季度月度销量(辆)和同比增速(%)

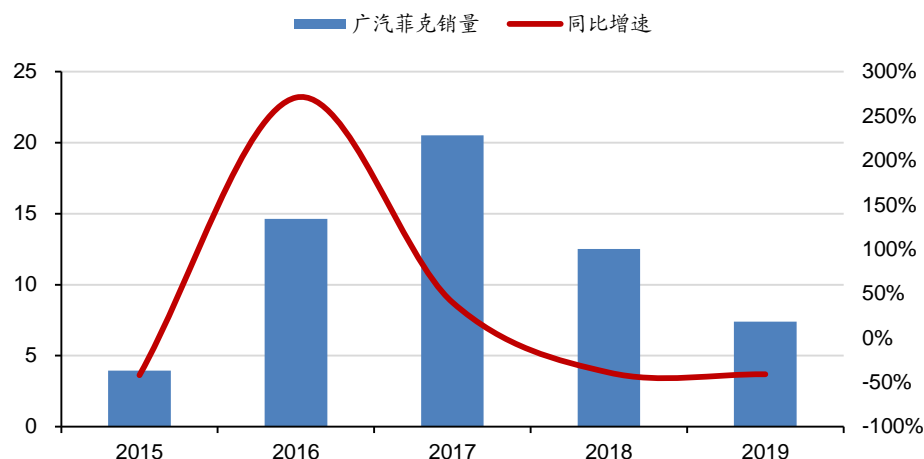


数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

与日系合资品牌相比, 集团旗下的美系合资品牌广汽菲克表现较为低迷。根据公司月度产销公告, 广汽菲克2019年累计销量7.4万辆, 同比下降41.0%。2020年一季度销量7,387辆, 同比下降66.0%。2019年4月, 广汽菲克进行管理层更换, 原总裁郑杰离职, 曾有菲亚特集团工作经历的蔡迪霓(Massimiliano Trantini)接任。5月, 广汽菲克的股东双方广汽集团和菲克集团共同商议决策, 对该集团的运营机制进行改革, 主要包括组织结构调整和人事调整。其中组织结构调整的重点就是广汽菲克和广汽菲克销售公司“一体化”运营, 实现产销融合。根据广汽集团2019年年报信息, 广汽菲克预计将在2020年推出Jeep指南者中期改款车型。预期在广汽菲克

