

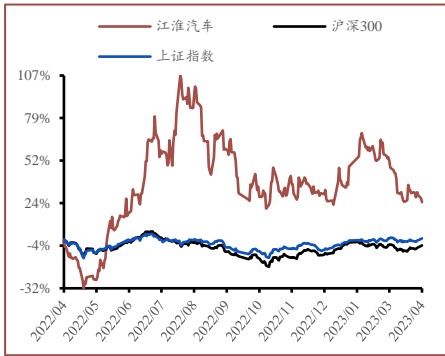
外部合作快速推进，内生业务稳健发展

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-04
收盘价(元)	13.07
流通股本(亿股)	18.93
每股净资产(元)	6.61
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

联系人 于朔
yushuo@ctsec.com

相关报告

1. 《销量下滑拖累业绩，新能源布局表现亮眼》 2018-03-21

核心观点

- ❖ **历史悠久业务广泛的综合型汽车集团：**公司始建于 1964 年，是一家集全系列商用车、乘用车及动力总成研产销和服务于一体，涵盖汽车出行、金融服务等众多领域的综合型汽车企业集团。目前具备整车业务、核心零部件、汽车出行、汽车服务四大核心板块。拥有“思皓”、“瑞风”、“JAC”、“安凯”等知名品牌。公司不断开拓对外合作方式，通过代工的方式和蔚来合作，通过合资的方式和大众合作，目前还在积极拓展新的合作伙伴，不断打开成长空间。
- ❖ **代工蔚来汽车，打下对外合作的良好口碑：**公司与蔚来汽车的合作始于 2016 年，随着蔚来汽车销量提升+车型不断出新，公司代工的蔚来汽车产量逐年提升。2022 年双方成立合资公司“江来汽车”继续深化代工合作，代工展期至 2024 年 5 月，产能提升至 24 万辆/年。公司通过代工蔚来汽车盘活自身产能利用率，同时为后续对外合作打下良好口碑。
- ❖ **或与华为合作，打开成长空间：**华为与车企通过华为智选、HI 以及 Tier1 三种方式进行合作。其中智选模式华为的参与度较高，车型销量表现相对更好。在智选模式下，华为深度参与产品定义和整车设计，产品进入华为渠道销售。根据 2 月 16 日中国建筑发布的中建六局联合体中标安徽肥西新能源汽车智能产业园 EPC 项目的具体内容，华为与江汽集团将在合肥共同开发新一代高端智能电动汽车。我们认为公司或与华为合作共同发展智能电动车，将打开全新成长空间。
- ❖ **深化和大众的合作，大众安徽有望贡献稳健投资收益：**公司与大众的合作始于 2016 年，最初成立了双方各占 50% 股份的江淮大众。后续随着我国汽车合资股比开放，大众在 2020 年增资将股比提升至 75%，并将合资公司更名为大众安徽。大众安徽目标通过 5 款纯电动产品在 2025 年实现最大年销 25 万辆，在 2029 年实现最大年销 40 万辆。我们认为随着大众安徽的产能持续爬坡，合资公司的利润有望快速提升，为公司带来稳步增长的投资收益。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-14.37/1.02/4.84 亿元，对应 PE 分别为-281.14/58.99 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新能源汽车市场需求不及预期；汽车市场竞争加剧风险，对外合作进展不及预期。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	42906	40311	38719	43193	47927
收入增长率 (%)	-9.41	-6.05	-3.95	11.55	10.96
归母净利润(百万元)	143	200	-1437	102	484
净利润增长率 (%)	34.52	40.24	-818.70	107.06	376.60
EPS (元/股)	0.08	0.10	-0.66	0.05	0.22
PE	152.88	174.00	—	281.14	58.99
ROE (%)	1.09	1.31	-10.46	0.73	3.38
PB	1.77	2.49	2.08	2.06	1.99

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	乘用车、商用车一体的综合性汽车集团.....	5
1.1	历史悠久的综合型汽车集团.....	5
1.2	股权结构稳定，江汽控股持有公司 28.18%的股权.....	5
1.3	产品布局广泛，覆盖乘用车、商用车和核心零部件.....	6
1.4	纯电乘用车销量持续提升，出口销量快速增长.....	8
1.5	疫情导致业绩有所承压.....	9
2	快速转型新能源，乘用车业务稳健发展.....	10
2.1	思皓品牌专注发展新能源乘用车产品.....	10
2.2	瑞风品牌主打 MPV 产品.....	11
3	政策红利助力公司轻卡业务成长.....	13
3.1	轻卡大吨小标治理趋严，违规车型淘汰催生新车需求.....	13
3.2	下游需求复苏叠加排放政策升级，轻卡行业进入上行通道.....	14
3.3	大力发展新能源商用车业务，新能源轻卡有望成为全新增长点.....	14
3.4	江淮轻卡份额稳居行业前五，有望受益于行业回暖.....	15
4	深化与大众的合作，拓展新能源市场.....	17
4.1	江淮和大众的合作始于 2016 年，双方合作逐步深化.....	17
4.2	大众 2030 NEW AUTO 战略梳理.....	17
4.3	大众安徽规划多款纯电动车型，2025 年目标产量 20-25 万辆.....	18
5	代工蔚来，绑定一线造车新势力.....	19
5.1	通过和蔚来汽车的合作，探索代工的道路上.....	19
5.2	蔚来将继续推出新品牌和新车型布局下沉市场，销量增长可期.....	19
6	或与华为合作，打开成长空间.....	22
6.1	华为与车企通过智选、HI 以及 Tier1 三种方式进行合作.....	22
6.2	安徽省政府推动项目进行，有望促成公司与华为的合作落地.....	22
6.3	华为与赛力斯的合作的问界 AITO 品牌实现了较好的销量表现.....	22
7	盈利预测与投资建议.....	24
7.1	公司收入测算.....	24
7.2	公司费用率测算.....	25
7.3	可比公司估值.....	26
8	风险提示.....	27

图表目录

图 1. 公司历史沿革.....	5
图 2. 江淮汽车股权架构图.....	6
图 3. 大众汽车参股历程梳理.....	6
图 4. 江淮汽车乘用车布局.....	7
图 5. 江淮汽车商用车布局.....	7
图 6. 江淮汽车核心零部件布局.....	8
图 7. 公司乘用车销量及 YOY.....	8
图 8. 公司商用车销量及 YOY.....	8
图 9. 公司纯电动乘用车销量及 YOY.....	9
图 10. 公司出口销量及 YOY.....	9
图 11. 公司总收入及 YOY.....	9
图 12. 公司归母净利润及 YOY.....	9
图 13. 公司毛利率、净利率.....	9
图 14. 公司费用率.....	9
图 15. 思皓品牌销量及 YOY.....	10
图 16. 思皓品牌的十四五产品规划.....	10
图 17. 瑞风品牌销量及 YOY.....	11
图 18. 新能源轻卡销量及 YOY.....	14
图 19. 新能源轻卡渗透率.....	14
图 20. 国内物流行业卡车的全生命周期成本.....	15
图 21. 轻卡行业竞争格局.....	15
图 22. 江淮和大众的合作历程.....	17
图 23. 江淮汽车和蔚来汽车的代工关系逐渐深化.....	19
图 24. 蔚来汽车向江淮支付的费用.....	19
图 25. 蔚来汽车的销量及 YOY.....	20
图 26. 蔚来汽车出海进程.....	21
图 27. 问界 AITO 品牌汽车销量.....	23
表 1. 思皓品牌销量预测.....	11
表 2. 瑞风销量预测.....	12

表 3. 国六与国五排放物限值差异.....	13
表 4. 《新规》对车辆主要技术参数要求.....	13
表 5. 轻卡行业销量展望.....	14
表 6. 江淮轻卡销量测算.....	16
表 7. 大众集团 NEWAUTO 战略梳理.....	17
表 8. 大众安徽合资公司的规划.....	18
表 9. 蔚来汽车的产品结构.....	20
表 10. 蔚来汽车销量预测.....	21
表 11. 华为与车企合作模式.....	22
表 12. 问界 AITO 品牌各车型产品参数.....	22
表 13. 公司收入测算.....	25
表 14. 公司费用率测算.....	26
表 15. 可比公司估值.....	26

1 乘用车、商用车一体的综合性汽车集团

1.1 历史悠久的综合型汽车集团

安徽江淮汽车集团有限公司成立于 1997 年，前身为成立于 1964 年的合肥江淮汽车制造厂，公司于 2001 年在上海证券交易所上市，目前主要产品包括卡车、乘用车、多功能商用车、核心汽车零部件等。公司致力于打造集商、乘用车及动力总成研产销和服务于一体，涵盖出行、金融等多领域的综合型汽车集团。

公司与众多知名客户开展外部合作：2010 年公司与美国纳威司达签署《发动机合资项目》协议；2016 年公司与蔚来汽车签署战略合作框架协议；2017 年公司与大众共同成立江淮大众，公司携手百度推出自动驾驶汽车；2018 年公司成立安徽康明斯动力；2019 年公司与大众、一汽、星星充电成立开迈斯新能源科技，同年公司与华为签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议；2021 年公司与蔚来汽车签约成立江来先进制造技术有限公司，同年公司与地平线签署战略合作协议，同年公司与科大讯飞签署战略合作框架协议。

