

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2024-05-22

宏观策略

2024 年 05 月 22 日

宏观点评 20240521：4 月财政：加力仍在继续

公共财政收入与支出又“背道而驰”了。在 4 月公共财政收入同比增速再续负值（-3.7%）的情况下，公共财政支出增速却取得了 6.1%，表明财政支出力度依旧“在线”。而财政支出增速赶超收入的现象，已持续 8 个月之久。目前财政持续“加力”的背后，不仅讲述了基建投资增速下探、基建支出“上线”的故事，还讲述了“新质生产力”发展亟需提速、科技支出也需加大的故事。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

晨会编辑 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20240521：如何解读 2024 年以来信用债供给情况？

信用债整体供给同比增加但不及历史均值 城投债板块供给规模显著下降：12 个重点区域中，天津和贵州作为此前市场高度关注的高风险区域，当前化债措施效果相对显著，助力投资者对于区域内平台的信心提振，因此建议短期内或可适度拉长久期至 2-3 年增厚票息收益，同时博弈化债措施落地效果所隐含的预期差可能引起的估值波动，但仍需谨慎下沉区县平台，避免市场情绪被动牵引。其余 19 个省市中，建议投资者重点关注中部地区省份，如河北、山东、陕西、山西，并选择区域内未列入“借新还旧”名单、已实现或正在探索产业化转型的城投主体择优配置。产业债板块或成供给增长新引擎：建议投资者对产业债板块整体加以关注，其相对充沛的债券供给量或可显著增加择券机会，缓解“资产荒”带来的“抢券”情绪，同时降低可交易标的过少而隐含的流动性风险，推荐重点关注净融资额同比增长较多的工业、公用事业、材料、能源、金融和可选消费 6 个行业个券。风险提示：融资政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

固收周报 20240521：低价低波贡献更大，低价高波反弹不弱

本周海外整体上仍处在前期交易“再滞胀”的反向延长线上，基本延续了上上周的行情，股、债双涨，美股三大指数均创新高，大宗方面铜创新高，金接近前期高点，原油横盘为主。

行业

客车 5 月月报：4 月国内座位客车&出口需求超预期

投资建议：【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2024~2026 年归母净利润为 29.7/39.8/49.5 亿元，同比+63%/+34%/+24%。维持“买入”评级。【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2024~2026 年归母净利润为 3.05/6.26/8.91 亿元，同比+306%/+105%/+42%，维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

4 月燃气重卡渗透率 40.6%，看好天然气转型

发动机配套维度：潍柴发动机配套量同比上升环比下降，解放/重汽/陕汽

等均保持主要供货商，重卡发动机龙头地位稳固。1) 发动机企业角度：4月潍柴动力配套量2.25万套，同环比分别+31.9%/-19.5%。核心配套车企为中国重汽/一汽集团/陕汽集团/东风汽车/大运集团，五家整车厂出货量占比分别为38.7%/26.3%/23.7%/3.9%/2.4%，CR5为95.1%，同环比分别+6.6/-0.8pct。潍柴动力在天然气重卡发动机细分市场市占率62.5%，环比-5.4pct。2) 整车厂内部来看：陕西重汽/中国重汽/一汽解放/东风汽车/福田汽车企业中，潍柴发动机配套比例分别为72.8%/70.7%/39.5%/6.2%/5.7%，同比分别-7.2/+23.3/-1.7/+0.2/-5.7pct，环比分别-5.3/+1.8/-3.6/-0.4/+0.3pct。潍柴为陕汽/重汽/解放的核心供应链。投资建议：燃气重卡+出口高增双重向好，以旧换新政策进一步刺激，24~25年重卡板块有望持续周期向上。1) 油气价差持续拉大+运价走低+燃气车产品类型逐步丰富等因素叠加，驱动燃气车性价比和客户接受度迅速提升；同时国内天然气供给充裕，各地加气站建设加速推进，供给/需求/政策多维催化，2024~2025年燃气重卡渗透率有望高增；2) 重卡出口展现强韧性，销量稳定增长突破，独联体/中东/非洲/东南亚等地多点开花，自主重卡性价比优势凸显，海外市占率持续提升；3) 以旧换新政策值得期待，当前国内国四及以下排标重卡保有量依然较高，政策法力有望刺激增量需求，看好向上。我们预计2024~2025年国内重卡行业批发销量分别为103/125万辆，同比分别+12.6%/+22.2%。重卡板块投资聚焦强 α （天然气重卡受益）+业绩兑现高确定性品种进行布局【潍柴动力+中国重汽+一汽解放/福田汽车】。风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，天然气价格上涨超出预期。

推荐个股及其他点评

艾罗能源（688717）：光储为基，拓界前行

盈利预测与投资评级：基于公司光储业务影响力不断提升，我们预计公司24-26年归母净利润为4.5/6.8/9.3亿元，同比-58/+52/+36%，对应PE为21x/14x/10x。基于公司在欧洲的品牌/渠道优势，以及在新产品新市场的高成长性，我们给予公司2024年30xPE，对应目标价84元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧，国际贸易及行业政策变动，全球化拓展不及预期等。

理想汽车-W（02015.HK）：2024年一季报点评：Q1业绩短期承压，L6批量交付有望驱动向上改善

考虑理想汽车后续纯电新车节奏趋缓，我们下调理想汽车2024-2026年营业收入预期，由1906/3081/3640亿元下调至1513/2169/2732亿元，归母净利润由143/249/317亿元下调至83/130/186亿元，分别同比-29%/+57%/+43%；对应EPS分别为3.91/6.14/8.75元，对应PE分别为24/15/11倍，考虑公司产品定义/智能化技术等长期竞争力依然领先行业，维持公司“买入”评级。

科达利（002850）：公告点评：赴美建厂锁定核心客户，国际化再进一步盈利预测与投资评级：考虑公司盈利稳健，我们维持2024-2026年归母净利润测为14.5/18.3/22.4亿，同比+20%/26%/23%，对应PE19/15x/12x，公司为结构件龙头，给予2024年25xPE，对应目标价134元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期、行业竞争加剧。

宏观策略

宏观点评 20240521：4月财政：加力仍在继续

公共财政收入与支出又“背道而驰”了。在4月公共财政收入同比增速再续负值(-3.7%)的情况下,公共财政支出同比增速却录得了6.1%、表明财政支出力度依旧“在线”。而财政支出增速赶超收入的现象,已持续8个月之久。目前财政持续“加力”的背后,不仅讲述了基建投资同比增速下探、基建支出“上线”的故事,还讲述了“新质生产力”发展亟需提速、科技支出也需加大的故事。透过4月新鲜出炉的财政数据,我们恰巧也能感受到当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”,具体来看:

一般公共预算收入:高基数下“难超当年”。4月一般公共预算收入同比增速为-3.7%,但从绝对规模来看4月一般公共预算收入处于历史同期较高位置。财政部解释一般公共预算收入同比增速为负是因为“去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素”导致的。经我们计算,剔除财政部所说的这些特殊因素,4月一般公共预算收入的同比增速应为1.4%,成功被“扭正”。不同税收收入中,谁为拉动项、谁又为拖累项?比起“春节效应”仍未完全褪去的3月,4月的数据更能测量当前宏观经济的“温度”。透过4月的财政数据,我们也可以看出当前经济处于“冷暖两重天”的状态,不过与外贸相关的税种均在发生明显好转,这说明了接下来外贸形势有望对经济形成有力支撑。从增值税(4月同比增速-9.6%)、个人所得税(从3月75.0%的同比增速降至4月的-18.8%)、企业所得税(从3月7.3%的同比增速降至4月的0.7%)、地产相关税(4月同比增速-0.4%)、证券交易印花税(4月同比增速-60.8%)的“降温”可以看出,目前居民和企业信心并未完全企稳、地产的完全复苏并未到来。而从消费税(从3月-3.2%的同比增速升至4月的2.1%)、进口环节增值税和消费税(从3月-5.4%的同比增速升至4月的12.5%)、外贸企业出口退税(从3月12.6%的同比增速升至4月的14.4%)、关税(从3月-13.2%的同比增速升至4月的5.4%)的“升温”可以看出,目前消费表现并不弱、外贸形势也在发生明显的好转。

