

公司研究/公告点评

2017年06月05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): 10.35
合理价格区间(元): 12.5~13.4

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

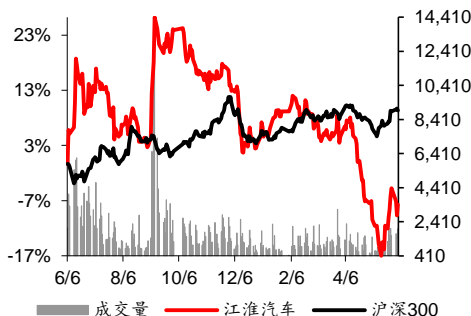
祝嘉麟 021-28972068
联系人 zhujialin@htsc.com

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

相关研究

- 1 《江淮汽车(600418,买入): 大众合资获批 跨越式发展之路开启》 2017.05
- 2 《江淮汽车(600418,买入): 业绩小幅下降, 静待合资项目落地》 2017.05
- 3 《江淮汽车(600418,买入): 业绩维持增长, 看好长期前景》 2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

与大众正式合资, 进入全新发展阶段

江淮汽车(600418)

事件: 江淮与大众签订正式《合资合同》

公司6月1日公告称, 公司与大众汽车(中国)投资有限公司在德国柏林签订《合资合同》, 双方拟共同出资成立江淮大众汽车有限公司。合资公司将针对中国和海外市场研发、制造和销售新能源汽车(包括纯电动和增程式乘用车)及其相关核心部件, 并提供出行解决方案。合资公司将设立新品牌, 总投资额60亿元, 目标产能36万辆。我们认为公司与大众签订正式的合资合同, 公司将进入全新发展阶段。

双方发挥各自优势, 全力推动合资公司业务开展

优势资源互补, 合力打造合资公司。江淮汽车将利用自身与政府的优势资源, 协助合资公司及时获得所有的必要授权、许可以及相关的政府联络和投资优惠等, 同时将向合资公司提供先进的新能源汽车及相关技术。大众汽车将在产品开发、制造、质量、供应链、轻量化、模块化以及车联网和无人驾驶等新技术各方面为合资公司提供技术支持, 并协助合资公司对大众特定的PQ平台进行电动化改造, 提供合资公司先进的新能源汽车及相关技术。我们认为江淮与大众的整体合作内容基本符合预期, 合资公司将成为大众汽车重要的电动汽车产品导入平台。

合作将实现共赢, 江淮开启跨越式发展之路

合资公司将助力大众加速电动汽车战略转型, 江淮汽车也将进入全新发展阶段。电动汽车是大众汽车的战略发展方向, 大众汽车目标到2025年新能源汽车产品年销量达到200-300万台。双方合资合同顺利签订, 我们预计实际业务将加速开展, 合资公司初期车型或基于江淮现有技术平台, 第一款电动SUV有望于2018年投放市场。根据合同, 大众及其在中国的关联公司享有合资公司多余的新能源积分第一优先购买权, 将一定程度上缓解未来大众汽车在中国积分的压力, 同时合资公司的设立将全面提升江淮汽车的整体研发实力和品牌影响力, 双方合作将实现共赢。

看好江淮大众长期合作前景, 维持“买入”评级!

我们认为, 江淮与大众签订正式合资合同, 公司已进入全新发展阶段。我们看好江淮大众的长期合作前景, 预计合资公司2019年起将贡献盈利。鉴于2017年乘用车市场销量增速下滑, 公司SUV产品今明两年将面临较大竞争压力, 我们下调公司2017-18年公司盈利预测, 预计公司2017-2019年净利润分别为12.76/15.25/19.91亿元(分别下调7.4%、5.5%和上调5.9%), EPS分别为0.67/0.81/1.04元, 目标价区间调整为12.5-13.4元(下调约25%), 对应市盈率区间19-20X, 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, 合资公司业务推进不及预期。

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)	9.31-14.14
总市值(百万元)	19,596
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	57,650	65,630	78,696
+/-%	19.18	13.17	9.75	13.84	19.91
归属母公司净利润(百万元)	857.58	1,162	1,276	1,525	1,971
+/-%	55.28	35.49	9.77	19.54	29.23
EPS(元, 最新摊薄)	0.45	0.61	0.67	0.81	1.04
PE(倍)	22.85	16.86	15.36	12.85	9.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