内部管理机制优化，以及推出具有竞争力的车型的帮助下，公司车型销售情况有望得到提升。

图 40：广汽菲克历年整车销量（万辆）和同比增速（%）

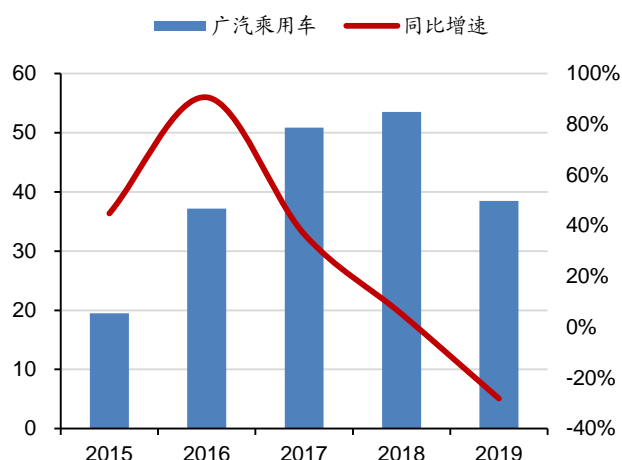


数据来源：公司月度产销公告、广发证券发展研究中心

三、自主品牌销量承压，新能源汽车发展迅速

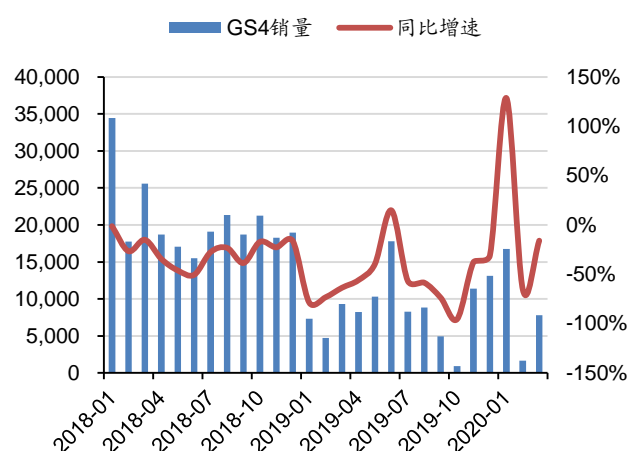
2019年，日系、德系等合资品牌发力抢占自主品牌市场。根据中汽协数据，自主品牌在全国乘用车市场的市占率由2018年的42.2%下滑至39.2%。根据公司月度销量公告，受行业影响，广汽乘用车2019年累计销量为38.5万辆，同比下滑28.1%，在近五年首次下行。受疫情及市场整体经济情况影响，广汽乘用车2020年一季度销量为6.3万辆，同比下降29.4%。传祺GS4和传祺GS3是广汽乘用车的主力畅销车型，对传祺当年销量贡献率接近46%，其中传祺GS4全年销售10.5万辆，同比下降57.4%，基于全新GPMA平台打造的第二代GS4于2019年11月上市，首月销量破万；传祺GS3全年销售7.3万辆，同比下降18.7%。传祺GM6是广汽乘用车第二款MPV车型，在2019年1月推出市场后表现不俗，全年累计终端销量3.6万辆，在乘联会公布的MPV销量排行榜中位列第9，对公司全年销量贡献率接近10%。

图 41: 广汽乘用车历年整车销量(万辆)和同比增速(%)



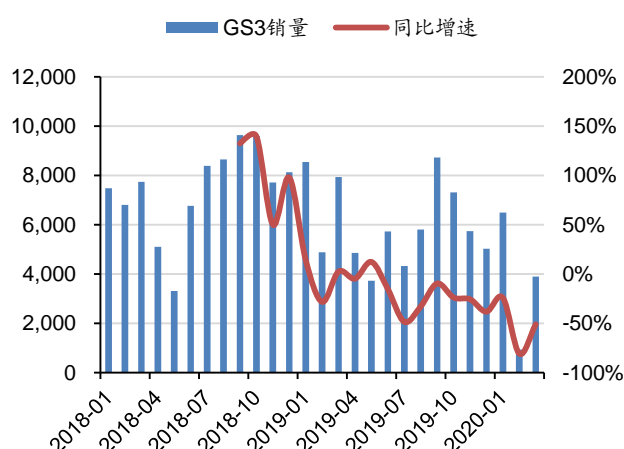
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 42: 传祺GS4汽车2018年-2020年一季度月度销量(辆)和同比增速(%)



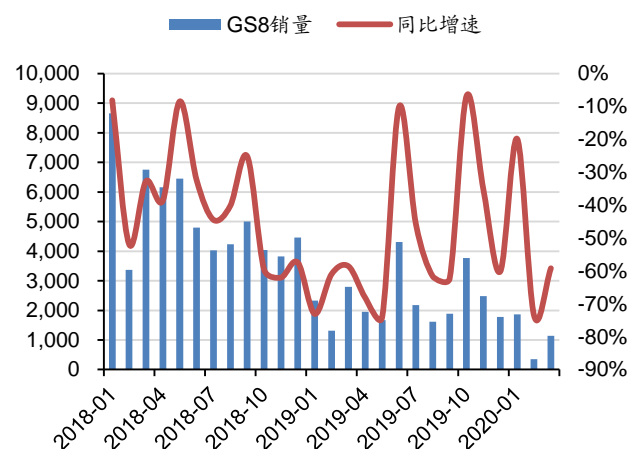
数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 43: 传祺GS3汽车2018年-2020年一季度月度销量(辆)和同比增速(%)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 44: 传祺GS8汽车2018年-2020年一季度月度销量(辆)和同比增速(%)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

2019年是广汽传祺的改款换代大年。为了进一步挖掘现有产品的潜力,完善新车型布局,公司全年共推出8款新品或改款,其中有7款在下半年上市。根据公司公布的广汽乘用车月度销量数据,在连续推出新车型后,2019年下半年的月销量整体保持上升趋势。根据广汽集团2019年年报信息,2020年广汽传祺计划推出GS4 Coupe、GS4 PHEV、GS8S、GA8中改款等多款车型,预计新车型的推出将能有效促进公司汽车销量的提升。