一般公共预算支出:“加力”力度不减。在财政收入端表现略微逊色,的情况下,财政支出端的发力仍在继续。4月一般公共预算支出同比增速为6.1%(3月为-2.9%),已完成全年计划的31.3%,这一进度比起前四年30.5%的平均进度要快很多。透过财政支出细项数据来看,4月基建支出、民生支出、科技环保支出等均在清一色提速,这也意味着4月财政支出几乎往所有领域都“火力全开”了。不过,我们依旧可以从数据中发现当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”——比如4月同比增速“遥遥领先”的科技支出,恰逢与当前“新质生产力”的政策主旨相吻合;再如基建支出增速从3月的-4.6%升至4月的8.8%,这又与基建投资同比增速不断下探、“稳基建”重要性凸显的现状相对应。

政府性基金收入:土地出让收入的“低温”传导至政府性基金收入。4月政府性基金收入同比增速录得-18.2%(3月为-15.9%),其“主成分”土地出让收入同比增速为-21.2%(3月为-18.7%)。这与前文所说的地产相关税“降温”、距离土地市场的完全好转尚有距离相对应。不过由于2024年财政预算案中将政府性基金收入目标规模调低,一季度政府性基金收入进度略快于上两年,完成全年计划的19.1%(2022-2023年平均为18.2%)。

政府性基金支出:来自于收入端“降温”、以及新增专项债发行偏慢的影响甚大。4月政府性基金支出同比增速为-35.9%(3月为-23.2%),降幅扩大的背后除了来自于收

入端转弱的影响，还有来自于今年以来地方新增专项债发行进度偏缓的影响。结合地方政府二季度的发债计划来看，二季度地方债发行进度并未出现加速，因此我们预计二季度政府性基金支出大概率将延续负增态势。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20240521：如何解读 2024 年以来信用债供给情况？

观点 信用债整体供给同比增加但不及历史均值：1) 2024 年 1-4 月信用债总发行量 5 万亿元，同比增长 7.54%，净融资额近万亿元，同比增长 35.18%，表明 2024 年以来债券融资仍为企业主要募资渠道，融资能力及意愿双增，债券供给稳步上升。2) 尽管融资需求增加，但由于 a) 过往债务体量增速较快促使企业积极偿债以避免违约，b) 银行贷款成为债券募资的替代来源，c) 城投板块融资端尚未放开且监管部门施加仅限“借新还旧”的债务管控措施，因此当前信用债净融资额仍未恢复至往年水平。城投债板块供给规模显著下降：1) 2024 年 1-4 月城投板块债券总发行量为 1.55 万亿元，同比下降 14.96%，净融资额为-1,601.27 亿元，同比大幅下降 127%。主要原因在于 35 号文与 47 号文的出台在城投板块需求端引起大量市场关注，短期内标债刚兑预期升温，成交火热、信用利差快速下行，而融资端则遭遇掣肘，监管机构审核趋严，募集资金用途明显受限，故 2024 年以来城投板块发行与净融资额均显著缩量。2) 分区域看，全国各省市 1-4 月城投债发行量及净融资额基本均为负值，且同比均呈现不同程度的下降，逾七成省市发行量及净融资额同比减少。其中 12 个重点省市因受限于“借新还旧”的募资用途，几乎全部地区净融资额为负或为零，债务风险已取得有效控制。此外化债进度良好的区域包括甘肃、广西、贵州、吉林、内蒙古、宁夏、天津，发行量同比下降且净融资额为负值，其中天津和贵州作为此前市场高度关注的高风险区域，当前化债措施效果相对显著，助力投资者对于区域内平台的信心提振，因此建议短期内或可适度拉长久期至 2-3 年增厚票息收益，同时博弈化债措施落地效果所隐含的预期差可能引起的估值波动，但仍需谨慎下沉区县平台，避免市场情绪被动牵引。3) 反观其余 19 个省市，数据表明其城投债供给受到监管审批收紧的冲击影响或超预期，隐债比例较高、经济增速表现平平、财政造血能力一般的区域同样面临公开市场融资渠道不畅的困境。因此，我们认为化债政策的发布将引起全国范围内的金融资源再分配，即金融机构资金或更多流向仍具备新增融资可能性的 12 个重点省份以外且隐债比例相对不高的区域，换言之，当前发行量未见显著下降且净融资规模为正、同比降幅较小的区域有望更快突破融资瓶颈，实现供给增量并以增量盘活存量，故建议投资者重点关注中部地区省份，如河北、山东、陕西、山西，并选择区域内未列入“借新还旧”名单、已实现或正在探索产业化转型的城投主体择优配置。产业债板块或成供给增长新引擎：1) 2024 年 1-4 月产业债板块债券总发行量为 3.43 万亿元，同比增长 22.18%，结合净融资数据可以发现信用债供给增速主要取决于产业债发债主体的债券融资意愿及融资能力。鉴于投融资两端的紧密联动性，产业主体的融资渠道畅通或意味着生产制造相关投资可有序进行，对于拉动固定资产投资有望发挥重大作用。2) 分行业看，1-4 月期间，债券发行量合计占比近八成的工业、公用事业、金融、材料为产业债板块发行主力，而房地

