

汽车整车

# 江淮汽车 (600418. SH) / 14.08 元

## 补贴确认方式变更，新能源汽车进入上量期

### 事项

江淮汽车发布关于会计政策变更的公告，将新能源汽车政府补贴在收到当期确认为营业外收入变更为随车辆销售将国补与地补计入当期损益。我们认为这一变更标志着公司新能源汽车销售战略正式进入商业化、大规模量产阶段。

### 主要观点

#### 1. 变更会计政策不影响基本面但有望改变市场看法

从2010年第一代iEV推出至2014年，公司累计实现新能源汽车销售7500余台。虽然在市场上处于领先，但规模仍然较小且补贴政策存在较大不确定性。2015年随着iEV5的上市，公司新能源汽车销量上升势头明显。同时由于各地补贴政策趋于确定，使得公司在新能源汽车销售时将国补与地补同步计入当期损益成为可能。目前新能源汽车盈利能力较为依赖补贴，随着公司新能源汽车销售占比逐步增加，补贴同步计入当期损益可更为真实的反映公司业绩。会计政策变更不会对公司基本面形成实质性影响，但我们认为目前市场对于公司在新能源汽车产业链中的位置存在严重低估，而这一简单的会计政策变化标志着公司新能源汽车战略由初期推广的第一阶段进入市场化量产的第二阶段。

#### 2. iEV5 市场口碑形成，电动轻卡竞争优势明显

上半年上市的iEV5采用包括电动车专用底盘在内完全正向开发模式，而目前国内主流电动车大部分是基于传统车型平台制造。专用平台给予了iEV5较大先发优势，上市后已形成了良好的市场口碑，目前受制于电池供给不足，产能仍无法充分放出。另一方面，用于物流等领域的电动商用车目前市场需求巨大但优质产品一车难求。公司作为传统轻卡龙头，在电动轻卡领域技术开发的布局较早，竞争优势明显。产品形成量产后有望迅速形成新能源汽车领域电动乘用车外的另一增长点。随着iEV5未来销量的不断爬坡与电动轻卡的量产，我们认为公司超额完成7000辆电动车年销量目标是大概率事件。

#### 3. 电池供给难成瓶颈，反将提供较大产品向上空间

目前iEV5产量主要受制于电池供给不足。iEV5采用力神18650三元电芯，目前良率不高，供货量不足。我们认为，与竞争对手相比，iEV5的优势更多的在于其电动车专用平台，而在动力电池方面，iEV5目前并不具备优势。以北汽E200为例，该车采用韩国SK三元动力电池，并将其作为广告中的主要卖点之一。在之前行业深度报告中我们数次强调重视三星、LG等国际巨头在华建厂所带来的冲击与投资机遇，随着国际优质电芯大举进入中国市场，优质三

证券分析师： 张文博  
 执业编号： S0360512020001  
 Email: zhangwenbo@hcyjs.com  
 研究助理： 欧子辰  
 Email: ouzichen@hcyjs.com  
 Tel: 010-66500865

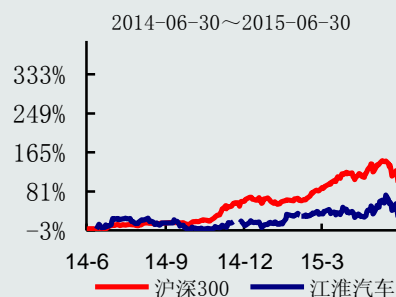
### 投资评级

投资评级： 强推  
 评级变动： 维持

### 公司基本数据

总股本(万股)	146323
流通 A 股/B 股(万股)	82962/0
资产负债率(%)	70.0
每股净资产(元)	6.18
市盈率(倍)	16.67
市净率(倍)	2.28
12 个月内最高/最低价	19.45/10.2

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《14 年业绩符合预期，15 年重回高速增长轨道》	2015-03-19
《15 年 SUV 将贡献最大增量》	2015-01-07
《S3 销量超预期，四季度扭亏基本无虞》	2014-12-04
《销量下滑导致业绩不达预期，四季度有望扭亏》	2014-10-27
《S3 销量超预期，首款市场化纯电动轻卡推出》	2014-09-25
《静待新能源销量兑现》	2014-09-09

元动力电池货源制约不再，公司产品质量与口碑有望得到进一步的提升，在电动乘用车领域的市场竞争实力将进一步加强。

#### 4. 投资建议：

公司在新能源汽车领域布局较早，同时管理层的重视程度现在仍在增加，新能源汽车产业链的布局在未来公司战略中的位置正在不断提升。但由于之前销量占比仍小，市场将公司更多的看做传统车企。随着公司未来新能源汽车产品逐渐上量，客户口碑逐渐形成，产业链上下游布局逐渐完善，这一看法将被改变，因此我们认为目前价格存在明显低估。预计 15-17 年 EPS 为 0.84/1.12/1.64 元，对应 PE 为 17/13/9 倍，维持强烈推荐评级。建议现价买入。

