

# 广汽集团(601238.SH/02238.HK)

## 广汽埃安资产重组，助力新能源车型研发

### 核心观点：

- **资产重组助力广汽埃安增强研发及核心竞争力。**公司于2021年11月29日通过了《关于广汽埃安资产重组及增资的议案》。根据公告，广汽埃安将承接广汽研究院纯电新能源领域的研发人员，并通过现金增资、资产注入、现金购买及资本公积转增注册资本等方式实施内部资产重组。内部资产重组之后，广汽埃安注册资本将增加至60亿元，研发能力得以增强，资产结构进一步优化，有利于增强公司核心竞争力。广汽埃安将进一步推进员工持股及引入战略投资者，充分利用资本市场，积极寻求于适当时机上市。
- **公司持续推进广汽埃安混合所有制改革。**公司于2021年8月30日通过《关于子公司广汽埃安混改及引入战略投资者的议案》。公司推进广汽埃安的混合所有制改革，引入战略投资者，深度整合纯电新能源汽车业务，建立市场化的激励机制，以提升纯电新能源汽车业务竞争力。
- **受益于国内新能源汽车需求增长，广汽埃安车型销量攀升。**广汽埃安为公司旗下的高端智能电动车品牌，上市以来车型销量持续攀升。2021年前10个月累计销量为90826辆，同比增长98.85%。
- **盈利预测与投资建议：**公司积极推进广汽埃安混合所有制改革，引入战略投资者，深度整合和聚焦纯电新能源汽车业务，扩充资本实力，建立市场化激励机制，长期来看有望提升广汽埃安在新能源汽车的研发及运营竞争优势。我们预计公司21-23年EPS为0.68/0.89/1.02元/股。结合公司历史估值水平，我们给予A股22年25倍PE，合理价值为22.30元人民币/股；考虑A/H股溢价情况，给予H股22年15倍PE，合理价值为16.35港元/股，维持A/H股“买入”评级。
- **风险提示。**广汽埃安混改进展不及预期；汽车行业景气度下降；乘用车行业竞争加剧；芯片供应紧张情况未能得到有效解决。

### 盈利预测：

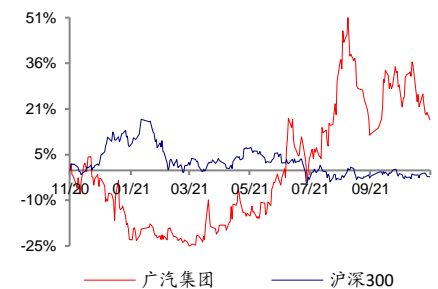
百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59,704	63,157	64,154	79,838	85,828
增长率(%)	-17.5	5.8	1.6	24.4	7.5
EBITDA(百万元)	-1,338	263	255	435	699
归母净利润(百万元)	6,618	5,966	7,035	9,251	10,540
增长率(%)	-39.3	-9.8	17.9	31.5	13.9
EPS(元/股)	0.65	0.58	0.68	0.89	1.02
市盈率(P/E)	17.98	22.91	24.16	18.37	16.13
ROE(%)	8.3	7.1	7.7	9.2	9.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	16.41元/7.98港元
合理价值	22.30元/16.35港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-12-01

### 相对市场表现



分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005

SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010

021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001

021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚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:三季度盈利受缺芯扰动，埃安销量攀升	2021-11-04
广汽集团:21H1点评：自主品牌销量增速突出	2021-09-09
广汽集团:加速智能新能源布局，赋能自主品牌向上	2021-07-30