产行业为板块唯一发行量负增长的行业，主要源于政策调控导致中观层面风险出清仍在进行，市场信心不足导致房产交易回暖缓慢、需求羸弱，房企前期债务增速过快导致资本市场谨慎提供资金支持，三因素共同引起房地产行业融资渠道受阻。3) 净融资额同比增长较多的工业、公用事业、材料、能源、金融和可选消费 6 个行业的债券供给断层领先，一方面或主要受行业内发债主体数量和资产规模影响，另一方面或主要受国家战略布局及政策扶持影响，此外，因疫情冲击而景气度明显疲弱的消费场景修复步入正轨，故可选消费行业内发债主体债券融资同比扭负为正。建议投资者对产业债板块整体加以关注，其相对充沛的债券供给量或可显著增加择券机会，缓解“资产荒”带来的“抢券”情绪，同时降低可交易标的过少而隐含的流动性风险，推荐重点关注以上 6 大净融资表现突出的行业个券。风险提示：融资政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20240521：低价低波贡献更大，低价高波反弹不弱

后市观点及投资策略：本周（0513—0517）海外整体上仍处在前期交易“再滞胀”的反向延长线上，基本延续了上上周的行情，股、债双涨，美股三大指数均创新高，大宗方面铜创新高，黄金接近前期高点，原油横盘为主。后市如何看？我们认为短期海外滑向交易“再通胀”概率仍较大，美债表现或弱于美股，美元因此存在一定支撑，或对近期非美货币的反弹存在一定压制。外围的大环境——包括铜价的持续抬升——一定程度上反映了中国经济企稳的迹象，同时国内宏观政策在 4 月政治局会议后，方向愈发清晰，一致性取向进一步增强，大幅消除了前期市场上一度由于政策不透明感而出现的担忧情绪，确定性显著增强。尤其看到房地产政策方面，中央调控思路从前期侧重增量处置的“三大工程”转向同侧重存量处置的“去库存”、政府收储并举的策略，房价预期有望企稳，而房价预期企稳又是物价预期企稳的必要条件。转债市场上周整体上以横盘为主，风格有一定分化，低价指数周 K 收阳，高价指数周 K 反而收阴。我们发现，低价指数表现优异主要原因为权重板块银行有一定拉升，5 月 17 日银行转债存量约 1263 亿元，约占低价转债三分之一。同时 5 月 17 日与房地产产业链相关性较大的建筑材料、建筑装饰、轻工制造三个一级行业合计占低中高价转债比例分别为 5.4%、10.34%和 11.05%，因此总体来看虽然其中低中价转债表现较好，但由于权重相对较低，对低价指数的拉升作用并不明显。前期我们认为两条主线值得布局，一为“再通胀”，二为出口出海，且认为如果整体思考主线配置匹配度，前者同转债匹配度或更高。前周农林牧渔、公用事业在低中价风格上表现优异，转债涨幅甚至优于正股涨幅，后市我们期待“再通胀”主线在低中价风格上的继续演绎，同时建议关注地产后周期相关标的，同时受益于地产政策催化及出口出海题材共振催化下的行情演绎。本周预测转债下修概率最大的前十名分别为：文科转债、中装转 2、帝欧转债、富春转债、天创转债、城地转债、岭南转债、本钢转债、绿茵转债、亚药转债。风险提示：1) 正股退市和信用违约风险；2) 流动性环境收紧风险；3) 权益市场超跌风险；4) 地缘政治危机影响；5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

