

自主品牌布局逐渐明朗

广汽集团 (2238.HK) “十四五”规划点评

证券研究报告

2020年11月24日

● 核心结论

广汽集团发布“十四五”规划，计划2025年挑战350万台销量目标。11月20日广汽集团在广州车展发布“十四五”发展规划纲要，具体内容包括：1) 2025年集团将挑战350万台年销量，隐含5年平均复合增速约11%，市占率达12%，其中新能源产品占比超过20%；2) 2025年集团目标实现总营收超6000亿元，利税总额超660亿元；3) 提升自主品牌研发能力，2023年实现L3应用，2024年量产L4，2025年实现特定场景下的L4商业运营；4) 新能源方面，公司2025年实现全面电气化，其中Aion聚焦电动车，传祺有望加深和合资公司合作，深耕混动。

埃安宣布独立运营，自主品牌布局逐渐明朗。广汽新能源基于纯电专属平台GEP2.0打造Aion系列产品，并在今年推出ADiGO3.0自动驾驶系统，ADAS功能不输新势力竞品。埃安品牌独立运营后，一方面有利于公司整合产业资源，加大渠道和品牌建设力度，另一方面和传祺分开披露业绩，有利于市场重估公司新能源业务价值。传祺方面，公司预计2021年推出轿车EMPOW55和GS8换代，2022年推出GS4姐妹款车型。作为GPMA架构下首款A+级轿车，EMPOW55采用大溜背设计，设计语言更年轻，GS8换代有望搭载丰田THS混动系统，推出HEV版本，进一步提振销量。

日系新品周期仍在中途，维持“买入”评级。疫情冲击之下低油耗、高保值率的日系品牌市占率持续提升。广丰全新A+级轿车凌尚、SUV锋兰达预计2021年上市，广本首款纯电轿车EA6于广州车展亮相，预计后续新品导入计划也将提速。我们调整2020/2021/2022年净利润至81.4/113.8/126.3亿元，主要反映自主品牌更乐观的新品展望，目标价调高至11.8港元，基于2021年9倍预期市盈率。

风险提示：疫情扩散进度超预期、新品销售不及预期、产品召回风险。

● 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	72,380	59,704	59,969	61,221	68,199
增长率	1.1%	-17.5%	0.4%	2.1%	11.4%
归母净利润 (百万元)	10,903	6,618	8,146	11,376	12,630
增长率	1.1%	-39.3%	22.5%	40.4%	11.0%
每股收益 (EPS)	1.07	0.65	0.79	1.11	1.23
市盈率 (P/E)	8.8	14.4	11.8	8.4	7.6
市净率 (P/B)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

02238

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

9.37

近一年股价走势



分析师



雷肖依 S0800519060004



021-38584242



leixiaoyi@research.xbmail.com.cn



王冠桥 S0800519100001



wangguanqiao@research.xbmail.com.cn

相关研究

广汽集团：日系稳健，自主加速电动智能转型——广汽集团 (2238.HK) 中报深度点评 2020-09-02

广汽集团：自主业绩低于预期，日系仍是增长引擎——广汽集团 (2238.HK) 2019 年年报业绩点评 2020-04-02

广汽集团：销量强于行业，自主企稳迹象明显——广汽集团 (2238.HK) 1 月销量点评 2020-02-16

索引

内容目录

广汽集团发布“十四五”规划，计划2025年挑战350万台销量目标	3
埃安宣布独立运营，自主品牌布局逐渐明朗	3
日系新品周期仍在中途，维持“买入”评级	5

图表目录

图1：“十四五”期间，广汽集团将全面实施1615战略	3
图2：广汽集团2025年销量目标隐含5年CAGR11.3%	3
图3：广汽新能源2025年销量目标隐含5年CAGR61%	3
图4：主流电动车续航和品牌定位	4
图5：主流电动车ADAS功能和品牌定位	4
图6：ADIGO系统配置不输新势力竞品	4
图7：EMPOW55设计语言更为年轻	4
图8：GS8换代有望搭载丰田THS II混动系统	4

广汽集团发布“十四五”规划，计划2025年挑战350万台销量目标

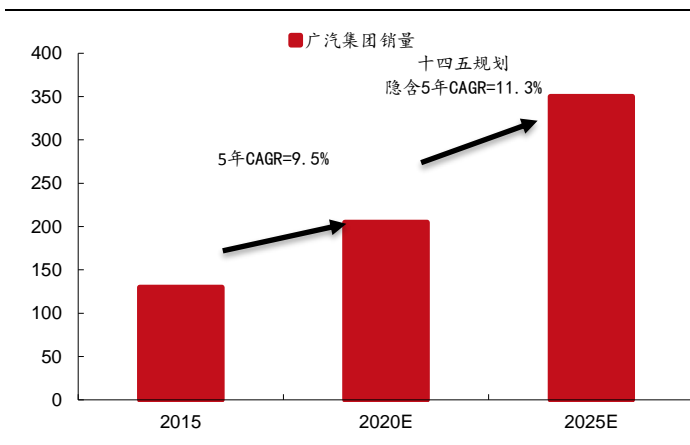
11月20日广汽集团在广州车展发布“十四五”发展规划纲要，具体内容包括：1) 2025年集团将挑战350万台年销量，隐含5年平均复合增速约11%，市占率达12%，其中新能源产品占比超过20%；2) 2025年集团目标实现总营收超6000亿元，利税总额超660亿元；3) 提升自主品牌研发能力，2023年实现L3应用，2024年量产L4，2025年实现特定场景下的L4商业运营；4) 新能源方面，公司2025年实现全面电气化，其中Aion聚焦电动车，传祺有望加深和合资公司合作，深耕混动。

