

两种电池技术路线，助力广汽埃安电动化提速

——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告

要点

事件：公司发布公告，2021年1月15日，广汽埃安新能源汽车有限公司发布了主要内容为“广汽埃安全新动力电池科技”的宣传海报。为消除市场误解，公司对相关技术予以进一步说明。

公司新一代电池技术分为两种技术路线，分别解决“充电速度慢”、“续航里程短”两个影响电动车渗透率提升的痛点：截至2020年12月，中国乘用车电动车渗透率为6.2%，随着特斯拉、蔚来等新势力热销，电池技术成为制约电动车渗透率进一步加速普及的障碍。面对‘充电速度慢’‘特斯拉、小鹏等车企建设超级充电站，蔚来则发展换电模式，而广汽集团开发的石墨烯基超级快充电池，具备6C快充能力，结合600A高功率超充设备，最快8分钟可充电80%，整体电芯成本与目前市场常规动力电池成本相比高5-8%。为了解决’‘续航里程短’‘丰田、大众、宝马整车厂等积极布局下一代固态电池技术，理想则采用增程混动技术路线。广汽集团按计划推进具有自主知识产权的硅负极电池的研发，最高可实现1000公里的综合续航能力。

两种电池技术已开展实车测试，预计年内上市，助力广汽埃安电动化提速：目前公司石墨烯基超级快充电池与长续航硅负极电池已按计划开展实车测试，预计于本年内分别搭载在广汽埃安现有AION V和AION LX车型。AION V补贴后售价15.96-23.96万元，为埃安产品谱系中一款纯电动紧凑型SUV，NEDC续航里程400-600Km，结合电池快充技术可以有效提升用车体验。AION LX则定位纯电动豪华智能超跑SUV，补贴后售价22.96-34.96万元，NEDC续航里520-600Km，搭载硅负极电池，最高可实现1000公里的综合续航能力（NEDC），和蔚来发布的搭载半固态技术路线的ET7续航里程相当，新的电池技术路径有望助力广汽埃安电动化提速。

维持 H 股“买入”评级，维持 A 股“增持”评级

伴随广汽集团埃安品牌独立运营，以及纯电平台 GEP2.0 车型的加速落地，随着我们维持盈利预测，预计公司自主业务发展有望提速。2020E/2021E/2022E 归母净利润分别约人民币 76.1 亿元/98.0 亿元/104.5 亿元。我们维持 H 股‘买入’评级；鉴于 AH 估值差异，维持 A 股‘增持’评级。

风险提示：行业需求修复不及预期；自主亏损幅度进一步扩大；销量与毛利率爬坡不及预期；广本/广丰销量与盈利爬坡不及预期；广菲克/广汽三菱销量与盈利承压；成本控制不及预期；减值计提风险；市场与金融风险；电池技术发展不及预期或技术变革风险，配套标准和电桩等设施推进不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	72,380	59,704	56,873	61,697	65,225
营业收入增长率	1.1%	-17.5%	-4.7%	8.5%	5.7%
净利润（百万元）	10,900	6,616	7,605	9,799	10,450
净利润增长率	-1.0%	-39.3%	14.9%	28.8%	6.6%
EPS（元）	1.06	0.65	0.74	0.95	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.2%	8.3%	8.9%	10.5%	10.3%
P/E（H 股）	6.8	11.1	9.7	7.6	7.1
P/E（A 股）	12.5	20.3	17.8	13.9	13.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-18，1 港币=0.833 人民币

A 股：增持（维持）

当前价：13.20 元

H 股：买入（维持）

当前价：8.62 港元

作者

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

021-52523869

shaoj@ebsec.com

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

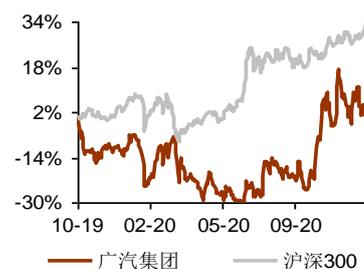
021-52523876

niyj@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	103.50
总市值(亿元):	1366.16
一年最低/最高(元):	8.88/15.84
近 3 月换手率:	39.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.96	15.86	-15.91
绝对	-7.62	31.91	15.93