图1.公司历史沿革

关键公司发展时间线

1964	1997	2001	2008	2012	2015	2016	2019	2020
合肥江淮汽车制造厂成立	安徽江淮汽车集团有限公司成立	上海证券交易所上市	首款轿车宾悦下线，全面进军乘用车	瑞风+和悦乘用车双品牌运营战略发布	披露新能源汽车业务发展战略	瑞风A60上市，开启品牌向上；发布全新Logo	和行约车上线，进军网约车行业	获颁安徽首批无人驾驶测试牌照

关键外部合作时间线

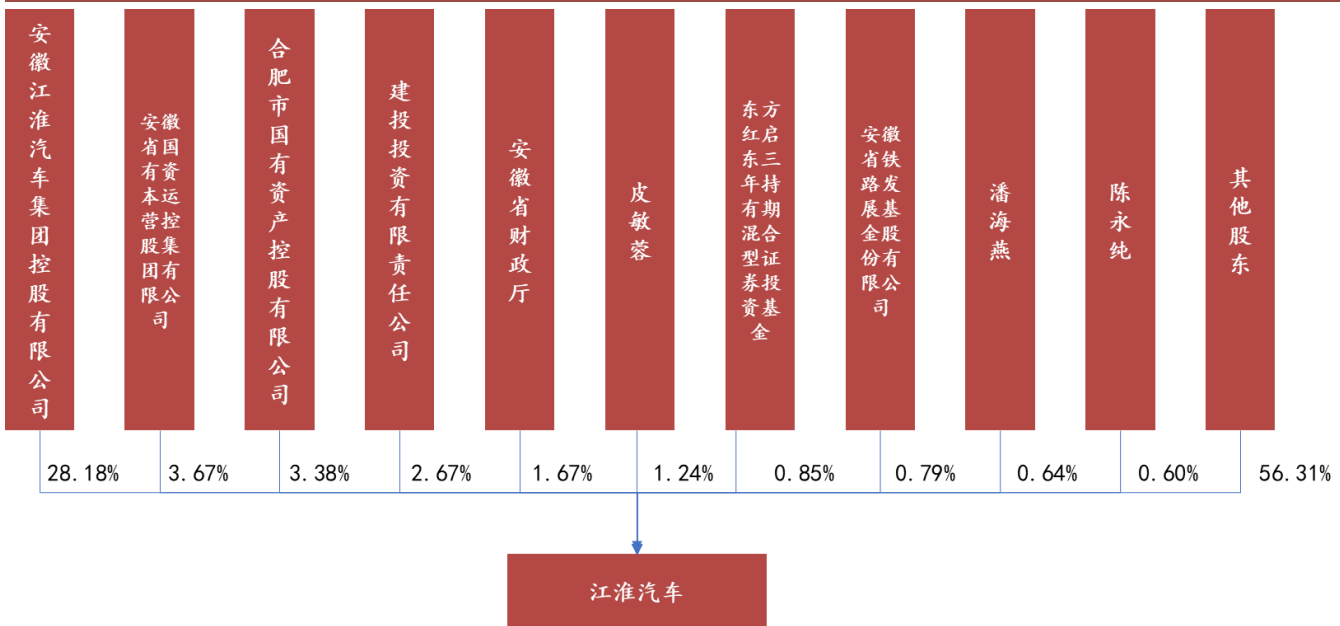
2010	2016	2017	2018	2019	2019	2021	2021	2021
与美国纳威司达签署《发动机合资项目》协议	江淮汽车与蔚来汽车签署战略合作框架协议	江淮大众正式成立；携百度推出自动驾驶汽车	康明斯购买纳威司达江淮合资公司股权，安徽康明斯动力成立	与大众、一汽、星星充电成立开迈斯新能源科技，构建充电生态	与华为签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议	与蔚来汽车签约成立江来先进制造技术有限公司	与地平线签署战略合作协议	与科大讯飞签署战略合作框架协议

数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.2 股权结构稳定，江汽控股持有公司 28.18%的股权

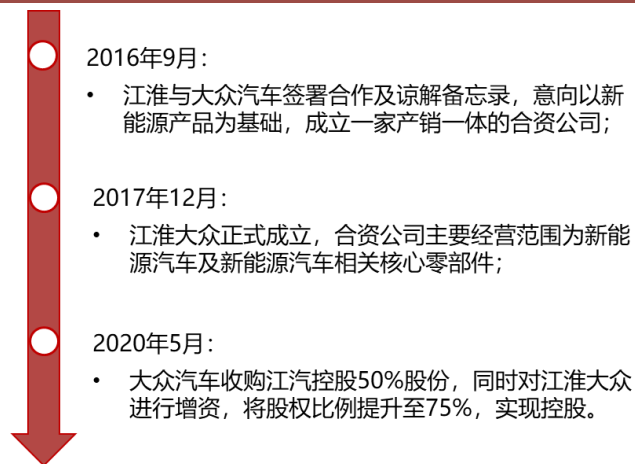
公司股权结构稳定，江汽控股持有公司 28.18%的股权，安徽省国资委和大众汽车中国分别持有江汽控股各 50%的股权。

图2.江淮汽车股权架构图



数据来源：公司公告，截止 2022 年三季度，财通证券研究所

图3.大众汽车参股历程梳理



数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.3 产品布局广泛，覆盖乘用车、商用车和核心零部件

在乘用车方面，公司布局广泛，包括轿车、SUV、商务车等车型；公司也抓住新能源浪潮，思皓品牌已推出多款新能源车型，价格区间主要覆盖 7-20 万元的主流市场区间。

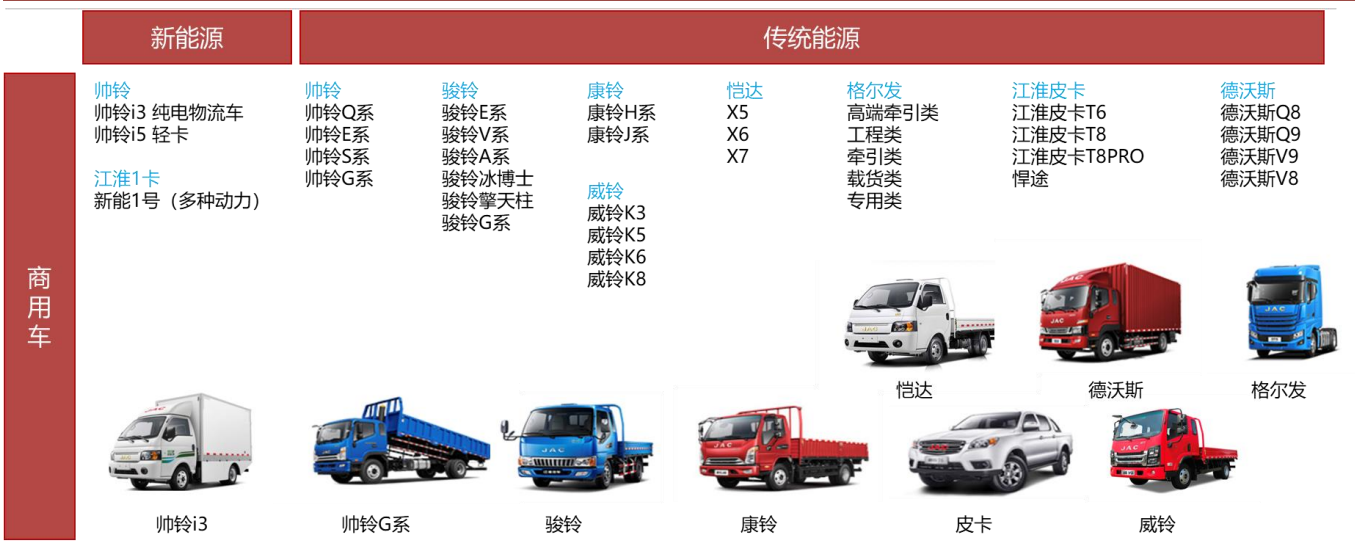
图4.江淮汽车乘用车布局



数据来源：公司官网、财通证券研究所

在商用车方面，公司商用车类别全面，涵盖牵引、工程、载货、物流、专用、皮卡等，产品型谱完善；同时积极布局新能源车型，产品涵盖多种动力组合形式，适用于不同场景需求。

图5.江淮汽车商用车布局



数据来源：公司官网、财通证券研究所

在核心零部件方面，公司掌握了汽、柴油发动机关键核心技术，建立并完善了五大汽、柴油发动机平台；并推出多款底盘产品，适用于不同使用场景并适配多种车身形式，满足灵活改装需求。

