

公司研究/季报点评

2017年04月30日

交运设备/汽车整车 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 10.44  
合理价格区间(元): 17~18

谢志才 执业证书编号: S0570512070062  
研究员 0755-82492295  
xiezhicai@htsc.com

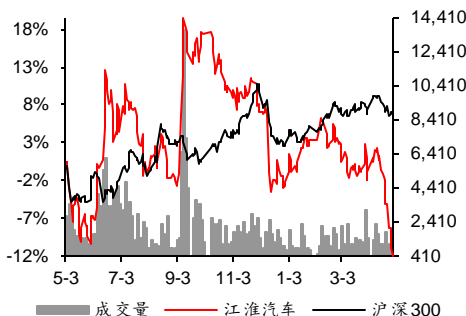
祝嘉麟 021-28972068  
联系人 zhujialin@htsc.com

陈燕平 021-38476102  
联系人 chenyanping@htsc.com

相关研究

- 1 《江淮汽车(600418,买入): 业绩维持增长, 看好长期前景》2017.03
- 2 《江淮汽车(600418,买入): 嫁接优质伙伴, 新能源蓄势待发》2017.01
- 3 《江淮汽车(600418): 电动汽车销量增长, 业绩增长符合预期》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩小幅下降, 静待合资项目落地

### 江淮汽车(600418)

#### 公司一季度业绩小幅下降, 符合预期

4月27日公司发布2017年一季度报, 期间实现营收137亿元, 同比下降6.5%; 归母净利2.7亿元, 同比下降2.2%, 公司业绩表现基本符合预期。受汽车购置税优惠退坡影响, 公司一季度汽车销量为15.7万辆, 同比下降17%; 货车受益治超新政及基建投资增加, 销量为8.5万辆, 同比增长30%。我们认为, 即将上市的瑞风S7将抢占中型SUV市场, 为SUV产品线贡献销量; 纯电动汽车销量受益新品投放及行业景气度回升, 未来销量增长可期。

#### SUV产品线日趋完善, 瑞风S7上市有望提振销量

新品瑞风S7即将上市, 完善产品布局, 抢占中型SUV市场。受购置税优惠退坡及SUV消费升级影响, 公司2017年一季度SUV累计销量为4.6万辆, 同比下降48%。公司首款中型SUV瑞风S7二季度将上市, 先期搭载2.0T发动机, 后期推出1.5T车型, 提供5座和7座两种版本。S7定位中高端, 与公司现有的瑞风车型构成较完整的SUV产品序列, 覆盖了小型、紧凑型 and 中型SUV细分市场。我们预计S7将凭借性价比及综合配置优势争夺中型SUV市场, S2和S3将继续换代稳固小型SUV市场, 提振公司产品整体销量。

#### 纯电动乘用车销量增长可期, 大众合资事项静待落地

iEV系列3款新车上市, 大众合资项目将逐渐落地。受补贴调整和目录复审等因素影响, 2017年Q1新能源汽车行业景气度较低, 公司累计完成纯电动乘用车销量1627辆, 同比下降63%。4月初江淮iEV系列三款新车上市, 补贴后售价为4.95-8.95万元, 性价比优势明显。我们认为随着公司新车型上市、地方补贴细则逐渐明朗, 行业回归景气, 公司纯电动乘用车销量将持续回升, 全年有望实现50%销量增长。公司与大众的合资事项正按计划推进, 第一款纯电SUV车型目标2018年面世。我们认为公司与大众的合资是未来发展的重要支撑, 公司即将开启跨越式发展之路。

#### 公司发展前景广阔, 维持“买入”评级!

我们认为公司2017年Q1业绩基本符合预期, 随着iEV系列新车型上市, 二季度瑞风S7的推出提振SUV销量, 商用车销量的继续复苏, 公司2017年整体业绩将保持稳步增长。公司与大众汽车的合资计划正全力推进, 第一款电动SUV预计将于2018年投放市场; 公司与蔚来汽车合作的电动SUV也有望于2017年底落地生产, 我们认为江淮汽车将开启跨越式发展之路, 未来发展空间广阔。我们预计公司2017-2019年净利润分别为13.78/16.13/18.25亿元, EPS分别为0.73/0.85/0.96元, 维持“买入”评级!

