

审慎推荐-A (维持)

江淮汽车 600418.SH

当前股价: 11.71 元  
2017年03月21日

业绩略超预期, 同大众合作落地在即

基础数据

上证综指	3262
总股本(万股)	189331
已上市流通股(万股)	101736
总市值(亿元)	222
流通市值(亿元)	119
每股净资产(MRQ)	7.1
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	70.6%
主要股东	安徽江淮汽车集团
主要股东持股比例	23.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-13	13
相对表现	-3	-19	5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《江淮汽车(600418)——携手大众, 缔造新能源行业全新格局》2016-09-08
- 2、《江淮汽车(600418)——“江来”模式, 传统与互联》2016-04-10
- 3、《江淮汽车(600418)——目前是最佳介入时点》2015-07-22

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

唐楠

S1090511080002

彭琪

S1090514080003

研究助理

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn

事件:

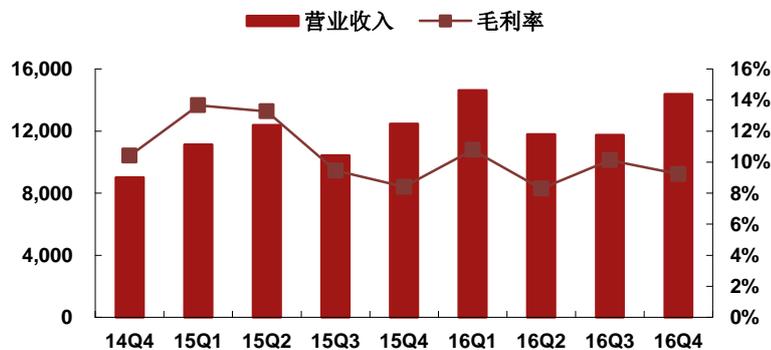
公司公布16年年报, 实现营收524.9亿(+13.2%); 归母净利润11.6亿(+35.5%), 略超此前预期。关注公司Q2新车上市带来的SUV销量回升和新能源政策渐趋明朗后的车型上量, 看好后续同大众的合作事宜。预估17-19年eps分别为0.71元、0.96元、1.10元, 对应17年PE16.5X、PB1.5X, 给予“审慎推荐-A”评级。

评论:

1、全年业绩略超预期, H2 单价以及毛利率中枢显著上行

公司16年实现销量64.33万辆(+9.43%), 实现营业收入524.91亿元(+13.16%), 归母净利润11.62亿元(35.49%), 全年业绩略超预期。中高端化战略效果初显, 公司单车价格及毛利率显著上行。16H2乘用车平均单价64183元, 相比16H1增长2392元; 毛利率为12.57%, 相比16H1提高32bp。未来随着白金传动系轿车A60放量以及中高端SUV瑞风S7上市, 预计公司毛利率仍有进一步上行空间, 品牌持续向上。

图1: 公司单季度收入和毛利率



资料来源: 公司数据、招商证券

2、“商强乘弱”致1Q承压, “SUV+新能源”成全年主线

我们认为公司一季度销量仍将承压, 但二季度随着两款拳头产品上市销量有望反转, “SUV+新能源”双轮驱动销量增长这一主线将贯穿全年。

公司一季度“商强乘弱”态势明显, 乘用车销量承压。作为轻卡龙头, 公司国五技术储备充足, 受益排放升级和终端优惠, 轻卡份额提升显著; 同时, 中重卡行业回暖, 公司1-2月商用车累计销售59138辆, 同比大增30.6%。但乘用车板块则受制于产品生命周期见底以及未推出终端优惠政策两大因素, 前两月累计销售47790辆, 同比减少40.3%。

2Q 伴随乘用车新车型上市、新能源地补落地，有望迎全年业绩拐点。为完成乘用车全年 40 万目标，公司将积极投放 9 款新车型完善 SUV 布局，以增强产品竞争力。旗舰 SUV 瑞风 S7 将于 4 月上市，定位中高端化对标大众途观，目前已提早两月开始铺货，显示厂商信心充足。同时高续航中大型纯电动轿车 iEV7 已实车到店开售，卡准地补政策落地时间，看好公司新能源销量迅速爬升。