客车 5 月月报：4 月国内座位客车&出口需求超预期

n 投资建议：Ø【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2024~2026 年归母净利润为 29.7/39.8/49.5 亿元，同比+63%/+34%/+24%。维持“买入”评级。Ø【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 3.05/6.26/8.91 亿元，同比+306%/+105%/+42%，维持“买入”评级。nn 风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

4 月燃气重卡渗透率 40.6%，看好天然气转型

n 发动机配套维度：潍柴发动机配套量同比上升环比下降，解放/重汽/陕汽等均保持主要供货商，重卡发动机龙头地位稳固。1) 发动机企业角度：4 月潍柴动力配套量 2.25 万套，同环比分别+31.9%/-19.5%。核心配套车企为中国重汽/一汽集团/陕汽集团/东风汽车/大运集团，五家整车厂出货量占比分别为 38.7%/26.3%/23.7%/3.9%/2.4%，CR5 为 95.1%，同环比分别+6.6/-0.8pct。潍柴动力在天然气重卡发动机细分市场市占率 62.5%，环比-5.4pct。2) 整车厂内部来看：陕西重汽/中国重汽/一汽解放/东风汽车/福田汽车企业中，潍柴发动机配套比例分别为 72.8%/70.7%/39.5%/6.2%/5.7%，同比分别-7.2/+23.3/-1.7/+0.2/-5.7pct，环比分别-5.3/+1.8/-3.6/-0.4/+0.3pct。潍柴为陕汽/重汽/解放的核心供应链。

n 投资建议：燃气重卡+出口高增双重向好，以旧换新政策进一步刺激，24~25 年重卡板块有望持续周期向上。1) 油气价差持续拉大+运价走低+燃气车产品类型逐步丰富等因素叠加，驱动燃气车性价比和客户接受度迅速提升；同时国内天然气供给充裕，各地加气站建设加速推进，供给/需求/政策多维催化，2024~2025 年燃气重卡渗透率有望高增；2) 重卡出口展现强韧性，销量稳定增长突破，独联体/中东/非洲/东南亚等地多点开花，自主重卡性价比优势凸显，海外市占率持续提升；3) 以旧换新政策值得期待，当前国内国四及以下排放标准保有量依然较高，政策法力有望刺激增量需求，看好向上。我们预计 2024~2025 年国内重卡行业批发销量分别为 103/125 万辆，同比分别+12.6%/+22.2%。重卡板块投资聚焦强 α（天然气重卡受益）+业绩兑现高确定性品种进行布局【潍柴动力+中国重汽+一汽解放/福田汽车】。nn 风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，天然气价格上涨超出预期。 n

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇

证券分析师：杨惠冰 研究助理：孟璐）

推荐个股及其他点评

艾罗能源（688717）：光储为基，拓界前行

投资要点 户用光储十年磨剑，乘东风扶摇直上：公司成立于 2012 年，2013 年起深耕欧洲市场，是国产首家进入德国的企业，并在市场早期（18 年）即实现户用光储全产品覆盖。公司充分的前期布局在欧洲户储领域充分获得市场认可，助力紧抓欧洲户储爆发机遇，业绩大幅跃升，22 年归母净利实现 11.3 亿元，同增 1704%。23 年欧洲电价回落影响户储需求，公司营收/归母净利润 44.7/10.6 亿元，同比-3%/-6%。同年公司科创板上市，首发募资 19.9 亿元加速产业布局，23 年研发/销售团队增至 802/352 人，同增 180/24%，加大创新和渠道布局。降本+降息拉动需求，品牌+渠道积淀致胜！23 年欧洲户用光储受电价干预影响，增速回落，23 年户用光伏/储能新增 20.5GW/8.1GWh，同增 47/65%，去库成为主旋律。24 年户用光储经济性有望提升：1) 成本

&利率:我们预计 24 年欧洲组件和储能价格将降至 0.12 欧元/W 和 0.2 欧元/Wh, 叠加欧央行预计开启降息, 居民贷款利率下行; 2) 免税&补贴: 欧洲多国通过免除增值税支持发展, 力度较大, 助力 IRR 提升至约 15% (德国), 需求拐点明确! 我们预计 24 年欧洲户用光伏/储能需求达 26.4GW/10.1GWh, 同增 30/25%, 全球户用光伏/储能需求 123GW/17.2GWh, 同增 21/26%, 稳步增长。格局看, 2023 年欧洲户用光储国产渗透已达 60%+, 已过快速增长期, 但集中度较低, CR3<40%。往后看, 随欧洲去库结束, 我们预计龙头公司凭借品牌/渠道, 能乘势拿下更多市场份额。同时更多厂家将由户储发散至新产品、新市场, 户储竞争走向全球化。定位中高端, 经销商+ODM 协同发展。1) 深耕欧洲市场, 定位中高端。公司深耕欧洲市场, 价格定位中高端, 在欧洲连获 EuPD “逆变器、储能顶级品牌” 等荣誉, 产品性能强&稳定性优的形象在欧洲获得广泛认可。2) 秉承特定适配销售欧洲, 毛利率位于业内领先水平。公司秉承特定适配模式出货欧洲, 提供更好稳定性的同时获得更高的产品溢价。23 年公司储能逆变器/电池毛利率为 53%/34%, 有力保证了储能产品毛利率位于行业前列。3) ODM+经销协同共进, 紧抓市场新利好。公司通过绑定核心营销伙伴助力出货增长, 截至 2024 年 5 月 14 日, 公司全球渠道商合作达 236 家。23H1 公司经销商收入占比 77%, 其中欧洲老牌经销商 GBC Solino 贡献可观 23H1 占比达 29%。23 年受欧洲库存影响, 全年储能逆变器/电池/并网逆变器出货 11.5 万台/1.07GWh/18.2 万台, 同比-21%/-5%/+15%。开发增量产品, 破局增量市场, 迈向负荷侧全场景供应龙头! 公司积极推动新产品和新市场的开发, 多线并进, 提升综合实力。新产品: 工商储、微逆已于 4 月推向市场, 并网大机持续开发中。工商储预计在议需求可见 400-500 台, 毛利率 30-40%, 微逆预计可见 5 万台+, 毛利率 40-50%。新市场: 1) 获得日本 JET 认证, 24/4 与夏普签署户储订单 64 亿日元 (约 3 亿人民币), 后续有望提升供货规模; 2) 开放式产品进军中低端市场, 印度并网机、巴基斯坦并网机&低压储能上量较快, 我们预计 24 年以新兴市场收入比将提至 20% (23 年 12%), 有望不断打开更多新兴国家市场。3) 借助松下提升美国份额, 24 年公司进入松下供应商名录, 有望借其进一步提升份额。我们预计 2024H2 欧洲库存将有望出清带动出货回升, 叠加海外其他市场多点开花, 公司业绩有望快速修复, 24 年储能逆变器/电池/光伏逆变器出货 12.1 万台/1.18GWh/25.5 万台, 同增 5/10/40%。此外, 公司不断拓展布局, 推出户用充电桩, 补全 “光储充” 最后一块拼图, 同时虚拟电厂业务已在英国成功运行, 行业蓝海带来新机遇。盈利预测与投资评级: 基于公司光储业务影响力不断提升, 我们预计公司 24-26 年归母净利为 4.5/6.8/9.3 亿元, 同比 -58/+52/+36%, 对应 PE 为 21x/14x/10x。基于公司在欧洲的品牌/渠道优势, 以及在新产品新市场的高成长性, 我们给予公司 2024 年 30xPE, 对应目标价 84 元, 首次覆盖, 给予 “买入” 评级。风险提示: 竞争加剧, 国际贸易及行业政策变动, 全球化拓展不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

理想汽车-W (02015.HK): 2024 年一季度报点评: Q1 业绩短期承压, L6 批量交付有望驱动向上改善

投资要点 公告要点: 公司 2024Q1 实现营业收入 256.3 亿元, 同环比分别+36.4%/-38.6%, 其中车辆销售业务 242.5 亿元, 同环比分别+32.3%/-39.9%; Q1 归母净利润实现 5.93 亿元, 同环比分别-36.3%/-89.5%, Q1 非美国公认会计准则净利润实现 12.76 亿元, 同环比分别-9.7%/-72.2%。24Q1 基本符合我们预期。研发以及销售费用高投入