风险提示: 汽车行业增长不及预期, 纯电动车销量不及预期, 大众合资事项进展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,893
流通A股(百万股)	1,017
52周内股价区间(元)	10.41-14.14
总市值(百万元)	19,766
总资产(百万元)	51,594
每股净资产(元)	7.43

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	46,416	52,529	59,345	65,630	73,696
+/-%	19.18	13.17	12.97	10.59	12.29
归属母公司净利润(百万元)	857.58	1,162	1,378	1,613	1,825
+/-%	55.28	35.49	18.56	17.05	13.16
EPS(元, 最新摊薄)	0.45	0.61	0.73	0.85	0.96
PE(倍)	25.85	19.08	16.09	13.75	12.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司一季度业绩小幅下降，符合预期

4月27日公司发布2017年一季度报，期间实现营收137亿元，同比下降6.5%；归母净利润2.7亿元，同比下降2.2%，公司业绩符合预期。受汽车购置税优惠退坡影响，公司一季度汽车销量为15.7万辆，同比下降17%；货车受益治超新政及基建投资增加，销量为8.5万辆，同比增长30%。我们认为，即将上市的瑞风S7将抢占中型SUV市场，为SUV产品线贡献销量；纯电动汽车销量受益新品投放及行业景气度回升，未来销量增长可期。

图表1：公司2016Q1-2017Q1单季度财务数据分析

项目	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入(亿元)	146.21	117.69	117.40	143.61	136.75
营业收入YoY(%)	22.81	1.46	12.66	15.24	-6.47
归母净利润(亿元)	2.80	2.98	2.40	3.44	2.74
归母净利润YoY(%)	24.97	-4.91	113.98	65.26	-2.19
扣非后归母净利润(亿元)	2.30	2.46	1.37	2.31	1.90
扣非后归母净利润YoY(%)	21.05	-6.46	185	725	-17.54
ROE(%)	3.28	3.43	2.17	2.53	1.95
扣非后ROE(%)	2.69	2.84	1.23	1.69	1.35
销售净利率(%)	1.89	2.73	2.06	2.60	1.87
经营活动现金净流量(亿元)	17.03	-2.77	-18.87	1.11	-25.18
投资活动现金净流量(亿元)	-3.49	-1.63	3.03	-11.06	4.76
筹资活动现金净流量(亿元)	20.12	9.94	44.66	-23.71	15.84

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## SUV产品线日趋完善，瑞风S7上市有望提振销量

新品瑞风S7即将上市，完善产品布局，抢占中型SUV市场。受购置税优惠退坡及SUV消费升级影响，公司2017年一季度SUV累计销量为4.6万辆，同比下降48%。公司首款中型SUV瑞风S7二季度将上市，先期搭载2.0T发动机，后期推出1.5T车型，提供5座和7座两种版本。S7定位中高端，与公司现有的瑞风车型构成较完整的SUV产品序列，覆盖了小型、紧凑型 and 中型SUV细分市场。我们预计S7将凭借性价比及综合配置优势争夺中型SUV市场，S2和S3将继续换代稳固小型SUV市场，提振公司产品整体销量。

## 纯电动乘用车销量增长可期，大众合资事项静待落地

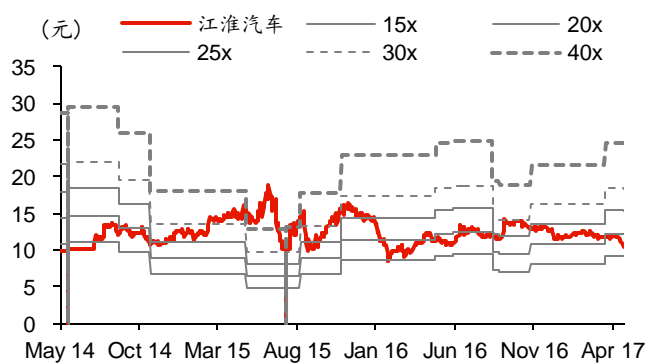
iEV系列3款新车上市，大众合资项目将逐渐落地。受补贴调整和目录重审等因素影响，2017年Q1新能源汽车行业景气度较低，公司累计完成纯电动乘用车销量1627辆，同比下降63%。4月初江淮iEV系列三款新车上市，补贴后售价为4.95-8.95万元，性价比优势明显。我们认为随着公司新车型上市、地方补贴细则逐渐明朗，行业回归景气，公司纯电动乘用车销量将持续回升，全年有望实现50%销量增长。公司与大众的合资事项正按计划推进，第一款纯电SUV车型目标2018年面世。我们认为公司与大众的合资是未来发展的重要支撑，公司即将开启跨越式发展之路。

## 公司发展前景广阔，维持“买入”评级！

我们认为公司2017年Q1业绩基本符合预期，随着iEV系列新车型上市，二季度瑞风S7的推出提振SUV销量，商用车销量的继续复苏，公司2017年整体业绩将保持稳步增长。公司与大众汽车的合资计划正全力推进，第一款电动SUV预计将于2018年投放市场；公司与蔚来汽车合作的电动SUV也有望于2017年底落地生产，我们认为江淮汽车将开启跨越式发展之路，未来发展空间广阔。我们预计公司2017-2019年净利润分别为13.78/16.13/18.25亿元，EPS分别为0.73/0.85/0.96元，维持“买入”评级！

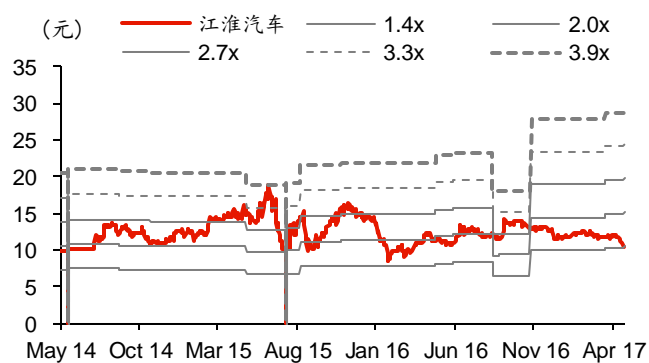
**PE/PB - Bands (公司报告必备)**

**图表2: 江淮汽车历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表3: 江淮汽车历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	21,883	31,091	34,675	42,310	50,674
现金	12,456	16,032	23,217	29,516	36,235
应收账款	1,956	3,366	1,922	1,402	1,640
其他应收账款	1,503	4,554	1,263	2,006	2,295
预付账款	479.47	378.40	630.41	680.47	774.40
存货	1,828	2,839	2,448	3,043	3,461
其他流动资产	3,660	3,921	5,195	5,663	6,268
非流动资产	17,021	18,123	16,818	16,171	14,995
长期投资	1,170	1,409	1,305	1,492	1,536
固定资产投资	10,435	10,286	9,730	8,632	7,338
无形资产	2,363	2,693	2,781	2,971	3,137
其他非流动资产	3,052	3,736	3,003	3,077	2,984
资产总计	38,904	49,215	51,494	58,481	65,669
流动负债	25,236	30,238	30,456	35,161	39,789
短期借款	767.64	1,664	843.22	912.04	939.40
应付账款	9,110	11,048	10,295	11,900	13,675
其他流动负债	15,358	17,527	19,318	22,349	25,175
非流动负债	3,563	3,508	4,174	4,823	5,534
长期借款	1,763	1,783	2,382	3,054	3,745
其他非流动负债	1,800	1,724	1,792	1,770	1,788
负债合计	28,799	33,746	34,630	39,984	45,323
少数股东权益	1,689	1,674	1,691	1,710	1,731
股本	1,463	1,893	1,893	1,893	1,893
资本公积	1,298	5,330	5,330	5,330	5,330
留存公积	5,580	6,477	7,948	9,561	11,386
归属母公司股	8,415	13,794	15,173	16,788	18,615
负债和股东权益	38,904	49,215	51,494	58,481	65,669

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	3,543	(349.83)	7,821	6,231	6,198
净利润	855.47	1,215	1,394	1,632	1,847
折旧摊销	1,524	1,839	1,625	1,735	1,777
财务费用	(63.96)	(107.03)	(97.47)	(183.77)	(245.15)
投资损失	(113.22)	(229.35)	(98.52)	(108.00)	(116.64)
营运资金变动	1,080	(3,280)	5,173	3,369	2,923
其他经营现金	261.02	213.39	(174.70)	(211.76)	13.17
投资活动现金	59.80	(1,315)	(328.94)	(736.09)	(456.51)
资本支出	557.77	799.83	0.00	0.00	0.00
长期投资	(233.67)	910.69	(107.99)	190.17	47.23
其他投资现金	383.90	395.20	(436.93)	(545.92)	(409.28)
筹资活动现金	(2,276)	5,100	(307.62)	803.51	977.32
短期借款	(165.91)	896.41	(820.83)	68.82	27.36
长期借款	648.94	20.81	598.43	671.65	691.80
普通股增加	178.33	430.08	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,725)	4,032	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,213)	(280.08)	(85.22)	63.04	258.16
现金净增加额	1,364	3,446	7,185	6,299	6,719

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	46,416	52,529	59,345	65,630	73,696
营业成本	41,216	47,456	52,100	58,160	64,890
营业税金及附加	845.67	1,020	1,165	1,267	1,467
营业费用	2,752	3,285	3,650	3,879	4,577
管理费用	3,013	3,336	4,148	4,693	5,196
财务费用	(63.96)	(107.03)	(97.47)	(183.77)	(245.15)
资产减值损失	277.15	400.45	233.05	164.98	178.18
公允价值变动收益	(8.71)	(5.58)	1.24	2.11	2.28
投资净收益	113.22	229.35	98.52	108.00	116.64
营业利润	(1,534)	(2,655)	(1,754)	(2,239)	(2,247)
营业外收入	2,568	4,015	3,429	4,239	4,534
营业外支出	27.28	17.77	55.34	102.15	110.32
利润总额	1,007	1,342	1,620	1,898	2,176
所得税	151.32	127.25	225.97	266.27	329.78
净利润	855.47	1,215	1,394	1,632	1,847
少数股东损益	(2.12)	52.65	16.20	18.98	21.76
归属母公司净利润	857.58	1,162	1,378	1,613	1,825
EBITDA	(73.79)	(923.71)	(226.52)	(687.90)	(715.53)
EPS(元)	0.45	0.61	0.73	0.85	0.96

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	19.18	13.17	12.97	10.59	12.29
营业利润	(2,878)	(73.13)	33.96	(27.68)	(0.36)
归属母公司净利润	55.28	35.49	18.56	17.05	13.16
获利能力(%)					
毛利率	11.20	9.66	12.21	11.38	11.95
净利率	1.85	2.21	2.32	2.46	2.48
ROE	10.19	8.42	9.08	9.61	9.80
ROIC	621.34	(103.45)	42.79	25.55	17.09
偿债能力					
资产负债率(%)	74.03	68.57	67.25	68.37	69.02
净负债比率(%)	9.70	12.37	10.88	10.99	11.31
流动比率	0.87	1.03	1.14	1.20	1.27
速动比率	0.79	0.93	1.05	1.12	1.19
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.19	1.18	1.19	1.19
应收账款周转率	24.73	17.62	20.21	35.40	43.08
应付账款周转率	4.90	4.71	4.88	5.24	5.07
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.73	0.85	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	(0.18)	4.13	3.29	3.27
每股净资产(最新摊薄)	4.44	7.29	8.01	8.87	9.83
估值比率					
PE(倍)	25.85	19.08	16.09	13.75	12.15
PB(倍)	2.63	1.61	1.46	1.32	1.19
EV_EBITDA(倍)	(136.54)	(10.91)	(44.48)	(14.65)	(14.08)

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com