

公司研究/中报点评

2017年08月31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): 9.95  
合理价格区间(元): 12.00~12.50

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

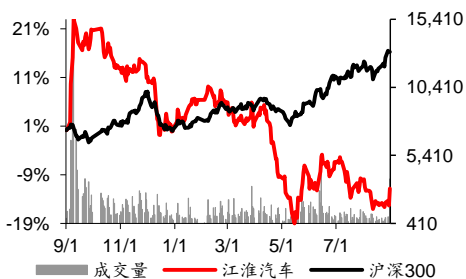
**祝嘉麟** 执业证书编号: S0570517070009  
研究员 021-28972068  
zhujialin@htsc.com

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

相关研究

- 1 《江淮汽车(600418,买入): 与大众正式合资, 进入全新发展阶段》2017.06
- 2 《江淮汽车(600418,买入): 大众合资获批 跨越式发展之路开启》2017.05
- 3 《江淮汽车(600418,买入): 业绩小幅下降, 静待合资项目落地》2017.05

股价走势图



资料来源: Wind

# H1 业绩下滑, 看好长期新能源发展

## 江淮汽车(600418)

### 公司 2017H1 业绩下滑较大, 低于我们预期

8月31日公司发布2017年中报, 公司上半年实现营收253.13亿元, 同比下降4.08%, 实现归母净利3.45亿元, 同比下降40.31%, 业绩低于我们预期。上半年受购置税优惠和新能源汽车补贴滑坡影响, 公司SUV销量下滑幅度较大, 新能源汽车业务盈利能力有所下降。我们认为公司轻卡龙头地位稳固, 对利润回升有正贡献; 新能源iEV系列车型性价比高, 全年有望实现约30%的销量增长; SUV瑞风S7正持续爬坡。随着消费旺季来临, 公司下半年业绩表现有望超越上半年。

### 瑞风 S7 有望收敛 SUV 下降幅度

上半年乘用车销量下滑明显, S7有望提振SUV销量。受购置税优惠退坡及市场竞争激烈, 公司2017年1-7月累计实现乘用车销量12.7万辆, 同比下降40%, 其中SUV 7.4万辆, 同比下降54%, 销量表现远低于行业。公司首款中型SUV瑞风S7已于6月中旬正式上市, 提供5座和7座两种版本, 首月销量突破3000辆, 目前正持续爬坡。我们认为瑞风S7上市完善了公司SUV产品线布局, 随着传统消费旺季到来, 性价比及综合配置优势明显的瑞风S7将提振公司SUV整体销量, 下半年下滑幅度有望收敛。

### 纯电动乘用车销量增长可期, 大众合资进入实质阶段

纯电动乘用车销量实现增长, 与大众签署正式合资合同。2017年1-7月公司累计完成纯电动乘用车销量1.2万辆, 同比增长10%。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。我们认为随着车型完善、地方补贴细则明朗, 行业回归景气, 公司纯电动乘用车全年销量将实现约30%的销量增长。6月1日, 公司与大众签订正式合资合同, 成立专注新能源汽车的合资公司, 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, 公司新能源进入全新发展阶段。

### 仍看好公司远期新能源发展前景, 维持“买入”评级

受行业增速放缓影响, 公司2017年H1业绩下滑较大。随着消费旺季来临, 公司瑞风S7销量持续爬坡有望收敛公司传统业务降幅, 纯电动乘用车销量将持续增长, 与大众合资促使公司进入全新的发展阶段。鉴于公司传统业务受行业影响压力较大, 我们下调公司2017-19年盈利预测, 预计公司2017-19年净利润分别为9.98/12.01/15.32亿元(分别下调21-22%), EPS分别为0.53/0.63/0.81元, 我们看好江淮大众的长期合作前景, 给予公司2018年19-20X PE估值, 目标价区间调整为12-12.5元(下调约5%), 鉴于公司股价已有较大幅度调整, 维持“买入”评级。

风险提示: SUV销量不及预期, 纯电动车销量不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,893
流通A股(百万股)	1,447
52周内股价区间(元)	9.31-14.14
总市值(百万元)	18,838
总资产(百万元)	48,091
每股净资产(元)	7.28