拖累 Q1 业绩，Q2 销量/业绩有望稳步向上。公司 2024Q1 实现交付 80400 辆，同环比分别+52.9%/-39.0%，同比依然保持高增，环比季节性因素叠加新车周期切换导致下滑较为明显。24Q1 实现毛利率 20.6%，同环比分别+0.2/-2.9pct，其中汽车销售业务毛利率 19.3%，同环比分别-0.5pct/-3.4pct，汽车销售业务毛利率同比下滑主要系 23Q2 起理想为应对行业竞争终端优惠力度持续加大，环比下滑主要系工厂产能利用率降低，同时 23Q4 由于保修成本冲回基数较高，叠加新老车型换代降价所致，Q1 毛利率表现相对稳定。费用维度，24Q1 R&D/SG&A 费用分别支出 30.5/29.8 亿元，同比分别+64.6%/+81.0%，环比分别-12.7%/-8.9%，对应费用率分别 11.9%/11.6%，同比分别+2.0/+2.9pct，环比分别+3.5/+3.8pct，费用率同环比大幅增加，主要系为支撑销量规模快速增长，公司持续在研发/销售团队扩招&渠道网络铺设等方向投入，同时销量规模环比下滑，规模效应环比减弱。截至 2024Q1 末，公司现金持有 989 亿元，支持长期研发投入和扩大业务布局，保障企业稳定发展运营；24Q1 自由现金流-51 亿元（23Q1 为 67 亿元，23Q4 为 146 亿元），毛利率下行&费用率上行带来自由现金流转负。截至 4 月末，公司全国合计于 144 座城市拥有 481 家零售中心，并有 386 座超充站/1678 根充电桩，渠道体系布局完善，支撑车型上量。进一步聚焦用户价值，超充覆盖/智能化加速迭代。展望 2024Q2，公司预计车辆交付量合计 10.5~11 万台，同比增长 21.3%~27.1%。收入总额预计 299~314 亿元，同比增长 4.2%~9.4%，对应 Q2 单车均价约 28.5 万元左右，环比下滑主要系产品结构变化所致。公司预计于 2024Q3 进一步 OTA 升级自身智驾功能，大模型上车支持全国道路无图城市 NOA，智驾功能进一步升级；同时公司积极推进超充站建设，致力于解决纯电车型渗透率提升的阻碍，保障公司后续纯电新车销量的持续向上。盈利预测与投资评级：考虑理想汽车后续纯电新车节奏趋缓，我们下调理想汽车 2024~2026 年营业收入预期，由 1906/3081/3640 亿元下调至 1513/2169/2732 亿元，归母净利润由 143/249/317 亿元下调至 83/130/186 亿元，分别同比-29%/+57%/+43%；对应 EPS 分别为 3.91/6.14/8.75 元，对应 PE 分别为 24/15/11 倍，考虑公司产品定义/智能化技术等长期竞争力依然领先行业，维持公司“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰）

科达利（002850）：公告点评：赴美建厂锁定核心客户，国际化再进一步

投资要点 事件：公司拟与匈牙利科达利共同出资投建美国结构件生产基地，投资总额不超过 0.49 亿美元，科达利出资 85%，匈牙利科达利出资 15%，达产后预计年产值 0.7 亿美元。赴美建厂本土化大有可为，结构件龙头核心受益。公司在美投资建设结构件产能约 0.7 亿美元（折合人民币 5 亿元），核心配套某韩国电池厂，预计 2026-2027 年投产，与下游客户在美扩产节奏基本一致，其在美国电池产能规划约 30gwh，对应近 12 亿元结构件需求。公司美国工厂供应方形结构件产品，后续也有望配套宁德时代美国技术授权合作的相关产能。考虑美国电动化率低，且后续降息刺激终端需求，结构件龙头在美国本土化核心受益。公司盈利稳健，产能利用率提升对冲部分原材料涨价影响。我们预计 Q2 收入环比有 25-30% 增长，产能利用率提升可以对冲部分原材料涨价影响，且海外工厂减亏，预计归母净利率可维持 10%+，预计 24 年归母净利率维持 10%+。盈利预测与投资建议：考虑公司盈利稳健，我们维持 2024-2026 年归母净利润测为 14.5/18.3/22.4 亿，

同比+20%/26%/23%，对应 PE19/15x/12x，公司为结构件龙头，给予 2024 年 25xPE，对应目标价 134 元，维持“买入”评级。 风险提示：销量不及预期、行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：刘晓恬）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>