表 1：公司全年将投放 9 款新车型助力销量反转

车型	分类	推出/上市时间
瑞风 S2 mini	SUV	2017 年 1 月
江淮 iEV7	纯电动轿车	2017 年 3 月
新一代星锐	轻客	2017 年 3 月
瑞风 S7	SUV	2017 年 4 月
瑞风 M6	MPV	2017 年 4 月
瑞风 M4 1.9CTI 柴油版	MPV	2017 年 5 月
新一代瑞风 S2	SUV	2017 年 9 月
新一代瑞风 S3	SUV	2017 年 9 月
瑞风 S4 1.5TGDI	SUV	2017 年 10 月

资料来源：汽车之家，招商证券

图 1：中大型纯电动轿车 iEV7 已实车到店开售



资料来源：电动邦，招商证券

图 2：中型旗舰 SUV 瑞风 S7 将于 4 月份上市



资料来源：爱卡汽车，招商证券

### 3、江淮大众项目落地在即，10 万产能成未来新能源领军者

公司 16 年 9 月 8 日与大众签署新能源合作备忘录，并承诺五个月内签署正式协议。目前项目已报国家发改委，料细则将于近期落地。生产基地有望于 18 年正式投产，形成年产 10 万辆新能源车产能。我们认为公司与大众的合作并非扮演“代工”角色，而是双方共同设计、制造，大众的技术将对公司有一定的放开，长期来看公司的技术水平、产品竞争力、品牌影响力会有质的提升，有望成为未来新能源汽车的领军者。

表 2：大众合作项目落地在即，18 年上市首款纯电动 SUV

项目	内容
股权占比	江淮与大众各占 50%
计划产能	双班制年产 10 万辆
投产时间	17 年 5 月开工建设，18 年达产
生产计划	2020 年销量达 10 万辆
投资金额	总金额 50 亿，其中建设投资 29.5 亿
车型发布	2018 年发布首款纯电动 SUV
新车技术	不使用大众的 LOGO 与平台。在江淮现有的平台上生产，不过会大量融入大众的技术

资料来源：新浪汽车，招商证券

图 3：公司是大众新能源汽车路径规划图中重要一环



资料来源：VWVortex，招商证券

### 盈利预测与评级

公司 16 年业绩保持平稳增长，17 年开年乘用车销量有所承压，但我们认为随着二季度瑞风 S7 与 iEV7 两款拳头产品上市销量有望反转，“SUV+新能源”双轮驱动这一主线将贯穿全年；同时与大众合作项目落地，借力大众实现技术与品牌升级，有望成为未来新能源领军者。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71 元、0.96 元、1.10 元，对应的 PE 分别为 16.5X、12.1X、10.7X，给予“审慎推荐-A”的投资评级。

风险提示：新车型销量不及预期；大众合作项目推进不及预期。

图 4：江淮汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：江淮汽车历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	21883	31091	34424	40438	46378
现金	12456	16032	16751	20177	23622
交易性投资	30	28	28	28	28
应收票据	2512	1666	1962	2252	2535
应收款项	1956	3366	3948	4533	5102
其它应收款	1503	4554	5363	6158	6931
存货	1828	2839	3307	3772	4206
其他	1597	2606	3066	3517	3953
<b>非流动资产</b>	17021	18123	17852	17458	17111
长期股权投资	1170	1409	1409	1409	1409
固定资产	10435	10286	10285	10135	10006
无形资产	2363	2693	2423	2181	1963
其他	3052	3736	3735	3734	3733
<b>资产总计</b>	<b>38904</b>	<b>49215</b>	<b>52276</b>	<b>57896</b>	<b>63488</b>
<b>流动负债</b>	25236	30238	32403	36442	40199
短期借款	768	1664	450	470	470
应付账款	9110	11048	12900	14713	16408
预收账款	1158	1251	1461	1666	1858
其他	14200	16276	17592	19593	21463
<b>长期负债</b>	3563	3508	3508	3508	3508
长期借款	1763	1783	1783	1783	1783
其他	1800	1724	1724	1724	1724
<b>负债合计</b>	<b>28799</b>	<b>33746</b>	<b>35911</b>	<b>39950</b>	<b>43706</b>
股本	1463	1893	1893	1901	1901
资本公积金	1298	5334	5334	5334	5334
留存收益	5654	6567	7436	8891	10595
少数股东权益	1689	1674	1702	1819	1952
归属于母公司所有者权益	8415	13794	14664	16127	17830
<b>负债及权益合计</b>	<b>38904</b>	<b>49215</b>	<b>52276</b>	<b>57896</b>	<b>63488</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	3543	(350)	4328	4790	4814
净利润	858	1162	1343	1834	2084
折旧摊销	1524	1839	1771	1744	1698
财务费用	(88)	(132)	(110)	(123)	(134)
投资收益	(113)	(229)	(195)	(213)	(227)
营运资金变动	1391	(2872)	1488	1428	1257
其它	(28)	(117)	31	121	136
<b>投资活动现金流</b>	60	(1315)	(1500)	(1350)	(1350)
资本支出	(558)	(800)	(1500)	(1350)	(1350)
其他投资	618	(515)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(2276)	5100	(2109)	(15)	(19)
借款变动	(3143)	636	(1941)	20	0
普通股增加	178	430	0	8	0
资本公积增加	28	4036	0	0	0
股利分配	(141)	(263)	(473)	(379)	(380)
其他	803	261	305	336	361
<b>现金净增加额</b>	<b>1327</b>	<b>3434</b>	<b>719</b>	<b>3426</b>	<b>3445</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	46416	52529	61865	71041	79958
营业成本	41216	47456	55413	63202	70482
营业税金及附加	846	1020	1052	1208	1359
营业费用	2752	3285	3588	4049	4398
管理费用	3013	3336	3774	4262	4638
财务费用	(64)	(107)	(110)	(123)	(134)
资产减值损失	277	400	145	113	113
公允价值变动收益	(9)	(6)	(4)	(4)	(4)
投资收益	113	229	199	217	230
<b>营业利润</b>	<b>(1534)</b>	<b>(2655)</b>	<b>(1802)</b>	<b>(1458)</b>	<b>(670)</b>
营业外收入	2568	4015	3416	3752	3277
营业外支出	27	18	12	12	14
<b>利润总额</b>	<b>1007</b>	<b>1342</b>	<b>1602</b>	<b>2282</b>	<b>2593</b>
所得税	151	127	232	331	376
<b>净利润</b>	<b>855</b>	<b>1215</b>	<b>1370</b>	<b>1951</b>	<b>2217</b>
少数股东损益	(2)	53	27	117	133
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>858</b>	<b>1162</b>	<b>1343</b>	<b>1834</b>	<b>2084</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.61</b>	<b>0.71</b>	<b>0.96</b>	<b>1.10</b>

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	36%	13%	18%	15%	13%
营业利润	-961%	73%	-32%	-19%	-54%
净利润	62%	35%	16%	37%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.2%	9.7%	10.4%	11.0%	11.9%
净利率	1.8%	2.2%	2.2%	2.6%	2.6%
ROE	10.2%	8.4%	9.2%	11.4%	11.7%
ROIC	-10.3%	-12.5%	-8.8%	-6.7%	-3.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.0%	68.6%	68.7%	69.0%	68.8%
净负债比率	7.2%	8.5%	4.3%	3.9%	3.5%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
存货周转率	26.1	20.3	18.0	17.9	17.7
应收帐款周转率	37.4	19.7	16.9	16.8	16.6
应付帐款周转率	5.5	4.7	4.6	4.6	4.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.59	0.61	0.71	0.96	1.10
每股经营现金	2.42	-0.18	2.29	2.52	2.53
每股净资产	5.75	7.29	7.74	8.48	9.38
每股股利	0.18	0.25	0.20	0.20	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	20.0	19.1	16.5	12.1	10.7
PB	2.0	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	-84.5	-21.7	-193.6	166.7	30.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。