

# 广汽集团 (2238 HK)

## 埃安混改有序推进，电池技术逐步落地

广汽集团发布上半年业绩公告。2021年上半年公司实现营业收入 346 亿元人民币，同比增长 35%。公司上半年归母净利润达到 43 亿元，同比增长 87%。公司于近期发布广汽埃安混改计划，积极寻求于适当时机上市。同时公司陆续公布弹匣电池、超倍速电池技术、A480 超充桩等新能源方面技术积累，未来有望逐步落地。尽管公司下半年将面临缺芯和原材料成本上升的压力，但我们认为公司新能源技术积累正在不断被资本市场所认可。因此我们重申公司买入评级，下调目标价至 9.9 港元。

- **上半年业绩触底回升。**公司上半年销售汽车 103 万辆，同比增长 24%。其中广乘 15 万辆同比增长 28%/广丰 42 万辆同比增长 30%/广本 37 万辆同比增长 17%/广汽埃安 4 万辆同比增长 112%。受益于 MPV 车型毛利贡献，公司上半年毛利率同比回升 0.9 个百分点至 4.7%。由于公司自主品牌广乘及广汽埃安新车上市的品牌广宣投入增加，公司核心亏损扩大同比 20%至 25 亿元人民币。由于合营企业广丰广本销量收入持续增长，公司投资收益同比增长 59%至 63 亿元人民币。公司上半年实现归母净利润 43 亿元，同比增长 87%。
- **广汽埃安销量亮眼，混改工作有序推进。**广汽埃安年内投放 AION Y 及 AION S Plus 两款新产品，进一步完善纯电产品矩阵。上半年广汽埃安共交付 4.3 万辆，同比增长 112%。我们认为 1) 广汽埃安 To C 端比例接近 70%以及 2) 7/8 月连续交付量超过 1 万辆等表现均代表着公司产品与品牌力已经获得用户认可。目前埃安工厂产能利用率超过 100%，公司已经启动产能扩建工作，预计 2022 年春节二期建成生产，综合年产能将达到 20 万辆。广汽埃安同时公告将引入战略投资者以推进混改工作，未来将在适当时机上市。我们认为广汽埃安在生产、销售及资本市场均表现优异，有望带动上市公司估值提升。
- **公司于年内相继发布多项动力电池技术，未来有望逐步落地。**目前公司公布相关技术储备包括：1) 弹匣电池。公司通过纳米级包覆及掺杂正极，并采用隔热安全舱、散热导热路径重设计等方式，首次实现三元锂电池整包针刺不起火，安全性达到行业领先水平。2) 海绵硅负极片电池技术。新技术将使得同等电量下体积可减少 20%，重量可减轻 14%，电芯能量密度超过 280Wh/Kg，搭载在 AION LX 上实现 1000km 超长续航。3) 超充电池。电池采用高孔隙涂覆陶瓷隔膜、软碳/硬碳/石墨烯包裹改性技术，最高工作电压达 880V，最大充电功率达到了 480kW，可以实现 5 分钟增加续航 200km。其中超充电池有望在年内率先在 AION V 车型上搭载，实现技术正式落地。
- **上半年业绩超预期，资本市场热度保持高涨。**考虑到上半年业绩超预期，我们相应上调公司 2021 年盈利预测 7%至 8,510 百万元人民币，预计下半年净利润同比增长 14%。尽管下半年公司将面临原材料成本及芯片压力，但我们预计公司在资本市场热度保持高涨，因此给予公司 2021 年 10x 市盈率（此前目标价基于 2021 年 12x 市盈率），下调目标价至 9.9 港元。维持买入评级。

### 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	78,025	87,653	96,188
同比增长 (%)	-17.51%	5.78%	23.54%	12.34%	9.74%
净利润 (百万人民币)	6,616	5,964	8,510	9,389	10,419
每股收益 (人民币)	0.65	0.58	0.82	0.91	1.01
每股收益变动 (%)	-39%	-11%	43%	10%	11%
市场每股盈利预测 (人民币)	不适用	不适用	0.77	0.96	1.10
市盈率(x)	9.75	10.93	7.66	6.94	6.26
市帐率(x)	0.78	0.75	0.70	0.66	0.61
股息率 (%)	3.17%	2.85%	3.97%	4.38%	4.86%
权益收益率 (%)	8.44%	7.25%	9.74%	10.02%	10.34%
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>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

买入(维持)

目标价 **HK\$9.9**  
 (此前目标价 **HK\$11.1**)  
 潜在升幅 **+30.5%**  
 当前股价 **HK\$7.6**

### 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)	181,013
3月平均流通量(百万港元)	375.30
52周内股价高/低(港元)	8.1/5.92
总股本(百万) - 2238 HK	3,099
总股本(百万) - 601238 CH	7,257

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.	2.96%
BlackRock, Inc.	2.08%

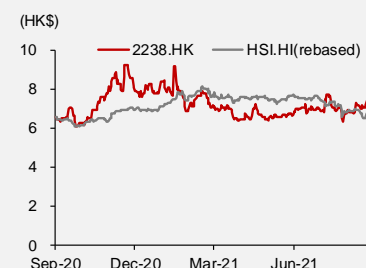
资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.9%	12.7%
3-月	13.6%	28.6%
6-月	5.7%	19.6%

