

# 江淮汽车 (600418.SH) 动力电池行业

评级：买入 维持评级

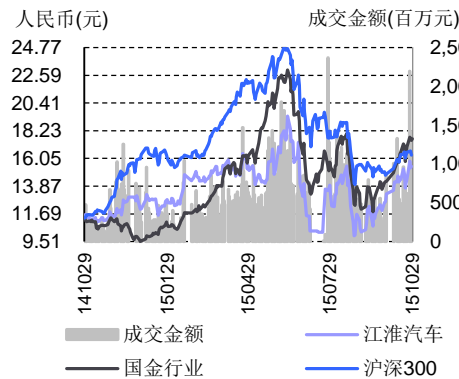
业绩点评

市场价格 (人民币): 15.43 元  
目标价格 (人民币): 22.00-25.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	829.62
总市值(百万元)	22,577.69
年内股价最高最低(元)	19.39/9.97
沪深 300 指数	3524.92
上证指数	3375.20



## 相关报告

1. 《新能源新车型不断推进, 确定高成长-江淮汽车公司研究》, 2015.10.13

姚罡 联系人  
(8621)60935531  
yaogang@gjzq.com.cn

苏广宁 联系人  
(8621)61620766  
suguangning@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 高增长可持续, 新能源弹性显著

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.686	0.315	0.727	1.130	1.550
每股净资产(元)	5.32	6.05	6.88	8.09	9.86
每股经营性现金流(元)	1.93	1.29	3.96	3.21	2.98
市盈率(倍)	12.73	38.35	21.23	13.66	9.95
净利润增长率(%)	89.97%	-54.04%	162.68%	55.45%	37.26%
净资产收益率(%)	12.89%	5.21%	12.04%	15.90%	17.92%
总股本(百万股)	1,284.91	1,284.91	1,463.23	1,463.23	1,463.23

### 业绩简评

■ 公司 2015 年 10 月 29 日晚发布三季报: 公司前三季度, 实现营业收入 339.25 亿元, 同比增长 17.57%; 实现归属上市公司股东的净利润 6.49 亿元, 同比增长 100.57%; 实现每股收益 0.47 元, 同比增长 88.00%。

### 经营分析

- **传统车型逆势上成长, 小排量 SUV 精准切入, 新能源汽车厚积薄发:** 今年 1-9 月, 在国内车市整体疲软的情况下, 公司销量逆势上扬, 乘用车同比增长 91.82%, 其中 SUV 同比大增 476.13%; 商用车销量略有下降, 但出口业务增长 33%; 新能源电动车累计销售 6087 辆, 其中 9 月单月销售 1400 辆, 创全年单月最高水平。
- **受市场竞争加剧和宏观经济拖累, 公司毛利率持续下降, 政府补贴对冲部分影响:** 受宏观经济形势影响, 公司前三季度实现销售毛利率 12.18%, 同比下降 2.58%; 与此同时, 公司前三季度受到以新能源汽车补贴为主的营业外收入 14.0 亿元, 同比增长 217.73%, 减少毛利率下降影响; 前三季度, 公司实现净利率 1.93%, 同比提升 0.24%。
- **公司布局 SUV 与新能源车, 成长空间充足:** 公司前三季度 SUV 销量接近 15 万辆, 同比增长 481.4%, 旗下 S2、S3、S5 覆盖 SUV 重点消费群体, 有望持续增长; 公司现已明确新能源汽车业务发展战略 (iEV+ 战略), 目标 2025 年新能源汽车占公司总销量比例不低于 30%, 包括新能源物流专用车销量, 形成节能汽车、新能源汽车、智能网联汽车共同发展的新格局, 增发募投 45 亿元进一步提高新能源汽车相关核心零部件的技术研发和制造能力。SUV 与新能源汽车持续发力, 将为公司提供充足成长空间。