图1：“十四五”期间，广汽集团将全面实施1615战略

1个目标	6大版块	1个重点	5大提升
<ul style="list-style-type: none"> 力争挑战产销量350万辆，其中新能源产品产销规模超20% 年复合增长率超10% 营业收入超6000亿 利税总额660亿 	<ul style="list-style-type: none"> 研发 整车 零部件 商贸 金融 出行 	<ul style="list-style-type: none"> 全面提升自主创新能力 实现集团高质量发展 	<ul style="list-style-type: none"> 智能化 电气化 共享化 国际化 数字化

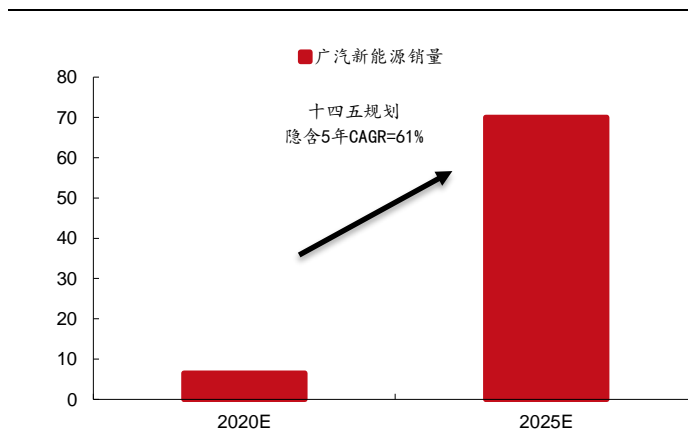
资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

图2：广汽集团2025年销量目标隐含5年CAGR11.3%



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图3：广汽新能源2025年销量目标隐含5年CAGR61%

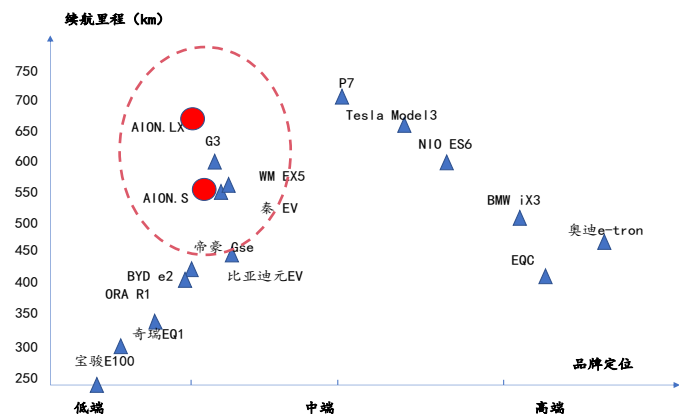


资料来源：公司公告、西部证券研发中心

埃安宣布独立运营，自主品牌布局逐渐明朗

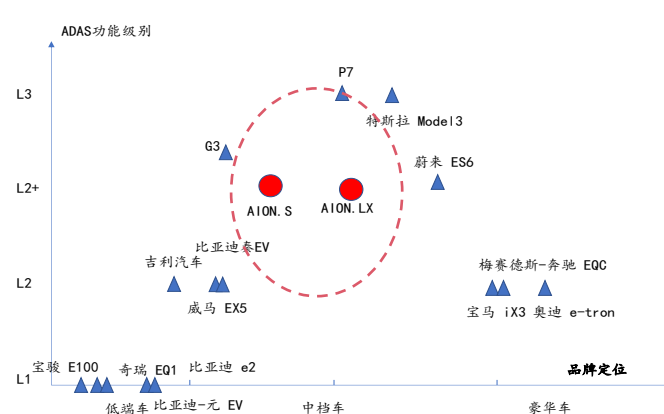
此次车展上埃安品牌宣布独立运营，并发布全新纯电A级SUV AionY。广汽新能源自成立以来，公司基于纯电专属平台GEP2.0打造Aion系列产品，并在今年推出ADiGO 3.0自动驾驶系统，ADAS功能不输新势力竞品。今年1-10月Aion系列销量达到4.4万台，同比增长144%。埃安品牌独立运营后，一方面更有利于公司整合产业资源，加大渠道和品牌建设力度，另一方面和传祺分开披露业绩，有利于市场重估公司新能源业务价值。