图6.江淮汽车核心零部件布局

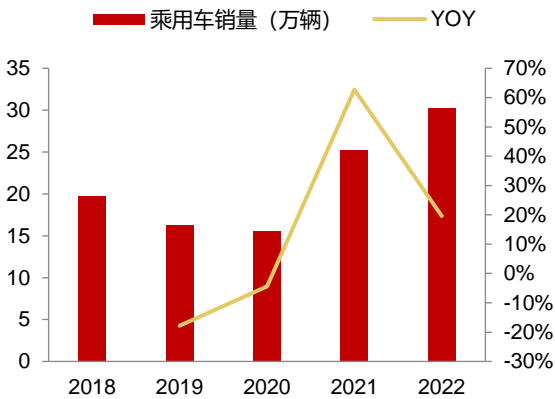


数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.4 纯电乘用车销量持续提升，出口销量快速增长

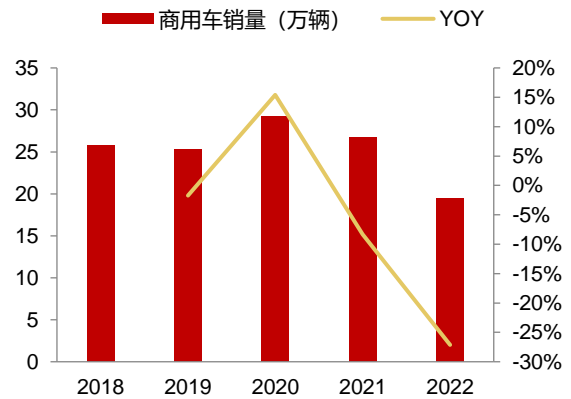
2022年公司乘用车销量30.2万辆，同比+19.6%。商用车销量19.5万辆，同比下滑27.1%。纯电动乘用车销量19.3万辆，同比+44.0%。出口销量11.5万辆，同比增长55.9%。

图7.公司乘用车销量及 YOY



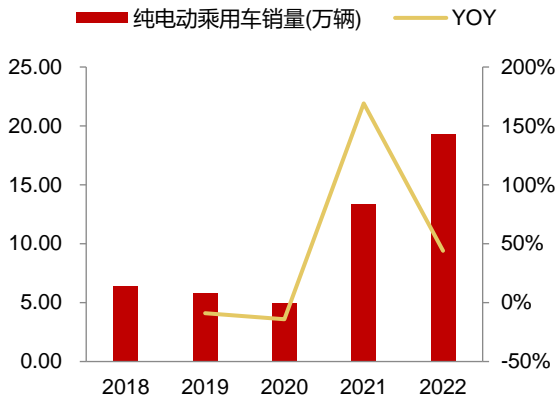
数据来源：中汽协、财通证券研究所

图8.公司商用车销量及 YOY



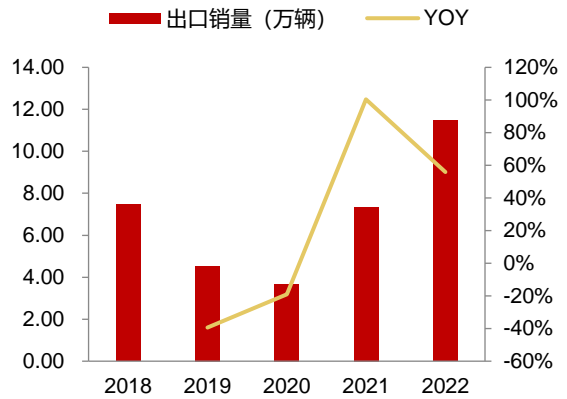
数据来源：中汽协、财通证券研究所

图9.公司纯电动乘用车销量及 YOY



数据来源：中汽协、财通证券研究所

图10.公司出口销量及 YOY

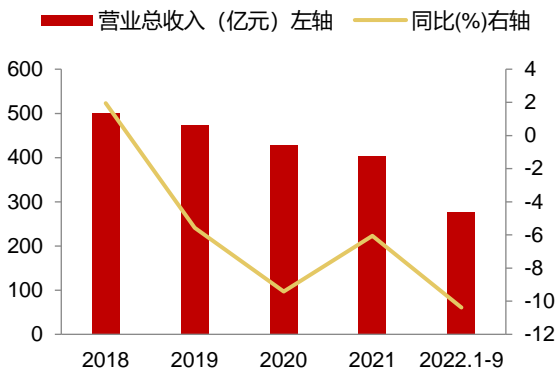


数据来源：中汽协、财通证券研究所

1.5 疫情导致业绩有所承压

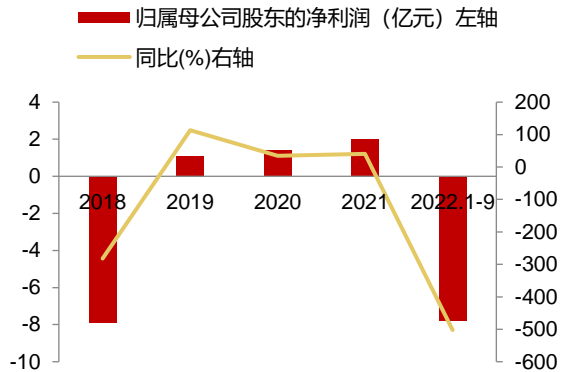
受到国内疫情反复、芯片短缺的影响，公司近年来营业收入有所下滑，2022年1-9月归母净利润出现亏损，盈利能力承压。疫情以来，公司毛利率和净利率均有所下滑，各项费用率较为平稳。

图11.公司总收入及 YOY



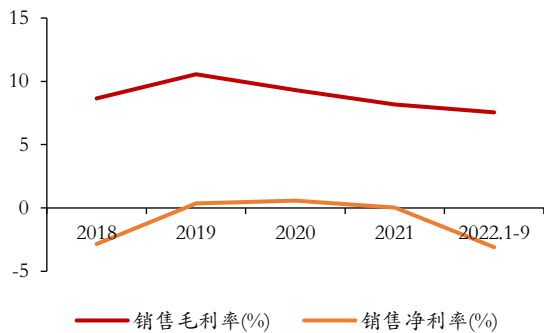
数据来源：公司公告、财通证券研究所

图12.公司归母净利润及 YOY



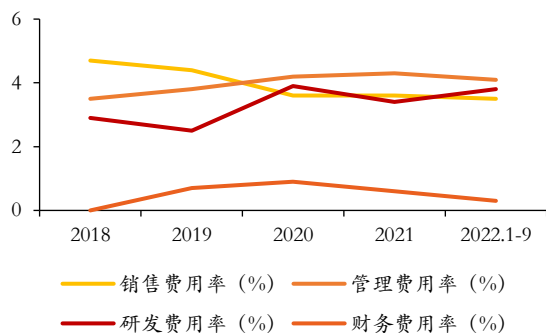
数据来源：公司公告、财通证券研究所

图13.公司毛利率、净利率



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图14.公司费用率



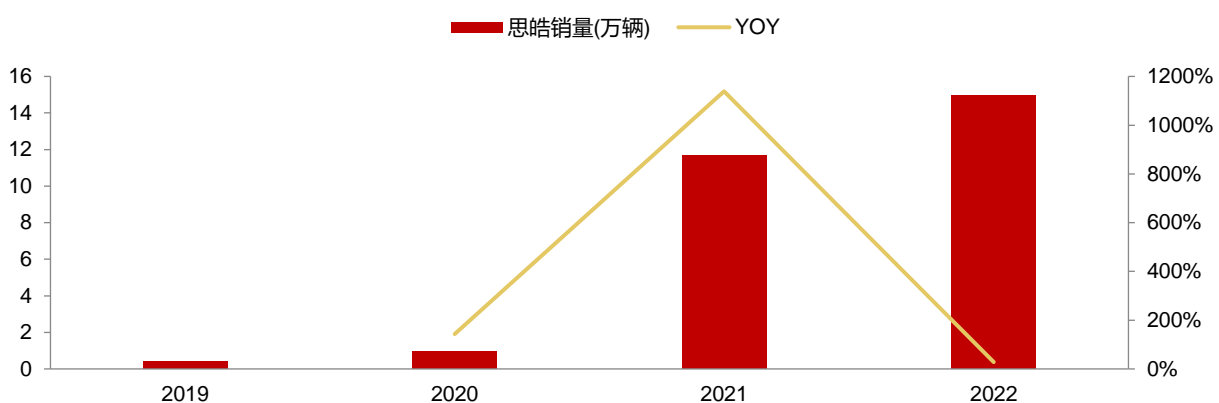
数据来源：公司公告、财通证券研究所

2 快速转型新能源，乘用车业务稳健发展

2.1 思皓品牌专注发展新能源乘用车产品

2018年4月24日，江淮大众发布全新品牌——SOL（思皓）。该品牌定位于乘用车，含有轿车、SUV、休旅车三大产品类别，覆盖传统燃油车以及新能源车市场。思皓品牌下已推出多款新能源车型，轿车类别包括思皓爱跑，思皓爱跑S，思皓E10X花仙子和思皓E50A，SUV有思皓E40X。价格区间主要覆盖7-20万元主流区间。

图15.思皓品牌销量及YOY



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图16.思皓品牌的十四五产品规划



数据来源：汽车之家，财通证券研究所

对于思皓品牌的销量测算，我们认为燃油车业务的销量将随着新能源汽车渗透率不断提升而下滑，新能源汽车业务的销量将随着更多新车型投放而逐步提升。预计 2023-2025 年，思皓品牌燃油车实现销量 8.3 万辆，7.5 万辆，6.7 万辆。同比下滑-10%，-10%，-10%。思皓品牌新能源汽车实现销量 7.1 万辆，8.6 万辆，10.3 万辆。同比分别增长 25.0%，20.0%，20.0%。

