

# 广汽集团（601238）：埃安引战预挂牌、影酷盲订与广菲克将终止

2022年7月22日

强烈推荐/维持

广汽集团 公司报告

近日，广汽集团、传祺官网发布3个重要信息：广汽埃安A轮融资项目于7月18日正式在广东联合产权交易中心开始预挂牌；7月18日，广汽集团官网和Stellantis分别在各自官方网站发布声明称双方正在协商有序终止合资公司（广汽菲克）；传祺全新车型影酷于7月21日开启盲订。点评如下：

**埃安引战预挂牌，埃安混改再度收获重大进展。**据广东联合产权交易中心官网，本次预挂牌起止日期为2022年7月18日至2022年8月12日，且披露了广汽埃安2019-2021年部分财务数据。

- 埃安实现了量价齐升的增长态势：**2019-2021实现销量4.20万辆、5.95万辆和12.02万辆，复合增速69.1%。2019-2021埃安实现营收分别为52.3亿元、76.1亿元和172.7亿元，对应单车均价分别为12.46万元、12.78万元和14.37万元。量价齐升的态势明显。
- 埃安盈利能力不断改善：**2019-2021年埃安实现净利润分别为-6.21亿元、-6.88亿元和-13.89亿元。净利率分别为-11.9%、-9.0%和-8.0%，亏损净利率逐步收窄。与新势力相比，2021年蔚来（蔚来、小鹏和理想，下同）单车均价分别为36.3万元、20.4万元和28.9万元；蔚来2021净利润（净亏损）分别为-40.17亿元、-48.63亿元和-3.21亿元，对应的净利率分别为-11.1%、-23.2%和-1.2%。埃安在单车均价明显低于三者的情况下，盈利能力明显好于蔚来和小鹏。我们认为主要原因有三，一是埃安明显在销量上领先，且这一趋势将在2022年持续扩大；二是埃安在销售模式采用经销等轻资产模式，受益于广汽成熟的厂商（主机厂与经销商）管理模式，销售、管理费用率较低；三是埃安较强的成本控制能力。
- 本轮融资后，埃安估值有望再上新台阶：**2022年一季度埃安完成员工股权激励等方案，埃安投后估值约392亿元，广汽集团直接和间接持有埃安93.45%的股份，考虑一季度的融资以员工股权激励为主，且为非公开增资，对应埃安2021营收的PS仅为2.3倍，而目前蔚来PS（2021年营收）分别为6.5、7.4和9.6。我们认为，本轮引战融资更为市场化本轮融资后，埃安的估值有望再上新台阶。

**广菲克将终止，合资板块减少拖累项：**据广汽集团官网，广汽菲克近几年持续亏损，广汽集团和Stellantis正在协商有序终止合资公司，并将依法依规妥善处理合资公司的相关事宜。有关资产减值已在广汽集团去年年度财务报告中进行了确认。广汽菲克成立于2010年3月9日，由广州汽车集团股份有限公司、Stellantis以50:50的股比共同投资建设。

- 2022H1广菲克账面净资产或已为负：**据广汽集团2021年报，广汽集团持有广汽菲克的长期股权投资采用权益法核算，且广汽菲克2021年期末净资产仅为293.7万元，2022年1-6月广菲克销量为1861辆，同比下降84.18%。我们估算，按照2022年上半年广汽菲克经营情况，广

## 公司简介：

公司是由广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团公司等作为共同发起人，以发起方式设立的大型国有控股股份制企业集团。主要业务包括乘用车、商用车、摩托车、汽车零部件的研发、制造、销售及售后服务，以及汽车相关产品进出口贸易，汽车租赁、二手车、物流、拆解、资源再生，汽车信贷、融资租赁、商业保理、保险和保险经纪，股权投资等。（资料来源：wind、东兴证券研究所）

## 未来3-6个月重大事项提示：

2022-8-31 发布2022年中报

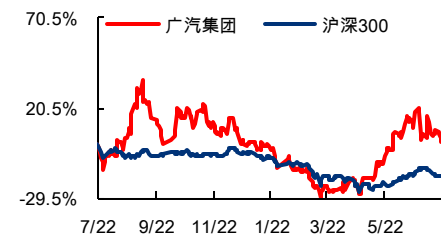
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间（元）	20.37-10.54
总市值（亿元）	1,581.1
流通市值（亿元）	1,097.47
总股本/流通A股（万股）	1,046,396/736,534
流通B股/H股（万股）	-/309,862
52周日均换手率	3.58

