

# 广汽集团（601238）：科技日秀电 动、智驾真实力

2022年6月29日

强烈推荐/维持

广汽集团 公司报告

事件：近日，广汽集团举办主题为“科技奔现”2022年广汽科技日，展示了集团在电动化（混动、电池等）、智能驾驶等多项即将量产的研发成果。点评如下：

**钜浪混动模块架构涵盖多技术路线，GMC2.0 将量产。**钜浪混动模块化架构主要有三大核心部件：混动专用发动机、机电耦合系统和动力电池。公司在混动专用发动机和机电耦合系统上研发早，产品储备丰富。

- **专用混动发动机：**一套高效的混动系统的关键是要有高效的专用混动发动机。广汽已经在专用/兼用混动发动机做了充足的储备，包括 1.5ATK、1.5TM、2.0TM 和 2.0ATK 发动机，其中 2.0ATK 发动机为公司采用阿特金森循环、15.6 超高压缩比以及低温冷却外部 EGR 等技术，基于广汽 GCCS 燃烧控制系统，能实现 42.10% 有效热效率的混动专用发动机。即将量产的 GMC2.0 就是配套的该发动机。
- **机电耦合系统：**广汽集团多条混动技术路线均做了充足的准备。1) 功率分流模式，采用丰田 THS 机电耦合系统，目前运用在传祺 GS8 混动车型上。2) 串并联模式，即 P1+P3 构型，GMC1.0、GMC2.0 即为此架构。该构型又分成多档和单档模式，GMC2.0 即为 2 档结构。3) 单电机模式，如 P2 构型等。广汽集团几乎是目前国内混动技术路线储备最为丰富的车企，结合不同构型的成本、性能差异实现全级别车型覆盖，如 THS 主要配套自主高端车型 GS8、M8；串并联单档架构配套经济适用性车型；串并联多档架构配套兼顾动力、节能的中高端车型。

**GMC2.0 路试表现优秀，将成为传祺全面复苏的利器：**GMC2.0 将于 2022 年下半年量产，搭载传祺全新车型影酷和影豹。GMC1.0 诞生于 2017 年，配套发动机为 1.5L，搭载在 GS4 PHEV 和 GA3S PHEV。GMC2.0 研发始于 2018 年，在 GMC1.0 的基础上升级为 2.0ATK 发动机，机电耦合系统由单档升级为两档。该构型是从 193000 多种类型中，耗费六个多月时间选取出来的兼顾效率和动力的最优解。(2.0L 发动机弥补了 1.5L 在部分工况下的动力不足，两档模式提升单档部分在部分工况下的传动低效率)。GMC2.0 是广汽在混动领域 10 多年研发的厚积薄发。据传祺官方，6 月 22 日至 26 日搭载钜浪混动 GMC2.0 的影酷与影豹完成了横跨山西、河北、辽宁三省奋战 5 天，共 51 个小时等挑战，影酷测得 1711km 超长续航，3.2L/100km 超低油耗；影豹测得 1537km 超长续航。3.0L/100km 超低油耗。

**Hev 还是 Phev?：**据高工产研，2021 年我国 HEV 乘用车销售 58.6 万辆，增长 43%，PHEV 汽车销售 60 万辆，增长 139.04%（中汽协）。Hev 市场长期集中在日系（丰田、本田）车企，2021 年两田在国内 Hev 销量占比超过 90%。自主车企近年来开始布局混动市场，尤以 Phev 为主。广汽集团的混动战略兼顾 Hev 和 Phev，而影酷和影豹率先以 Hev 车型亮相。我们认为，Hev 市场表面上发展不如 Phev 并非是市场需求不足，而是供给原因，供给端缺少产品力强且性价比高的车型。Hev 跟 Phev 相比具备天然的成本优势，Hev