表1.思皓品牌销量预测

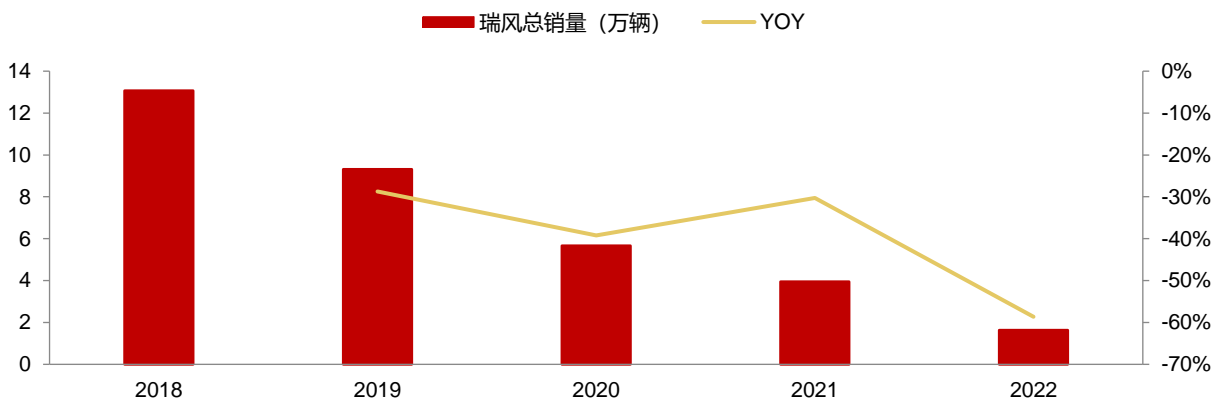
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
思皓燃油车销量 (万辆)	-	0.9	7.6	9.2	8.3	7.5	6.7
YOY	-	-	717.1%	22.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
思皓新能源车销量 (万辆)	0.4	0.0	4.0	5.7	7.1	8.6	10.3
YOY	-	-97.7%	44119.8%	42.1%	25.0%	20.0%	20.0%
思皓总销量 (万辆)	0.4	0.9	11.6	14.9	15.4	16.0	17.0
YOY	-	141.0%	1140.0%	29.0%	3.4%	3.9%	6.0%

数据来源：中汽协，财通证券研究所

2.2 瑞风品牌主打 MPV 产品

作为江淮集团旗下的汽车品牌，瑞风汽车诞生于 2002 年，距今已有 20 年历史，秉承“空间成就自由”的品牌理念，聚焦公商务领域，主推面向对公业务和城市个性化市场的 MPV、中型和公商务轿车等系列化产品。

2020 年 11 月 20 日，“瑞风”正式成为江汽集团旗下独立汽车品牌，重新聚焦商务车。随着品牌的焕新升级，瑞风汽车在现有产品矩阵的基础之上重新划分了产品体系，主要分为主打公商务市场的 L 系，以及专注于商用及兼用型市场的 M 系，前者以瑞风 L6 MAX 为代表，后者以瑞风 M3/M3 PLUS、M4 等车型为代表。此外，在新能源方面也推出了首款纯电 MPV 车型瑞风 E3。

图17.瑞风品牌销量及 YOY


数据来源：中汽协，财通证券研究所

对于瑞风品牌的销量测算，我们认为燃油车业务的销量将随着新能源汽车渗透率不断提升而下滑，新能源汽车业务的销量将随着更多新车型投放而逐步提升。预计 2023-2025 年，瑞风品牌燃油车实现销量 1.4 万辆，1.2 万辆，1.1 万辆。同比下滑-15%，-10%，-10%。瑞风品牌新能源汽车实现销量 0.12 万辆，0.15 万辆，0.19 万辆。同比分别增长 215.0%，25.0%，25.0%。

表2.瑞风销量预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
瑞风燃油车销量（万辆）	9.3	5.7	3.9	1.6	1.4	1.2	1.1
YOY	0.0%	-39.2%	-30.3%	-58.6%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
瑞风新能源车销量（万辆）	-	-	-	0.04	0.12	0.15	0.19
YOY	-	-	-	-	215.0%	25.0%	25.0%
瑞风总销量（万辆）	9.3	5.7	3.9	1.7	1.5	1.4	1.3
YOY	-	-39.2%	-30.3%	-57.7%	-9.8%	-7.2%	-6.2%

数据来源：中汽协，财通证券研究所

3 政策红利助力公司轻卡业务成长

3.1 轻卡大吨小标治理趋严，违规车型淘汰催生新车需求

2016 年底，《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》出台，标志着我国汽车排放标准由国五向国六过渡。相比国五，国六的排放标准更为严格。

表3.国六与国五排放物限值差异

排放物 (mg/km)	国五 (汽油车)	国六 a	国六 b
一氧化碳 CO	1000	700	500
碳氢化合物 THC	100	100	50
非甲烷总烃 NMHC	68	68	35
氮氧化物 NOx	60	60	35
PM 颗粒	4.5	4.5	3

数据来源：太平洋汽车网，财通证券研究所

我国道路运输车辆超载即“大吨小标”现象较为普遍，超载对车辆安全的威胁较高，同时也会损坏公路桥梁等基础设施。因此从 2019 年开始，政府不断出台政策规范和治理“大吨小标”现象。2022 年初，工业和信息化部、公安部联合发布《关于进一步加强轻型货车小微型载客汽车生产和登记管理的通知》，以加强轻型货车、小微型载客汽车的生产 and 登记管理。新规对车辆的主要技术参数进行了明确的要求，进一步规范了轻卡市场。

表4.《新规》对车辆主要技术参数要求

主要技术参数	要求
轮胎	负荷不大于总质量的 1.4 倍
发动机	柴油发动机排量不大于 2.5 升（冷藏车不大于 3.0 升）
货厢	内部宽度不大于 2100 毫米（自卸式货车不大于 1800 毫米）
轻型货车（不含新能源汽车）载质量利用系数	限制了今后蓝牌轻卡的额定载重量与空车质量（自重）之比
自卸式货车后轮	应采用单胎结构，车辆总长度应小于等于 5000 毫米。
其他轻型货车使用的汽车底盘	除自卸式货车外，普通栏板式、厢式、仓栅式、平板式货车不得使用自卸式汽车底盘。

数据来源：工业和信息化部，公安部《关于进一步加强轻型货车小微型载客汽车生产和登记管理的通知》，财通证券研究所

3.2 下游需求复苏叠加排放政策升级，轻卡行业进入上行通道

轻卡行业的下游需求主要为城区物流运输，我们认为随着疫情影响逐步缓解，物流需求有望逐步回归正轨，带动轻卡行业走出底部区间。展望 2025，我们认为轻卡销量的驱动因素为：

- 1) 2023 年国内经济有望温和复苏，带动物流需求逐步复苏，轻卡销量有望实现温和增长。
- 2) 2024 和 2025 年，排放政策有望升级，现有国四轻卡加速淘汰导致运力不足，有望带动行业销量重回前期 200 万辆以上的高点。

我们预计 2023-2025 年轻卡实现销量 172.8 万辆、200.5 万辆、210.5 万辆，同比分别增长 6.86%，增长 16.03%，增长 5.00%。

表5.轻卡行业销量展望

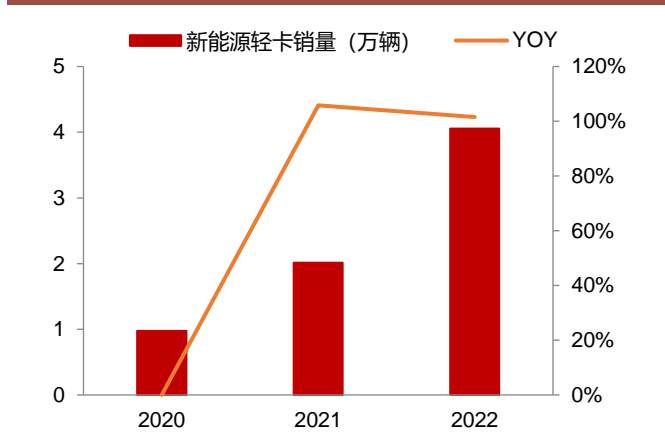
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
轻卡（万辆）	188.4	219.7	209.8	161.7	172.8	200.5	210.5
YOY	-	16.60%	-4.50%	-22.93%	6.86%	16.03%	5.00%

数据来源：中汽协，财通证券研究所

3.3 大力发展新能源商用车业务，新能源轻卡有望成为全新增长点

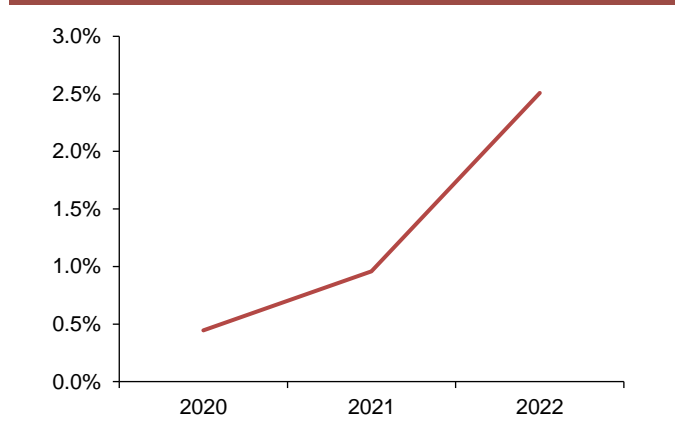
轻卡目前面临着诸多困难与挑战，国六排放标准的实施导致轻卡运营成本提高。面对车辆涨价、蓝牌趋严两大挑战，新能源轻卡成为了用户一种新的选择，有望成为未来轻卡的发展趋势。