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	78,025	87,653	67,697	71,403	15%	23%
毛利	3,464	4,449	3,778	4,339	-8%	3%
净利润	8,510	9,389	7,972	9,527	7%	-1%
每股盈利 (人民币)	0.82	0.91	0.77	0.92	7%	-1%
毛利率	4.44%	5.08%	5.58%	6.08%	-1.1 ppt	-1.0 ppt
净利润率	10.91%	10.71%	11.78%	13.34%	-0.9 ppt	-2.6 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	78,025	87,653	71,511	80,502	9%	9%
毛利	3,464	4,449	5,174	6,829	-33%	-35%
净利润	8,510	9,389	7,982	9,982	7%	-6%
每股盈利 (人民币)	0.82	0.91	0.77	0.96	6%	-6%
毛利率	4.44%	5.08%	7.24%	8.48%	-2.8 ppt	-3.4 ppt
净利润率	10.91%	10.71%	11.12%	12.30%	-0.2 ppt	-1.6 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	78,025	87,653	96,188
销售成本	(57,181)	(60,861)	(74,561)	(83,204)	(90,568)
毛利	2,523	2,296	3,464	4,449	5,620
销售费用	(4,553)	(3,641)	(4,760)	(5,434)	(5,964)
管理费用	(3,590)	(3,850)	(4,681)	(4,952)	(5,435)
减值损失	(54)	(55)	(55)	(55)	(55)
利息收入	291	304	376	376	376
其他收益	2,620	1,380	1,560	1,560	1,560
经营利润	(2,763)	(3,567)	(4,096)	(4,056)	(3,897)
财务费用	(516)	(440)	(554)	(582)	(522)
其他利息收入	172	128	228	228	228
合联营公司收益	9,399	9,571	13,702	14,703	15,614
利润总额	6,292	5,692	9,280	10,293	11,422
所得税费用	417	356	(650)	(772)	(857)
净利润	6,709	6,048	8,630	9,521	10,566
少数股东损益	93	84	120	132	147
归母净利润	6,616	5,964	8,510	9,389	10,419

### 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	8,510	9,389	10,419
折旧和摊销	4,184	4,947	5,254	5,717	6,182
营运资金变动	9,344	235	(12,327)	(18,325)	(9,813)
其它	(22,532)	(14,817)	7,444	2,077	(6,281)
经营活动所得现金流	(2,388)	(3,671)	8,881	(1,142)	508
资本开支	(12,702)	(7,731)	(8,723)	(8,455)	(9,034)
联营公司	(3,010)	(1,399)	(3,106)	(3,638)	(3,735)
其它	15,659	6,191	8,581	16,110	17,464
投资活动所得现金净额	(52)	(2,938)	(3,248)	4,017	4,695
股份发行	1,116	-	-	-	-
净借贷	2,830	1,481	(3,230)	3,660	(2,079)
支付股息	(2,047)	(1,860)	(2,589)	(2,856)	(3,170)
其它	(3,610)	(800)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(1,711)	(1,178)	(5,819)	804	(5,249)
现金增加净额	(4,151)	(7,787)	(186)	3,679	(46)
年初现金及现金等价物	31,572	25,283	17,876	17,689	21,368
其他	(2,138)	380	-	-	-
年末现金及现金等价物	25,283	17,876	17,689	21,368	21,322
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	91,711	99,736	107,031
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	36,510	40,148	43,883
其它非流动资产	18,388	20,482	19,495	21,239	22,043
流动资产	56,865	56,643	61,968	71,418	74,943
现金及现金等价物	25,283	17,876	17,689	21,368	21,322
应收账款	16,844	19,616	23,644	28,275	31,028
存货	6,928	6,622	8,104	9,245	10,063
其它流动资产	7,810	12,530	12,530	12,530	12,530
流动负债	41,776	42,543	51,358	59,941	62,220
银行贷款	6,347	6,976	7,281	9,469	7,409
应付账款	33,616	33,972	42,364	48,944	53,276
其他应付款	1,529	1,493	1,493	1,493	1,493
其它流动负债	284	103	221	36	43
非流动负债	13,180	13,604	9,566	11,793	12,939
银行贷款	8,924	9,777	6,242	7,713	7,695
或有负债	1,015	603	1,170	1,315	1,443
递延所得税负债	183	138	130	154	171
其它非流动负债	3,058	3,087	2,024	2,610	3,630
所有者权益	80,188	84,375	90,416	97,081	104,477
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	92,755	99,420	106,816

### 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%	64%	64%	64%
零部件	4%	5%	5%	5%	5%
商贸服务	32%	31%	28%	28%	30%
金融服务	4%	4%	4%	3%	4%
合计	100%	100%	100%	100%	103%
盈利能力比率					
毛利率	4%	4%	4%	5%	6%
税前利率	11%	9%	12%	12%	12%
净利润率	11%	9%	11%	11%	11%
有效税率	-7%	-6%	7%	8%	8%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.36	1.33	1.21	1.19	1.20
速动比率(x)	1.20	1.18	1.05	1.04	1.04
现金比率(x)	0.61	0.42	0.34	0.36	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%	72%	70%
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(%)					
资本回报率	8%	7%	10%	10%	10%
资产回报率	5%	4%	7%	7%	7%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.65	0.58	0.82	0.91	1.01
每股股息(人民币)	0.20	0.18	0.25	0.28	0.31
每股金资产(人民币)	8.06	8.38	8.96	9.61	10.32

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个人。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。