

老牌国企业绩反转，大众江淮有望谱写新篇章

——江淮汽车 (600418.SH) 首次覆盖报告

公司动态

◆公司简介:

江淮汽车是一家集全系列商用车、乘用车及动力总成的综合型汽车企业集团。公司现有主导产品包括：重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、MPV、SUV、轿车、客车、专用底盘及变速箱、发动机、车桥等核心零部件。

◆长期看法:

伴随近年乘用车板块和商用车板块均进入下行通道，公司业绩进入历史底部区间，2018年大规模减值计提后，预告归母净利润-7.7亿元，扣非净利润-19亿元，达到公司近年来业绩与PB的最低点。伴随大众第三品牌注入（SOL/西雅特）合作进展持续发酵，江淮大众有望成大众在中国的第三处布局棋子，为江淮带来全新的经营活力。

◆短期看法:

2018年中国汽车销量同比下滑2.76%，28年来首次出现负增长（中汽协）。受行业不景气影响，2018年公司销售整车及底盘46.24万台，同比下降9.48%，其中乘用车、客车销量下滑明显，公司整体盈利能力下降。展望2019年，我们认为公司费用控制和新品推出将带来扭亏，与合资伙伴的合作沟通亦值得期待。

◆大众江淮合作进展逐步深化:

大众汽车集团（中国）、江淮汽车和西雅特于2018年11月28日签署谅解备忘录，在共同引领电动出行的变革方面迈进了关键一步。合作方将基于各自的技术实力和产品储备，共同开发一款电动汽车平台。江淮大众力争于2021年前引进西雅特品牌，联合开发西雅特电动车型。

◆估值与评级

我们预测，公司2018/2019/2020的营收分别为479/479/495亿元，净利润分别为-7.7/0.56/4.6亿元。净利润增长率为-279%/ -1725%，对应PE为-234/28倍。首次覆盖，目标价10.01元，给予“增持”评级。

◆风险提示:

合资谈判不及预期，新能源销量不及预期，乘用车竞争加剧风险

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|---------|----------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 52,491 | 49,146 | 47,933 | 47,868 | 49,487 |
| 营业收入增长率 | 13.16% | -6.37% | -2.47% | -0.14% | 3.38% |
| 净利润(百万元) | 1,162 | 432 | -774 | 56 | 460 |
| 净利润增长率 | 35.49% | -62.83% | -279.13% | - | 724.54% |
| EPS(元) | 0.61 | 0.23 | -0.41 | 0.03 | 0.24 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.42% | 3.11% | -5.97% | 0.43% | 3.42% |
| P/E | 11 | 30 | - | 234 | 28 |
| P/B | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年04月23日

增持(首次)

当前价/目标价: 6.63元/10.01元

分析师

邵将(执业证书编号: S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

文姬(执业证书编号: S0930519030001)

021-52523658

wenji@ebsecn.com

市场数据

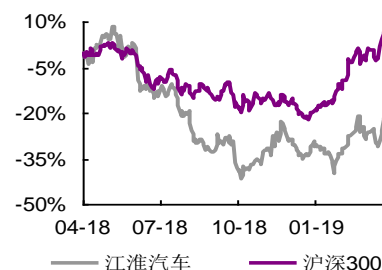
总股本(亿股): 18.93

总市值(亿元): 139.35

一年最低/最高(元): 4.14/8.10

近3月换手率: 85.90%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | 20.77 | 5.23 | -12.41 |
| 绝对 | 29.87 | 35.86 | -6.86 |

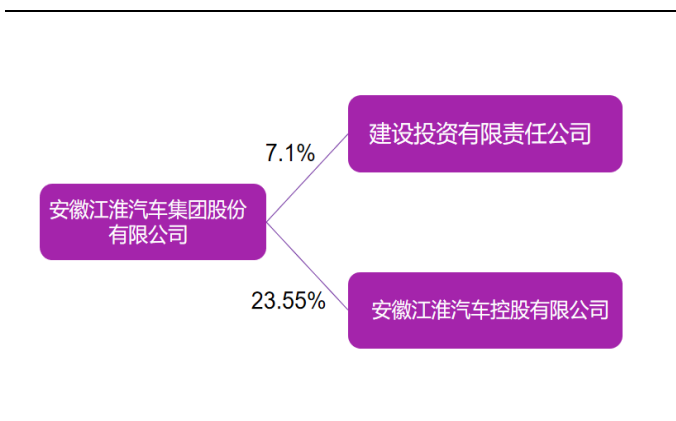
资料来源: Wind

1、传统老牌国企，改革基本面反转

1.1、公司概况与主营业务

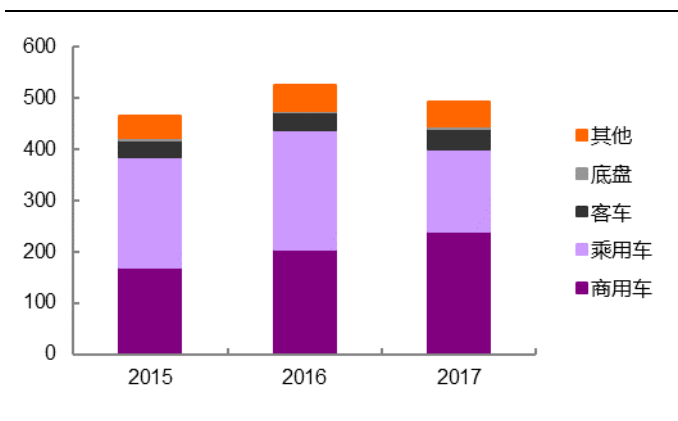
江淮汽车是一家集全系列商用车、乘用车及动力总成等，研产销和服务于一体，“先进节能汽车、新能源汽车、智能网联汽车”并举的综合型汽车企业集团。公司现有主导产品包括：重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、MPV、SUV、轿车、客车、专用底盘及变速箱、发动机、车桥等核心零部件。现拥有瑞风、江淮 iEV、帅铃、骏铃、康铃、格尔发、和悦、星锐、锐捷特等知名品牌。公司坚持“安全、节能、环保、智能、舒适”的关键技术研发路线，已形成整车、核心动力总成、自动变速箱及软件系统等关键零部件研发、试验验证和标定开发等完整的正向研发体系。江淮汽车公司与德国大众汽车、康明斯发动机、西班牙桑坦德银行等知名企业分别建有合资公司。

图 1：公司股权关系



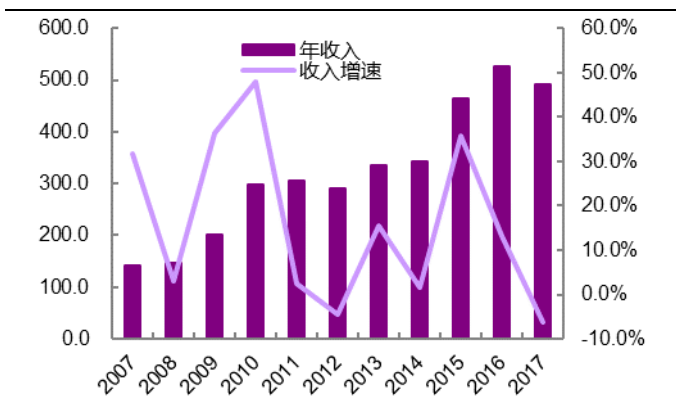
资料来源：Wind，光大证券研究所（2017 年最新年报）

图 2：公司主营业务拆分（单位：亿元）



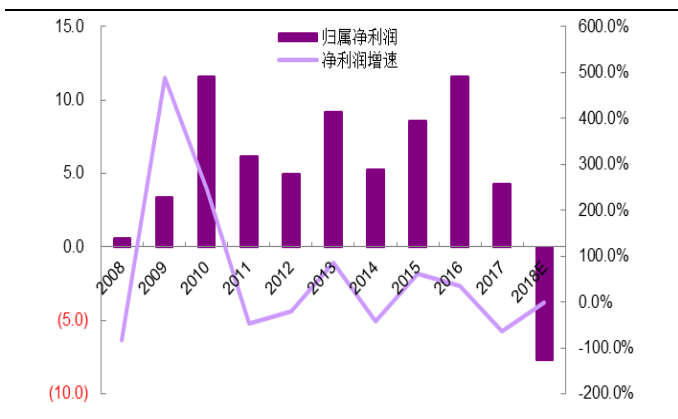
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：营收表现与增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：净利润表现与增速（单位：亿元）



