

# 廣汽集團 (2238 HK)

## 埃安混改有序推進，電池技術逐步落地

廣汽集團發佈上半年業績公告。2021年上半年公司實現營業收入 346 億元人民幣，同比增長 35%。公司上半年歸母淨利潤達到 43 億元，同比增長 87%。公司於近期發佈廣汽埃安混改計畫，積極尋求於適當時機上市。同時公司陸續公佈彈匣電池、超倍速電池技術、A480 超充樁等新能源方面技術積累，未來有望逐步落地。儘管公司下半年將面臨缺芯和原材料成本上升的壓力，但我們認為公司新能源技術積累正在不斷被資本市場所認可。因此我們重申公司買入評級，下調目標價至 9.9 港元。

- **上半年業績觸底回升。**公司上半年銷售汽車 103 萬輛，同比增長 24%。其中廣乘 15 萬輛同比增長 28%/廣豐 42 萬輛同比增長 30%/廣本 37 萬輛同比增長 17%/廣汽埃安 4 萬輛同比增長 112%。受益於 MPV 車型毛利貢獻，公司上半年毛利率同比回升 0.9 個百分點至 4.7%。由於公司自主品牌廣乘及廣汽埃安新車上市的品牌廣宣投入增加，公司核心虧損擴大同比 20%至 25 億元人民幣。由於合營企業廣豐廣本銷量收入持續增長，公司投資收益同比增長 59%至 63 億元人民幣。公司上半年實現歸母淨利潤 43 億元，同比增長 87%。
- **廣汽埃安銷量亮眼，混改工作有序推進。**廣汽埃安年內投放 AION Y 及 AION S Plus 兩款新產品，進一步完善純電產品矩陣。上半年廣汽埃安共交付 4.3 萬輛，同比增長 112%。我們認為 1) 廣汽埃安 To C 端比例接近 70%以及 2) 7/8 月連續交付量超過 1 萬輛等表現均代表著公司產品與品牌力已經獲得用戶認可。目前埃安工廠產能利用率超過 100%，公司已經啟動產能擴建工作，預計 2022 年春節二期建成生產，綜合年產能將達到 20 萬輛。廣汽埃安同時公告將引入戰略投資者以推進混改工作，未來將在適當時機上市。我們認為廣汽埃安在生產、銷售及資本市場均表現優異，有望帶動上市公司估值提升。
- **公司於年內相繼發佈多項動力電池技術，未來有望逐步落地。**目前公司公佈相關技術儲備包括：1) 彈匣電池。公司通過納米級包覆及摻雜正極，並採用隔熱安全殼、散熱導熱路徑重設計等方式，首次實現三元鋰電池整包針刺不起火，安全性達到行業領先水準。2) 海綿矽負極片電池技術。新技術將使得同等電量下體積可減少 20%，重量可減輕 14%，電芯能量密度超過 280Wh/Kg，搭載在 AION LX 上實現 1000km 超長續航。3) 超充電池。電池採用高孔隙塗覆陶瓷隔膜、軟碳/硬碳/石墨烯包裹改性技術，最高工作電壓達 880V，最大充電功率達到了 480kW，可以實現 5 分鐘增加續航 200km。其中超充電池有望在年內率先在 AION V 車型上搭載，實現技術正式落地。
- **上半年業績超預期，資本市場熱度保持高漲。**考慮到上半年業績超預期，我們相應上調公司 2021 年盈利預測 7%至 8,510 百萬元人民幣，預計下半年淨利潤同比增長 14%。儘管下半年公司將面臨原材料成本及芯片壓力，但我們預計公司在資本市場熱度保持高漲，因此給予公司 2021 年 10x 市盈率（此前目標價基於 2021 年 12x 市盈率），下調目標價至 9.9 港元。維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額 (百萬元人民幣)	59,704	63,157	78,025	87,653	96,188
同比增長 (%)	-17.51%	5.78%	23.54%	12.34%	9.74%
淨利潤 (百萬元人民幣)	6,616	5,964	8,510	9,389	10,419
每股收益 (人民幣)	0.65	0.58	0.82	0.91	1.01
每股收益變動 (%)	-39%	-11%	43%	10%	11%
市場每股盈利預測 (人民幣)	不適用	不適用	0.77	0.96	1.10
市盈率(x)	9.75	10.93	7.66	6.94	6.26
市帳率(x)	0.78	0.75	0.70	0.66	0.61
股息率 (%)	3.17%	2.85%	3.97%	4.38%	4.86%
權益收益率 (%)	8.44%	7.25%	9.74%	10.02%	10.34%
負債比率(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入(維持)

目標價	HK\$9.9
(此前目標價)	HK\$11.1)
潛在升幅	+30.5%
當前股價	HK\$7.6

### 中國汽車行業

#### 白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

#### 公司資料

市值(百萬港元)	181,013
3月平均流通量(百萬港元)	375.30
52周內股價高/低(港元)	8.1/5.92
總股本(百萬) - 2238 HK	3,099
總股本(百萬) - 601238 CH	7,257

資料來源：彭博

#### 股東結構

廣州汽車工業集團有限公司	53.95%
JPMorgan Chase & Co.	2.96%
BlackRock, Inc.	2.08%

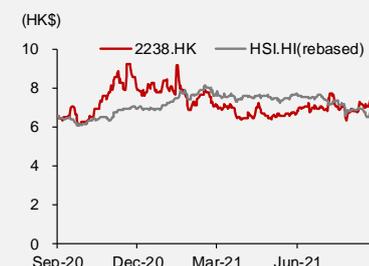
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.9%	12.7%
3-月	13.6%	28.6%
6-月	5.7%	19.6%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