### 盈利预测

■ 我们维持公司 2015、2016、2017 年的 EPS 分别为 0.727 元、1.130 元和 1.550 元的预测; 目前公司股价 15.77 元, 对应 2015、2016 及 2017 年市盈率分别为: 21 倍、14 倍、10 倍。

### 投资建议

■ 我们维持“买入”评级, 6 个月目标价为 22-25 元/股, 对应 2016 年 20-22 倍市盈率。

风险提示: 新能源汽车补贴不到位, 市场竞争加剧。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	29,117	33,620	34,169	45,543	53,388	61,853
增长率		15.5%	1.6%	33.3%	17.2%	15.9%
主营业务成本	-24,802	-28,175	-29,522	-39,357	-46,568	-54,608
% 销售收入	85.2%	83.8%	86.4%	86.4%	87.2%	88.3%
毛利	4,314	5,445	4,647	6,185	6,820	7,246
% 销售收入	14.8%	16.2%	13.6%	13.6%	12.8%	11.7%
营业税金及附加	-663	-701	-641	-820	-961	-1,113
% 销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	-1,784	-1,996	-1,784	-2,368	-2,936	-3,526
% 销售收入	6.1%	5.9%	5.2%	5.2%	5.5%	5.7%
管理费用	-1,566	-1,962	-2,207	-2,869	-3,310	-3,773
% 销售收入	5.4%	5.8%	6.5%	6.3%	6.2%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	301	786	16	128	-387	-1,166
% 销售收入	1.0%	2.3%	0.0%	0.3%	n.a	n.a
财务费用	47	107	94	122	229	354
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.6%
资产减值损失	-77	-67	-65	0	0	0
公允价值变动收益	0	-9	9	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	270	817	54	250	-158	-812
营业利润率	0.9%	2.4%	0.2%	0.5%	n.a	n.a
营业外收支	250	181	393	1,000	2,092	3,460
税前利润	520	998	447	1,250	1,934	2,648
利润率	1.8%	3.0%	1.3%	2.7%	3.6%	4.3%
所得税	-47	-103	-32	-162	-251	-344
所得税率	9.0%	10.3%	7.2%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	474	896	415	1,087	1,683	2,304
少数股东损益	10	15	10	24	30	35
归属于母公司的净利润	464	881	405	1,063	1,653	2,269
净利率	1.6%	2.6%	1.2%	2.3%	3.1%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	505	932	539	1,087	1,683	2,304
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	934	1,134	1,260	1,450	1,511	1,551
非经营收益	-134	-303	-239	-494	-2,015	-3,383
营运资金变动	1,690	715	92	3,050	2,950	3,362
经营活动现金净流	2,995	2,478	1,653	5,094	4,129	3,834
资本开支	-619	-426	-540	1,423	1,383	2,950
投资	516	635	657	-201	0	0
其他	126	207	287	0	0	0
投资活动现金净流	24	416	404	1,222	1,383	2,950
股权募资	21	4	163	0	-93	0
债权募资	456	43	504	-4,108	0	1
其他	-284	-197	-1,201	-285	-77	-77
筹资活动现金净流	193	-149	-534	-4,393	-171	-76
现金净流量	3,211	2,745	1,522	1,924	5,341	6,708