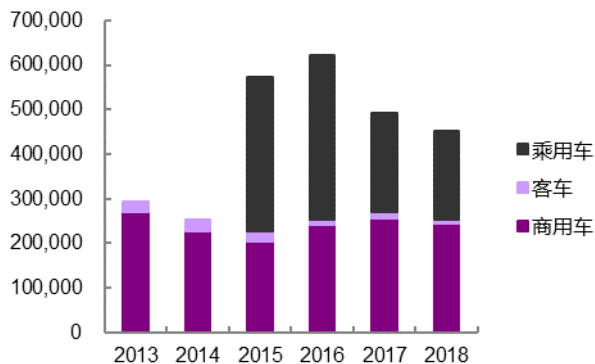
资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：2018 业绩为业绩预告公告数据）

1.2、江淮汽车发展历史

江淮汽车主要从事汽车整车及相关零部件的生产和销售，业务范围涉及乘用车和商用车两大类，其中乘用车包括轿车、MPV、SUV 等，商用车包括轻卡、

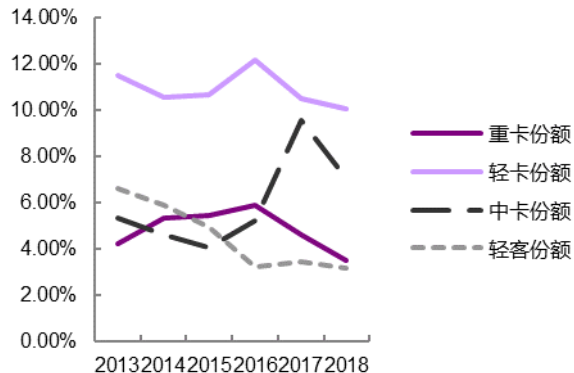
中重卡、多功能商用车以及轻中客低盘等。作为中等规模的汽车企业，江淮汽车在沪深汽车板块同类可比汽车企业中，属于业务范围相对较宽的公司。较为宽广的业务涵盖面，使得公司具有较为完整的业务链。

图 5：销量结构占比（单位：辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所

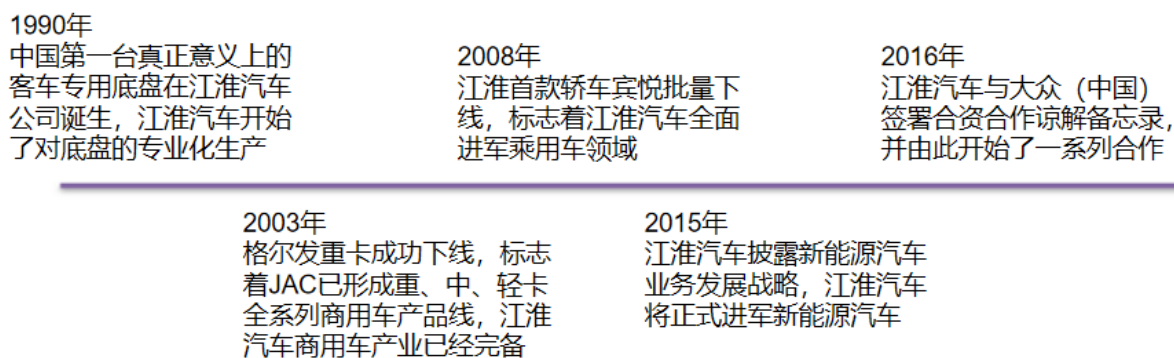
图 6：公司商用车份额情况



资料来源：中汽协，光大证券研究所

江淮汽车上市之初，其主营业务仅有汽车底盘一项，伴随商务车与商用车行业的发展，公司在 MPV 与中、重卡的业务板块实现领先布局，充分受益，为之后转型进入乘用车行业打下良好铺垫；在商用车行业发展进入低谷时期，公司积极转型进军乘用车业务；而自 2011 年以来，公司通过内部产品结构的优化，将大量的轿车产能快速转移到热门的 SUV 产业中，成功脱离了 B 级轿车的红海市场，并顺利进入了 A0 级别 SUV 的蓝海市场。除此之外，江淮汽车从 2002 年便开始着手研制新能源汽车。并于 2016 年开始正式进入新能源汽车领域。2017 年，江淮汽车新能源汽车销量同比增长 102%；2018 年，在补贴退坡的政策大背景下，其新能源汽车销量较 2017 年实现了同比增长 125%。增长态势持续。

图 7：公司历史经营重大事件



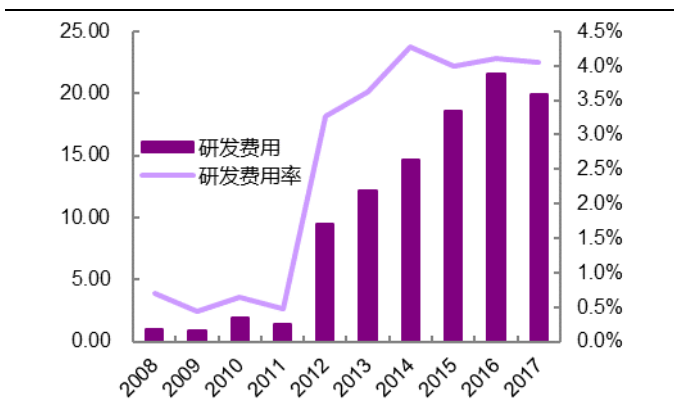
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

1.3、商转乘之路，公司转型费用大幅扩张

SUV 作为 2010 年后国内汽车行业的高速增长的细分市场，江淮汽车在 2011 年就提前明确将 SUV 市场作为其重点进行布局的产业。公司乘用车销量增长主要来自于 SUV 的增长。2014 年，江淮汽车 SUV 销量达 7.20 万辆；2015 年，其 SUV 销量达到 25.33 万辆，市占率达到 4.07%。其中 A0 级 SUV 表现最为亮眼，由于产品性价比高，又受到购置税减半等利好因素刺激。其中，瑞风 S3 是公司销量的贡献主力，保持了 A0 型 SUV 销量冠军地位，在国内所有 SUV 品牌中排名第三，并且成功入围全球单一车型销量前 100 名；瑞风 S2 在 2015 年 8 月底成功上市，作为“瑞风双子星”的另一个车型，瑞风 S2 以其高颜值在上市后累计销售达 3 万辆，进一步巩固了公司小型 SUV 的市场地位。