资料来源：Wind

相关研报

3Q20 业绩改善，日系合资持续贡献——广汽集团（601238.SH、2238.HK）跟踪报告（2020-10-31）

2Q20 业绩修复，广本广丰贡献前景可期——广汽集团（2238.HK、601238.SH）2020 年半年报点评（2020-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,380	59,704	56,873	61,697	65,225
营业成本	60,836	57,181	54,615	58,073	61,195
其他收入及收益净额	1,514	2,857	1,539	1,385	162
销售及经销费用	5,073	4,553	4,322	4,689	4,957
行政及管理费用	4,519	3,590	3,412	3,702	3,914
经营利润	3,466	-2,763	-3,937	-3,382	-4,679
利息成本应	356	345	463	464	510
应占合资/联营利润	8,753	9,399	11,669	13,189	15,151
利润总额	11,863	6,292	7,269	9,343	9,962
所得税	921	-417	-436	-561	-598
净利润	10,942	6,709	7,705	9,904	10,560
少数股东损益	43	93	100	105	110
归属母公司净利润	10,900	6,616	7,605	9,799	10,450
EPS(按最新股本计, 元)	1.06	0.65	0.74	0.95	1.01

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-2,338	-2,388	-2,379	-1,105	-841
净利润	10,942	6,709	7,705	9,904	10,560
折旧摊销	2,882	4,234	4,465	4,807	5,154
利息成本	-98	54	139	114	125
应占合资/联营利润	-8,296	-8,753	-9,399	-11,669	-13,189
净营运资金增加	-8,006	-3,146	-3,013	-2,674	-1,456
其他	238	-1,485	-2,276	-1,588	-2,035
投资活动产生现金流	-5,148	-52	-398	-1,620	-2,052
净资本支出	-9,852	-10,101	-7,508	-7,770	-8,202
其他资产变化	4,704	10,048	7,110	6,150	6,150
融资活动现金流	-2,012	-1,711	-411	150	650
有息负债变化	0	0	639	1,000	2,000
其他	-2,012	-1,711	-1,050	-850	-1,350
净现金流	-9,498	-4,151	-3,188	-2,575	-2,243

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.9%	4.2%	4.0%	5.9%	6.2%
EBITDA 率	8.5%	1.4%	-0.6%	0.8%	-0.8%
EBIT 率	4.8%	-4.6%	-6.9%	-5.5%	-7.2%
税前净利润率	16.4%	10.5%	12.8%	15.1%	15.3%
归母净利润率	15.1%	11.1%	13.4%	15.9%	16.0%
ROA	8.3%	4.9%	5.6%	6.9%	6.8%
ROE (摊薄)	14.2%	8.3%	8.9%	10.5%	10.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	9.4%	10.1%	10.4%	10.8%	11.2%
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.6	1.5
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.9	0.8
归母权益/有息债务	6.3	6.0	6.1	6.2	5.9
有形资产/有息债务	4.6	5.0	5.3	5.3	5.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	132,174	137,464	139,118	143,968	158,428
现金及其等价物	27,730	23,605	20,417	17,842	15,599
库存	6,730	6,928	7,736	7,538	9,898
应收款项	16,605	16,844	17,436	17,047	20,480
其他流动资产	15,146	9,488	10,800	13,000	16,000
流动资产合计	66,211	56,865	56,389	55,427	61,977
固定资产	16,318	19,396	19,695	21,503	23,415
无形资产	8,540	10,810	6,573	6,796	6,973
合资/联营公司投资	28,995	32,005	35,205	38,726	42,598
其他非流动资产	12,109	18,389	21,256	21,517	23,465
非流动资产合计	65,963	80,599	82,729	88,541	96,451
总负债	54,199	54,955	50,947	48,453	54,614
短期借款	2,829	6,169	6,500	7,000	7,500
应付账款	35,786	33,616	32,220	28,240	33,123
其他流动负债	1,676	1,989	285	332	320
流动负债合计	40,291	41,775	39,005	35,572	40,943
长期借款	9,611	7,692	8,000	8,500	10,000
应付债券	198	263	336	301	370
其他非流动负债	4,098	5,226	3,606	4,080	3,300
非流动负债合计	13,908	13,180	11,942	12,881	13,670
股东权益	77,975	82,508	88,172	95,515	103,815
股本	10,232	10,238	10,238	10,238	10,238
储备	26,881	28,145	28,500	29,000	30,000
归属母公司权益	39,491	41,806	47,102	53,934	61,222
少数股东权益	1,371	2,320	2,332	2,343	2,355

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.0%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
管理费用率	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
财务费用率	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税率	7.8%	-6.6%	-6.0%	-6.0%	-6.0%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
每股经营现金流	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
每股净资产	7.4	7.7	8.2	8.9	9.7
每股销售收入	7.0	5.7	5.5	5.9	6.3

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE (H 股)	6.8	11.1	9.7	7.6	7.1
PE (A 股)	12.5	20.3	17.8	13.9	13.1
股息率 (H 股)	5.4%	2.8%	3.2%	4.1%	4.3%
股息率 (A 股)	2.9%	1.5%	1.7%	2.2%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