图 4：主流电动车续航和品牌定位



资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 5：主流电动车 ADAS 功能和品牌定位



资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 6：ADiGO 系统配置不输新势力竞品

	ADiGO3.0	Cadillac Super Cruise	特斯拉 Autopilot 3.0	蔚来 NIO Pilot	小鹏 XPilot 3.0
自动驾驶级别	L2+	L2+	L3	L2+	L3
芯片	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ3	FSD	Mobileye EyeQ4	NVIDIA Xavier
激光雷达	-	-	-	-	-
前视摄像头	1	1	3	3	4
环视摄像头	4	4	5	4	9
前向毫米波雷达	1	1	1	1	1
超声波雷达	12	12	12	12	12
高精度地图	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

传祺方面，公司预计 2021 年将推出轿车 EMPOW55 和 GS8 换代，2022 年推出 GS4 的姐妹款车型。作为 GPMA 架构下首款 A+级轿车，EMPOW55 采用大溜背设计，设计语言更年轻。而 GS8 换代有望搭载丰田 THS 混动系统，推出 HEV 版本，进一步提振销量。

图 7：EMPOW55 设计语言更为年轻



资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 8：GS8 换代有望搭载丰田 THS II 混动系统



资料来源：电动网、西部证券研发中心

日系新品周期仍在中途，维持“买入”评级

疫情冲击之下低油耗、高保值率的日系品牌市占率持续提升。广丰全新 A+级轿车凌尚、SUV 锋兰达预计 2021 年上市，广本首款纯电轿车 EA6 于广州车展亮相，预计后续新品导入计划也将提速。我们调整 2020/2021/2022 年净利润至 81.4/113.8/126.3 亿元，主要反映自主品牌更乐观的新品展望，目标价调高至 11.8 港元，基于 2021 年 9.0 倍预期市盈率。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	42,876	33,086	21,053	22,001	25,156	营业收入	72,380	59,704	59,969	61,221	68,199
应收款项	2,159	3,466	3,497	3,249	3,591	营业成本	58,241	55,148	55,458	53,739	58,425
存货净额	6,730	6,928	6,486	5,986	6,461	营业税金及附加	2,311	1,356	1,303	1,436	1,776
其他流动资产	14,447	13,385	13,397	13,237	13,458	销售费用	5,073	4,553	3,373	3,673	4,265
流动资产合计	66,211	56,865	44,433	44,472	48,667	管理费用	4,068	3,244	2,895	3,428	3,819
固定资产及在建工程	16,110	19,128	21,618	23,396	24,893	财务费用	-151	26	-197	-988	-988
长期股权投资	28,973	31,982	31,982	31,982	31,982	其他费用/(-收入)	168	-555	13	40	40
无形资产	8,556	11,667	12,843	14,266	15,288	营业利润	2,519	-4,042	-3,073	-1,096	-126
其他非流动资产	12,270	17,768	20,241	21,188	22,136	营业外净收支	9,348	10,336	11,141	12,480	13,058
非流动资产合计	65,909	80,545	86,684	90,832	94,300	利润总额	11,867	6,294	8,068	11,384	12,932
资产总计	132,120	137,410	131,117	135,304	142,967	所得税费用	921	-417	-103	8	302
短期借款	1,944	1,884	1,884	1,884	1,884	净利润	10,946	6,711	8,171	11,376	12,630
应付款项	11,438	12,143	11,368	10,492	11,325	少数股东损益	44	94	25	-	-
其他流动负债	27,117	27,558	17,433	17,433	17,433	归属于母公司净利润	10,903	6,618	8,146	11,376	12,630
流动负债合计	40,499	41,585	30,685	29,809	30,642	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	9,611	7,692	7,692	7,692	7,692	盈利能力					
其他长期负债	4,088	5,678	4,446	4,446	4,446	ROE	14.9%	8.4%	9.8%	12.9%	13.4%
长期负债合计	13,700	13,370	12,138	12,138	12,138	毛利率	19.5%	7.6%	7.5%	12.2%	14.3%
负债合计	54,199	54,955	42,823	41,947	42,780	营业利润率	3.5%	-6.8%	-5.1%	-1.8%	-0.2%
股本	10,232	10,238	10,238	10,238	10,238	销售净利率	15.1%	11.1%	13.5%	18.6%	18.5%
股东权益	76,550	80,134	85,807	90,870	97,700	成长能力					
负债和股东权益总计	132,120	137,410	131,117	135,304	142,967	营业收入增长率	1.1%	-17.5%	0.4%	2.1%	11.4%
						营业利润增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						归母净利润增长率	1.1%	-39.3%	22.5%	40.4%	11.0%
						偿债能力					
						资产负债率	41.0%	40.0%	32.7%	31.0%	29.9%
						流动比	1.63	1.37	1.45	1.49	1.59
						速动比	1.47	1.20	1.24	1.29	1.38
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	1.07	0.65	0.79	1.11	1.23
						BVPS	7.48	7.83	8.38	8.88	9.54
						估值					
						P/E	8.8	14.4	11.8	8.4	7.6
						P/B	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
						P/S	1.1	1.4	1.4	1.3	1.2

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

- 买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。