

江淮汽车(600418)

报告日期: 2023年01月17日

被低估的智能电车制造平台

——江淮汽车点评报告

核心逻辑

- 江淮汽车具备自身主营韧性和对外业务延展性，是稀缺的智能电车制造平台。基本面：新能源+出口两大亮点；估值：战略价值、业务实力两处低估，建议重点关注公司 2023 年的投资机会。

投资要点

- 一、顺应时代大力发展新能源领域，产销保持高速增长
 - 蔚来：**公司携手蔚来成立“江来”布局新能源领域，打造全新“江来制造”商业模式，构建“先进制造+工业互联网”新生态。蔚来汽车 2023 年销量目标同比接近翻倍增长，江淮将明显受益产品放量；
 - 大众：**大众集团承诺授予江淮大众 4-5 个纯电动汽车品牌，2025、2029 年产量目标分别是 20-25 万辆和 35-40 万辆，预计届时总收入分别达到 300 亿、500 亿元。大众安徽 MEB 工厂首款车型将于 2023 年下半年投产，最大年产能预计可达 35 万辆。且集团计划将大众安徽打造成下一代纯电平台 SSP 的本土生产基地，可以说与江淮合作是大众全球新能源核心战略之一。
 - 华为：**2019 年江汽集团与华为在深圳正式签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议。
- 二、全球汽车开启“中国制造”模式，出口大力拉动业绩

公司轻卡业务 2022 年受宏观经济影响下滑明显，23 年供需端多因素驱动轻卡行业销量增长。公司积极响应国家“一带一路”政策，出口覆盖沿线国家近百个，出口量约占公司总量的 80%。从收入端来看，公司 2022 年上半年出口同比增长 42.74%，其中皮卡产品在海外市场得到广泛关注，全球竞争力不断提高。随着大众安徽和江淮轻卡打开海外销路，2023 年出口将成为江淮主营增长的最大引擎。
- 三、持续落地创新业务模式，战略价值实为优秀

合肥致力于打造具有世界影响力的新能源汽车之都，在汽车产业方面招商引资、产业集聚等方面形成一定成效。而这些丰富的战略资源由江汽集团承接，合肥汽车产业未来发展将使公司持续受益。1 月 9 日，合肥市委书记虞爱华在华为坂田基地总部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。公司凭借产业资源和独特的战略定位，未来在中国新能源汽车产业中有望占据优势地位。
- 四、设计制造分离大势所趋，业务实力理应重估

预计汽车产业链未来将向类似于手机和半导体的模式演进，分为 Tier 0、Tier 0.5、Tier 1 和 OEM/ODM 四大环节。其中域控的出现使整机方案集成复杂度降低，将制造环节独立的模式未来将成为电车行业的发展趋势。汽车生产环节复杂、技术难度高、强调各个环节之间的协同，具备整车生产能力的制造平台稀缺。公司发力新能源乘用车，积极探索汽车工业新模式，与众多科技企业及知名车企展开合作，不断积累新能源汽车技术及经验，竞争力将显著增强。
- 盈利预测：预计公司 22-24 年实现营收 386、466、524 亿元，实现归母净利润 1.4、4.1、6.1 亿元。当前市值（2023 年 1 月 17 日收盘价）对应 22-24 年 PE 分别为 219、75、50 倍，维持“买入”评级。

投资评级：买入(维持)

分析师：施毅
 执业证书号：S1230522100002
 shiyi@stocke.com.cn

分析师：陈杭
 执业证书号：S1230522110004
 chenhang@stocke.com.cn

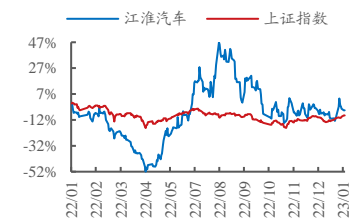
研究助理：张盈
 zhangying03@stocke.com.cn

研究助理：安子超
 anzichao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.07
总市值(百万元)	30,729.02
总股本(百万股)	2,184.01

股票走势图



相关报告

1 《江淮汽车：探索汽车工业新模式》 2023.01.11

□ **风险提示:** 原材料价格上涨; 宏观经济下行; 乘用车发展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	40,311	38,577	46,621	52,383
(+/-) (%)	-6.05%	-4.30%	20.85%	12.36%
归母净利润	200	140	412	609
(+/-) (%)	40.24%	-29.99%	194.19%	47.93%
每股收益(元)	0.09	0.06	0.19	0.28
P/E	153.65	219.45	74.59	50.42

