

江淮汽车 (600418. SH)

销量超预期，维持买入评级

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价 (元): **20**

分析师 联系人

曾朵红 李晓庆

S0740514080001 010-59013845

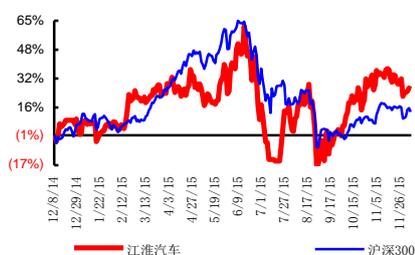
zengdh@r.qlzq.com.cn lixq@r.qlzq.com.cn

2015 年 12 月 06 日

基本状况

总股本(百万股)	1,463
流通股本(百万股)	1,463
市价(元)	15.11
市值(百万元)	22,109
流通市值(百万元)	22,109

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	33,620.2	34,169.4	43,332.0	53,574.5	60,698.3
营业收入增速	15.47%	1.63%	26.82%	23.64%	13.30%
净利润增长率	85.04%	-42.96%	93.66%	74.78%	26.40%
摊薄每股收益 (元)	0.71	0.40	0.69	1.20	1.51
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	12.36	29.99	22.06	12.62	9.98
PEG	0.15	—	0.24	0.17	0.38
每股净资产 (元)	5.26	7.16	7.93	8.71	9.70
每股现金流量	1.93	1.29	2.37	4.45	3.88
净资产收益率	13.43%	5.63%	8.64%	13.75%	15.60%
市净率	1.66	1.69	1.90	1.73	1.56
总股本 (百万股)	1,284.91	1,284.91	1,463.23	1,463.23	1,463.23

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

■ 事件: 公司公告 11 月销量 5.54 万辆, 同比增长 29.1%。

公司发布 11 月份产销快报, 11 月共销售各类车型 5.54 万辆 (含安凯客车销量), 同比增长 29.1%。其中 SUV 销售 2.78 万辆, 同比增长 81%; MPV 销售 5510 辆, 同比增长 2.3%; 轿车销售 2422 辆, 同比增长 -59.3%, 其中纯电动乘用车销售 1452 辆; 卡车销售 1.52 万辆, 同比增长 12.9%。

■ SUV 销量再创历史新高, 全年销量有望达 25 万辆。11 月份公司 SUV 产品销售 2.78 万辆, 同比增长 81%, 环比增长 8.9%, SUV 销量连续 3 个月超过 2 万辆, 且逐月增长。我们判断公司 SUV 产品销量在 12 月份有望超过 3 万辆, 全年累计销量有望达到 25 万辆。

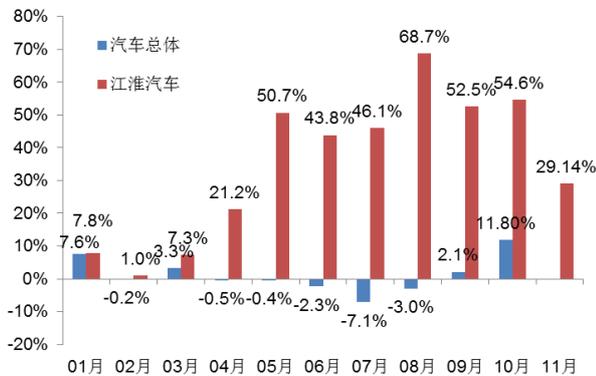
■ 电池仍是纯电动轿车制约因素, 2016 年将得到缓解。公司纯电动汽车 11 月销售 1452 辆, 1-11 月累计销售 8940 辆, 全年销量将超过 1 万辆。电池供应是制约公司纯电动汽车销售的最大原因, 5 月份之前电池产能供应约 500 辆纯电动轿车, 6-8 月上一个台阶到约 1000 辆水平, 9-11 月再上一个台阶到约 1400 辆水平, 预计 2016 年电池产能制约将明显缓解, 纯电动汽车销售月均销量将到达 2000-3000 辆。

■ 卡车销量连续 4 个月同比正增长, 12 月将延续。11 月公司卡车销量 1.52 万辆, 同比增长 12.9%, 其中轻卡同比增长 15.6%, 中卡同比增长 26.3%, 重卡同比增长 -3.2%, 各车型表现均好于行业。我们判断公司卡车业务在 12 月份仍将保持同比增长态势。