## 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：

无

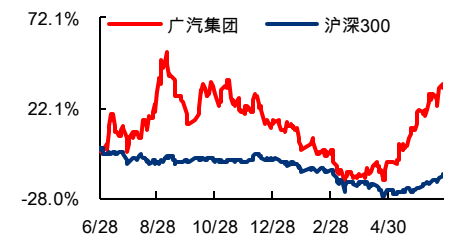
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52 周股价区间（元）	20.37-10.54
总市值（亿元）	1,834.33
流通市值（亿元）	1,273.25
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	2.49

## 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

执业证书编号：

## 分析师：张觉尹

021-25102897

执业证书编号：

lijj-yjs@dxzq.net.cn

S1480521030003

zhangjueyin@dxzq.net.cn

S1480521070004

带电量较低，电池成本明显低于 Phev。如比亚迪汉 Dmi (Phev) 121KM 版本带电量为 18.3KWH, 242KM 版本带电量为 37.5KWH(数据来源:懂车帝); 雅阁 IMMD (Hev) 的带电量仅为 1.3KWH。Hev 的成本优势会在新能源汽车补贴、购置税优惠等政策减弱的趋势下逐渐显现。我们认为，广汽有望凭借 GMC2.0 强节油、动力性能和较高的性价比打开 Hev 市场，将成为传祺全面复苏的利器。

**车云一体化集中式电子电气架构、智能驾驶与智能座舱：**科技日还发布了公司完全自主研发的标准化操作系统——广汽普赛 OS、Adigo SPACE(智能座舱) 和 Adigo PILOT (智能驾驶系统)。

- 普赛 OS：面向全车跨域的标准化操作系统，包括 SOA 跨域服务引擎、高性能中间件引擎、车云镜像引擎和异域执行调度引擎。实现软件迭代效率从月降至分钟。
- Adigo SPACE：联合星河智联共同开发，实现更自然的语音能力，更新锐的生态内容、更智能的场景解决方案。
- Adigo PILOT：涵盖 39 个智能感知传感器，包括 3 个可变焦激光雷达、12 个高清摄像头、6 个毫米波雷达、2 个高精度定位单元、1 个红外摄像头等传感器系统。实现 8 大系统冗余，如架构、感知、制动、转向、通信等。实现超级泊车功能，覆盖超 50 种复杂泊车场景。以及高阶无人驾驶、Robotaxi 等的应用。

**广汽集团具备清晰的业务分部属性，三大业务板块相互独立运营，且各具成长性：1) 合资板块，增长提速的现金牛业务：**主要由合资公司--广汽丰田、广汽本田、广汽三菱、广菲克以及相关的零部件企业构成。未来 3 年，两田将凭借其卓越的混动技术、新车型及产能周期持续扩大在合资车领域的市场份额，广三菱和广菲克有望减亏。我们预计，公司联营合营投资收益 2021-2024 年复合增速将达到 18.1%，而 2018-2020 年该数值的复合增速仅为 5.1%。**2) 广汽埃安，高估值的明星业务：**2022 年埃安已经完成资产重组，成为“研产销”独立运营的智能电动汽车科技公司。埃安 2022Q1 完成员工持股，投后估值即达到 392 亿元，2022 年下半年还将再次引入战投，埃安估值有望再上新台阶。2022 年埃安销量目标为 25-30 万台，较 2021 年的 12 万辆翻一倍。我们预计 2022 年埃安收入规模有望超过 400 亿元。**3) 广汽传祺+广汽研究院，困境反转业务：**通过组织机构调整、大总监、股权激励等制度的实施，传祺经营层面正在逐步改善。新一代产品 M8、影豹、GS8 均表现突出，2022 年还将上市全新影酷、M8 换代、影豹 Hev 等车型。研究院在智能驾驶、混动等技术上的持续赋能，传祺在成本、制造端高效率的优势，有望带动该业务迎来全面反转。