事件：江淮与大众签订正式《合资合同》

公司公告称，6月1日公司与大众汽车（中国）投资有限公司在德国柏林签订《合资合同》，双方拟共同出资成立江淮大众汽车有限公司。合资公司将针对中国和海外市场研发、制造和销售新能源汽车（包括纯电动和增程式乘用车）及其相关核心部件，并提供出行解决方案。合资公司总投资额60亿元，目标产能36万辆，将设立新品牌。我们认为公司与大众签订正式的合资合同，公司将进入全新发展阶段。

双方发挥各自优势，全力推动合资公司业务开展

优势资源互补，合力打造合资公司。江淮汽车将利用自身与政府的优势资源，协助合资公司及时获得所有的必要授权、许可以及相关的政府联络和投资优惠等，同时将向合资公司提供先进的新能源汽车及相关技术。大众汽车将在产品开发、制造、质量、供应链、轻量化、模块化以及车联网和无人驾驶等新技术各方面为合资公司提供技术支持，并协助合资公司对大众特定的PQ平台进行电动化改造，提供合资公司先进的新能源汽车及相关技术。我们认为江淮与大众的整体合作内容基本符合预期，合资公司将成为大众汽车重要的电动汽车产品导入平台。

合作将实现共赢，江淮开启跨越式发展之路

合资公司将助力大众加速电动汽车战略转型，江淮汽车也将进入全新发展阶段。电动汽车是大众汽车的战略发展方向，大众汽车目标到2025年新能源汽车产品年销量达到200-300万台。双方合资合同顺利签订，我们预计实际业务将加速开展，合资公司初期车型或基于江淮现有技术平台，第一款电动SUV有望于2018年投放市场。根据合同，大众及其在中国的关联公司享有合资公司多余的新能源积分第一优先购买权，将一定程度上缓解未来大众汽车在中国积分的压力，同时合资公司的设立将全面提升江淮汽车的整体研发实力和品牌影响力，双方合作将实现共赢。

看好江淮大众长期合作前景，维持“买入”评级！

我们认为，江淮与大众签订正式合资合同，公司已进入全新发展阶段。我们看好江淮大众的长期合作前景，预计合资公司2019年起将贡献盈利。鉴于2017年乘用车市场销量增速下滑，公司SUV产品今明两年将面临较大竞争压力，我们下调公司2017-18年公司盈利预测，预计公司2017-2019年净利润分别为12.76/15.25/19.91亿元（分别下调7.4%、5.5%和上调5.9%），EPS分别为0.67/0.81/1.04元，目标价区间调整为12.5-13.4元（下调约25%），对应市盈率区间19-20X，维持“买入”评级！

图表1：可比公司估值

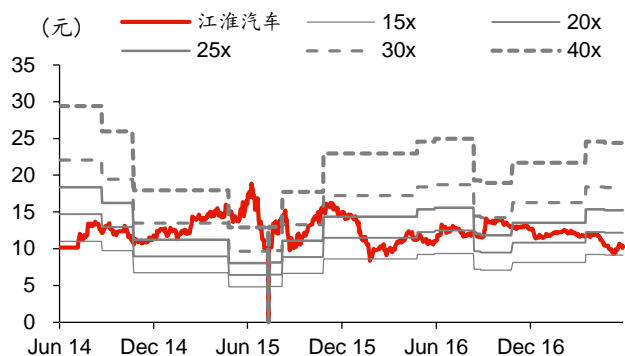
股票代码	股票简称	收盘价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600104.SH	上汽集团	30.29	3.1	3.41	3.69	9.77	8.88	8.21
000625.SZ	长安汽车	14.18	2.26	2.4	2.57	6.27	5.91	5.52
601238.SH	广汽集团	26.2	1.93	2.46	2.91	13.58	10.65	9.00
600418.SH	长城汽车	12.17	1.29	1.49	1.78	9.43	8.17	6.84
600006.SH	东风汽车	5.55	0.22	0.29	0.45	25.23	19.14	12.33
	平均					12.86	10.55	8.38

资料来源：wind（截至2017年6月2日），华泰证券研究所

风险提示：汽车行业增长不及预期，纯电动车销量不及预期，合资公司业务推进不及预期。

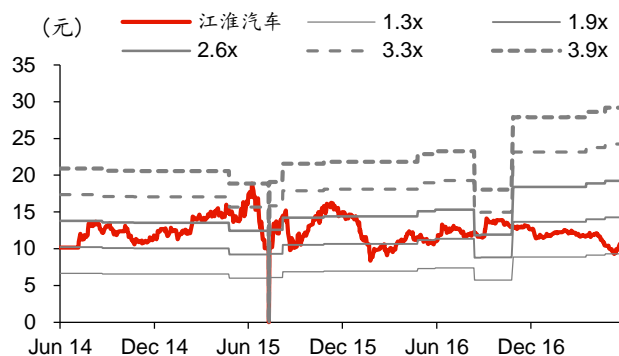
PE/PB - Bands

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	34,595	42,622	53,635
现金	12,456	16,032	23,321	29,765	38,258
应收账款	1,956	3,366	1,867	1,402	1,751
其他应收账款	1,503	4,554	1,227	2,006	2,451
预付账款	479.47	378.40	632.23	691.94	841.35
存货	1,828	2,839	2,455	3,094	3,760
其他流动资产	3,660	3,921	5,093	5,663	6,573
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	51,414	58,793	68,630
流动负债	25,236	30,238	30,466	35,634	42,720
短期借款	767.64	1,664	843.22	912.04	939.40
应付账款	9,110	11,048	10,325	12,100	14,857
其他流动负债	15,358	17,527	19,298	22,622	26,924
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	34,640	40,458	48,254
少数股东权益	1,689	1,674	1,703	1,738	1,805
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	7,846	9,371	11,342
归属母公司股	8,415	13,794	15,071	16,598	18,571
负债和股东权益	38,904	49,215	51,414	58,793	68,630

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)	7,773	6,082	7,071
净利润	855.47	1,215	1,304	1,559	2,038
折旧摊销	1,524	1,839	1,625	1,735	1,777
财务费用	(63.96)	(107.03)	(98.25)	(186.42)	(262.19)
投资损失	(113.22)	(229.35)	(250.00)	(400.00)	(1,000)
营运资金变动	1,080	(3,280)	5,374	3,578	4,483
其他经营现金	261.02	213.39	(181.89)	(203.81)	35.63
投资活动现金	59.80	(1,315)	(177.46)	(444.09)	426.85
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	(285.45)	(253.92)	474.08
筹资活动现金	(2,276)	5,100	(306.84)	806.16	994.36
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)	(84.44)	65.69	275.20
现金净增加额	1,364	3,446	7,289	6,444	8,492

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	46,416	52,529	57,650	65,630	78,696
营业成本	41,216	47,456	52,250	59,140	70,500
营业税金及附加	845.67	1,020	1,124	1,267	1,566
营业费用	2,752	3,285	3,609	4,102	4,887
管理费用	3,013	3,336	3,690	4,233	5,155
财务费用	(63.96)	(107.03)	(98.25)	(186.42)	(262.19)
资产减值损失	277.15	400.45	300.00	450.00	486.00
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	250.00	400.00	1,000
营业利润	(1,534)	(2,655)	(2,973)	(2,973)	(2,633)
营业外收入	2,568	4,015	4,470	4,800	5,000
营业外支出	27.28	17.77	55.34	102.15	110.32
利润总额	1,007	1,342	1,441	1,725	2,256
所得税	151.32	127.25	136.92	165.40	218.20
净利润	855.47	1,215	1,304	1,559	2,038
少数股东损益	(2.12)	52.65	28.83	34.49	67.69
归属母公司净利润	857.58	1,162	1,276	1,525	1,971
EBITDA	(73.79)	(923.71)	(1,447)	(1,425)	(1,119)
EPS (元)	0.45	0.61	0.67	0.81	1.04

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	9.75	13.84	19.91
营业利润	(2,878)	(73.13)	(11.97)	0.01	11.43
归属母公司净利润	55.28	35.49	9.77	19.54	29.23
获利能力 (%)					
毛利率	11.20	9.66	9.37	9.89	10.41
净利率	1.85	2.21	2.21	2.32	2.50
ROE	10.19	8.42	8.46	9.19	10.61
ROIC	621.34	(103.45)	70.98	33.36	18.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.03	68.57	67.37	68.81	70.31
净负债比率 (%)	9.70	12.37	10.88	10.86	10.63
流动比率	0.87	1.03	1.14	1.20	1.26
速动比率	0.79	0.93	1.05	1.11	1.17
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.19	1.15	1.19	1.24
应收账款周转率	24.73	17.62	19.84	35.99	44.39
应付账款周转率	4.90	4.71	4.89	5.27	5.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.67	0.81	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	(0.18)	4.11	3.21	3.73
每股净资产(最新摊薄)	4.44	7.29	7.96	8.77	9.81
估值比率					
PE (倍)	22.85	16.86	15.36	12.85	9.94
PB (倍)	2.33	1.42	1.30	1.18	1.06
EV_EBITDA (倍)	(101.65)	(8.12)	(5.18)	(5.26)	(6.70)

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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