■ 盈利预测及投资建议: 我们预计 2015-2017 年营业收入分别为 433.3 亿元、535.8 亿元和 607.0 亿元, 归母净利润分别为 10.0 亿元、17.5 亿元和 22.2 亿元, 增速分别为 93.7%、74.8%和 26.4%, 对应的 EPS 分别为 0.69 元、1.20 元和 1.51 元, 维持“买入”评级, 目标价 20 元。

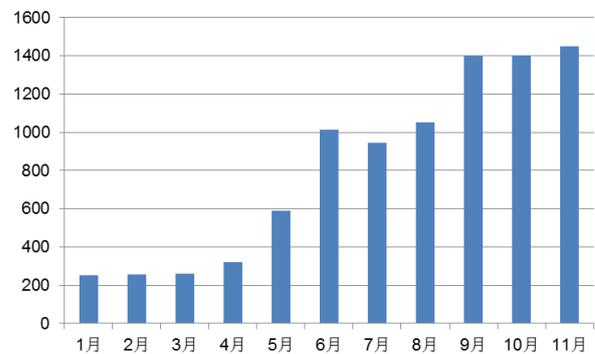
■ **风险提示：**宏观经济不及预期导致卡车需求不及预期；SUV 和新能源汽车销量不及预期；MPV 老产品竞争力继续下降，新产品爬坡期较长，需求不达预期。

图表 1：公司与汽车总体销量月度同比增速对比



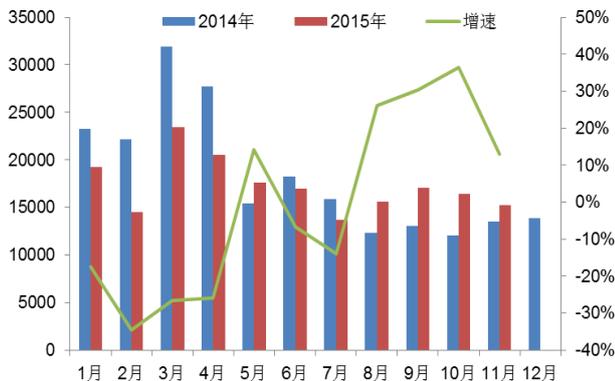
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司纯电动轿车月度销量 (辆)



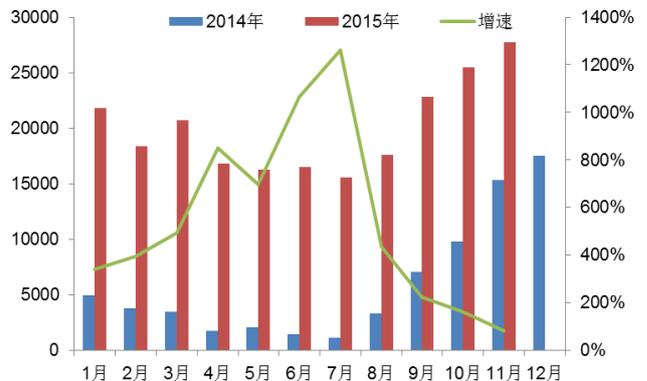
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：卡车销量及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：SUV 销量及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	29,117	33,620	34,169	43,332	53,575	60,698
增长率	-6.17%	15.5%	1.6%	26.8%	23.6%	13.3%
营业成本	-24,802	-28,175	-29,522	-36,878	-45,017	-50,738
% 销售收入	85.2%	83.8%	86.4%	85.1%	84.0%	83.6%
毛利	4,314	5,445	4,647	6,454	8,557	9,961
% 销售收入	14.8%	16.2%	13.6%	14.9%	16.0%	16.4%
营业税金及附加	-663	-701	-641	-858	-1,033	-1,186
% 销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%
营业费用	-1,784	-1,996	-1,784	-2,297	-2,786	-3,156
% 销售收入	6.1%	5.9%	5.2%	5.3%	5.2%	5.2%
管理费用	-1,560	-1,962	-2,192	-2,600	-3,268	-3,763
% 销售收入	5.4%	5.8%	6.4%	6.0%	6.1%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	308	786	31	699	1,471	1,855
% 销售收入	1.1%	2.3%	0.1%	1.6%	2.7%	3.1%
财务费用	47	107	94	190	250	312
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-77	-67	-65	-86	-108	-73
公允价值变动收益	0	-9	9	0	0	0
投资收益	20	27	98	85	90	100
% 税前利润	3.6%	2.6%	17.5%	7.3%	4.5%	4.0%
营业利润	297	844	167	888	1,703	2,194
营业利润率	1.0%	2.5%	0.5%	2.0%	3.2%	3.6%
营业外收支	250	181	393	275	283	317
税前利润	547	1,025	560	1,163	1,986	2,511
利润率	1.9%	3.0%	1.6%	2.7%	3.7%	4.1%
所得税	-47	-103	-32	-140	-199	-251
所得税率	8.5%	10.0%	5.7%	12.0%	10.0%	10.0%
净利润	500	922	528	1,023	1,788	2,260
少数股东损益	10	15	10	21	36	45
归属于母公司的净利润	490	907	518	1,002	1,752	2,215
净利率	1.7%	2.7%	1.5%	2.3%	3.3%	3.6%
				93.7%	74.8%	28.4%

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	11,890	15,314	17,627
应收款项	2,660	3,109	5,459	4,951	6,748	7,349
存货	1,108	1,212	1,892	1,728	2,238	2,450
其他流动资产	1,095	1,806	1,847	1,904	2,127	2,210
流动资产	9,696	12,494	19,416	20,474	26,427	29,636
% 总资产	49.5%	52.8%	54.7%	52.9%	57.0%	58.1%
长期投资	466	633	1,161	1,261	1,361	1,461
固定资产	7,600	8,315	11,212	12,841	13,834	14,789
% 总资产	38.8%	35.1%	31.6%	33.1%	29.8%	29.0%
无形资产	1,511	1,793	2,805	3,251	3,813	4,220
非流动资产	9,874	11,178	16,088	18,264	19,918	21,381
% 总资产	50.5%	47.2%	45.3%	47.1%	43.0%	41.9%
资产总计	19,569	23,672	35,504	38,738	46,346	51,017
短期借款	517	710	2,552	2,137	2,137	2,137
应付款项	10,750	13,386	19,848	20,696	26,470	29,205
其他流动负债	272	548	901	1,129	1,589	1,827
流动负债	11,539	14,644	23,301	23,963	30,197	33,170
长期贷款	1,030	880	1,114	1,254	1,454	1,654
其他长期负债	851	1,131	35	35	35	35
负债	13,420	16,655	24,450	25,251	31,685	34,858
普通股股东权益	5,987	6,757	9,194	11,606	12,743	14,197
少数股东权益	162	178	1,727	1,748	1,784	1,829
负债股东权益合计	19,569	23,590	35,371	38,605	46,213	50,884

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.381	0.706	0.403	0.685	1.197	1.513
每股净资产 (元)	4.645	5.259	7.155	7.932	8.709	9.703
每股经营现金净流 (元)	2.324	1.929	1.286	2.367	4.455	3.878
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.110	0.270	0.420	0.520
回报率						
净资产收益率	8.19%	13.43%	5.63%	8.64%	13.75%	15.60%
总资产收益率	2.51%	3.85%	1.46%	2.60%	3.79%	4.35%
投入资本收益率	11.59%	49.71%	0.92%	17.26%	93.60%	238.56%
增长率						
营业总收入增长率	-6.17%	15.47%	1.63%	26.82%	23.64%	13.30%
EBIT 增长率	-32.66%	155.39%	-96.05%	2151.48%	110.29%	26.12%
净利润增长率	-21.41%	85.04%	-42.96%	93.66%	74.78%	26.40%
总资产增长率	29.54%	20.54%	49.94%	9.11%	19.64%	10.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.8	4.1	10.4	7.2	8.8	8.0
存货周转天数	19.3	15.0	19.2	17.1	18.1	17.6
应付账款周转天数	47.7	51.6	73.4	62.5	67.9	65.2
固定资产周转天数	78.9	74.0	85.9	83.4	75.7	72.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.43%	-70.91%	-60.57%	-64.12%	-81.13%	-86.73%
EBIT 利息保障倍数	-6.6	-7.4	-0.3	-3.7	-5.9	-5.9
资产负债率	68.58%	70.60%	69.12%	65.41%	68.56%	68.50%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。