图 45: 广汽传祺GS8S



数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 46: 广汽传祺GS4 PHEV



数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 47: 广汽传祺GS4 Coupe



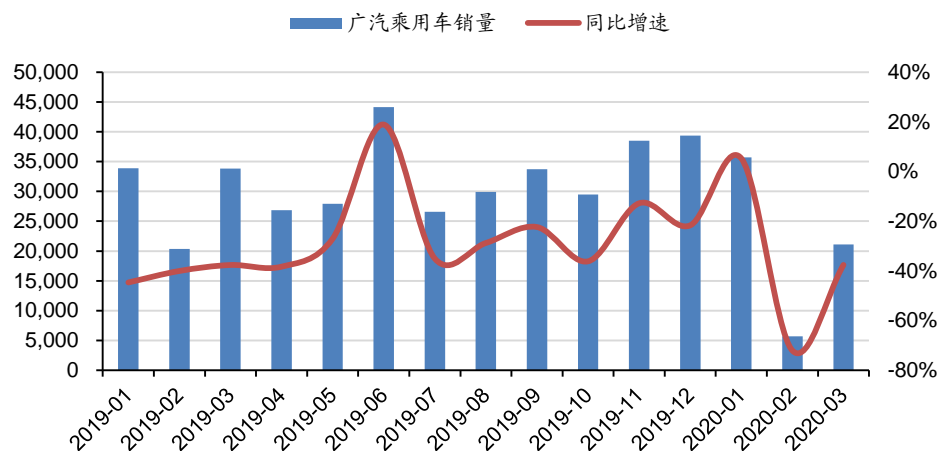
数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 48: 广汽传祺全新GA8



数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 49: 广汽乘用车2019年月度销量(辆)和同比增速(%)



数据来源: 公司月度销量公告、广发证券发展研究中心

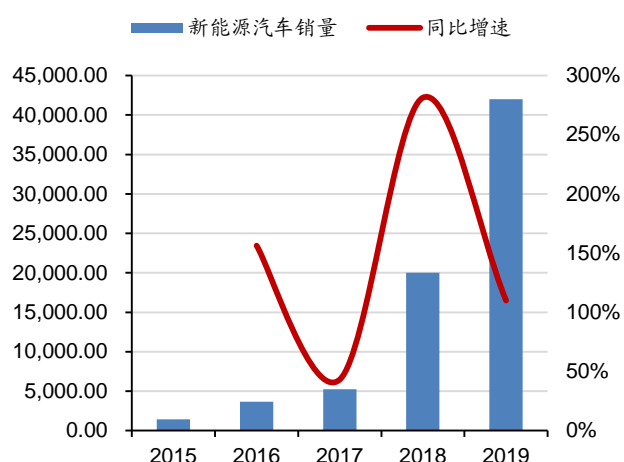
表 1: 广汽传祺2019年车型及2020年新车型

车型	级别	上市类型	上市时间	价格区间
GM6	MPV	新品上市	2019-01-02	10.98-15.98万元
2019款GS3	小型SUV	改装增配	2019-07-17	7.68-11.38万元
2019款GS7	中型SUV	改装增配	2019-07-19	15.28-18.98万元
新一代GA6	中型轿车	改装增配	2019-08-23	10.88-16.88万元
2020款GM8	MPV	改装增配	2019-09-18	19.28-21.98万元
2020款GS8	中大型SUV	改装增配	2019-10-19	16.68-26.28万元
新一代GS5	紧凑型SUV	改装增配	2019-10-31	10.98-16.98万元
新一代GS4	紧凑型SUV	改装增配	2019-11-15	8.98-15.18万元
GS4 PHEV	紧凑型SUV	改装增配	2020-04	-
GS8S	中大型SUV	改装增配	2020-04	-
GS4 Coupe	紧凑型SUV	改装增配	2020-05	-
GA8中改款	中大型轿车	改装增配	2020-06	-

数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

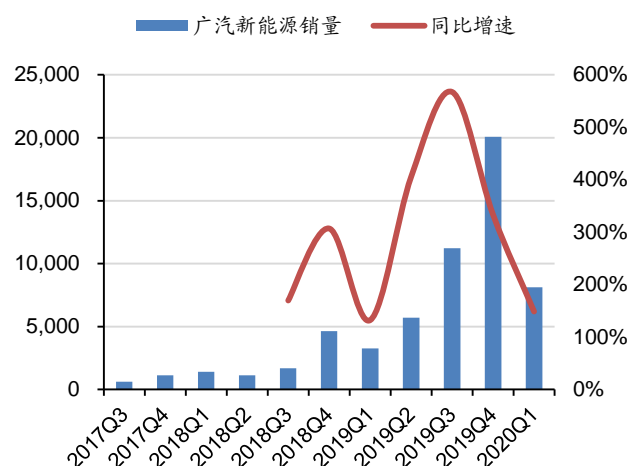
在新能源领域, 广汽集团通过在2017年和2018年分别成立广汽新能源公司和广汽蔚来公司, 持续加深布局, 汽车销量保持增长态势。公司2019年新能源汽车累计销量为4.2万辆, 同比增长110.0%, 处于高速发展期。2019年4月, 广汽新能源基于纯电专属平台GEP 2.0推出的首款战略车型Aion S正式上市, 为国内首次实现批量交付的综合续航里程超510km的产品, 上市后销量增长迅速, 全年累计销售3.2万辆, 在乘联会公布的新能源车型销量排行榜中排行第7, 对公司新能源汽车销量贡献率为76.0%。同时, 广汽新能源第一款纯电动SUV Aion LX车型已在2019年10月上市, 2020年4月将推出Aion V。在产能方面, 广汽新能源在2019年5月完成产能扩张, 新增广汽新能源智能生态工厂一期10万辆/年的产能。

图 50: 广汽集团新能源汽车历年销量(辆)和同比增速(%)



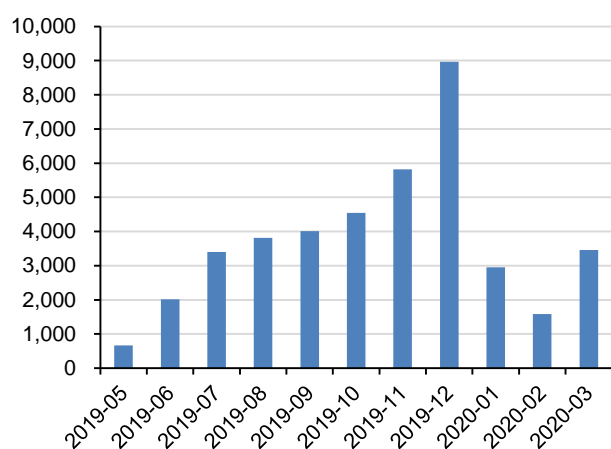
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 51: 广汽新能源2017年三季度-2020年一季度汽车销量(辆)和同比增速(%)



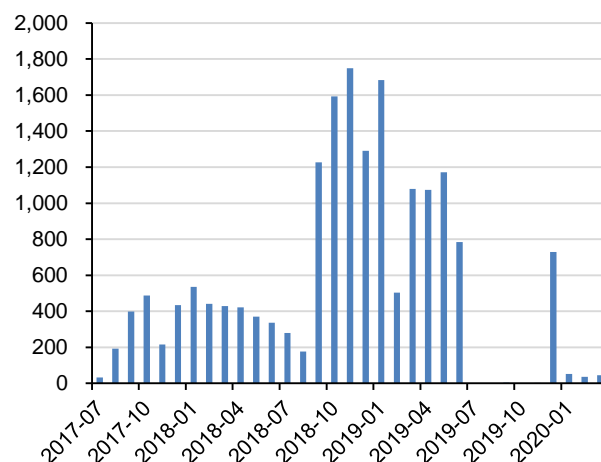
数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 52: Aion系列汽车月度销量(辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 53: 传祺GE3汽车月度销量(辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 54: 广汽新能源Aion V



数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

四、日系品牌和自主品牌将成为未来增长点，维持“买入”评级

在新冠肺炎疫情叠加春节假期因素的影响下，2020年初的汽车消费市场呈现整体低迷的状态。根据乘联会数据，2020年第一季度国内狭义乘用车累计销量为301.5万辆，同比下降40.8%，其中3月份的销量为104.6万辆，同比下降40.4%，环比增加317.8%，销量正在迅速恢复。疫情使汽车消费需求短期内受到了抑制，同时汽车经销商的复工时间也被迫推迟；但在各地纷纷出台相应的防控措施后，疫情在2月下旬逐渐得到控制。根据中汽协数据，截至4月10日，国内汽车经销商的复工率已提升至99.7%，综合复工效率为76.5%，客流恢复率从3月初的40%左右提升至4月10日的70.8%，首次超过70%。

在国内生产生活逐渐恢复正常的同时，各地政府已开始酝酿出台相关政策，以提振汽车市场的消费需求。3月20日，广州市政府第15届104次常务会议审议原则通过了《广州市促进汽车生产消费若干措施》，政策提出，将增加中小客车指标，提出购车补贴、竞价奖励、新增巡游出租车指标和优化中小客车指标调控政策等措施，支持汽车产业持续健康发展。3月25日，杭州市小客车总量调控服务中心发布了《关于2020年一次性增加小客车指标的配置公告》，公告提出，杭州市将于2020年一次性增加20000个小客车指标，并按3:1的比例通过个人阶梯摇号和县（市）个人指标摇号的方式进行配置。预计以上政策将能有效刺激广州和杭州的部分潜在汽车消费需求，从而有效带动地区汽车销量的增长。4月29日，广东省有关部门联合印发了《广东省关于促进农村消费的若干措施》（粤发改贸易〔2020〕138号）。公告提出，2020

年5月1日至2020年12月31日，符合条件居民可享受购买新能源车补贴资金1万元/辆、购买燃油车补贴5000元/辆的标准进行补贴。公司自主及合资品牌将有多款车型享受政策补贴（具体如下图所示）。预计政策可有效刺激广东省农村居民汽车消费量增长，带动公司相关车型的销量提升。

表 2：广东省汽车下乡政策中广汽集团相关车型

序号	车型名称	企业名称
1	丰田牌CAMRY	广汽丰田汽车有限公司
2	丰田牌LEVIN	广汽丰田汽车有限公司
3	丰田牌YARISL	广汽丰田汽车有限公司
4	丰田牌C-HR	广汽丰田汽车有限公司
5	丰田牌WILDLANDER	广汽丰田汽车有限公司
6	本田雅阁	广汽本田汽车有限公司
7	本田凌派	广汽本田汽车有限公司
8	本田飞度	广汽本田汽车有限公司
9	本田缤智	广汽本田汽车有限公司
10	讴歌CDX	广汽本田汽车有限公司
11	AionS	广汽乘用车有限公司
12	GM6	广汽乘用车有限公司
13	Gs3	广汽乘用车有限公司
14	Gs4	广汽乘用车有限公司
15	GA6	广汽乘用车有限公司

数据来源：21 世纪经济报道、广发证券发展研究中心

根据乘联会数据，在2020年1-3月的厂商销量排名中，广汽本田和广汽丰田的销量排名分别比2019年提升2名和5名，分别排名第9名，第8名，以上合资品牌受疫情的影响相对其他品牌更小，抵御风险的能力更强恢复销量速度更快。此外，广汽丰田和广汽本田在2020年均有多款新车型推出，预计新车型的推出将能使日系合资品牌的销量更快实现环比改善。对于自主品牌，我们认为广汽传祺在2019年已对旗下对款产品进行改款换代，新一轮产品周期在2020年仍将延续；与此同时，根据工信部在2019年12月发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），到2025年，新能源汽车新车销量占比达到25%左右，而目前新能源汽车销量占比仅有5%。集团旗下的自主品牌将推出Aion V新能源车型，为集团未来新能源汽车在市场的销售布局做好准备，将有利于公司新能源车型未来的销售增长。

集团坚持合资合作与自主创新共同发展，经过多年的资源整合及产业重组，公司已经形成了立足华南，辐射华北、华中、华东和环渤海地区的产业布局 and 以整车制造为中心，覆盖上游汽车与零部件的研发和下游的汽车服务与金融投资的产业链闭环，是国内产业链最为完整、产业布局最为优化的汽车集团。集团连续7年入围《财富》世界500强，并19年首次进入前200位，排名第189位。

通过引进、消化、吸收和再创新，积累了国际先进的制造和管理技术，形成了世界级水平的生产体系；整合全球优势资源，形成跨平台、模块化架构的正向开发体系，具备集成创新优势。我们看好广汽成为富有竞争力的国际化大型现代企业，预计未来三年将迎来收入扩张提速和净利率提升的持续改善周期。具体来看：

（1）财务指标方面，疫情对车市造成一定的影响，同时随着集团规模的扩大、产能的扩张，预计2020-2022年营业总收入同比变动-5.9%、17.5%、11.1%，随着业务规模增长，企业管理能力增强，未来三年的毛利预计同比增加5.5%、9.7%、13.6%。