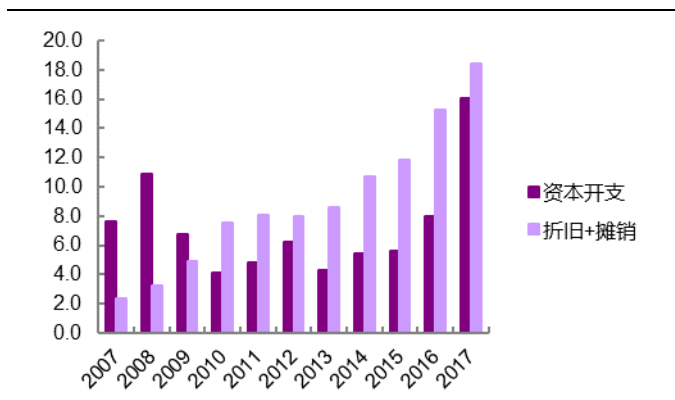
2017 年，伴随行业下滑，竞争趋于激烈，公司 SUV 销量下滑 56%。主要原因在于 S3 等车型老化，原材料成本上涨，新品 S7 销量不及预期导致。虽然轿车车型同比增长 26%，但仅有 3.4 万台，对业绩提振较小。同时，公司并表安凯客车也由于受新能源客车补贴下降影响，2017 年亏损了 2.3 亿元，影响江淮 0.5 亿元左右业绩。

图 8：公司历年研发费用与研发经费（单位：亿元）



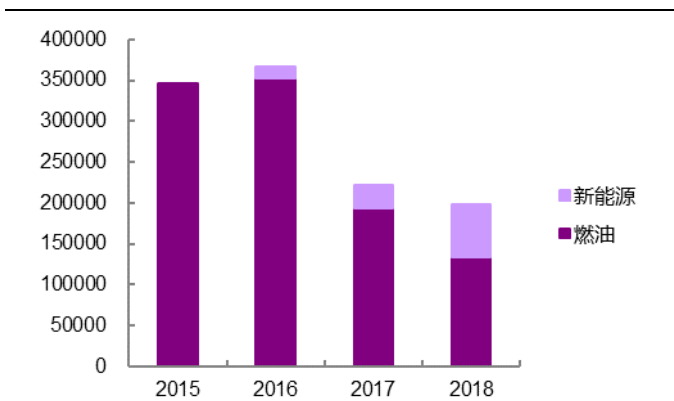
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：公司资本开支与折旧摊销额度（单位：亿元）



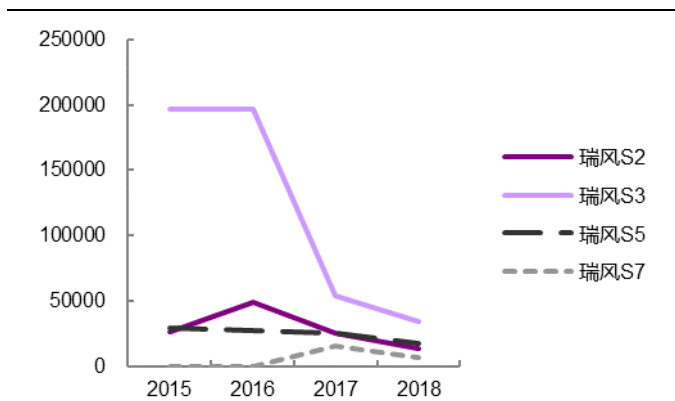
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：乘用车销量结构与销量增速（单位：辆）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：瑞风 S 系列车型销量情况（单位：辆）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2018年,乘用车方面销量较2017年下降11.1%。其中,燃油车销量较2017年下降了31%,新能源汽车2018年销量较2017年上升了125.2%。尽管新能源汽车补贴力度呈现逐年下滑的趋势,公司继续坚持在新能源、智能网联、新车型平台等领域的研发投入,导致研发费用大幅增加。2012年后,公司研发费用大幅增长,并进行了相应产能的扩建。因此,终端销量疲软叠加高昂的资本开支与研发费用,一定程度上拖累了公司的净利润表现。

1.4、2018 大幅亏损，大幅减值计提

2018年,公司进行业绩预亏预告,预计2018年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期(法定披露数据)相比,将出现亏损,实现归属于上市公司股东的净利润-77,000万元左右。归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润-190,000万元左右。

2018年中国汽车销量同比下滑2.76%,28年来首次出现负增长(中汽协)。受行业不景气影响,2018年江淮汽车销售整车及底盘46.24万台,同比下降9.48%,其中乘用车、客车销量下滑明显。

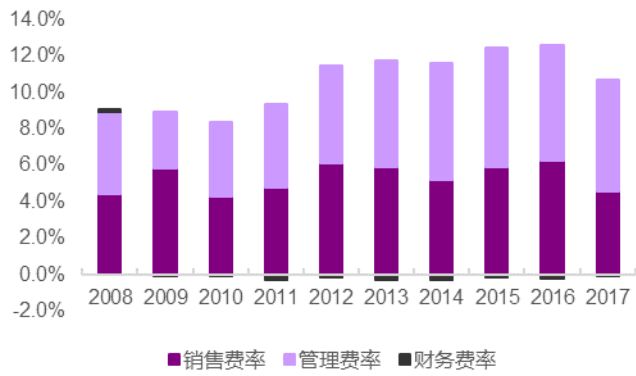
销量的下滑,产能利用率的降低,研发费用的大幅投入,造成公司整体盈利能力有所下降。其中,因应收账款、存货、专用模具、专有技术等因素计提的资产减值准备较上年同期增加4亿元左右。受部分合营企业项目正处于费用投入阶段,尚未进入销售运营等因素影响,投资收益较上年同期减少3.5亿元左右。

1.5、开源节流，2019 扭亏有望

2019年,行业增长依然不容乐观。自2008年江淮汽车进军乘用车领域以来,其三费开始大幅增加。2009年,2010年两年的三费同比增长率高达50%左右。此外,自2015年江淮汽车进入新能源汽车领域,三费再次大幅增长。但江淮汽车于17年开始着手控费,2017年三费总体下降约10%,2019年,公司计划进行进一步费用控制,力争在行业增长趋缓的大背景下做好费用管控与节流工作,提高单车盈利能力

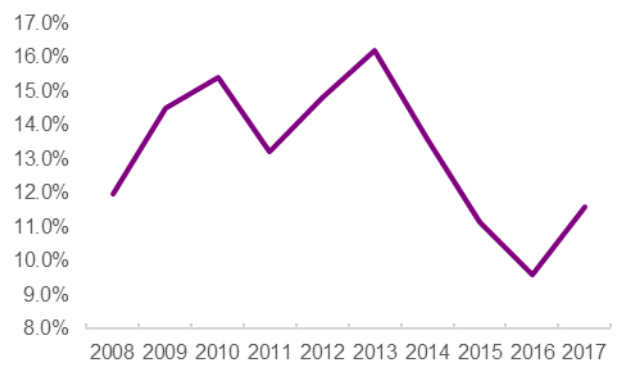
公司上半年进行费用控制的前提下,计划在2019年下半年,分别推出一款新型的乘用车和商用车。展望2019年,我们认为公司严格的费用控制和新品的推出将小幅扭亏,伴随刺激政策出台预期与传统轻卡板块业务的复苏,与大众合作沟通进展持续推进,公司具备一定的业绩弹性。

图 12: 公司三费情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 公司综合毛利率情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、江淮大众合作进程渐加速

2.1、江淮汽车与大众合作的几个阶段

第一阶段：江淮汽车与大众（中国）签署合资合作谅解备忘录

2016年9月7日，江淮汽车正式发布与大众汽车（中国）投资有限公司签署合资合作谅解备忘录的公告，该备忘录于9月6日在德国沃尔夫斯堡签订。

合作意向以新能源汽车产品为基础，成立一家研产销一体的合资公司，在新能源汽车整车及零部件的研发、生产、销售、出行方案等领域开展全方位合作，以期共同为节能减排等作出贡献。