请务必阅读末页的免责声明

## 一、资产重组助力广汽埃安增强研发及核心竞争力

2021年11月29日，公司召开董事会，审议通过了《关于广汽埃安资产重组及增资的议案》。本次内部重组中，广汽埃安将承接广汽研究院纯电新能源领域的研发人员，并通过现金增资、资产注入、现金购买及资本公积转增注册资本等方式实施内部资产重组：广汽集团以 74.07 亿元现金向广汽埃安增资，广汽乘用车以 35.57 亿元生产设备等实物资产向广汽埃安增资；广汽埃安以支付49.75 亿元现金并承担负债的方式购买广汽研究院、广汽乘用车等主体的纯电新能源领域相关无形资产、固定资产等；广汽埃安将以部分资本公积转增注册资本。内部资产重组之后，广汽埃安注册资本将增加至60亿元，研发能力得以增强，资产结构和资源配置进一步优化。

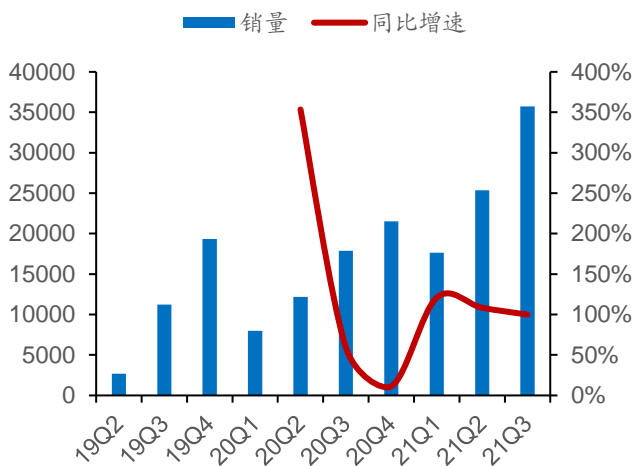
公司在交易后仍实际持有广汽埃安 100%股权，且本次交易对公司年度经营成果无重大影响。广汽埃安将进一步推进员工持股及引入战略投资者工作，未来积极寻求于适当时机上市，积极利用资本市场，推进资源优化配置，建立市场化激励机制，促进公司纯电新能源行业的可持续发展。

在此之前，公司于 2021年8月30日召开董事会，审议通过《关于子公司广汽埃安混改及引入战略投资者的议案》。公司计划推进广汽埃安的混合所有制改革，引入战略投资者，深度整合纯电新能源汽车业务，提升资源配置效率，建立市场化的激励机制，提升纯电新能源汽车业务竞争力。

## 二、受益于国内新能源汽车需求增长，广汽埃安车型销量攀升

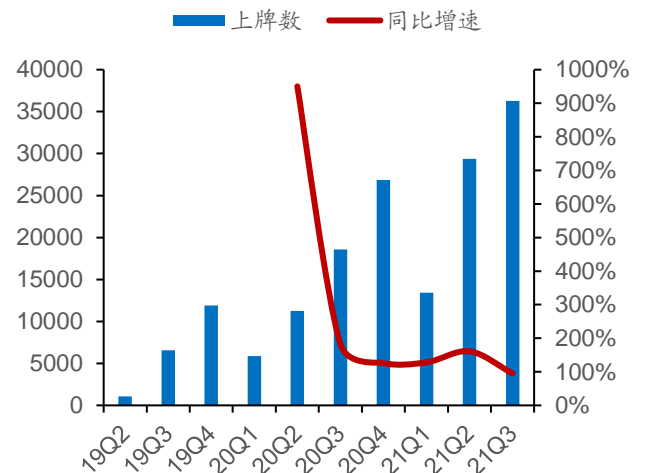
广汽埃安为公司旗下的高端智能电动车品牌，为公司纯电新能源业务发展的载体，目前已推出 AION S、AION LX、AION V、AION Y 等多款纯电新能源汽车产品。受益于国内新能源汽车需求增长，广汽埃安车型销量攀升。2021 Q3广汽埃安批发销量为35728辆，同比上升99.9%。2021年10月批发销量为12085辆，同比增长70.72%；2021年前10个月累计销量为90826辆，同比增长98.85%。在终端零售方面，广汽埃安2021年10月上牌数为11670辆，同比增长65.3%；2021年前10个月累计上牌数为90708辆，同比增长112.1%，均呈现较好的销量增长势头。