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：李金锦

010-66554142

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

## 分析师：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070004

汽菲克目前将处于净资产为负的状态。对应广汽集团持有的长期股权投资-广菲克或已为零。

- **2022年长期股权投资或将不再计提广菲克亏损：**据广汽集团2021年年报对权益法的长期股权投资会计处理方法，“公司对合营或联营企业发生的净亏损，除负有承担额外损失义务外，以长期股权投资的账面价值以及其他实质上构成对合营企业或联营企业净投资的长期权益**减记至零为限**”。按照合资双方的声明看，双方将有序终止广菲克公司，而且针对广菲克的减值已经于2021年财报报告进行了确认。

**影酷开启盲订，传祺的扛鼎之作：**影酷作为传祺全新紧凑型SUV，车型尺寸为4680X1901X1670（mm），轴距为2750mm，略大于传祺GS4(4545X1856X1668，轴距2680)，与长安CS75 plus、哈弗H6等相比，尺寸相当，轴距略有优势。我们认为，影酷的亮点包括1)酷炫的外观（机甲风）、内饰设计（卷轴式、大屏幕等设计）；2) GMC2.0混动系统，该套混动系统将是影酷最大的卖点，无论在节能、动力性能上均有上佳表现。3)智能化配置。影酷有望凭借出色的设计、GMC2.0混动系统和智能化配置带动传祺品牌销量的持续复苏。

**公司盈利预测与估值：**广汽集团三大业务板块均表现出各自的成长性，合资板块，广汽丰田、广汽本田持续增长与广菲克、广三菱减亏带来投资收益的增长提速；自主板块，广汽埃安是独立的“研产销”一体化的智能科技电动汽车公司，属于高成长高估值业务；广汽传祺+广汽研究院借力新一轮技术、产品（混动、智驾等）周期，实现全面复苏。我们看好公司三大板块的业务发展前景，预计公司2022-2024年净利润分别为120.2、153.7和184.3亿元，对应EPS为1.15、1.47和1.76元。按2022年7月21日A、H收盘价，广汽A股PE分别为13、10和9倍，广汽H股PE分别为6、4和4倍，维持广汽A和广汽H股的“强烈推荐”评级。