产品规划方面，在合作起始阶段，双方计划尽快基于已有的成熟平台，共建具有竞争力的产品组合。原则上，双方应尽其最大努力并投入各自的资源（包括现有及未来平台、技术及其它专业技能）以实现上述产品战略。

第二阶段：江淮汽车与大众汽车正式签署合资企业协议

2017年6月1日，在国务院总理李克强和德国总理默克尔的共同见证下，安徽江淮汽车集团股份有限公司与大众汽车集团于德国柏林正式签署合资企业协议。该协议的签署标志着中德两国合作新的里程碑。根据该协议，合作双方将共同成立一家股比各占50%的合资企业，进行新能源汽车的研发、生产和销售并提供相关移动出行服务。

江淮汽车与大众汽车集团成立合资企业，旨在促进新能源汽车产业与可持续移动出行的发展，促进中国汽车行业的转型与升级，同时成为中德两国在汽车行业合作的全新典范。

新的合资企业的合营期限有效期为25年，合资双方将充分利用各自的技术和商业优势展开全面合作，在竞争激烈的市场中推出纯电动汽车产品。该协议还包括新能源汽车零部件的研发与生产、互联技术、大数据服务、二手车服务平台服务及所有相关业务活动。

第三阶段：江淮大众汽车有限公司正式成立

2017年12月21日，江淮大众汽车有限公司正式成立。合资公司经营范围包括：研发、制造纯电动汽车；研发、制造电动汽车电池等新能源汽车相关核心部件；销售整车以及其零部件、组件、配件；进口及在中国购买其开展业务活动所需要的货物及服务；出口整车以及其零部件、组件、配件；保证其产品的售后服务；仓储和运输服务；培训、咨询、试验和技术服务；出行解决方案服务；二手车平台服务。

第四阶段：江淮大众发布全新品牌——SOL（思皓）

2018年4月24日，由安徽江淮汽车集团股份有限公司与大众汽车集团（中国）合资成立的江淮大众汽车有限公司（以下简称“江淮大众”）发布全新品牌——SOL（思皓），并亮相该品牌的首款车型。作为由大众汽车集

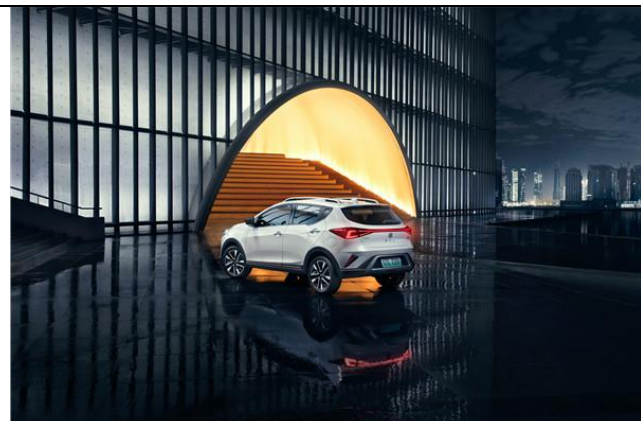
团在中国的第一家专注于新能源汽车的合资企业所打造的首个品牌，SOL（思皓）将提供以客户为中心、基于创新产品和理念的电动汽车解决方案。SOL（思皓）首款车型 E20X 举行的 2018 年北京车展前夕的大众汽车集团（中国）媒体沟通会上发布。E20X 是一款纯电动 A0 级 SUV 车型，综合工况续航里程超过 300 公里。

图 14: SOL E20X



资料来源：第一电动网，光大证券研究所

图 15: SOL E20X



资料来源：第一电动网，光大证券研究所

第五阶段：江淮汽车与大众汽车，西雅特签署谅解备忘录

2018 年 7 月 9 日江淮汽车与大众汽车、西雅特签署谅解备忘录，根据该谅解备忘录，江淮汽车、大众汽车集团（中国）、西雅特品牌三方将共同成立一座研发中心，开发符合中国市场需求的电动汽车车型、车联网及自动驾驶技术以及配套的零部件和核心技术。新的研发中心计划将在 2021 年正式建成。西雅特将参股江淮大众汽车有限公司，通过江淮大众增资或者由大众汽车集团（中国）向西雅特进行股权转让实现。西雅特品牌将有望于 2021 年前被引进中国市场。此外，江淮大众将基于三方各自的技术储备，研发一款具有竞争力的纯电动汽车平台。新的平台将在现有产品的基础上，为全球及中国客户提供更广泛的产品选择。

图 16: 大众，江淮，西雅特深化合作



资料来源：公司官网，光大证券研究所

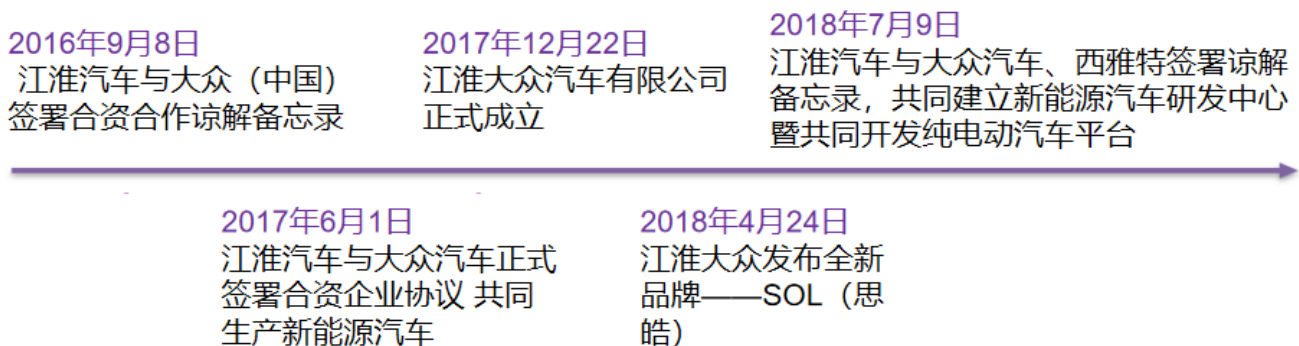
2.2、大众集团与江淮合作的重要信息点

大众集团，西雅特与江淮合作重要信息点：

- 1、大众汽车集团（中国）、江淮汽车和西雅特签署谅解备忘录，在共同引领电动出行的变革方面迈进了关键一步。
- 2、合作方将基于各自的技术实力和产品储备，共同开发一款电动汽车平台。
- 3、江淮大众有望于 2021 年前引进西雅特品牌，联合开发西雅特电动车型。
- 4、江淮大众研发中心将于 2018 年 12 月开工建设，目前已破土动工。

此次合作项目符合国家战略性新兴产业部署，有利于促进江淮汽车与大众汽车集聚整合全球开放创新资源，实现资源共享、能力互补和优势互动，形成产业技术持续供给能力。对于江淮汽车实现结构调整和品牌向上，构筑产业新发展优势，实现产业转型发展将发挥重要作用。同时将有利于推动我国新能源汽车和智能网联汽车产业化发展，进一步促进我国汽车产业节能减排与转型升级，实现新的跨越。

图 17：江淮汽车与大众合作时间表



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、大众力促西雅特落地，第三品牌入华存空间

3.1、西雅特主要情况介绍

西雅特 (Seat) 是西班牙最大的汽车公司，1950 年成立于巴塞罗那。现在属于德国大众汽车公司子公司。1982 年，在结束了与菲亚特 30 多年的合作关系后，于 1982 年 9 月 30 日，西雅特正式加入大众集团并同时推出了全新 Ibiza 车型。1986 年 6 月 18 日，大众购买西雅特 51% 的多数股权，随后 12 月 23 日其股份增加至 75% 后，成为西雅特的主要股东。1990 年 12 月 18 日，大众汽车集团收购了该公司 99.99% 的股份，从而使 SEAT 成为了大众集团收购的第一家西班牙公司。

图 18：大众旗下主要品牌



资料来源：大众官网，光大证券研究所

随着 LEON 在国内的上市，西雅特品牌正式进入中国市场。西班牙品牌初期在国内消费者接受程度较低，并且没有实现国产化们，在国内，其厂商指导价在 20~25 万之间，定价偏高，销量并不理想。

图 19：2018 款 LEON



资料来源：汽车之家，光大证券研究所

图 20：2018 款 Ibiza



资料来源：汽车之家，光大证券研究所

2018 年 3 月 27 日，作为大众集团旗下强调年轻化的汽车品牌，西雅特公布了未来其在电动车领域的全新规划。按照规划，西雅特将在 2021 年前推出四款插电混动车型和两款纯电车型。四款插电混动车型包括：当家的紧凑型两厢掀背车 Leon PHEV、与斯柯达柯迪亚克同平台的中型 SUV

Tarraco PHEV、侧重运动表现的 Cupra Leon PHEV 以及 Cupra Formentor PHEV；两款纯电动车型为：定位微型电动车的大众 e-up! 姊妹车型 Mii 和基于 MEB 平台的两厢紧凑型车 EL-BORN。

3.2、西雅特在海外市场的表现

西雅特海外销量稳中有进，值得一提的是 2017 年西雅特是大众旗下五大品牌中唯一一个在欧洲销量呈两位数增长的品牌。2018 年，西雅特在欧洲市场仍保持着强劲增长的劲头，销量同比增长近 14%，与低谷时期的 2012 年相比，增长了 73%。西雅特的增长趋势始于 2016 年推出的新车 Ateca，后续投放的 Arona 销量也持续增长。2019 年西雅特还瞄准中型 SUV 市场准备了一款 Tarraco，这块细分市场在欧洲虽然不算主力，不过整体仍处于增长状态中。另外，从西雅特旗下的高端品牌 Cupra 销量的变化可以看出，西雅特在全球市场认可度逐步加强。

表 1：西雅特整车历年销量及生产量（单位：辆）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 零售销量 | 390,505 | 400,037 | 408,703 | 468,431 | 517,627 |
| 新车批发销量 | 489,896 | 531,786 | 536,462 | 579,443 | 596,181 |
| 二手车批发销量 | 12,264 | 12,722 | 11,482 | 15,072 | 14,435 |
| 马尔托雷尔工厂生产量 | 442,677 | 477,077 | 449,063 | 455,470 | 474,300 |
| 员工数量（人） | 12,626 | 12,753 | 13,968 | 14,106 | 14,627 |

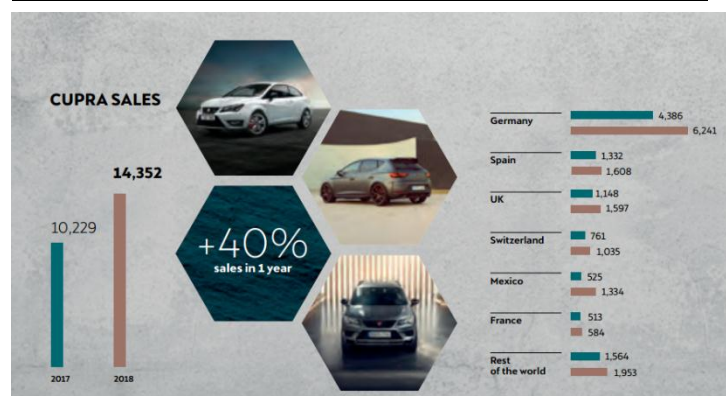
资料来源：西雅特公司年报，光大证券研究所

图 21：CUPRA logo



资料来源：CUPRA 公司年报，光大证券研究所

图 22：CUPRA 主要海外市场销量（单位：辆）



资料来源：CUPRA 公司年报，光大证券研究所

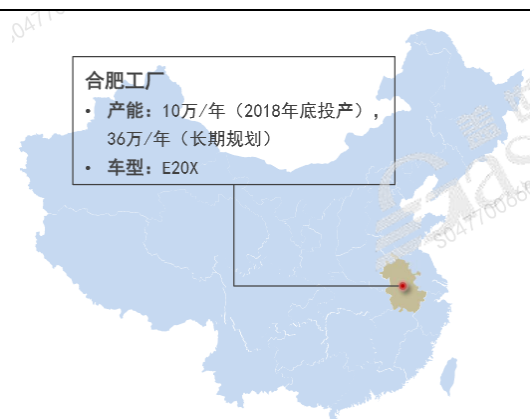
3.3、西雅特与江淮合作，互惠有望持续

西雅特入华经历较为坎坷，此前西雅特曾两度入华，皆以失败告终。其最近一次入华是在 2012 年，彼时其用中高端路线打开中国市场，但由于错误得预估了中国市场的接受程度，两年时间卖出不到 4000 辆，不得不在 2014 年黯然退出。不过在国外市场，西雅特的境遇与国内正好相反。西雅特在英

国，美国尤其是墨西哥一直有着可观的销售量增长幅度，2017年，西雅特新上市了 Ateca、Arona 两款 SUV 车型，带动全年销量增长了 15%，并成为大众汽车集团旗下增长最快的品牌。

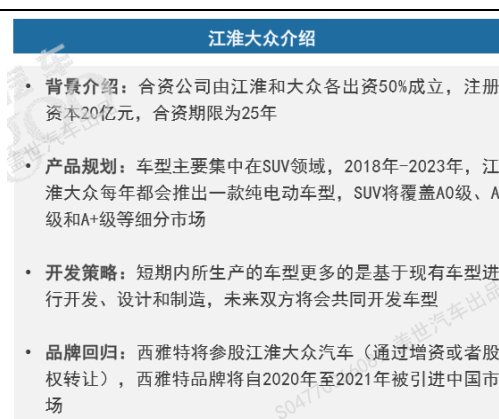
对西雅特而言，借助大众的资源，终于可以通过江淮再次回归中国市场，这对于一个立志成为全球性企业而言至关重要。对江淮而言，其目前正处于一个销量、利润双下跌的被动局面下，江淮大众增加一个品牌就是增加一个通向成功的砝码。近年自主品牌如今发展迅速，其中不乏利用合资品牌实现反哺的企业的案例，江淮通过与大众的合资，在技术上与地方经济就业上持续进行贡献。

图 23：合肥工厂介绍



资料来源：盖世汽车，光大证券研究所

图 24：江淮大众产品介绍



资料来源：盖世汽车，光大证券研究所

西雅特也有计划成为第二个使用 MEB 平台的品牌，大众 MEB 平台通过西雅特车型和品牌间接导入江淮大众。西雅特是大众旗下的重要子公司，其燃油车，以及未来规划推出的新能源汽车也必然将继续沿用大众这一“黄金”平台。因此，通过西雅特平台的车型导入，内部 MEB 资源共享，从而使得江淮大众有望得以间接导入 MEB 平台。

3.4、江淮大众是大众集团新能源规划重要棋子

对于大众而言，合资公司一方面是为了帮助大众汽车满足中国的双积分需求，同时帮助西雅特品牌重返中国市场。未来大众的新能源（BEV/PHEV）车型前期主要是基于现有平台打造，未来将基于专属的电动车平台推新，同时在国内与江淮汽车合作，专门生产新能源车型。