**盈利预测与估值：**综上，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 120.3、153.7 和 184.3 亿元，对应 EPS 为 1.15、1.47 和 1.76 元。按 2022 年 6 月 28 日 A、H 收盘价，广汽 A 股 PE 分别为 15、12 和 10 倍，广汽 H 股 PE 分别为 6、5 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	152,251.29	184,378.86
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	12,028.18	15,371.43	18,430.86
增长率 (%)	-9.84%	22.14%	63.89%	28.70%	19.90%
净资产收益率 (%)	7.08%	8.13%	11.83%	13.20%	13.73%
每股收益 (元)	0.58	0.72	1.15	1.47	1.76
PE	30.22	24.35	15.25	11.93	9.95
PB	2.15	2.01	1.80	1.58	1.37

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	74487	93374	112426	<b>营业收入</b>	63157	75676	114830	152251	184379		
货币资金	28500	24036	29107	36423	43583	<b>营业成本</b>	58659	69164	102063	131593	157050		
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	11185	14421	17211	财务费用	35	172	224	214	152		
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	12113	16072	20541		
<b>资产总计</b>	142807	154197	173698	197503	221596	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	56601	64723	70158	营业外支出	51.83	24.66	0.00	0.00	0.00		
短期借款	3556	2296	3225	2190	2457	<b>利润总额</b>	5695	7237	12113	16072	20541		
应付账款	11802	15079	21100	27751	30980	所得税	-356	-154	0	482	1849		
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	6051	7391	12113	15590	18693		
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	12028	15371	18431		
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	69302	78118	84165	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	2339	2335	2420	2639	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%	69.52%	32.68%	27.81%		
资本公积	23030	24003	24003	24003	24003	归属于母公司净利润增长	-9.85%	22.95%	63.99%	27.80%	19.90%		
未分配利润	44850	50172	61218	75793	92993	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	84321	90259	101686	116446	134222	毛利率(%)	7.12%	8.61%	11.12%	13.57%	14.82%		
<b>负债和所有者权益</b>	142807	154197	173698	197503	221596	净利率(%)	9.58%	9.77%	10.55%	10.24%	10.14%		
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.18%	4.76%	6.92%	7.78%	8.32%		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	7.08%	8.13%	11.83%	13.20%	13.73%		
<b>经营活动现金流</b>	-2887	-5589	2517	3058	645	<b>偿债能力</b>							
净利润	6051	7391	12113	15590	18693	资产负债率(%)	39%	40%	40%	40%	38%		
折旧摊销	4937.43	5549.50	5420.90	5894.49	6600.25	流动比率	1.34	1.25	1.32	1.44	1.60		
财务费用	35	172	224	214	152	速动比率	1.18	1.09	1.12	1.22	1.36		
应收帐款减少	-851	-2905	-2216	-3910	-4332	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.51	0.70	0.82	0.88		
<b>投资活动现金流</b>	469	1649	658	1880	2843	应收账款周转率	16	13	14	13	12		
公允价值变动收益	293	-22	0	0	0	应付账款周转率	5.28	5.63	6.35	6.23	6.28		
长期投资减少	0	0	-2411	-3812	-2242	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	9911	11814	14678	16892	19077	每股收益(最新摊薄)	0.58	0.72	1.15	1.47	1.76		
<b>筹资活动现金流</b>	-1794	73	118	-550	653	每股净现金流(最新摊薄)	-0.41	-0.37	0.31	0.42	0.40		
应付债券增加	-244	-2599	-2	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.15	8.70	9.72	11.13	12.83		
长期借款增加	1025	-177	1000	800	600	<b>估值比率</b>							
普通股增加	112	21	93	0	0	P/E	30.22	24.35	15.25	11.93	9.95		
资本公积增加	326	973	0	0	0	P/B	2.15	2.01	1.80	1.58	1.37		
<b>现金净增加额</b>	-4213	-3868	3294	4388	4140	EV/EBITDA	9.88	8.56	3.95	4.41	3.36		

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）：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
公司普通报告	广汽集团（601238）：埃安混改更进一步，机制、资本助力腾飞	2022-03-18
公司普通报告	广汽集团（601238）：两田与广汽自主实现高质量增长	2022-03-08
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法律责任。

## 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