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	52,650	57,630	65,696
+/-%	19.18	13.17	0.23	9.46	14.00
归属母公司净利润(百万元)	857.58	1,162	998.42	1,201	1,532
+/-%	55.28	35.49	(14.07)	20.33	27.54
EPS(元, 最新摊薄)	0.45	0.61	0.53	0.63	0.81
PE(倍)	21.97	16.21	18.87	15.68	12.29

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司 2017H1 业绩下滑较大，低于我们预期

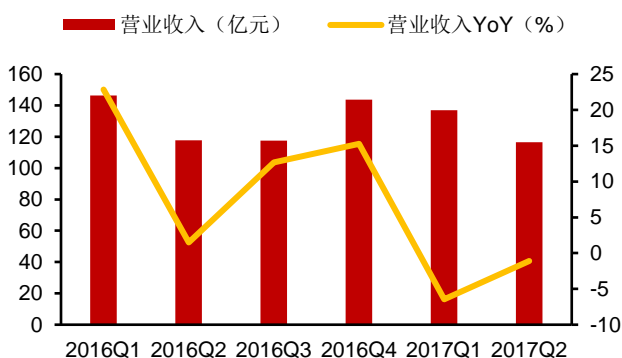
8月31日公司发布2017年中报，公司上半年实现营收253.13亿元，同比下降4.08%，实现归母净利3.45亿元，同比下降40.31%，业绩低于我们预期。上半年受购置税优惠和新能源汽车补贴滑坡影响，公司SUV销量下滑幅度较大，新能源汽车业务盈利能力有所下降。我们认为公司轻卡龙头地位稳固，对利润回升有正贡献；新能源iEV系列车型性价比高，全年有望实现约30%的销量增长；SUV瑞风S7正持续爬坡。随着消费旺季来临，公司下半年业绩表现有望超越上半年。

图表1：公司 2016Q1-2017Q2 单季度财务数据分析

项目	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 (亿元)	146.29	117.79	117.48	143.73	136.86	116.52
营业收入 YoY (%)	22.84	1.48	12.65	15.26	-6.45	-1.08
归母净利 (亿元)	2.8	2.98	2.4	3.44	2.74	0.71
归母净利 YoY (%)	24.97	-4.91	113.98	65.26	-2.19	-76.12
扣非后归母净利 (亿元)	2.3	2.46	1.37	2.31	1.9	0.03
扣非后归母净利 YoY (%)	21.05	-6.46	185.42	725	-17.39	-98.78
ROE (%)	3.28	3.43	2.17	2.53	1.96	0.51
扣非后 ROE (%)	2.69	2.84	1.23	1.69	1.36	0.02
销售净利率 (%)	1.89	2.73	2.06	2.6	1.87	0.47
经营活动现金净流量 (亿元)	17.03	-2.77	-18.87	1.11	-25.18	-13.68
投资活动现金净流量 (亿元)	-3.49	-1.63	3.03	-11.06	4.76	-6.85
筹资活动现金净流量 (亿元)	20.12	9.94	44.66	-23.71	15.84	6.07

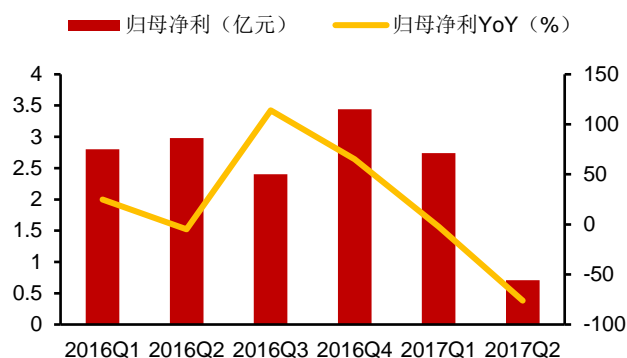
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：江淮汽车分季度营收