风险提示：行业需求低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车发展不及预期，原材料价格上涨超预期。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	63,156.99	75,675.77	114,830.07	152,251.28	184,378.35
增长率（%）	5.78%	19.82%	51.74%	32.59%	21.10%
归母净利润（百万元）	5,965.83	7,334.92	12,022.17	15,371.15	18,434.29
增长率（%）	-9.84%	22.14%	63.81%	28.76%	19.93%
净资产收益率（%）	7.08%	8.13%	11.82%	13.20%	13.73%
每股收益(元)	0.58	0.72	1.15	1.47	1.76
PE	25.83	20.81	13.04	10.20	8.50
PB	1.84	1.72	1.54	1.35	1.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>流动资产合计</b>	56643	61192	74488	93374	112425	<b>营业收入</b>	63157	75676	114830	152251	184378		
货币资金	28500	24036	29107	36423	43583	<b>营业成本</b>	58659	69164	102068	131592	157045		
应收账款	4317	7222	9438	13348	17680	营业税金及附加	1364	1824	2526	3654	4241		
其他应收款	1167	965	1110	1243	1392	营业费用	3641	4340	5971	8145	9772		
预付款项	1158	760	964	1227	1541	管理费用	3356	3934	5075	7080	8481		
存货	6622	8111	11186	14421	17210	财务费用	35	172	224	214	153		
其他流动资产	4950	6840	8798	10669	12275	研发费用	976	989	1263	1751	2213		
<b>非流动资产合计</b>	86164	93005	100417	106154	112228	资产减值损失	-714.5	-688.97	773.42	885.30	1006.12		
长期股权投资	33381	36905	40595	43843	46035	公允价值变动收益	292.69	-22.31	0.00	0.00	0.00		
固定资产	18360	17507	17976	17681	17235	投资净收益	9910.7	11814.20	14677.91	16891.94	19077.26		
无形资产	13887	15383	15960	17828	21790	加:其他收益	1249.9	1001.37	500.69	250.34	0.00		
其他非流动资产	1074	744	1121	980	949	<b>营业利润</b>	5638	7145	12107	16072	20545		
<b>资产总计</b>	142807	154197	173699	197503	221595	营业外收入	108.99	116.15	0.00	0.00	0.00		
<b>流动负债合计</b>	42385	48806	56608	64729	70160	营业外支出	51.83	24.66	0.00	0.00	0.00		
短期借款	3556	2296	3230	2196	2460	<b>利润总额</b>	5695	7237	12107	16072	20545		
应付账款	11802	15079	21102	27751	30979	所得税	-356	-154	0	482	1849		
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	6051	7391	12107	15589	18696		
一年内到期的非流动负债	3020	8019	6560	6866	7148	少数股东损益	85	56	85	218	262		
<b>非流动负债合计</b>	13763	12796	12700	13395	14006	归属母公司净利润	5966	7335	12022	15371	18434		
长期借款	2879	2702	3702	4502	5102	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	5594	2995	2993	2993	2993		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>负债合计</b>	56147	61602	69308	78124	84167	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	2339	2335	2420	2638	2900	营业收入增长	5.78%	19.82%	51.74%	32.59%	21.10%		
实收资本(或股本)	10350	10371	10464	10464	10464	营业利润增长	-0.77%	26.74%	69.44%	32.75%	27.84%		
资本公积	23030	24003	24003	24003	24003	归属于母公司净利润增长	-9.85%	22.95%	63.90%	27.86%	19.93%		
未分配利润	44850	50172	61212	75787	92991	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	84321	90259	101680	116440	134219	毛利率(%)	7.12%	8.61%	11.11%	13.57%	14.82%		
<b>负债和所有者权益</b>	142807	154197	173699	197503	221595	净利率(%)	9.58%	9.77%	10.54%	10.24%	10.14%		
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>							
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产净利润(%)	4.18%	4.76%	6.92%	7.78%	8.32%		
<b>经营活动现金流</b>	-2887	-5589	2512	3057	648	ROE(%)	7.08%	8.13%	11.82%	13.20%	13.73%		
净利润	6051	7391	12107	15589	18696	<b>偿债能力</b>							
折旧摊销	4937.43	5549.50	5420.90	5894.49	6600.25	资产负债率(%)	39%	40%	40%	40%	38%		
财务费用	35	172	224	214	153	流动比率	1.34	1.25	1.32	1.44	1.60		
应收帐款减少	-851	-2905	-2216	-3910	-4332	速动比率	1.18	1.09	1.12	1.22	1.36		
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>							
<b>投资活动现金流</b>	469	1649	658	1880	2843	总资产周转率	0.45	0.51	0.70	0.82	0.88		
公允价值变动收益	293	-22	0	0	0	应收账款周转率	16	13	14	13	12		
长期投资减少	0	0	-2411	-3812	-2242	应付账款周转率	5.28	5.63	6.35	6.23	6.28		
投资收益	9911	11814	14678	16892	19077	<b>每股指标(元)</b>							
<b>筹资活动现金流</b>	-1794	73	123	-549	649	每股收益(最新摊薄)	0.58	0.72	1.15	1.47	1.76		
应付债券增加	-244	-2599	-2	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	-0.41	-0.37	0.31	0.42	0.40		
长期借款增加	1025	-177	1000	800	600	每股净资产(最新摊薄)	8.15	8.70	9.72	11.13	12.83		
普通股增加	112	21	93	0	0	<b>估值比率</b>							
资本公积增加	326	973	0	0	0	P/E	25.83	20.81	13.04	10.20	8.50		
<b>现金净增加额</b>	-4213	-3868	3294	4388	4140	P/B	1.84	1.72	1.54	1.35	1.17		
						EV/EBITDA	13.61	11.63	5.57	6.18	4.80		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	广汽集团（601238）6月销量点评：6月销量同比大幅增长，Q2经营表现可期	2022-07-06
公司普通报告	广汽集团（601238）跟踪点评：科技日秀电动、智驾真实力	2022-06-29
公司普通报告	广汽集团（601238）：产量同环比增长明显，混动车型销量占比持续提升	2022-06-07
公司普通报告	广汽集团（601238）：购置税减半政策已至，集团将充分受益	2022-06-01
公司普通报告	广汽集团（601238）：疫情致销量下滑，不改全年增长目标	2022-05-07
公司普通报告	广汽集团（601238）：两田超预期，自主持续改善	2022-04-28
公司普通报告	广汽集团（601238）：Q1销量同比大幅增长，自主板块经营改善可期	2022-04-08
公司普通报告	广汽集团（601238）：自主板块边际改善，合资板块增长提速	2022-04-01
行业普通报告	汽车行业跟踪点评：6月销量快速反弹，下半年政策拉动叠加供需改善行业复苏可期	2022-07-12
行业深度报告	汽车零部件铝压铸行业报告：铝压铸前景广阔，一体化压铸渐行渐近	2022-05-27
行业普通报告	汽车行业：新能源补贴退坡符合预期，需求驱动成主导	2022-01-04
行业深度报告	东兴证券汽车行业2022年度策略：行业周期复苏与零部件格局重塑	2021-12-06

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526