图 1: 广汽埃安销量及同比增速 (单位: 辆/%)



数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

图 2: 广汽埃安上牌数及同比增速 (单位: 辆/%)



数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测和投资建议

公司计划推进广汽埃安的混合所有制改革, 引入战略投资者, 实现对纯电新能源汽车业务的深度整合和聚焦, 扩充资本实力, 优化治理结构, 建立市场化的激励机制, 长期来看有望能提升广汽埃安在新能源汽车的研发及运营竞争优势。我们预计公司21-23年EPS为0.68/0.89/1.02元/股。结合公司历史估值水平, 我们给予A股22年25倍PE, 合理价值为22.30元人民币/股; 考虑A/H股溢价情况, 给予H股22年15倍PE, 合理价值为16.35港元/股, 维持A/H股“买入”评级。

### 四、风险提示

广汽埃安混改进展不及预期; 汽车行业景气度下降; 乘用车行业竞争加剧; 芯片供应紧张情况未能得到有效解决。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>56,865</b>	<b>56,643</b>	<b>60,347</b>	<b>72,279</b>	<b>82,952</b>	
货币资金	32,243	28,500	32,000	39,536	48,427	
应收及预付	6,992	7,360	7,468	9,267	9,947	
存货	6,928	6,622	6,938	8,318	8,949	
其他流动资产	10,702	14,161	13,941	15,158	15,629	
<b>非流动资产</b>	<b>80,545</b>	<b>86,164</b>	<b>90,434</b>	<b>93,589</b>	<b>96,910</b>	
长期股权投资	31,982	33,381	33,381	33,381	33,381	
固定资产	17,474	18,360	20,115	21,004	21,934	
在建工程	1,653	1,452	1,652	1,852	2,052	
无形资产	11,667	13,887	16,553	18,996	21,550	
其他长期资产	17,768	19,084	18,733	18,357	17,993	
<b>资产总计</b>	<b>137,410</b>	<b>142,807</b>	<b>150,781</b>	<b>165,868</b>	<b>179,862</b>	
<b>流动负债</b>	<b>41,585</b>	<b>42,385</b>	<b>42,095</b>	<b>46,559</b>	<b>48,499</b>	
短期借款	1,884	3,556	3,179	1,643	1,479	
应付及预收	13,265	12,880	13,384	16,111	17,297	
其他流动负债	26,436	25,949	25,532	28,805	29,722	
<b>非流动负债</b>	<b>13,370</b>	<b>13,763</b>	<b>14,890</b>	<b>16,131</b>	<b>17,496</b>	
长期借款	1,854	2,879	4,007	5,247	6,612	
应付债券	5,838	5,594	5,594	5,594	5,594	
其他非流动负债	5,678	5,289	5,289	5,289	5,289	
<b>负债合计</b>	<b>54,955</b>	<b>56,147</b>	<b>56,986</b>	<b>62,690</b>	<b>65,994</b>	
股本	10,238	10,350	10,358	10,358	10,358	
资本公积	22,704	23,030	23,030	23,030	23,030	
留存收益	46,641	50,762	57,798	67,049	77,589	
归属母公司股东权益	80,134	84,321	91,356	100,608	111,147	
少数股东权益	2,320	2,339	2,439	2,570	2,721	
<b>负债和股东权益</b>	<b>137,410</b>	<b>142,807</b>	<b>150,781</b>	<b>165,868</b>	<b>179,862</b>	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	<b>59,704</b>	<b>63,157</b>	<b>64,154</b>	<b>79,838</b>	<b>85,828</b>	
营业成本	55,271	58,783	58,304	71,816	76,218	
营业税金及附加	1,356	1,364	1,283	1,756	2,060	
销售费用	4,553	3,641	3,657	4,710	5,150	
管理费用	3,244	3,356	3,400	4,231	4,549	
研发费用	1,002	976	994	1,277	1,459	
财务费用	26	35	-18	-61	-109	
资产减值损失	-555	-715	-533	-540	-537	
公允价值变动收益	95	293	0	0	0	
投资净收益	9,626	9,911	9,674	11,976	12,702	
<b>营业利润</b>	<b>5,682</b>	<b>5,638</b>	<b>6,644</b>	<b>8,748</b>	<b>9,963</b>	
营业外收支	612	57	60	75	85	
<b>利润总额</b>	<b>6,294</b>	<b>5,695</b>	<b>6,704</b>	<b>8,823</b>	<b>10,048</b>	
所得税	-417	-356	-432	-560	-642	
<b>净利润</b>	<b>6,711</b>	<b>6,051</b>	<b>7,136</b>	<b>9,383</b>	<b>10,690</b>	
少数股东损益	94	85	100	132	150	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,618</b>	<b>5,966</b>	<b>7,035</b>	<b>9,251</b>	<b>10,540</b>	
EBITDA	-1,338	263	255	435	699	
EPS (元)	0.65	0.58	0.68	0.89	1.02	