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25,403	24,349	34,653	35,488
现金	10,398	10,702	16,856	16,811
交易性金融资产	922	764	607	457
应收账款	2,182	3,591	6,216	6,916
其它应收款	1,865	1,770	2,366	2,282
预付账款	739	708	845	948
存货	2,618	2,298	2,864	2,929
其他	6,680	4,517	4,899	5,145
非流动资产	20,967	20,434	19,749	19,058
金额资产类	93	87	81	75
长期投资	4,972	5,172	5,372	5,572
固定资产	10,201	9,678	9,004	8,328
无形资产	2,466	2,166	1,866	1,566
在建工程	974	1,054	1,134	1,214
其他	2,261	2,277	2,292	2,303
资产总计	46,370	44,783	54,402	54,546
流动负债	22,340	18,808	26,047	23,530
短期借款	1,581	1,581	1,581	1,581
应付款项	12,881	9,733	16,079	12,889
预收账款	0	0	0	0
其他	7,878	7,494	8,388	9,060
非流动负债	8,162	9,962	11,762	13,562
长期借款	6,692	8,492	10,292	12,092
其他	1,470	1,470	1,470	1,470
负债合计	30,503	28,770	37,810	37,092
少数股东权益	625	701	877	1,138
归属母公司股东权	15,242	15,312	15,715	16,315
负债和股东权益	46,370	44,783	54,402	54,546

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,725	(838)	4,784	(1,408)
净利润	13	215	589	871
折旧摊销	1,867	1,153	1,144	1,146
财务费用	267	454	544	634
投资损失	(190)	(154)	(186)	(209)
营运资金变动	(361)	(2,331)	2,935	(3,546)
其它	129	(175)	(241)	(302)
投资活动现金流	(1,032)	(133)	125	206
资本支出	700	(185)	40	99
长期投资	(208)	(122)	(122)	(125)
其他	(1,524)	174	207	233
筹资活动现金流	2,652	1,284	1,255	1,165
短期借款	(521)	0	0	0
长期借款	1,834	1,800	1,800	1,800
其他	1,340	(516)	(545)	(635)
现金净增加额	3,336	304	6,155	(46)

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	40,311	38,577	46,621	52,383
营业成本	36,930	35,397	42,238	47,402
营业税金及附加	489	385	465	523
营业费用	1,437	1,270	1,582	1,725
管理费用	1,750	1,539	1,954	2,196
研发费用	1,374	1,347	1,582	1,725
财务费用	226	220	303	255
资产减值损失	(515)	(250)	(260)	(260)
公允价值变动损益	22	21	21	24
投资净收益	190	154	186	209
其他经营收益	1,953	1,539	1,861	2,091
营业利润	164	267	770	1,145
营业外收支	28	20	15	16
利润总额	192	287	785	1,161
所得税	179	72	196	290
净利润	13	215	589	871
少数股东损益	(187)	75	177	261
归属母公司净利润	200	140	412	609
EBITDA	2,063	1,331	1,805	2,050
EPS (最新摊薄)	0.09	0.06	0.19	0.28

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-6.05%	-4.30%	20.85%	12.36%
营业利润	29.69%	63.01%	188.01%	48.73%
归属母公司净利润	40.24%	-29.99%	194.19%	47.93%
获利能力				
毛利率	8.16%	8.03%	9.21%	9.34%
净利率	0.50%	0.36%	0.89%	1.17%
ROE	1.31%	0.91%	2.62%	3.74%
ROIC	0.05%	0.47%	1.61%	2.03%
偿债能力				
资产负债率	65.78%	64.24%	69.50%	68.00%
净负债比率	192.24%	179.67%	227.88%	212.52%
流动比率	1.14	1.29	1.33	1.51
速动比率	0.77	0.89	1.00	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.84	0.94	0.96
应收账款周转率	16.99	20.00	21.18	21.18
应付账款周转率	4.81	4.80	4.80	4.80
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.06	0.19	0.28
每股经营现金	0.79	-0.38	2.19	-0.64
每股净资产	6.98	7.01	7.20	7.47
估值比率				
P/E	153.65	219.45	74.59	50.42
P/B	2.02	2.01	1.96	1.88
EV/EBITDA	18.52	24.37	15.55	14.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>