（2）费用率方面，预计近两年公司的人工成本和租金成本仍将保持增长，结合公司营收增长情况，预计2020-2022年税金及附加2.3%、2.5%、3.0%，销售费用率分别5.2%、5.9%、5.9%，管理费用率分别5.5%、5.2%、6.4%，研发率分别0.9%、2.5%、3.5%财务费用率分别为-0.4%、-0.4%、-0.5%。

（3）广汽乘用车方面，世界范围疫情的影响会给乘用车市场带来一定的冲击，预计2020-2022年收入同比变动-3.5%、-11.4%、2.1%。

（4）广汽本田将在2020年开启三个制造基地四家工厂的运营体制，同时服务中国市场和海外市场，实现燃油，混动，插电混动和纯电全面动力布局。预计2020-2022年收入同比增长4.0%、6.1%、7.1%，销量同比增长3.0%、5.0%、5.0%，ASP同比增长1.0%、1.0%、2.0%，营业利润增长4.0%、7.0%、7.1%。

（5）广汽丰田方面，由于其自身的品牌信赖度和产品优势，同时随产能的扩张并贡献收入，预计2020-2022年收入同比增长4.0%、6.1%、7.1%，销量同比增长3.0%、5.0%、5.0%，ASP同比增长1.0%、1.0%、2.0%，营业利润同比增长4.0%、7.0%、7.1%。

表 3：广汽集团营收拆分（人民币百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	59,704	56,201	66,060	73,399
增长率（%）	-17.5%	-5.9%	17.5%	11.1%
营业成本	55,148	53,125	59,626	63,443
销售收入（%）	92.4%	94.5%	90.3%	86.4%
广汽乘用车销量	384,578	375,158	496,777	540,576
单车营业收入	154,023	148,668	131,660	134,434
增长率（%）	15.3%	-3.5%	-11.4%	2.1%
广汽本田收入	105,711	109,972	116,625	124,905
收入增长%	8.0%	4.0%	6.1%	7.1%
销量（万辆）	77.09	79.401	83.371	87.540
销量增长%	4.0%	3.0%	5.0%	5.0%
ASP	137,130	138,501	139,886	142,684
ASP 增长%	3.9%	1.0%	1.0%	2.0%

OPM	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%
营业利润	12,051	12,537	13,412	14,364
营业利润增长%	8.0%	4.0%	7.0%	7.1%
广汽丰田收入	98,054	109,929	120,504	130,325
收入增长%	17.1%	12.1%	9.6%	8.1%
销量 (万辆)	68.20	75.703	81.759	85.847
销量增长%	17.6%	11.0%	8.0%	5.0%
ASP	143,773	145,211	147,389	151,810
ASP 增长%	-0.4%	1.0%	1.5%	3.0%
OPM	9.5%	9.5%	9.8%	10.2%
营业利润	9,315	10,443	11,809	13,293
营业利润增长%	15.9%	1.0%	2.0%	3.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

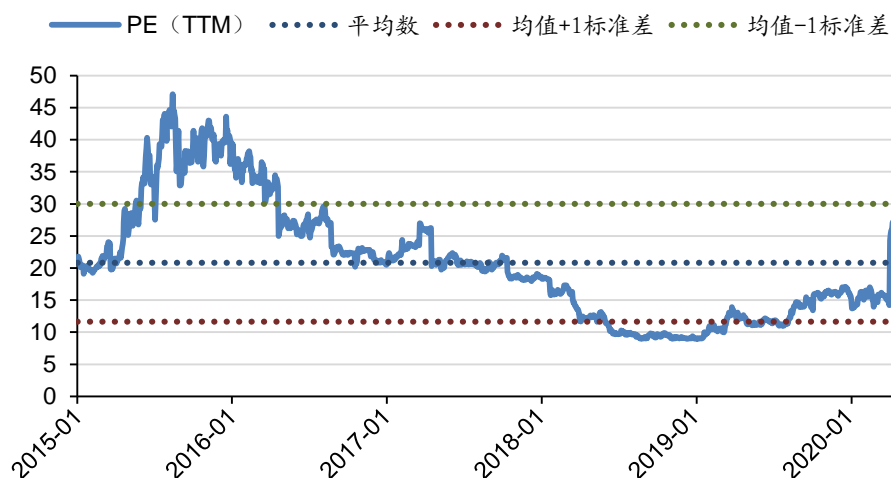
我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为63.1/86.9/105.3亿元人民币，2020-2022年EPS分别为0.62/0.85/1.03人民币元/股。公司合资日系品牌增长稳定性高，持续贡献投资收益，自主品牌短期业绩承压，伴随产能和新车型逐步投放，未来盈利能力有望恢复。公司20年业绩或有压力，但我们看好公司的长期发展，我们运用公司2021年的每股盈利作为市场价值法的估值基础，根据对公司的历史估值，我们给予公司2021年14倍PE估值，对应合理价值为11.90元/股；考虑A/H股溢价情况，给予H股10倍PE，对应合理价值为9.55港元/股，维持“买入”评级。