#### 风险提示

1. 新能源汽车推广不达预期
2. 公司传统车型销量不达预期

## 附录：财务预测表

**资产负债表**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	14193	15754	19453	24921
现金	7986	9255	12261	16973
应收账款	528	541	622	720
其它应收款	76	109	105	97
预付账款	582	469	505	519
存货	1324	1215	1250	1263
其他	3698	4166	4709	5350
<b>非流动资产</b>	12671	11896	11765	11222
长期投资	966	685	758	803
固定资产	7682	7952	7909	7458
无形资产	1285	1290	1319	1381
其他	2738	1970	1779	1580
资产总计	26864	27650	31218	36143
<b>流动负债</b>	17490	17412	20049	23682
短期借款	415	0	0	0
应付账款	5890	5727	6707	8197
其他	11184	11684	13343	15485
<b>非流动负债</b>	2023	1937	1985	1977
长期借款	860	888	871	868
其他	1163	1048	1114	1109
<b>负债合计</b>	19513	19348	22034	25659
少数股东权益	351	356	367	382
股本	1285	1285	1285	1285
资本公积金	1282	1282	1282	1282
留存收益	4435	5379	6250	7536
归属母公司股东权益	7002	7946	8817	10103
<b>负债和股东权益</b>	26864	27650	31218	36143

**现金流量表**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	1568	2373	4489	6123
净利润	539	1085	1437	2108
折旧摊销	1181	1165	1317	1432
财务费用	-94	-68	-123	-201
投资损失	-98	-48	-58	-68
营运资金变动	22	286	1848	2860
其它	18	-47	67	-8
<b>投资活动现金流</b>	-347	-463	-1108	-792
资本支出	-546	-657	-843	-625
长期投资	94	288	-76	-46
其他	105	-94	-189	-121
<b>筹资活动现金流</b>	-570	-642	-374	-620
短期借款	415	-415	0	0
长期借款	-20	28	-18	-3
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-965	-255	-356	-618
<b>现金净增加额</b>	651	1269	3007	4711

**利润表**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	34169	38886	45047	53367
营业成本	29522	32524	37593	44119
营业税金及附加	641	910	946	1123
营业费用	1784	2314	2653	3106
管理费用	2192	2240	2599	3063
财务费用	-94	-68	-123	-201
资产减值损失	65	70	67	67
公允价值变动收益	9	0	0	3
投资净收益	98	48	58	68
<b>营业利润</b>	178	946	1370	2161
营业外收入	411	221	245	263
营业外支出	18	0	7	7
<b>利润总额</b>	571	1167	1608	2418
所得税	32	76	161	295
<b>净利润</b>	539	1090	1447	2123
少数股东损益	10	5	11	15
<b>归属母公司净利润</b>	529	1085	1437	2108
<b>EBITDA</b>	1664	2263	2802	3649
<b>EPS 摊薄 (元)</b>	0.41	0.84	1.12	1.64

**主要财务比率**

	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.6%	13.8%	15.8%	18.5%
营业利润	-79.1%	431.1%	44.8%	57.7%
归属母公司净利润	-42.4%	105.2%	32.4%	46.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.6%	16.4%	16.5%	17.3%
净利率	1.6%	2.8%	3.2%	4.0%
ROE	7.4%	13.9%	16.4%	21.4%
ROIC	5.0%	10.6%	12.7%	16.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	72.6%	70.0%	70.6%	71.0%
净负债比率	10.74%	7.88%	7.23%	6.21%
流动比率	0.81	0.90	0.97	1.05
速动比率	0.74	0.84	0.91	1.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.35	1.43	1.53	1.58
应收帐款周转率	70.17	72.80	77.52	79.53
应付帐款周转率	5.88	5.60	6.05	5.92
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.41	0.84	1.12	1.64
每股经营现金	1.22	1.85	3.49	4.77
每股净资产	5.45	6.18	6.86	7.86
<b>估值比率</b>				
P/E	34.22	16.67	12.59	8.58
P/B	2.58	2.28	2.05	1.79
EV/EBITDA	-3.36	4.81	2.78	0.86

资料来源：公司报表、华创证券

## 汽车组分析师介绍

李巍宇：联系人，汽车组分析师，英国斯特林大学投资分析硕士，2014 年加入华创证券。

欧子辰：联系人，汽车组分析师，美国凯斯西储大学金融学硕士，2014 年加入华创证券。

华创证券汽车组视角独立，善于各类数据分析，挖掘企业的潜在投资价值；研究风格较为务实，注重对上市公司潜在价值的挖掘，同时非常关注上市公司长期成长空间的实证分析和中期业绩的兑现能力。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构 销售部	王韦华	销售副总监	010-66280827	wangweihua@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王勇	销售经理	010-66500810	wangy@hcyjs.com
	张弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
广深机构 销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715429	<a href="mailto:wangliyan@hcyjs.com">wangliyan@hcyjs.com</a>
	林芷豌	销售助理	0775-82027731	<a href="mailto:linzhiwan@hcyjs.com">linzhiwan@hcyjs.com</a>
上海机构 销售部	李茵茵	高级销售经理	021-50589862	liyinyin@hcyjs.com
	熊俊	高级销售经理	021-50329316	xiongjun@hcyjs.com
	简佳	高级销售经理	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售助理	021-58450029	zhangjiani@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
  - 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558