资料来源：Wind、2017年半年度业绩快报公告、华泰证券研究所

图表3：江淮汽车分季度归母净利



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 瑞风 S7 有望收敛 SUV 下降幅度

上半年乘用车销量下滑明显，S7有望提振SUV销量。受购置税优惠退坡及市场竞争激烈，公司2017年1-7月累计实现乘用车销量12.7万辆，同比下降40%，其中SUV 7.4万辆，同比下降54%，销量表现远低于行业。公司首款中型SUV瑞风S7已于6月中旬正式上市，提供5座和7座两种版本，首月销量突破3000辆，目前正持续爬坡。我们认为瑞风S7上市完善了公司SUV产品线布局，随着传统消费旺季到来，性价比及综合配置优势明显的瑞风S7将提振公司SUV整体销量，下半年下滑幅度有望收敛。

## 纯电动乘用车销量增长可期，大众合资进入实质阶段

纯电动乘用车销量实现增长，与大众签署正式合资合同。2017年1-7月公司累计完成纯电动乘用车销量1.2万辆，同比增长10%。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。我们认为随着车型完善、地方补贴细则明朗，行业回归景气，公司纯电动乘用车全年销量将实现约30%的销量增长。6月1日，公司与大众签订正式合资合同，成立专注新能源汽车的合资公司，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，公司新能源进入全新发展阶段。

### 仍看好公司远期新能源发展前景，维持“买入”评级

受行业增速放缓影响，公司2017年H1业绩下滑较大。随着消费旺季来临，公司瑞风S7销量持续爬坡有望收敛公司传统业务降幅，纯电动乘用车销量将持续增长，与大众合资促使公司进入全新的发展阶段。鉴于公司传统业务受行业影响压力较大，我们下调公司2017-19年盈利预测，预计公司2017-19年净利润分别为9.98/12.01/15.32亿元（分别下调21-22%），EPS分别为0.53/0.63/0.81元，我们看好江淮大众的长期合作前景，给予公司2018年19-20X PE估值，目标价区间调整为12-12.5元（下调约5%），鉴于公司股价已有较大幅度调整，维持“买入”评级。

图表4：可比公司估值

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600104.SH	上汽集团	29.85	3.1	3.41	3.69	9.63	8.75	8.09
000625.SZ	长安汽车	13.83	2.26	2.4	2.57	6.12	5.76	5.38
601238.SH	广汽集团	26.01	1.93	2.46	2.91	13.48	10.57	8.94
600418.SH	长城汽车	12.53	1.29	1.49	1.78	9.71	8.41	7.04
600006.SH	东风汽车	5.92	0.22	0.29	0.45	26.91	20.41	13.16
	平均					13.17	10.78	8.52