表 4: 广汽集团可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2020.05.18收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
上汽集团	600104.SH	整车、零部件	2,159.1	35,288.9	23,769.4	28,110.8	9.6	9.3	7.9
华晨中国	01114.HK	汽车制造、销售	354.2	6,077.0	6,814.9	7,688.3	6.5	4.8	4.2
东风集团股份	00489.HK	商用车及零部件	453.2	12,846.0	13,378.0	13,701.4	4.1	3.1	3.1

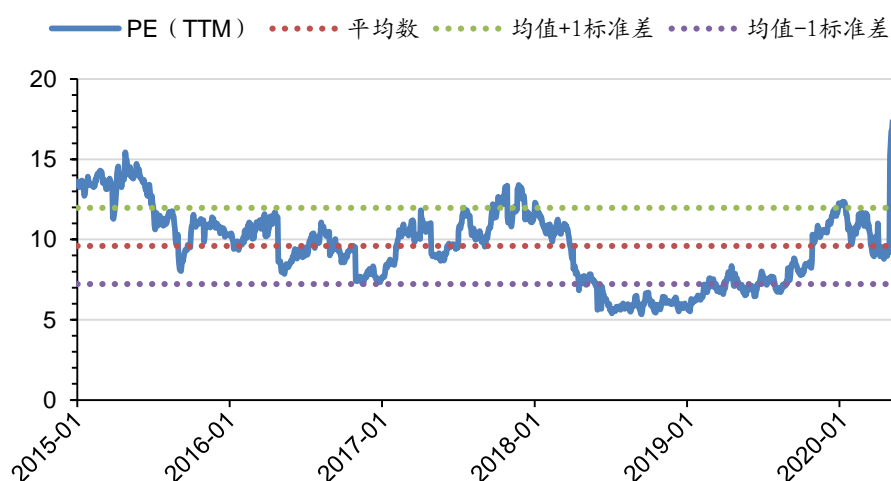
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 55: 广汽集团A股 (601238) P/E Band



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 56: 广汽集团H股 (02238.HK) P/E Band



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

由于整体经济状况影响，汽车终端销售未能有效反弹，日系合资品牌汽车销售增长不及预期，自主品牌汽车业务盈利能力持续降低。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	66,187	56,865	56,907	61,670	67,161	经营活动现金流	-1,268	-381	2,181	-39	334
货币资金	41,908	32,243	33,683	33,999	36,979	净利润	10,946	6,711	6,361	8,776	10,641
应收及预付	8,341	6,992	6,227	7,490	8,208	折旧摊销	3,114	4,384	4,003	3,829	3,879
存货	6,730	6,928	5,924	6,970	7,394	营运资金变动	-7,127	-2,220	1,271	-1,722	-1,867
其他流动资产	9,208	10,702	11,073	13,213	14,579	其它	-8,201	-9,255	-9,454	-10,921	-12,320
非流动资产	65,933	80,545	86,424	92,982	98,274	投资活动现金流	-5,581	-4,826	-116	869	3,586
长期股权投资	28,973	31,982	31,982	31,982	31,982	资本支出	-9,809	-10,057	-8,624	-9,906	-9,416
固定资产	13,887	17,474	19,948	22,948	25,778	投资变动	-2,332	-3,405	-1,703	-727	49
在建工程	2,223	1,653	1,934	2,080	2,151	其他	6,559	8,637	10,211	11,502	12,954
无形资产	8,556	11,667	13,886	16,471	18,930	筹资活动现金流	-2,474	-2,325	-625	-515	-940
其他长期资产	12,293	17,768	18,674	19,501	19,432	银行借款	4,351	4,445	737	516	198
资产总计	132,120	137,410	143,331	154,652	165,434	股权融资	360	1,116	0	0	0
流动负债	40,175	41,585	41,436	44,176	44,957	其他	-7,185	-7,887	-1,362	-1,031	-1,138
短期借款	1,948	1,884	1,978	2,077	2,181	现金净增加额	-9,246	-7,501	1,440	315	2,981
应付及预收	12,273	13,265	12,194	13,722	14,705	期初现金余额	47,312	38,066	32,243	33,683	33,999
其他流动负债	25,954	26,436	27,264	28,377	28,071	期末现金余额	38,066	30,565	33,683	33,999	36,979
非流动负债	14,024	13,370	13,079	12,886	12,245	主要财务比率					
长期借款	1,536	1,854	2,496	2,913	3,007	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	8,075	5,838	4,905	4,295	3,560	成长能力					
其他非流动负债	4,413	5,678	5,678	5,678	5,678	营业收入增长	1.1%	-17.5%	-5.9%	17.5%	11.1%
负债合计	54,199	54,955	54,516	57,061	57,202	营业利润增长	-1.4%	-51.2%	9.0%	36.3%	21.3%
股本	10,232	10,238	10,238	10,238	10,238	归母净利润增长	1.1%	-39.3%	-4.7%	37.8%	21.2%
资本公积	22,383	22,704	22,704	22,704	22,704	获利能力					
留存收益	43,403	46,641	52,946	61,636	72,169	毛利率	16.2%	5.2%	3.0%	7.0%	10.3%
归属母公司股东权益	76,550	80,134	86,439	95,129	105,662	净利率	15.1%	11.2%	11.3%	13.3%	14.5%
少数股东权益	1,371	2,320	2,376	2,462	2,570	ROE	14.2%	8.3%	7.3%	9.1%	10.0%
负债和股东权益	132,120	137,410	143,331	154,652	165,434	ROIC	1.9%	-6.1%	-4.6%	-3.8%	-3.2%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	41.0%	40.0%	38.0%	36.9%	34.6%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	69.6%	66.6%	61.4%	58.5%	52.9%
营业收入	72,380	59,704	56,201	66,060	73,399	流动比率	1.65	1.37	1.37	1.40	1.49
营业成本	58,241	55,148	53,125	59,626	63,443	速动比率	1.44	1.17	1.20	1.21	1.30
营业税金及附加	2,311	1,356	1,277	1,635	2,180	营运能力					
销售费用	5,073	4,553	2,949	3,924	4,360	总资产周转率	0.55	0.43	0.39	0.43	0.44
管理费用	4,056	3,244	3,111	3,467	4,724	应收账款周转率	33.53	17.22	23.71	22.02	21.53
研发费用	838	1,002	524	1,651	2,569	存货周转率	10.76	8.62	9.49	9.48	9.93
财务费用	-151	26	-211	-236	-285	每股指标 (元)					
资产减值损失	-168	-555	-616	-496	-539	每股收益	1.07	0.65	0.62	0.85	1.03
公允价值变动收益	-24	95	0	0	0	每股经营现金流	-0.12	-0.04	0.21	0.00	0.03
投资净收益	9,003	9,626	10,275	11,545	12,970	每股净资产	7.48	7.83	8.44	9.29	10.32
营业利润	11,645	5,682	6,193	8,442	10,239	估值比率					
营业外收支	222	612	224	292	292	P/E	9.24	15.24	16.00	11.60	9.57
利润总额	11,867	6,294	6,417	8,734	10,530	P/B	1.32	1.26	1.17	1.06	0.95
所得税	921	-417	56	-42	-111	EV/EBITDA	14.40	-	-	-	-
净利润	10,946	6,711	6,361	8,776	10,641						
少数股东损益	44	94	56	86	108						
归属母公司净利润	10,903	6,618	6,305	8,690	10,533						
EBITDA	4,974	-1,215	-782	-415	2						
EPS (元)	1.07	0.65	0.62	0.85	1.03						

广发汽车行业研究小组

- 张 乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5 年半汽车产业工作经历，10 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011-2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年连续三年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫 俊 刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，6 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名；2019 年新财富汽车和汽车零部件行业第一名，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 智 琪**：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽**：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 邓 崇 静**：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师 2019 年第一名团队成员，水晶球 2019 年第一名团队成员，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。