## 盈利預測

圖 1: 盈利預測

人民幣 (百萬)	新預測		原預測		變化 (%)	
	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%
淨利潤	8,510	9,389	7,972	9,527	7%	-1%
每股盈利 (人民幣)	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
淨利潤率	10.91%	10.71%	11.78%	13.34%	-0.9 ppt	-2.6 ppt

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 2: 招銀國際與市場預測

人民幣 (百萬)	招銀國際預測		市場預測		差異 (%)	
	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%
淨利潤	8,510	9,389	7,982	9,982	7%	-6%
每股盈利 (人民幣)	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
淨利潤率	10.91%	10.71%	11.12%	12.30%	-0.2 ppt	-1.6 ppt

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	59,704	63,157	78,025	87,653	96,188
銷售成本	(57,181)	(60,861)	(74,561)	(83,204)	(90,568)
毛利	2,523	2,296	3,464	4,449	5,620
銷售費用	(4,553)	(3,641)	(4,760)	(5,434)	(5,964)
管理費用	(3,590)	(3,850)	(4,681)	(4,952)	(5,435)
減值損失	(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
經營利潤	(2,763)	(3,567)	(4,096)	(4,056)	(3,897)
財務費用	(516)	(440)	(554)	(582)	(522)
其他利息收入	172	128	228	228	228
合聯營公司收益	9,399	9,571	13,702	14,703	15,614
利潤總額	6,292	5,692	9,280	10,293	11,422
所得稅費用	417	356	(650)	(772)	(857)
淨利潤	6,709	6,048	8,630	9,521	10,566
少數股東損益	93	84	120	132	147
歸母淨利潤	6,616	5,964	8,510	9,389	10,419

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
歸母淨利潤	6,616	5,964	8,510	9,389	10,419
折舊和攤銷	4,184	4,947	5,254	5,717	6,182
營運資金變動	9,344	235	(12,327)	(18,325)	(9,813)
其它	(22,532)	(14,817)	7,444	2,077	(6,281)
經營活動所得現金流	(2,388)	(3,671)	8,881	(1,142)	508
資本開支	(12,702)	(7,731)	(8,723)	(8,455)	(9,034)
聯營公司	(3,010)	(1,399)	(3,106)	(3,638)	(3,735)
其它	15,659	6,191	8,581	16,110	17,464
投資活動所得現金淨額	(52)	(2,938)	(3,248)	4,017	4,695
股份發行	1,116	-	-	-	-
淨借貸	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)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(1,711)	(1,178)	(5,819)	804	(5,249)
現金增加淨額	(4,151)	(7,787)	(186)	3,679	(46)
年初現金及現金等價物	31,572	25,283	17,876	17,689	21,368
其他	(2,138)	380	-	-	-
年末現金及現金等價物	25,283	17,876	17,689	21,368	21,322
受限現金	1,678	2,084	2,084	2,084	2,084

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	80,599	86,218	91,711	99,736	107,031
固定資產	19,396	20,073	21,764	22,791	23,969
無形資產和商譽	10,810	12,259	13,942	15,557	17,136
合資及聯營公司投資	32,005	33,404	36,510	40,148	43,883
其它非流動資產	18,388	20,482	19,495	21,239	22,043
流動資產	56,865	56,643	61,968	71,418	74,943
現金及現金等價物	25,283	17,876	17,689	21,368	21,322
應收賬款	16,844	19,616	23,644	28,275	31,028
存貨	6,928	6,622	8,104	9,245	10,063
其它流動資產	7,810	12,530	12,530	12,530	12,530
流動負債	41,776	42,543	51,358	59,941	62,220
銀行貸款	6,347	6,976	7,281	9,469	7,409
應付帳款	33,616	33,972	42,364	48,944	53,276
其他應付款	1,529	1,493	1,493	1,493	1,493
其它流動負債	284	103	221	36	43
非流動負債	13,180	13,604	9,566	11,793	12,939
銀行貸款	8,924	9,777	6,242	7,713	7,695
或有負債	1,015	603	1,170	1,315	1,443
遞延所得稅負債	183	138	130	154	171
其它非流動負債	3,058	3,087	2,024	2,610	3,630
所有者權益	80,188	84,375	90,416	97,081	104,477
少數股東權益	2,320	2,339	2,339	2,339	2,339
歸母所有者權益	82,508	86,714	92,755	99,420	106,816

### 主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
整車銷售	60%	60%	64%	64%	64%
零部件	4%	5%	5%	5%	5%
商貿服務	32%	31%	28%	28%	30%
金融服務	4%	4%	4%	3%	4%
合計	100%	100%	100%	100%	103%
盈利能力比率					
毛利率	4%	4%	4%	5%	6%
稅前利率	11%	9%	12%	12%	12%
淨利潤率	11%	9%	11%	11%	11%
有效稅率	-7%	-6%	7%	8%	8%
資產負債比率					
流動比率(x)	1.36	1.33	1.21	1.19	1.20
速動比率(x)	1.20	1.18	1.05	1.04	1.04
現金比率(x)	0.61	0.42	0.34	0.36	0.34
平均應收款周轉天數	3.54	3.22	3.30	3.10	3.10
債務/股本比率(%)	67%	65%	66%	72%	70%
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	8%	7%	10%	10%	10%
資產回報率	5%	4%	7%	7%	7%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.65	0.58	0.82	0.91	1.01
每股股息(人民幣)	0.20	0.18	0.25	0.28	0.31
每股金資產(人民幣)	8.06	8.38	8.96	9.61	10.32

資料來源:公司及招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。