图18.新能源轻卡销量及 YOY



数据来源：中汽协，第一商用车网，财通证券研究所

图19.新能源轻卡渗透率



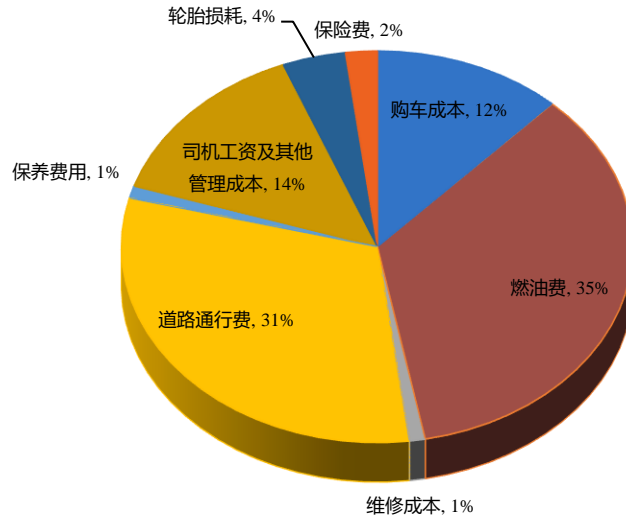
数据来源：中汽协，第一商用车网，财通证券研究所

相对于传统燃料轻卡，新能源轻卡在全生命周期成本和路权两个方面具备优势：

- 1) 从卡车全生命周期成本（TCO）构成来看，车辆购置成本约占到卡车全生命周期成本的 12%，而燃料成本约占 35%，新能源轻卡由于燃料成本较低，因此

TCO 性价比较高。2) 在路权方面, 新能源轻卡相对燃油轻卡更少被限行, 因此综合考虑全生命周期成本和路权, 新能源轻卡有望成为轻卡行业未来的发展趋势。

图20.国内物流行业卡车的全生命周期成本

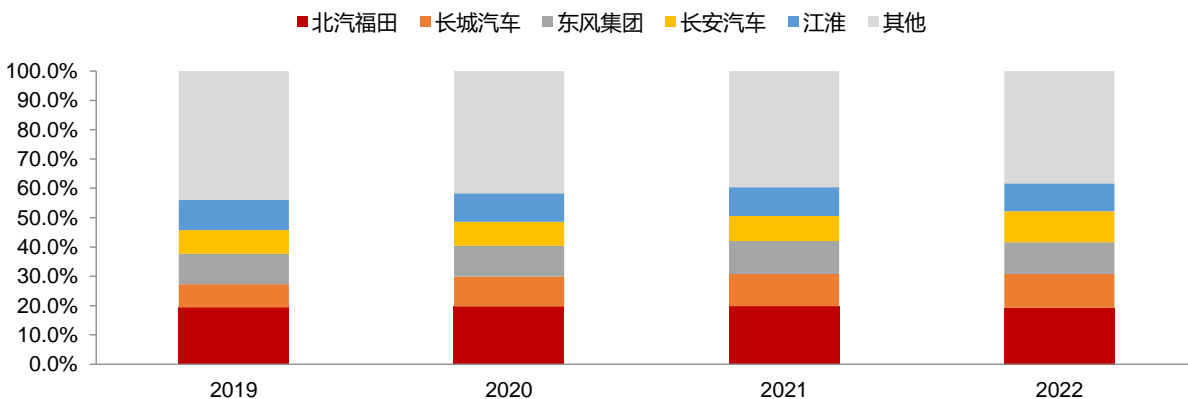


数据来源: 懂车帝官网, 财通证券研究所

3.4 江淮轻卡份额稳居行业前五, 有望受益于行业回暖

轻卡市场格局稳定, 江淮汽车作为轻卡行业的重要竞争者, 目前的市场份额排全行业前五。随着疫情影响逐步减弱, 轻卡销量有望逐步复苏, 公司作为轻卡行业的重要参与者有望受益于轻卡行业回暖。

图21.轻卡行业竞争格局



数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

我们认为 2023-2025 年, 燃油轻卡行业销量有望在下游需求复苏叠加排放升级淘汰国四轻卡的双重作用下不断回暖。公司作为轻卡行业的重要竞争者销量增速有望保持跟行业增速一致。我们预计 2023-2025 年公司燃油轻卡分别实现 16.5 万

辆，19.8万辆，21.4万辆。同比分别增长8.0%，20.0%，8.0%。公司新能源轻卡当前销量规模较小，随着新能源轻卡行业的快速发展，公司新能源轻卡产品销量有望快速提升。2022年公司新能源轻卡的份额为2.5%，我们认为公司新能源轻卡的销量的份额在2023-2025年有望分别提升至5%，7%，10%，做到跟公司燃油轻卡的份额相当。对应新能源轻卡的销量分别为0.4万辆，1.4万辆，4.2万辆。同比分别增长376.7%，224.9%，200.0%。

表6.江淮轻卡销量测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
江淮燃油轻卡销量（万辆）	19.3	21.3	20.8	15.3	16.5	19.8	21.4
YOY	-	10.6%	-2.3%	-26.6%	8.0%	20.0%	8.0%
江淮新能源轻卡销量（万辆）	-	-	-	0.1	0.4	1.4	4.2
YOY	-	-	-	-	376.7%	224.9%	200.0%
江淮轻卡总销量（万辆）	19.3	21.3	20.8	15.4	16.9	21.2	25.6
YOY	-	10.6%	-2.3%	-26.2%	10.2%	25.2%	20.7%

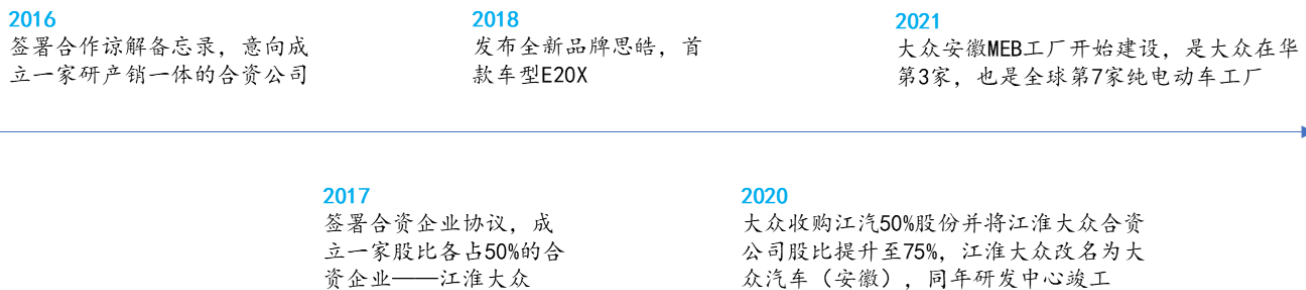
数据来源：中汽协，财通证券研究所

4 深化与大众的合作，拓展新能源市场

4.1 江淮和大众的合作始于 2016 年，双方合作逐步深化

大众汽车（安徽）有限公司由江淮与大众合资成立。2016 年，江淮与大众签署合作谅解备忘录，意向成立一家研产销一体的合资公司；2017 年，江淮与大众签署合资企业协议，成立一家股比各占 50% 的合资企业——江淮大众；2018 年，江淮大众发布全新品牌思皓，首款车型 E20X；2020 年，大众收购江汽 50% 股份并将江淮大众合资公司股比提升至 75%，江淮大众改名为大众汽车（安徽），同年研发中心竣工；2021 年，大众安徽 MEB 工厂开始建设，是大众在华第 3 家，也是全球第 7 家纯电动车工厂。

图22.江淮和大众的合作历程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 大众 2030 NEW AUTO 战略梳理

2021 年 7 月 13 日，大众汽车集团发布“2030 NEW AUTO”战略，加速转型成为软件驱动型移动出行服务提供商。战略将加深核心技术平台化，整合技术优势，创造协同效应。造车平台方面，整合造车平台，实现机电一体化；电池及充电平台方面，扩大充电基础设施建设，搭建可控电池供应链；软件平台方面，全球软件平台无缝连接，实现智能自动驾驶。在此基础上，公司将研发更多电动汽车新车型，提升电动汽车全球销量及占比。

表7.大众集团 NEW AUTO 战略梳理

版块	年度	目标
造车平台	2023	PPE 高端电动平台的量产
	2026	推出 SSP 平台，生命周期规划 4000 万辆
新车型	2029	75 款纯电动车型和 60 款混合动力车型
电池供应	2021	计划建设 6 座 40GWh 的电池工厂
软件服务	2030	软件自研比率达 60%，聚焦 AI 和大数据等
	2025	全球纯电动汽车销量占比达到 20%
销量预测	2029	累计销售 2600 万辆电动汽车
	2030	全球纯电动汽车销量占比达到 50%

数据来源：大众集团官网，财通证券研究所

4.3 大众安徽规划多款纯电动车型，2025 年目标产量 20-25 万辆

大众汽车（安徽）是大众在华第一家专注于新能源汽车的合资企业，公司定位为大众在华电动化中心，是大众下一代 SSP 平台重要的本土化生产基地。大众安徽在产品、技术、制造上全面布局。产品方面，大众承诺授予纯电动产品；技术方面，建立本土化研发中心，深度整合产业链和价值链；产量目标方面，2025 年达到 20-25 万辆，2029 年达到 35-40 万辆。大众安徽规划生产品牌 4-5 款纯电动汽车。我们认为随着大众汽车（安徽）车型的量产，有望为公司带来稳步增长的投资收益。