2020 年以前，大众主要基于现售车型打造的纯电动和插电式混合动力车型，2020 年以后开始推出 MEB 平台纯电动车型。

图 25：大众新能源车型规划

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2020以后 |
|------|-------------------------------------|--|--|---|
| 一汽大众 | | 宝来BEV(A Sedan) Q2L EV(A0 SUV) | 迈腾PHEV(B Sedan) 高尔夫EV(A Car) e-reon(B SUV) A4L PHEV(B Sedan) Q5L PHEV(B SUV) | 速腾PHEV(A Sedan) 探歌PHEV(A SUV) 探岳PHEV(B SUV) CC PHEV(B Sedan) Q3 PHEV(A SUV) Q4 EV(A SUV) |
| 上汽大众 | 途观L PHEV(B SUV) 帕萨特PHEV(B Sedan) | 朗逸BEV(A Sedan) 辉昂PHEV(C Sedan) 途昂PHEV(C SUV) | 途岳EV(A SUV) 明锐PHEV(A Sedan) 柯迪亚克(B-SUV) I.D. SUV(A SUV) | |
| 江淮大众 | | E20X | A0 SUV EV | |

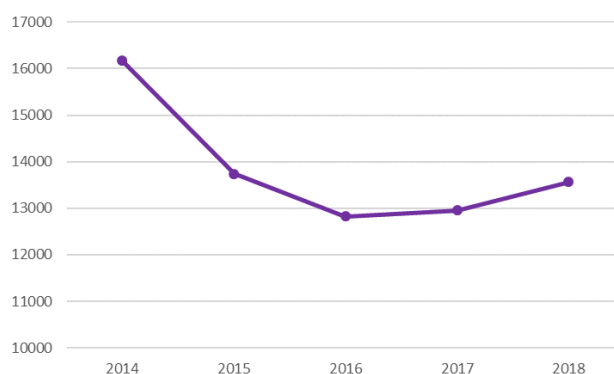
资料来源：Marklines，光大证券研究所

3.5、第三品牌为大众带来显著增量

目前，江淮大众在未来两年进行了两款规划：SOL（思皓）E20x 将于 2019 年下半年推出；A0 级纯电 SUV 将于 2020 年推出。

SOL（思皓）E20X 按照国际标准设计，欧式运动造型搭载丰富便捷的配置，带来舒适的驾乘享受。E20X 搭载了基于人工智能技术的语音系统，和包括智能充电、智能泊车及支付等功能在内的移动出行服务。力争为用户提供便利并可兼顾个性偏好。为了更好地实现这一目标，江淮大众与天猫建立合作，围绕 SOL（思皓）品牌共同开发、实行全面数字化的销售和营销模式。合作双方力图就品牌与产品传播、销售管理和客户体验管理领域积极开展探索。SOL（思皓）E20X 目前江淮第一工厂的生产线生产。新工厂的投产已在计划中，新工厂预计产能达到 10 万辆。

图 26：上汽大众单车净利润（斯柯达单车净利润）（单位：元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

在未来，电动化是汽车发展之大势所趋。我们认为，伴随初期阶段市场开扩，新款车型将为公司带来较强的示范效应，与合资公司在研发，生产，技术上进一步学习磨合，并为后续与大众在其他车型的引入合作上打开空间。新车型的引入对公司具备较强的战略意义。

4、盈利预测与投资评级

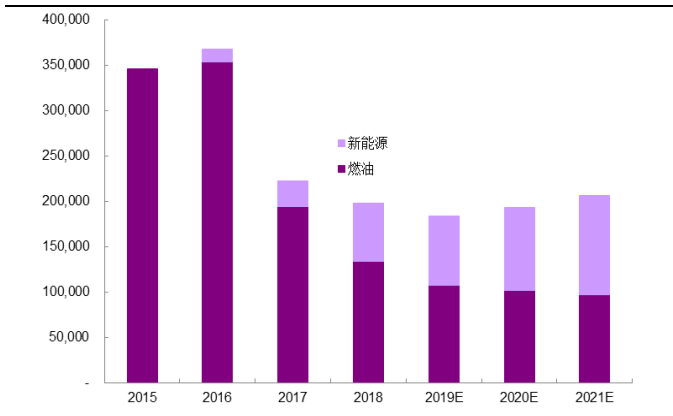
4.1、关键假设

商用车部分：我们认为，江淮汽车公司作为传统商用车行业中的重点老牌国企，在行业增长整体趋缓的背景下，商用车部分的销量趋于平稳。在轻卡，客车等业务部分，销量将会保持稳健。我们预计 2019/2020 年，销量均维持 20 万左右。

乘用车部分：燃油车部分，在传统车领域，由于品牌认可度和竞争激烈的区别，集中度逐渐降低，燃油车销量增长较为缓慢，甚至出现负增长。我们预测，鉴于新品推出带来的销量增量，2019 年，规划传统燃油车销量在 8-10 万台左右，规划新能源汽车销量在 5-8 万台左右。新能源汽车部分由于新能源补贴政策的推出，将带来增速的小幅放缓，但总体在公司内部占比逐渐提高。

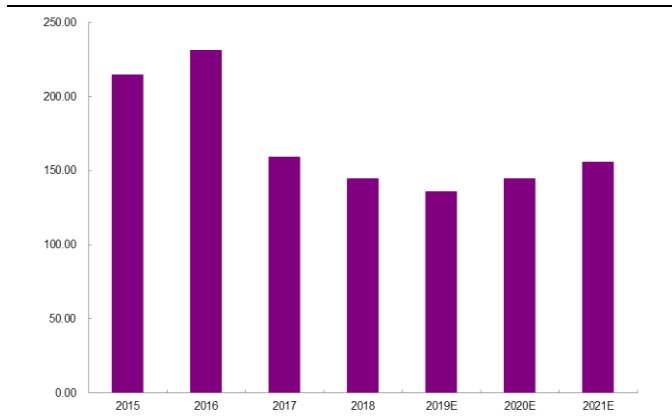
大众江淮部分：SOL/西雅特的增量将成为乘用车的主要看点。大众江淮未来两年分别引入两款车型，将为业绩带来一定的提振。由于新车型定价与销量暂无披露数据，我们预测，江淮大众第一款新车将会在 2019 年底推出，因此对 2019 年，直接提供的增量不大。2020 年，江淮大众的销量有望看到较为显著的爬坡。新车定价将在 8-15 万区间，得益于江淮与大众过往成功推出经验，月度销量有望突破月销 5000 大关，成为业绩重要的增长点。各板块营收/销量拆分、毛利率预测如下：

图 27：乘用车板块销量预测（单位：辆）



资料来源：Wind,光大证券研究所预测

图 28：乘用车板块营收预测（单位：亿元）



资料来源：Wind,光大证券研究所预测

表 2：各版块营收与毛利率拆分

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收合计 | 464.15 | 525.29 | 492.02 | 479.88 | 479.23 | 495.43 |
| 整车 | 415.81 | 470.87 | 440.50 | 429.49 | 426.63 | 440.51 |
| 商用车 | 170.23 | 204.77 | 239.50 | 244.29 | 249.18 | 254.16 |
| 乘用车 | 214.81 | 231.25 | 159.18 | 144.63 | 136.08 | 144.56 |
| 客车 | 30.77 | 34.85 | 41.82 | 40.57 | 41.38 | 41.79 |
| 底盘 | 7.03 | 4.87 | 3.31 | 3.14 | 2.99 | 2.84 |
| 其他 | 41.31 | 49.55 | 48.21 | 47.25 | 49.61 | 52.09 |
| 毛利率 | 11.15% | 9.59% | 11.61% | 10.48% | 10.14% | 10.08% |