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	4,832	6,368	10,218	12,142	17,483	24,191
应收款项	2,660	3,109	5,459	5,537	6,491	7,520
存货	1,108	1,212	1,892	1,617	1,914	2,244
其他流动资产	1,095	1,806	1,847	1,089	1,137	1,158
流动资产	9,696	12,494	19,416	20,385	27,024	35,113
% 总资产	49.5%	52.8%	54.7%	59.3%	67.2%	74.3%
长期投资	466	633	982	1,183	1,182	1,182
固定资产	7,600	8,315	11,212	10,878	10,174	9,221
% 总资产	38.8%	35.1%	31.6%	31.7%	25.3%	19.5%
无形资产	1,511	1,793	3,363	1,921	1,824	1,736
非流动资产	9,874	11,178	16,088	13,984	13,182	12,140
% 总资产	50.5%	47.2%	45.3%	40.7%	32.8%	25.7%
<b>资产总计</b>	<b>19,569</b>	<b>23,672</b>	<b>35,504</b>	<b>34,369</b>	<b>40,206</b>	<b>47,253</b>
短期借款	517	710	2,552	0	0	0
应付款项	10,750	13,386	19,848	22,078	26,218	30,840
其他流动负债	272	548	901	590	699	819
流动负债	11,539	14,644	23,301	22,669	26,916	31,659
长期贷款	1,030	880	1,114	1,114	1,114	1,115
其他长期负债	851	1,131	1,590	0	0	0
<b>负债</b>	<b>13,420</b>	<b>16,655</b>	<b>26,005</b>	<b>23,782</b>	<b>28,030</b>	<b>32,774</b>
普通股股东权益	5,987	6,835	7,772	8,835	10,394	12,663
少数股东权益	162	178	1,727	1,751	1,781	1,816
<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,569</b>	<b>23,668</b>	<b>35,504</b>	<b>34,368</b>	<b>40,205</b>	<b>47,253</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.361	0.686	0.315	0.727	1.130	1.550
每股净资产	4.661	5.320	6.048	6.876	8.089	9.855
每股经营现金净流	2.324	1.929	1.286	3.965	3.213	2.984
每股股利	0.100	0.200	0.150	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.72%	12.89%	5.21%	12.04%	15.90%	17.92%
总资产收益率	2.39%	3.72%	1.14%	3.09%	4.11%	4.80%
投入资本收益率	3.53%	8.16%	0.11%	0.95%	-2.53%	-6.51%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-4.44%	15.47%	1.63%	33.29%	17.23%	15.86%
EBIT增长率	-33.18%	161.26%	-97.93%	689.58%	-402.0%	201.26%
净利润增长率	-19.52%	89.97%	-54.04%	162.68%	55.45%	37.26%
总资产增长率	31.93%	21.74%	50.01%	-3.20%	16.98%	17.53%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.7	4.1	10.4	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	18.8	15.0	19.2	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	47.0	51.6	73.4	80.0	81.0	82.0
固定资产周转天数	84.9	74.5	98.6	68.1	51.2	37.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-53.26%	-70.12%	-69.64%	-104.8%	-135.0%	-159.8%
EBIT利息保障倍数	-6.4	-7.4	-0.2	-1.1	1.7	3.3
资产负债率	68.27%	70.37%	73.25%	69.20%	69.72%	69.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-12-12	买入	9.55	N/A
2	2014-03-02	买入	9.00	N/A
3	2014-04-08	买入	10.03	N/A
4	2014-07-11	买入	10.20	N/A
5	2014-08-12	买入	13.66	N/A
6	2014-08-25	买入	12.53	N/A
7	2014-10-27	买入	11.34	N/A
8	2015-10-13	买入	14.20	22.60~22.60

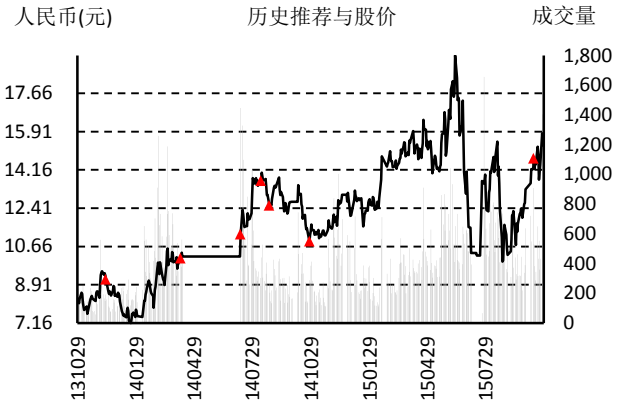
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD