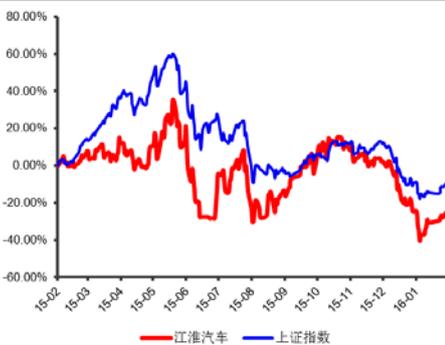


2016年2月24日

——江淮汽车（600418）调研纪要

评级：推荐（首次）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：马松

执业证书编号：S0590515090002

联系人：

马松、郦莉

电话：0510-85613713

Email: ll@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：近日我们实地调研了江淮汽车。

点评：

- **SUV有望延续高增长态势。**SUV作为公司的拳头产品，15年销售25.2万台，同比增长252.18%。公司瑞风S3+S2产品系列主攻小型SUV市场，S3更是15年小型SUV市场的销量冠军。考虑到S3在15年经历了销量爬坡期以及S2是15年下半年上市等因素的影响，我们认为公司的小型SUV产品同比依然会保持较快增速；同时16年公司将解决发动机产能不足问题，也有利于SUV的放量。此外，公司16年将会进一步丰富完善自己的SUV产品线：将对S5进行迭代换新，同时还有望于16年底或17年初推出微型SUV S1和中型SUV S7。公司有望在保持自己在小型SUV领域领先地位的同时，在其它级别的SUV领域也取得突破。
- **新能源汽车成长确定性高。**公司纯电动乘用车iEV系列在15年表现不俗。全年销量突破一万台。16年1月，在新能源汽车销量环比大幅下滑的情况下，公司的iEV系列销量仍超过1400台，环比下滑不到10%。同时公司今年还计划于二季度推出广受市场关注的纯电动SUV车型iEV6S。相比于之前的iEV系列轿车产品，iEV6S的续航里程显著提升，达到250公里以上，有力增强了产品竞争力。我们预计公司16年新能源汽车销量大概率突破2万辆。
- **传统轻卡盈利水平有望修复，电动轻卡整装待发。**公司的轻卡产品14年受到环保升级的影响，盈利水平显著下滑，目前处于修复期，16年盈利水平有望继续回升。同时公司计划于16年推出纯电动轻卡，用于物流车。考虑到公司在传统轻卡领域的优势地位，与众多物流公司有长期良好的合作关系，以及公司在新能源汽车领域耕耘多年所积累的技术经验以及品牌效应，公司的电动轻卡有望成为公司新的利润增长点。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预测公司2015年-2017年EPS

分别为 0.60、0.86、1.06 元，市盈率分别为 18 倍、12 倍、10 倍。公司作为自主品牌汽车龙头，受益于国内 SUV 和新能源汽车行业的快速增长。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险因素：**（1）国内车市持续低迷；（2）新能源汽车增长不及预期等。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	34,169.4	45,896.7	57,546.9	64,872.3
YOY	1.63%	34.32%	25.38%	12.73%
归属母公司净利润	528.7	878.0	1,265.2	1,552.7
EPS(元)	0.36	0.60	0.86	1.06
P/E	29.7	17.9	12.4	10.1
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 16/02/23

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	33,620	34,169	45,897	57,547	64,872
营业成本	28,175	29,522	40,702	51,944	58,509
营业税金及附加	701	641	861	1,079	1,216
销售费用	1,996	1,784	2,396	3,004	3,386
管理费用	1,962	2,192	2,694	3,378	3,807
EBIT	955	499	1,096	1,643	1,919
财务费用	-107	-94	-114	-217	-292
资产减值损失	67	65	70	70	70
投资净收益	28	118	8	8	8
营业利润	853	178	-703	-1,702	-1,816
营业外净收入	181	393	1,894	3,538	4,000
利润总额	1,035	571	1,191	1,836	2,184
所得税	103	32	284	531	600
净利润	932	539	907	1,305	1,584
少数股东损益	15	10	29	40	32
归属母公司净利润	917	529	878	1,265	1,553

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	15.5%	1.6%	34.3%	25.4%	12.7%
营业利润	91.1%	-47.7%	119.7%	49.9%	16.8%
净利润	84.6%	-42.2%	68.2%	43.9%	21.4%
获利能力					
毛利率(%)	16.2%	13.6%	11.3%	9.7%	9.8%
净利率(%)	2.8%	1.6%	2.0%	2.3%	2.4%
ROE(%)	13.4%	7.6%	11.6%	15.1%	16.6%
ROA(%)	4.1%	2.0%	4.1%	4.7%	5.7%
偿债能力					
流动比率	0.88	0.76	0.86	0.96	1.04
速动比率	0.71	0.62	0.67	0.83	0.87
资产负债率(%)	69.7%	70.9%	70.5%	74.6%	70.9%
营运能力					
总资产周转率	145.4%	135.3%	170.3%	166.0%	192.2%
应收账款周转率	11.29	11.02	10.70	11.56	11.87
存货周转率	23.25	22.29	17.54	22.28	20.12
每股收益	0.63	0.36	0.60	0.86	1.06
每股净资产	4.67	4.78	5.17	5.72	6.40
P/E	17.1	29.7	17.9	12.4	10.1
P/B	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	6,257	6,813	6,981	14,571	13,405
应收款项净额	3,573	3,758	5,096	6,032	6,511
存货	1,212	1,324	2,320	2,331	2,908
其他流动资产	1,341	1,124	1,124	1,124	1,124
流动资产总额	12,383	13,020	15,522	24,058	23,949
固定资产和在建工程	8,315	9,101	8,439	7,776	7,114
无形资产	1,793	2,056	1,909	1,762	1,614
长期股权投资	633	966	966	966	966
其他长期资产	0	116	116	116	116
资产总额	23,124	25,258	26,951	34,677	33,759
短期借款	0	415	0	0	0
应付款项	13,386	15,739	17,256	24,133	22,188
其他流动负债	748	893	893	893	893
流动负债	14,134	17,047	18,149	25,026	23,081
长期借款	880	860	860	860	860
其他长期负债	1,093	0	0	0	0
负债总额	16,107	17,907	19,009	25,886	23,941
少数股东权益	178	351	380	419	451
股东权益	6,840	7,000	7,562	8,372	9,366
负债和股东权益	23,124	25,258	26,951	34,677	33,759

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后经营利润	878	436	-703	-1,702	-1,816
折旧和摊销	1,067	1,181	740	740	740
公允价值变动	67	79	70	70	70
利息费用	-116	-106	-95	-193	-265
营运资金的变动	290	22	-817	-3,196	0
其他	292	40	0	0	0
经营活动现金流	2,452	1,631	-806	4,844	-4,272
短期投资	-422	-364	0	0	0
长期股权投资	1,209	751	0	0	0
固定资产投资	-432	-546	0	0	0
投资活动现金流	-793	-347	1,610	3,007	3,400
股权融资	4	163	0	0	0
负债净变化	43	504	-415	0	0
支付股利、利息	-230	-390	-221	-262	-294
其它融资现金流	0	-846	0	0	0
融资活动现金流	-182	-570	-636	-262	-294
现金净变动额	1,509	750	168	7,589	-1,165

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。