表8.大众安徽合资公司的规划

车型数量	4-5 个大众集团品牌产品
产品平台	纯电动平台，级别为 B 级和 C 级
量产时间	2025-2030 年某个时间点开始全负荷运转
产量目标	2025 年 20-25 万辆，2029 年 35-40 万辆
产能规划	年产量 35 万辆，生产节拍 60 辆/小时
收入规模	2025 年 300 亿元，2029 年 500 亿元

数据来源：公司公告，财通证券研究所

5 代工蔚来，绑定一线造车新势力

5.1 通过和蔚来汽车的合作，探索代工的道路

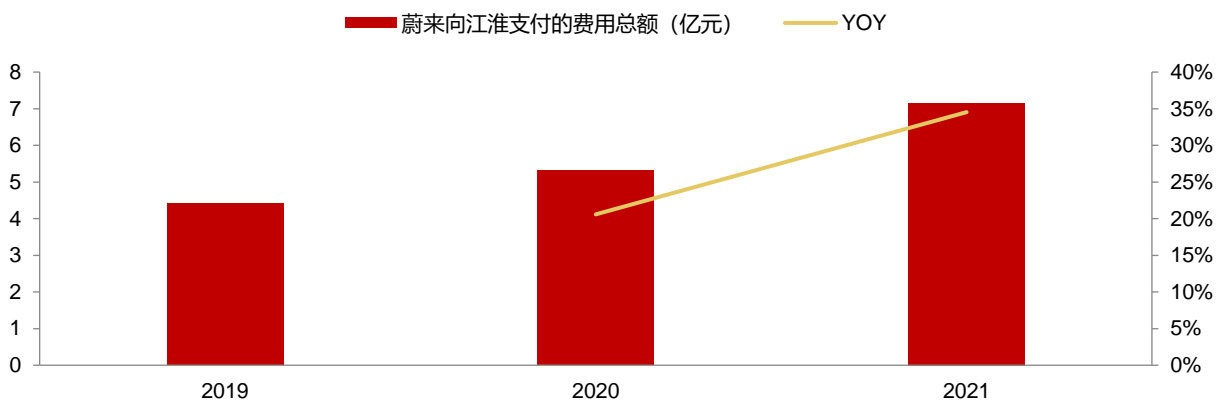
公司从 2016 年开始与蔚来汽车合作代工，建立了稳定的合作伙伴关系，合作车型数量不断增多，代工产能持续爬升。经过初期探索阶段，江淮和蔚来的合作逐步顺畅，产能利用率和效率持续提升。目前双方成立合资公司“江来汽车”深化二者代工合作，目前代工展期至 2024 年 5 月，产能提升至 24 万辆/年。

图23.江淮汽车和蔚来汽车的代工关系逐渐深化



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图24.蔚来汽车向江淮支付的费用

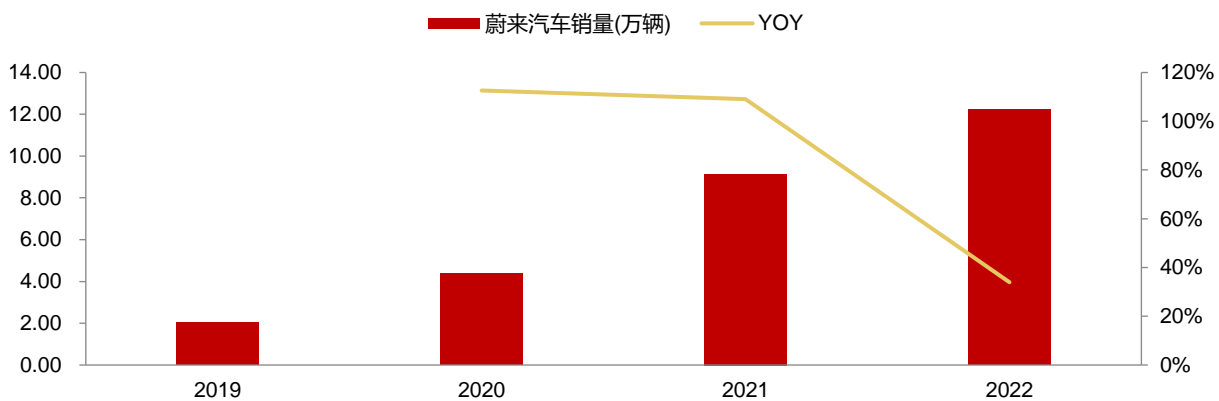


数据来源：蔚来汽车公告，财通证券研究所

5.2 蔚来将继续推出新品牌和新车型布局下沉市场，销量增长可期

蔚来汽车计划在 2024 年起推出第二、第三品牌布局下沉市场，带动销量提升。随着蔚来汽车销量持续增长。公司将持续受益于代工蔚来业务，打开利润增长空间。

图25.蔚来汽车的销量及YOY



数据来源: Wind, 财通证券研究所

目前蔚来汽车 6 款在售车型的产品价格在 32.8 万到 65.6 万元之间, 覆盖了高端轿车和 SUV 市场。

表9.蔚来汽车的产品结构

类别	车型	指导价 (万元)
SUV	ES8	49.6-65.6
	ES7	46.8-54.8
	ES6	38.6-55.4
	EC6	39.6-55.4
轿车	ET7	45.8-53.6
	ET5	32.8-38.6

数据来源: 汽车之家, 财通证券研究所

蔚来汽车还将通过推出低端品牌, 推出走量车型持续扩大销量规模。同时进军海外市场, 打开全新销量增长点。蔚来汽车有望在 2024 年开始交付旗下第二品牌阿尔卑斯的车型, 该品牌的价格区间将在 20-30 万。蔚来第三品牌有望是一个小车品牌, 预计在 2024 年 Q3 在欧洲市场进行首发。

在出海方面, 蔚来汽车从 2021 年开始进军海外市场, 2021 年 9 月 30 日蔚来 ES8 在挪威上市并交付, 2021 年 9 月蔚来在挪威开设了欧洲第一家蔚来中心。2022 年 8 月蔚来 ET7 在欧洲四国通过订阅的方式为欧洲用户提供车辆服务。海外市场有望成为蔚来汽车全新的销量增长点。

图26.蔚来汽车出海进程

2021

发布挪威战略，正式进军海外市场

2025

计划为超过25个国家和地区的用户提供服务

2022

发布全球化策略，产品与全体系服务将在德国等欧洲四国落地
 10月在柏林举行欧洲发布会，以车辆订阅模式进入欧洲市场

数据来源：亿欧汽车官网，财通证券研究所

表10.蔚来汽车销量预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
蔚来汽车总销量(万辆)	2.0	4.4	9.3	13.6	20.0	24.0	30.0
YOY	-	120.9%	108.8%	46.1%	47.3%	20.0%	25.0%
蔚来 ES6 销量 (万辆)	1.2	2.8	4.2	4.5	4.5	5.0	5.0
蔚来 ES7 销量 (万辆)	-	-	-	1.6	2.0	2.0	2.0
蔚来 ES8 销量 (万辆)	0.8	1.1	2.1	1.6	1.5	2.0	2.0
蔚来 EC6 销量 (万辆)	-	0.5	3.0	1.8	2.0	2.0	2.0
蔚来 EC7 销量 (万辆)	-	-	-	-	2.0	2.0	2.0
蔚来 ET5 销量 (万辆)	-	-	-	1.4	6.0	6.0	6.0
蔚来 ET7 销量 (万辆)	-	-	-	2.6	2.0	2.0	2.0
子品牌阿尔卑斯销量 (万辆)	-	-	-	-	-	2.0	6.0
子品牌萤火虫销量 (万辆)	-	-	-	-	-	1.0	3.0

数据来源：中汽协，财通证券研究所

我们根据：1) 公司车型历史销量表现；2) 公司产能规划情况对蔚来汽车的销量进行预测。预计蔚来汽车在 2023/2024/2025 年有望实现 20.0 万辆、24.0 万辆和 30.0 万辆的销量。其中蔚来品牌车型 2025 年有望实现 21.0 万辆的销量。考虑子品牌阿尔卑斯和萤火虫的新车预计推出时间较晚，尚处在爬坡期，预计 2025 年阿尔卑斯品牌和萤火虫品牌分别有望实现 6.0 万辆和 3.0 万辆的销量。

6 或与华为合作，打开成长空间

6.1 华为与车企通过智选、HI 以及 Tier1 三种方式进行合作

华为与车企的合作主要分为三种模式，分别为 Tier1 模式、HI 模式和华为智选模式。其中智选模式合作最为深入，对销量的提升也最为明显。

表11.华为与车企合作模式

合作模式	标准化零部件模式	Huawei Inside (HI 模式)	智选车模式
参与程度	低	中	高
参与内容	提供各类零部件产品	华为和车企联合开发，提供智能驾驶解决方案	深度参与产品定义和整车设计，产品进入华为渠道销售
公司案例	-	长安阿维塔、	赛力斯

数据来源：《余承东：详解华为造车的三种模式》澎湃新闻，财通证券研究所

6.2 安徽省政府推动项目进行，有望促成公司与华为的合作落地

2023年1月9日至10日，省委常委、市委书记虞爱华率队赴深圳拜访华为推进有关合作事项。江汽集团党委书记、董事长项兴初，省国资委党委委员朱胜利，市委常委袁飞参加。在华为坂田基地总部，虞爱华与华为常务董事余承东深入商谈，共同推动华为终端与江汽集团、肥西县合作项目进展。

合肥是科创名城，华为在科技创新领域有着深厚的积累，扩大合作具有重要战略意义。全力落实合作事项，推动项目尽早落地见效，助力合肥打造具有世界影响力的新能源汽车之都。

华为终端与江汽集团具有良好的合作基础，双方有望基于华为在智能汽车部件领域的的能力，在合肥共同开发新一代高端智能电动汽车平台技术。

6.3 华为与赛力斯的合作的问界 AITO 品牌实现了较好的销量表现

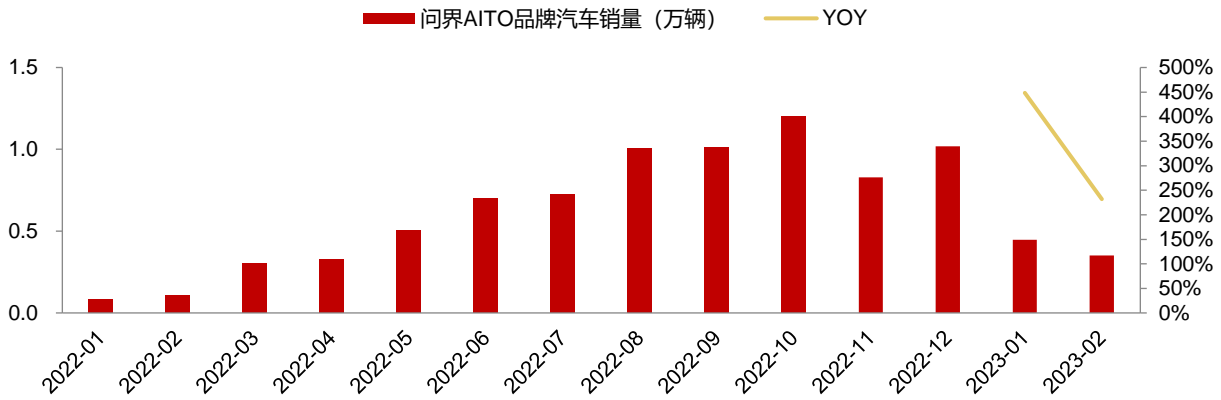
2019年，华为与赛力斯确认合作，并采用华为的“智选模式”，推出了问界 AITO 品牌。目前问界 AITO 品牌共有三款车型，分别为赛力斯汽车-问界 M5 纯电动、赛力斯汽车-问界 M5 增程式以及赛力斯汽车-问界 M7 增程式。

表12.问界 AITO 品牌各车型产品参数

产品	价格	尺寸	动力形式	上市时间
赛力斯汽车-问界 M5	25.98-28.98 万	中型 SUV	纯电动	2022
赛力斯汽车-问界 M5	25.98-33.18 万	中型 SUV	增程式	2022
赛力斯汽车-问界 M7	28.98-37.98 万	中型 SUV	增程式	2022

数据来源：汽车之家、财通证券研究所

图27.问界 AITO 品牌汽车销量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

7 盈利预测与投资建议

7.1 公司收入测算

公司收入主要分为五大部分：货车、乘用车、客车、底盘及其他业务。我们综合公司各部分业务行业的周期性变化趋势，以及公司对外合作的进展，对公司各业务的收入和毛利率进行了预测。预计公司 2022-2024 年总收入为 387.2 亿元、432.0 亿元、479.3 亿元，同比增速分别为-3.9%，11.6%，11.0%。毛利率为 8.39%，9.58%，10.23%。

1) 货车板块，2022 年受排放升级透支影响，货车销量下滑，2023 年货车行业有望受下游需求回暖而逐步复苏，2024-2025 年政策出台治理加严，释放运力需求，公司在商用车领域产品布局完善，市场认可度高，有望把握政策红利提振销量。我们预计货车板块 2022-2024 年收入分别为 185.6 亿元、204.1 亿元、234.8 亿元，同比增速分别为-21.2%，10.0%，15.0%。考虑货车行业在 2023 年开始逐步复苏，公司货车销量增长，带动规模效应提升，货车板块的毛利率有望逐步提升，预计 2022-2024 年的毛利率分别为 9.0%，11.0%，12.0%。

2) 乘用车板块，汽车消费回暖，公司思皓、瑞风品牌销量有望逐步攀升。代工业务方面，江淮与蔚来汽车在制造端进行深度绑定，通过代工制造方式实现共赢，并明确提出产能规划：年产能扩大至 24 万台。受益于中国新能源汽车市场的发展红利，预计销量将维持高水平增长。我们预计乘用车板块 2022-2024 年收入分别为 117.6 亿元、139.6 亿元、151.9 亿元，同比增速分别为 34.8%，18.7%，8.8%。考虑宏观经济回暖，公司自身思皓品牌和瑞风品牌的销量有望提升，同时公司出口销量逐步增长，代工蔚来的销量也有望逐步提升，乘用车业务的销量提升将更好的摊薄成本，带动乘用车业务的毛利率提升，预计 2022-2024 年乘用车业务的毛利率分别为 3.0%，4.0%，4.5%。

3) 客车板块，客车行业有望稳步增长，需求来自老旧车辆更替，预计公司客车业务维持平稳增长。我们预计客车板块 2022-2024 年收入分别为 16.5 亿元、17.4 亿元、18.2 亿元，同比增速分别为 3.0%，5.0%，5.0%。客车板块平稳增长下，考虑动力电池的成本有望逐年降低，公司毛利率有望逐步改善，预计 2022-2024 年客车板块的毛利率分别为 7.0%，7.5%，7.5%。

4) 底盘板块，公司底盘板块业务主要为客车底盘和专用车底盘，预计客车和专用车行业有望保持平稳增长，带动底盘业务稳健增长。我们预计底盘板块 2022-2024 年收入分别为 1.0 亿元、1.1 亿元、1.1 亿元，同比增速分别为 3.0%，5.0%，5.0%。底盘板块平稳增长下，毛利率有望保持平稳，预计 2022-2024 年底盘业务的毛利率分别为 18.0%，18.0%，18.0%。

表13.公司收入测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
公司总营收	501.6	473.6	429.1	403.1	387.2	432.0	479.3
YOY (%)	-	-5.6	-9.4	-6.0	-3.9	11.6	11.0
毛利 (亿元)	44.03	50.69	40.59	33.81	32.47	41.40	49.04
毛利率 (%)	8.78	10.70	9.46	8.39	8.39	9.58	10.23
货车							
收入 (亿元)	212.5	220.6	269.7	235.5	185.6	204.1	234.8
YOY (%)	-	3.8	22.3	-12.7	-21.2	10.0	15.0
毛利 (亿元)	23.0	30.0	28.8	22.6	16.7	22.5	28.2
毛利率 (%)	10.8	13.6	10.7	9.6	9.0	11.0	12.0
业务收入比例 (%)	42.4	46.6	62.9	58.4	47.9	47.3	49.0
乘用车							
收入 (亿元)	198.8	172.1	73.1	87.2	117.6	139.6	151.9
YOY (%)	-	-13.4	-57.6	19.4	34.8	18.7	8.8
毛利 (亿元)	8.2	6.1	-1.8	-1.6	3.5	5.6	6.8
毛利率 (%)	4.1	3.5	-2.5	-1.9	3.0	4.0	4.5
业务收入比例 (%)	39.6	36.3	17.0	21.6	30.4	32.3	31.7
客车							
收入 (亿元)	27.9	31.5	30.8	16.1	16.5	17.4	18.2
YOY (%)	-	12.9	-2.3	-47.9	3.0	5.0	5.0
毛利 (亿元)	2.1	5.3	3.7	0.9	1.2	1.3	1.4
毛利率 (%)	7.4	16.8	12.0	5.7	7.0	7.5	7.5
业务收入比例 (%)	5.6	6.7	7.2	4.0	4.3	4.0	3.8
底盘							
收入 (亿元)	3.1	3.9	3.0	1.0	1.0	1.1	1.1
YOY (%)	-	23.2	-22.5	-67.3	3.0	5.0	5.0
毛利 (亿元)	0.7	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利率 (%)	23.3	13.2	15.3	17.3	18.0	18.0	18.0
业务收入比例 (%)	0.6	0.8	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2
其他业务							
收入 (亿元)	59.3	45.5	52.5	63.3	66.5	69.8	73.3
YOY (%)	-	-23.2	15.3	20.6	5.0	5.0	5.0
毛利 (亿元)	10.1	8.9	9.4	11.8	10.9	11.9	12.5
毛利率 (%)	17.0	19.4	18.0	18.6	16.4	17.0	17.0
业务收入比例 (%)	11.8	9.6	12.2	15.7	17.2	16.2	15.3

数据来源：公司公告，财通证券研究所

7.2 公司费用率测算

我们认为随着汽车消费的逐步回暖，公司自身销量有望逐步提升，受规模效应的影响，公司费用率有望逐步改善，稳中有降。

表14.公司费用率测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率 (%)	4.7	4.4	3.6	3.6	4.5	3.5	3.5
管理费用率 (%)	3.5	3.8	4.2	4.3	5.0	4.0	4.0
研发费用率 (%)	2.9	2.5	3.9	3.4	4.5	3.8	3.8
财务费用率 (%)	0.0	0.7	0.9	0.6	0.3	0.2	0.2

数据来源：公司公告，财通证券研究所

7.3 可比公司估值

江淮汽车业务覆盖较广，包含乘用车业务，商用车业务（轻卡、重卡、客车）、底盘业务。此外公司开辟了汽车行业的代工模式，和蔚来合作代工蔚来全系列车型。投资方面，公司和大众成了合资公司研发生产销售新能源汽车，公司占比25%。后续公司还有望和华为合作，共同研发生产智能电动汽车。因为公司属于汽车整车类型上市公司，业务涵盖乘用车、货车和客车，因此我们选取赛力斯、长城汽车、比亚迪、福田汽车、宇通客车作为可比公司。可比公司2022-2024年的PE平均值为159.7、26.3、34.4倍。江淮汽车2023年4月4日的收盘价为13.07元，对应2022的PE为负值，对应2023-2024年的PE为281.1和59.0倍。目前公司处于业务转型期，业绩有望在2023年实现扭亏为盈。

表15.可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	预测归母净利润 (亿元)			PE		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024
601127.SH	赛力斯	533	-33.9	-16.7	5.7	-	-	93.5
601633.SH	长城汽车	2363	82.8	70.3	84.1	28.5	33.6	28.1
002594.SZ	比亚迪	7305	164.7	253.7	408.0	44.3	28.8	17.9
600166.SH	福田汽车	287	0.6	17.8	24.5	511.7	16.1	11.7
600066.SH	宇通客车	262	4.8	9.7	12.7	54.3	26.9	20.6
平均值	-	-	-	-	-	159.7	26.3	34.4
600418.SH	江淮汽车	285	-14.4	1.0	4.8	-	281.1	59.0

数据来源：Wind，财通证券研究所

备注：赛力斯、福田汽车和宇通客车2022-2024年的预测归母净利润来自Wind预测净利润的平均值；长城汽车、比亚迪和江淮汽车的盈利预测来自财通证券研究所，公司市值为2023年4月3日市值

8 风险提示

- (1) **新能源汽车市场需求不及预期：**公司新能源转型步伐加快，内生业务和对外合作的重点都是发展新能源汽车，若行业需求不及预期，将会对公司经营产生不利影响。
- (2) **汽车市场竞争加剧风险：**特斯拉降价引发了汽车行业的降价风险，或将会对公司的利润产生不利影响
- (3) **对外合作进展不及预期：**公司对外合作的项目较多，通过代工生产蔚来全系列车型，通过合资生产大众电动车，还有望与华为合作开发生产智能电动汽车，若对外合作的进展不及预期，则会对公司的业绩和估值产生不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	42905.97	40310.52	38719.24	43192.91	47926.69	成长性					
减:营业成本	38847.44	36930.09	35472.34	39052.89	43023.11	营业收入增长率	-9.4%	-6.0%	-3.9%	11.6%	11.0%
营业税费	500.06	489.45	503.35	518.31	575.12	营业利润增长率	-45.3%	29.7%	-1,047.6%	121.1%	233.8%
销售费用	1537.83	1437.27	1742.37	1511.75	1677.43	净利润增长率	34.5%	40.2%	-818.7%	107.1%	376.6%
管理费用	1791.31	1750.14	1935.96	1727.72	1917.07	EBITDA 增长率	-32.1%	31.9%	-125.6%	332.1%	32.7%
研发费用	1676.69	1374.11	1742.37	1641.33	1821.21	EBIT 增长率	-221.2%	146.9%	-811.0%	127.4%	92.0%
财务费用	366.01	225.75	100.00	100.00	100.00	NOPLAT 增长率	-216.6%	-101.7%	-10,138.3%	-114.7%	175.3%
资产减值损失	-549.56	-514.57	-238.77	-235.27	-234.95	投资资本增长率	-2.5%	12.6%	-11.4%	-3.4%	-1.8%
加:公允价值变动收益	15.63	21.62	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	1.5%	14.0%	-9.9%	1.2%	5.6%
投资和汇兑收益	151.27	190.13	159.57	259.16	670.97	利润率					
营业利润	126.41	163.94	-1553.45	327.71	1093.95	毛利率	9.3%	8.2%	8.4%	9.6%	10.2%
加:营业外净收支	8.50	28.14	-25.00	2.00	2.00	营业利润率	0.3%	0.4%	-4.0%	0.8%	2.3%
利润总额	134.91	192.08	-1578.45	329.71	1095.95	净利率	0.6%	0.0%	-3.9%	0.4%	1.7%
减:所得税	-114.57	179.04	-65.40	160.50	289.44	EBITDA/营业收入	3.7%	5.1%	-1.4%	2.8%	3.4%
净利润	142.61	200.00	-1437.40	101.53	483.91	EBIT/营业收入	-1.0%	0.5%	-3.6%	0.9%	1.5%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	7074.98	10397.77	4380.05	8829.49	3862.64	固定资产周转天数	93	92	87	70	56
交易性金融资产	291.91	921.51	921.51	921.51	921.51	流动营业资本周转天数	-51	-52	-24	-64	-21
应收帐款	2552.89	2182.11	2690.31	2570.29	3363.82	流动资产周转天数	176	230	183	210	168
应收票据	0.00	0.00	27.15	-12.00	37.20	应收帐款周转天数	24	21	23	22	22
预付帐款	647.12	738.92	650.32	748.68	806.77	存货周转天数	22	22	22	22	22
存货	1903.40	2618.21	1682.97	3075.46	2154.01	总资产周转天数	361	396	402	357	330
其他流动资产	1598.97	1912.33	1912.33	1912.33	1912.33	投资资本周转天数	200	240	221	191	169
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	1.1%	1.3%	-10.5%	0.7%	3.4%
长期股权投资	4764.11	4972.15	5628.99	6259.14	6827.84	ROA	0.3%	0.4%	-3.6%	0.2%	1.1%
投资性房地产	93.47	89.36	75.55	56.01	40.95	ROIC	-3.3%	0.1%	-5.7%	0.9%	2.4%
固定资产	10958.42	10200.60	9241.50	8275.06	7363.73	费用率					
在建工程	402.70	973.87	1282.27	1643.11	2021.52	销售费用率	3.6%	3.6%	4.5%	3.5%	3.5%
无形资产	2582.82	2465.68	2215.03	1988.77	1772.57	管理费用率	4.2%	4.4%	5.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	26.76	22.01	22.01	22.01	22.01	财务费用率	0.9%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
资产总额	42117.49	46370.10	40173.61	45417.84	42418.21	三费/营业收入	8.6%	8.5%	9.8%	7.7%	7.7%
短期债务	2102.10	1580.75	146.12	-831.87	-2038.18	偿债能力					
应付帐款	7830.19	7530.78	7572.49	8863.37	9349.12	资产负债率	67.0%	65.8%	64.4%	68.2%	64.0%
应付票据	2801.15	5350.67	1939.72	6383.62	2622.26	负债权益比	202.7%	192.2%	181.1%	214.0%	177.8%
其他流动负债	335.66	390.86	390.86	390.86	390.86	流动比率	0.95	1.14	1.10	1.09	1.16
长期借款	4858.00	6692.04	6692.04	6692.04	6692.04	速动比率	0.59	0.77	0.68	0.70	0.71
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-1.07	0.54	—	—	—
负债总额	28203.75	30502.83	25880.55	30955.55	27149.41	分红指标					
少数股东权益	860.74	625.35	549.70	617.38	939.99	DPS(元)	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00
股本	1893.31	2184.01	2184.01	2184.01	2184.01	分红比率					
留存收益	5851.17	6007.63	4509.08	4610.61	5094.51	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	13913.74	15867.27	14293.07	14462.29	15268.80	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.08	0.10	-0.66	0.05	0.22
净利润	142.61	200.00	-1437.40	101.53	483.91	BVPS(元)	6.89	6.98	6.29	6.34	6.56
加:折旧和摊销	1981.88	1866.90	864.62	845.41	895.25	PE(X)	152.9	174.0	—	281.1	59.0
资产减值准备	654.22	502.66	238.77	235.27	234.95	PB(X)	1.8	2.5	2.1	2.1	2.0
公允价值变动损失	-15.63	-21.62	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	402.49	267.21	0.00	0.00	0.00	P/S	0.5	0.9	0.7	0.7	0.6
投资收益	-151.27	-190.13	-159.57	-259.16	-670.97	EV/EBITDA	16.4	18.5	-63.0	22.7	19.4
少数股东损益	106.87	-186.96	-75.65	67.69	322.60	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2991.30	-361.12	-3252.47	5054.16	-4744.10	PEG	4.4	4.3	—	2.6	0.2
经营活动产生现金流量	-1331.03	1724.65	-3816.06	6021.32	-3504.33	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	1092.40	-1031.90	-705.88	-593.89	-256.21	REP					
融资活动产生现金流量	-534.43	2652.45	-1495.78	-977.99	-1206.31						

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

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。

● 行业评级

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。

● 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。