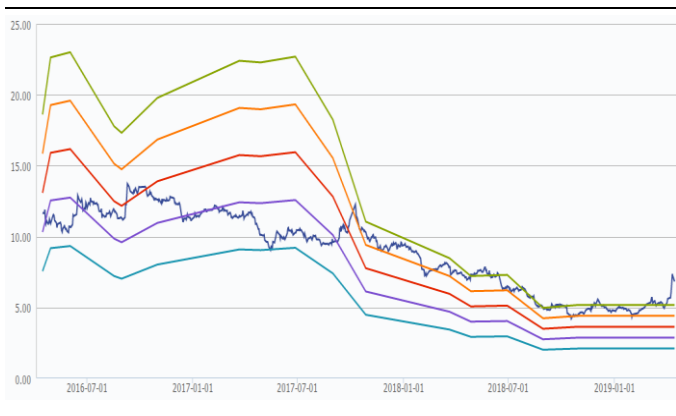
| | | | | | | |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 整车 | 10.72% | 8.88% | 11.18% | 9.98% | 9.57% | 9.50% |
| 商用车 | 12.88% | 10.88% | 10.97% | 11.50% | 11.20% | 11.30% |
| 乘用车 | 13.04% | 12.41% | 11.24% | 10.90% | 10.30% | 10.00% |
| 客车 | 0.00% | 0.00% | 12.08% | 10.00% | 9.50% | 9.30% |
| 底盘 | 17.15% | 15.04% | 9.34% | 10.50% | 10.70% | 10.80% |
| 其他 | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

4.2、可比公司估值分析

由于乘用车的转型与探索侵蚀了公司传统业务的大量利润,因此,公司净利润水平较低,导致 PE 偏高。尤其在 2018 年,公司出现亏损状况, PE 为负值,2019 年我们预计净利润小幅转正。从历史 PB 估值分析,公司的 PB 已经进入了历史最低区间,显著低于可比公司,在政策预期的提振下,具备较强修复空间。

图 29: 江淮汽车历史 PE 估值水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 30: 江淮汽车 PB 水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所

我们比较了可比公司的 PB 和 PE 情况,选取长安汽车,广汽集团,江铃汽车,上汽集团,比亚迪等公司进行对比。2016/2017/2018 年,汽车行业平均 PE 估值 17/20/47 倍,江淮估值为 11/30/-倍。

表 3: 可比公司 PE 水平 (股价为 2019 年 4 月 23 日收盘价)

| 股票名称 | 市值 (亿) | 股价 (元) | EPS | | | | | PE | | | | |
|-----------|--------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2016A | 2017A | 2018A/E | 2019E | 2020E | 2016A | 2017A | 2018A/E | 2019E | 2020E |
| 长安汽车 | 396 | 9.27000 | 2.14 | 1.49 | 0.14 | 0.31 | 0.90 | 7 | 8 | 46 | 30 | 10 |
| 广汽集团 | 1235 | 13.81 | 0.97 | 1.48 | 1.07 | 1.21 | 1.37 | 24 | 17 | 10 | 11 | 10 |
| 江铃汽车 | 253 | 26.95 | 1.53 | 0.80 | 0.11 | 1.02 | 1.72 | 18 | 20 | 120 | 26 | 16 |
| 上汽集团 | 3319 | 28.41 | 2.90 | 2.95 | 3.08 | 3.21 | 3.45 | 8 | 11 | 9 | 9 | 8 |
| 比亚迪 | 1471 | 56.96 | 1.85 | 1.49 | 1.02 | 1.36 | 1.71 | 27 | 44 | 50 | 42 | 33 |
| 平均 | | | | | | | | 17 | 20 | 47 | 24 | 16 |
| 江淮汽车 | 126 | 0.92 | 0.61 | 0.23 | (0.41) | 0.03 | 0.24 | 11 | 30 | - | 234 | 28 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (备注: 可比预测数据取自万得一致预期,江淮汽车为光大证券预测。2018 年,江淮汽车年报未正式发布,仅公布业绩预告,其余可比公司已经全部发布 2018 年年报)

由于公司净利润水平较小并且具备一定周期性，我们用 PB 进行估值。公司 PB 同样呈现一定周期性波动的趋势，在行业景气度高的时候，PB 相应偏高，2016/2017 年的平均 PB 分别为 2.19/1.97 倍，2018 年行业平均为 1.39 倍。相比江淮目前较低的 PB 水平，我们认为具备一定估值修复的空间。汽车行业呈三年为期的周期性波动，2018 年，乘用车销量首次呈现负增长，即使在行业估值底部时期，行业可比公司平均 PB 依然在 1.39 倍，同期，江淮汽车的 PB 仅有 0.92 倍，显著低于可比公司的 PB 水平。我们认为，即便修复到 2018 年行业估值底部 1.39 倍平均 PB 的水平，依然有较高的 PB 修复空间，伴随汽车销量在 2019 年的回暖，我们认为 PB 水平有望持续修复提高。此外，大众江淮的合作，将有望大幅改善公司的经营管理，合作预期值得期待。

表 4：可比公司 PB 水平一览（股价为 2019 年 4 月 23 日收盘价）

| 股票名称 | 市值(亿) | 股价(元) | PB | | |
|-----------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2016A | 2017A | 2018A |
| 长安汽车 | 401 | 9.27 | 1.65 | 1.27 | 0.68 |
| 广汽集团 | 1255 | 13.81 | 3.41 | 2.59 | 1.38 |
| 江铃汽车 | 171 | 26.95 | 1.88 | 1.11 | 1.06 |
| 上汽集团 | 3319 | 28.41 | 1.35 | 1.66 | 1.33 |
| 比亚迪 | 1471 | 56.96 | 2.64 | 3.23 | 2.52 |
| 平均 | | | 2.19 | 1.97 | 1.39 |
| 江淮汽车 | 131 | 6.63 | 1.59 | 1.29 | 0.92 |

资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3、盈利预测与评级

我们预测，公司 2018/2019/2020 的营收分别为 479/479/495 亿元，净利润分别为 -7.7/0.56/4.6 亿元。净利润增长率为 -279%/-725%，对应 PE 为 -/234/28 倍。首次覆盖，考虑到公司业绩与 PB 合理修复空间，按可比公司 2018 年平均 1.39 倍 PB 计算，对应目标价 10.01 元，给予“增持”评级。

4.4、股价驱动因素

长期驱动因素：合资股比开放，大众注入预期等是公司重大长期驱动因素，尤其是第三品牌/西雅特引入进度，MEB 平台授权进度，大众新能源在华长期规划等，均是影响公司股价的重要因素。

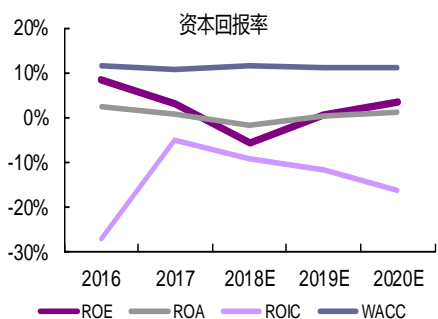
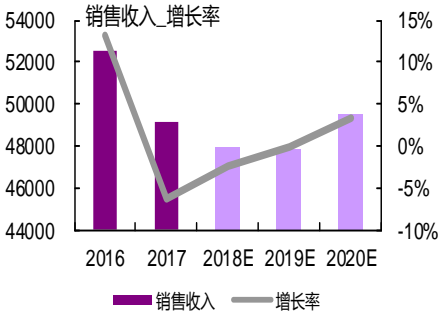
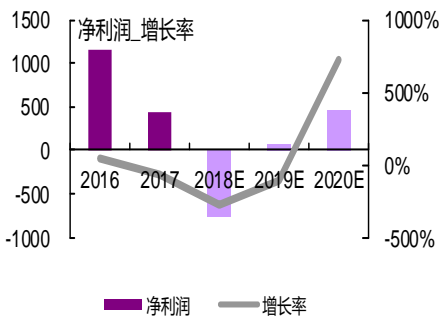
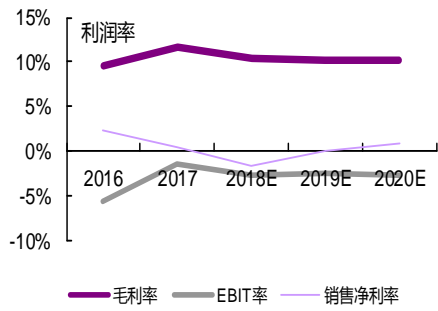
短期驱动因素：月度季度销量变化，减值计提，短期资本开支等也将会持续影响公司股价表现。新能源汽车板块受公司管理层与竞争对手策略影响。

