


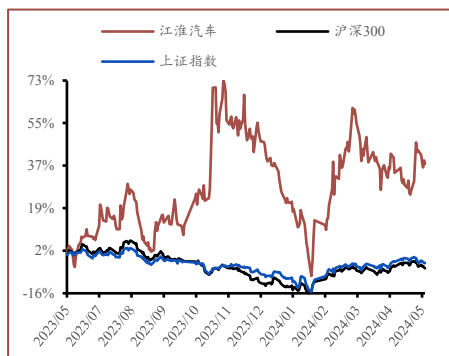
肥西超级工厂开启招聘，与华为合作持续深化

 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-05-31
收盘价(元)	16.11
流通股本(亿股)	21.84
每股净资产(元)	6.13
总股本(亿股)	21.84

最近12月市场表现



分析师 邢重阳

SAC 证书编号: S0160522110003
xingcy01@ctsec.com

分析师 李渤

SAC 证书编号: S0160521050001
libo@ctsec.com

相关报告

- 《发力高端智能纯电动乘用车，华为赋能未来可期》 2024-03-06
- 《1月销量同比大增，海外市场需求持续旺盛》 2024-02-20
- 《12月销量同比稳健增长，持续推进外部合作》 2024-01-15

核心观点

- ❖ **事件:** 根据中国证券报的内容, 5月30日江淮肥西“超级工厂”已经开启招聘, 该工厂负责生产江淮和华为的合作车型。
- ❖ **肥西工厂进展顺利, 与华为携手打造的豪华智能新能源汽车即将推出:** 肥西工厂建成后将具备20万辆/年中高端智能纯电动乘用车产能, 项目产品主要为中大型纯电 DE、X6 平台产品。DE 纯电平台为新能源专属平台, 主要满足国内经济型和改善型市场需求, 产品覆盖 B 级轿车、C 级轿车、A+级 SUV 和 B 级车型, 其中 B 级轿车、A+级 SUV 瞄准基盘用户, 首购为主; C 级轿车、B 级 SUV 瞄准升级用户, 主要为产品进阶。X6 纯电平台为豪华新能源平台, 通过华为智能技术赋能, 覆盖车型级别为中大型 MPV 车型, 该车车长 5200mm, 轴距 2300mm, 积极抢占国内高端市场。项目规划年产 20 万辆纯电动(含增程式)乘用车。其中, DE 纯电平台规划产能 16.5 万辆, 包括 B 级轿车 6 万辆、C 级轿车 3.6 万辆、A+型 SUV 4.8 万辆、B 级 SUV 2.1 万辆; X6 纯电平台规划 MPV 产能 3.5 万辆。
- ❖ **商用车巩固优势, 乘用车积极合作:** 公司顺应产业“电动化、智能化、网联化、生态化”的发展趋势, 做强做大商用车, 巩固提升核心业务优势, 开放合作发展乘用车, 赋能发展战略业务, 借势借力转型发展零部件业务, 创新发展汽车金融、汽车物流和增值业务, 打造具有江淮汽车特色的产业生态体系。继 2023 年 12 月公司与华为终端签署合作协议, 2024 年 4 月公司与华为数字能源签署合作协议, 双方将围绕新能源汽车的车、机、充三位一体, 重点在新能源汽车车型/平台技术开发与应用、智能电动部件应用与开发制造、新能源汽车充电网络建设与运营、新能源汽车国际化等领域展开全面深入的战略合作。

- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 4.38/6.51/8.67 亿元。对应 PE 分别为 80.37/54.07/40.56 倍, 维持“增持”评级。

- ❖ **风险提示:** 行业景气度低于预期、行业竞争加剧风险、宏观经济下行风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	36495	44940	49226	59896	72191
收入增长率(%)	-9.25	23.14	9.54	21.67	20.53
归母净利润(百万元)	-1582	152	438	651	867
净利润增长率(%)	-891.24	109.57	188.96	48.62	33.32
EPS(元/股)	-0.72	0.07	0.20	0.30	0.40
PE	—	230.71	80.37	54.07	40.56
ROE(%)	-11.60	1.14	3.21	4.59	5.83
PB	2.10	2.67	2.58	2.48	2.36

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 05 月 31 日收盘价计算)

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	36494.67	44940.36	49226.19	59895.55	72191.20	成长性					
减:营业成本	33420.48	39866.47	43744.91	53380.27	64394.20	营业收入增长率	-9.2%	23.1%	9.5%	21.7%	20.5%
营业税费	390.47	462.40	507.03	616.92	743.57	营业利润增长率	-948.5%	102.5%	1,531.1%	49.0%	33.5%
销售费用	1458.13	1831.61	1772.14	2395.82	2887.65	净利润增长率	-891.2%	109.6%	189.0%	48.6%	33.3%
管理费用	1595.29	1655.35	1673.69	2036.45	2454.50	EBITDA 增长率	-56.4%	197.6%	25.6%	4.1%	10.3%
研发费用	1536.97	1594.60	1747.53	2156.24	2598.88	EBIT 增长率	-558.2%	184.6%	81.9%	-0.7%	16.1%
财务费用	16.32	351.71	77.27	57.10	34.65	NOPLAT 增长率	-8,487.7%	5.5%	-199.7%	-0.7%	16.1%
资产减值损失	-627.00	-1068.69	-612.72	-568.40	-558.79	投资资本增长率	-6.3%	-11.3%	2.2%	3.3%	4.1%
加:公允价值变动收益	36.81	48.60	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-11.3%	3.0%	3.1%	4.2%	5.1%
投资和汇兑收益	75.34	-151.93	-98.45	119.79	144.38	利润率					
营业利润	-1391.05	34.78	567.29	845.54	1128.94	毛利率	8.4%	11.3%	11.1%	10.9%	10.8%
加:营业外净收支	1.37	11.47	5.00	5.00	5.00	营业利润率	-3.8%	0.1%	1.2%	1.4%	1.6%
利润总额	-1389.68	46.25	572.29	850.54	1133.94	净利率	-4.7%	-0.2%	1.0%	1.2%	1.3%
减:所得税	337.55	117.98	85.84	127.58	170.09	EBITDA/营业收入	2.5%	6.0%	6.8%	5.8%	5.3%
净利润	-1582.48	151.51	437.80	650.66	867.47	EBIT/营业收入	-2.5%	1.7%	2.8%	2.3%	2.2%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	12714.13	15346.30	17439.82	19882.95	23088.59	固定资产周转天数	117	67	61	50	42
交易性金融资产	20.01	1801.68	1801.68	1801.68	1801.68	流动营业资本周转天数	-128	-107	-108	-97	-91
应收账款	3078.45	2972.24	3292.78	3145.91	4023.21	流动资产周转天数	250	234	242	224	217
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	26	24	23	20	18
预付帐款	715.13	625.41	874.90	1067.61	1287.88	存货周转天数	32	37	40	36	36
存货	3388.32	4745.68	4725.41	5450.64	6928.20	总资产周转天数	461	376	355	314	285
其他流动资产	973.64	963.08	963.08	963.08	963.08	投资资本周转天数	247	178	167	142	122
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-11.6%	1.1%	3.2%	4.6%	5.8%
长期股权投资	5206.12	5417.36	5467.36	5517.36	5567.36	ROA	-3.4%	0.3%	0.9%	1.2%	1.4%
投资性房地产	61.46	54.38	34.38	14.38	14.38	ROIC	-4.5%	-5.4%	5.2%	5.0%	5.6%
固定资产	11767.60	8241.44	8252.98	8274.74	8283.01	费用率					
在建工程	856.99	598.51	428.81	313.05	220.44	销售费用率	4.0%	4.1%	3.6%	4.0%	4.0%
无形资产	2141.14	1663.37	1453.37	1273.37	1103.37	管理费用率	4.4%	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	23.29	19.44	19.44	19.44	19.44	财务费用率	0.0%	0.8%	0.2%	0.1%	0.0%
资产总额	47082.69	46763.85	50292.14	54060.82	60079.88	三费/营业收入	8.4%	8.5%	7.2%	7.5%	7.4%
短期债务	916.89	50.05	138.05	252.45	401.17	偿债能力					
应付帐款	8547.36	8701.38	10740.81	11500.97	12467.98	资产负债率	70.1%	69.0%	70.3%	71.2%	72.8%
应付票据	7354.37	9645.14	9797.05	10961.95	14080.24	负债权益比	234.7%	222.7%	236.5%	247.3%	267.2%
其他流动负债	449.21	461.28	461.28	461.28	461.28	流动比率	0.96	1.08	1.09	1.11	1.12
长期借款	5559.09	4325.00	4275.00	4275.00	4275.00	速动比率	0.68	0.79	0.81	0.81	0.81
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-2.47	2.62	10.56	10.43	11.93
负债总额	33015.48	32270.79	35348.35	38495.77	43719.90	分红指标					
少数股东权益	423.84	1259.20	1307.85	1380.14	1476.53	DPS(元)	0.00	0.02	0.06	0.09	0.12
股本	2184.01	2184.01	2184.01	2184.01	2184.01	分红比率	0.00	0.30	0.31	0.31	0.31
留存收益	4364.56	4516.07	4918.15	5467.11	6165.66	股息收益率	0.0%	0.1%	0.4%	0.6%	0.8%
股东权益	14067.21	14493.06	14943.79	15565.04	16359.98	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	-0.72	0.07	0.20	0.30	0.40
净利润	-1582.48	151.51	437.80	650.66	867.47	BVPS(元)	6.25	6.06	6.24	6.49	6.81
加:折旧和摊销	1797.81	1917.91	1980.48	2129.01	2268.10	PE(X)	—	230.7	80.4	54.1	40.6
资产减值准备	833.76	1094.21	637.72	593.40	583.79	PB(X)	2.1	2.7	2.6	2.5	2.4
公允价值变动损失	-36.81	-48.60	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	226.88	39.23	130.73	131.50	133.48	P/S	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
投资收益	-75.34	151.93	98.45	-119.79	-144.38	EV/EBITDA	29.7	10.2	7.5	6.6	5.2
少数股东损益	-144.75	-223.24	48.64	72.30	96.39	CAGR(%)					
营运资金的变动	290.15	914.27	990.63	1184.82	1780.06	PEG	—	2.1	0.4	1.1	1.2
经营活动产生现金流量	1530.75	3396.38	4294.85	4606.94	5543.79	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	996.22	1531.36	-1972.87	-1945.01	-2084.48	REP					
融资活动产生现金流量	-663.05	-3810.74	-228.45	-218.81	-253.67						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。