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-381</b>	<b>-2,887</b>	<b>3,069</b>	<b>5,094</b>	<b>4,584</b>	
净利润	6,711	6,051	7,136	9,383	10,690	
折旧摊销	4,384	5,227	4,978	5,348	5,555	
营运资金变动	-2,220	-4,740	-117	1,605	321	
其它	-9,255	-9,425	-8,926	-11,242	-11,981	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,826</b>	<b>469</b>	<b>-39</b>	<b>3,015</b>	<b>3,383</b>	
资本支出	-10,057	-6,483	-9,714	-8,961	-9,319	
投资变动	-3,405	-2,425	0	0	0	
其他	8,637	9,377	9,674	11,976	12,702	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,325</b>	<b>-1,794</b>	<b>470</b>	<b>-573</b>	<b>923</b>	
银行借款	4,445	8,527	752	-296	1,200	
股权融资	1,116	625	0	0	0	
其他	-7,887	-10,946	-282	-277	-277	
<b>现金净增加额</b>	<b>-7,501</b>	<b>-4,274</b>	<b>3,500</b>	<b>7,536</b>	<b>8,891</b>	
期初现金余额	<b>38,066</b>	<b>30,565</b>	<b>28,500</b>	<b>32,000</b>	<b>39,536</b>	
期末现金余额	<b>30,565</b>	<b>26,291</b>	<b>32,000</b>	<b>39,536</b>	<b>48,427</b>	

主要财务比率						
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>成长能力</b>						
营业收入增长	-17.5%	5.8%	1.6%	24.4%	7.5%	
营业利润增长	-51.2%	-0.8%	17.8%	31.7%	13.9%	
归母净利润增长	-39.3%	-9.8%	17.9%	31.5%	13.9%	
<b>获利能力</b>						
毛利率	7.4%	6.9%	9.1%	10.0%	11.2%	
净利率	11.2%	9.6%	11.1%	11.8%	12.5%	
ROE	8.3%	7.1%	7.7%	9.2%	9.5%	
ROIC	-3.8%	-3.9%	-3.3%	-3.5%	-2.9%	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率	40.0%	39.3%	37.8%	37.8%	36.7%	
净负债比率	66.6%	64.8%	60.8%	60.8%	58.0%	
流动比率	1.37	1.34	1.43	1.55	1.71	
速动比率	1.14	1.10	1.18	1.29	1.44	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	0.43	0.44	0.43	0.48	0.48	
应收账款周转率	17.22	14.63	15.82	15.20	15.51	
存货周转率	8.62	9.54	9.25	9.60	9.59	
<b>每股指标 (元)</b>						
每股收益	0.65	0.58	0.68	0.89	1.02	
每股净资产	7.83	8.15	8.83	9.72	10.74	
<b>估值比率</b>						
P/E	17.98	22.91	24.16	18.37	16.13	
P/B	1.49	1.63	1.86	1.69	1.53	

## 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，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，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014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，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 徐鸣爽：高级研究员，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。