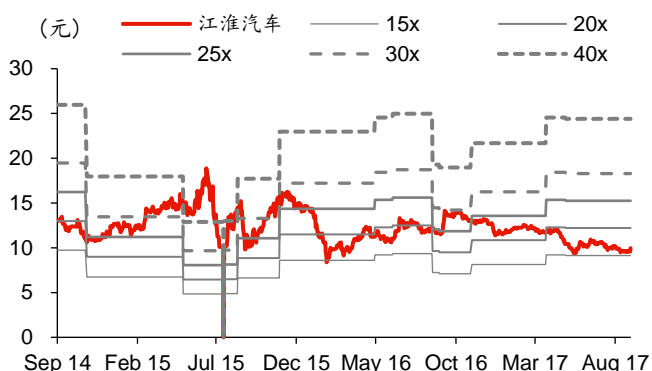
资料来源：wind（截至2017年8月30日），华泰证券研究所

### 风险提示

SUV销量不及预期，纯电动车销量不及预期。

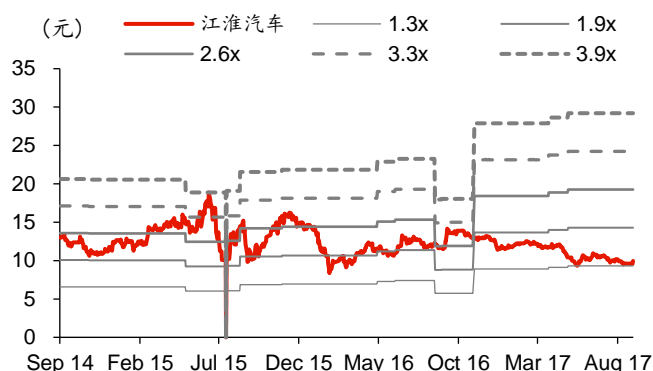
### PE/PB - Bands

图表5：江淮汽车历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：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	31,978	38,292	46,551
现金	12,456	16,032	21,507	26,745	33,356
应收账款	1,956	3,366	1,705	1,231	1,462
其他应收账款	1,503	4,554	1,121	1,762	2,046
预付账款	479.47	378.40	584.19	615.89	714.37
存货	1,828	2,839	2,268	2,754	3,193
其他流动资产	3,660	3,921	4,793	5,185	5,780
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	48,796	54,463	61,546
流动负债	25,236	30,238	28,491	32,278	37,064
短期借款	767.64	1,664	843.22	912.04	939.40
应付账款	9,110	11,048	9,540	10,770	12,615
其他流动负债	15,358	17,527	18,108	20,596	23,510
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	32,665	37,101	42,597
少数股东权益	1,689	1,674	1,697	1,724	1,777
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	7,209	8,411	9,943
归属母公司股	8,415	13,794	14,434	15,638	17,172
负债和股东权益	38,904	49,215	48,796	54,463	61,546

### 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)	6,332	4,912	5,249
净利润	855.47	1,215	1,021	1,229	1,585
折旧摊销	1,524	1,839	1,625	1,735	1,777
财务费用	(63.96)	(107.03)	(84.65)	(150.16)	(202.78)
投资损失	(113.22)	(229.35)	(250.00)	(400.00)	(1,000)
营运资金变动	1,080	(3,280)	4,234	2,710	3,074
其他经营现金	261.02	213.39	(212.43)	(210.96)	16.19
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	(680.18)	769.90	934.94
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)	(457.77)	29.43	215.78
现金净增加额	1,364	3,446	5,474	5,238	6,611

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	46,416	52,529	52,650	57,630	65,696
营业成本	41,216	47,456	48,280	52,640	59,860
营业税金及附加	845.67	1,020	1,027	1,112	1,307
营业费用	2,752	3,285	3,296	3,602	4,080
管理费用	3,013	3,336	3,370	3,717	4,303
财务费用	(63.96)	(107.03)	(84.65)	(150.16)	(202.78)
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)	(3,286)	(3,339)	(3,135)
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	1,128	1,359	1,755
所得税	151.32	127.25	107.18	130.31	169.67
净利润	855.47	1,215	1,021	1,229	1,585
少数股东损益	(2.12)	52.65	22.56	27.18	52.64
归属母公司净利润	857.58	1,162	998.42	1,201	1,532
EBITDA	(73.79)	(923.71)	(1,747)	(1,754)	(1,561)
EPS (元)	0.45	0.61	0.53	0.63	0.81

### 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	0.23	9.46	14.00
营业利润	(2,878)	(73.13)	(23.77)	(1.60)	6.11
归属母公司净利润	55.28	35.49	(14.07)	20.33	27.54
获利能力 (%)					
毛利率	11.20	9.66	8.30	8.66	8.88
净利率	1.85	2.21	1.90	2.08	2.33
ROE	10.19	8.42	6.92	7.68	8.92
ROIC	621.34	(103.45)	111.13	48.41	27.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.03	68.57	66.94	68.12	69.21
净负债比率 (%)	9.70	12.37	11.54	11.85	12.04
流动比率	0.87	1.03	1.12	1.19	1.26
速动比率	0.79	0.93	1.04	1.10	1.17
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.19	1.07	1.12	1.13
应收账款周转率	24.73	17.62	18.69	35.20	43.38
应付账款周转率	4.90	4.71	4.69	5.18	5.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.53	0.63	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	(0.18)	3.34	2.59	2.77
每股净资产(最新摊薄)	4.44	7.29	7.62	8.26	9.07
估值比率					
PE (倍)	21.97	16.21	18.87	15.68	12.29
PB (倍)	2.24	1.37	1.31	1.20	1.10
EV_EBITDA (倍)	(91.38)	(7.30)	(3.86)	(3.84)	(4.32)

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