5、风险分析

行业增长放缓风险：汽车行业销量面临周期性波动，汽车行业增长中枢面临下降风险；

新品销售不及预期：整车市场竞争日趋激烈，新品竞争愈发激烈，整车面临利润率和市场份额下滑风险；

政策变动风险：合资股比放开，大众谈判进程，关税等影响，对消费预期与海外市场波动产生风险；



| 利润表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 52,491 | 49,146 | 47,933 | 47,868 | 49,487 |
| 营业成本 | 47,456 | 43,441 | 42,909 | 43,016 | 44,496 |
| 折旧和摊销 | 1,839 | 1,843 | 1,229 | 1,270 | 1,301 |
| 营业税费 | 1,020 | 793 | 719 | 718 | 742 |
| 销售费用 | 3,285 | 2,257 | 2,699 | 2,298 | 2,524 |
| 管理费用 | 3,336 | 2,989 | 3,037 | 3,016 | 3,167 |
| 财务费用 | -107 | -38 | 57 | -26 | -94 |
| 公允价值变动损益 | -6 | 14 | 0 | 2 | 0 |
| 投资收益 | 229 | 217 | 164 | 181 | 198 |
| 营业利润 | -2,655 | 199 | -1,235 | -969 | -1,059 |
| 利润总额 | 1,342 | 207 | -784 | 12 | 421 |
| 少数股东损益 | 53 | -195 | -33 | -44 | -55 |
| 归属母公司净利润 | 1,162 | 432 | -774 | 56 | 460 |

| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 49,215 | 44,510 | 41,428 | 44,658 | 45,079 |
| 流动资产 | 31,091 | 23,490 | 22,179 | 26,501 | 27,928 |
| 货币资金 | 16,032 | 11,060 | 9,003 | 14,487 | 17,220 |
| 交易型金融资产 | 28 | 0 | 28 | 22 | 19 |
| 应收帐款 | 3,366 | 3,110 | 3,066 | 2,796 | 1,803 |
| 应收票据 | 1,666 | 959 | 2,493 | 2,633 | 1,958 |
| 其他应收款 | 4,554 | 4,573 | 3,355 | 2,393 | 2,474 |
| 存货 | 2,839 | 1,588 | 1,991 | 2,010 | 2,109 |
| 可供出售投资 | 83 | 124 | 61 | 73 | 84 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1,409 | 1,624 | 1,624 | 1,664 | 1,814 |
| 固定资产 | 10,286 | 11,155 | 10,751 | 10,141 | 9,373 |
| 无形资产 | 2,693 | 2,844 | 2,702 | 2,567 | 2,438 |
| 总负债 | 33,746 | 29,261 | 27,120 | 30,338 | 30,358 |
| 无息负债 | 29,572 | 22,360 | 23,152 | 25,903 | 25,320 |
| 有息负债 | 4,175 | 6,901 | 3,968 | 4,435 | 5,037 |
| 股东权益 | 15,469 | 15,249 | 14,308 | 14,320 | 14,722 |
| 股本 | 1,893 | 1,893 | 1,893 | 1,893 | 1,893 |
| 公积金 | 6,950 | 6,956 | 6,956 | 6,956 | 6,956 |
| 未分配利润 | 4,857 | 4,913 | 4,007 | 4,063 | 4,519 |
| 少数股东权益 | 1,674 | 1,379 | 1,346 | 1,301 | 1,247 |

| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 经营活动现金流 | -350 | -6,663 | 687 | 4,927 | 2,024 |
| 净利润 | 1,162 | 432 | -774 | 56 | 460 |
| 折旧摊销 | 1,839 | 1,843 | 1,229 | 1,270 | 1,301 |
| 净营运资金增加 | 2,908 | 3,963 | -322 | -3,919 | -415 |
| 其他 | -6,258 | -12,901 | 554 | 7,520 | 678 |
| 投资活动产生现金流 | -1,315 | -347 | 446 | 66 | -46 |
| 净资本支出 | -789 | -1,532 | 122 | -65 | -78 |
| 长期投资变化 | 1,409 | 1,624 | 0 | -40 | -150 |
| 其他资产变化 | -1,934 | -439 | 324 | 171 | 182 |
| 融资活动现金流 | 5,100 | 2,437 | -3,191 | 491 | 756 |
| 股本变化 | 430 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 1,381 | 2,727 | -2,933 | 467 | 602 |
| 无息负债变化 | 3,566 | -7,212 | 792 | 2,751 | -583 |
| 净现金流 | 3,446 | -4,587 | -2,058 | 5,484 | 2,733 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 13.16% | -6.37% | -2.47% | -0.14% | 3.38% |
| 净利润增长率 | 35.49% | -62.83% | -279.13% | -107.22% | 724.54% |
| EBITDA 增长率 | 502.94% | -195.78% | -110.09% | -182.06% | -155.63% |
| EBIT 增长率 | 75.05% | -75.90% | 85.20% | -12.23% | 14.82% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 11 | 30 | -17 | 234 | 28 |
| PB | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | -9 | 15 | -144 | 119 | -172 |
| EV/EBIT | -4 | -24 | -12 | -9 | -7 |
| EV/NOPLAT | -4 | -21 | -12 | -10 | -7 |
| EV/Sales | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EV/IC | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 9.59% | 11.61% | 10.48% | 10.14% | 10.08% |
| EBITDA 率 | -2.22% | 2.28% | -0.24% | 0.19% | -0.10% |
| EBIT 率 | -5.73% | -1.47% | -2.80% | -2.46% | -2.73% |
| 税前净利润率 | 2.56% | 0.42% | -1.63% | 0.02% | 0.85% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 2.21% | 0.88% | -1.61% | 0.12% | 0.93% |
| ROA | 2.47% | 0.53% | -1.95% | 0.03% | 0.90% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 8.42% | 3.11% | -5.97% | 0.43% | 3.42% |
| 经营性 ROIC | -27.31% | -5.00% | -9.39% | -11.97% | -16.28% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 1.03 | 0.94 | 0.99 | 1.05 | 1.13 |
| 速动比率 | 0.93 | 0.88 | 0.90 | 0.97 | 1.05 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 3.30 | 2.01 | 3.27 | 2.94 | 2.68 |
| 有形资产/有息债务 | 10.74 | 5.75 | 9.37 | 9.12 | 8.13 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.61 | 0.23 | -0.41 | 0.03 | 0.24 |
| 每股红利 | 0.19 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.07 |
| 每股经营现金流 | -0.18 | -3.52 | 0.36 | 2.60 | 1.07 |
| 每股自由现金流(FCFF) | -2.21 | -2.16 | 0.11 | 2.10 | 0.13 |
| 每股净资产 | 7.29 | 7.33 | 6.85 | 6.88 | 7.12 |
| 每股销售收入 | 27.72 | 25.96 | 25.32 | 25.28 | 26.14 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%; |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |