

江淮汽车 (600418. SH)

2月如期全面增长，卡车销量超预期

 评级：**买入** 前次：**买入**

 目标价(元)：**16**

分析师 联系人

曾朵红 李晓庆

S0740514080001 010-59013845

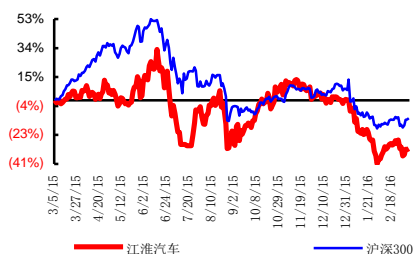
zengdh@r.qlzq.com.cn lixq@r.qlzq.com.cn

2016年03月05日

基本状况

总股本(百万股)	1,463
流通股本(百万股)	830
市价(元)	9.98
市值(百万元)	14,603
流通市值(百万元)	8,280

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	44,861.1	58,367.9	60,698.3
营业收入增速	15.47%	1.63%	31.29%	30.11%	3.99%
净利润增长率	85.04%	-42.96%	69.07%	50.06%	19.25%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.40	0.60	0.90	1.07
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	15.67	10.44	8.76
PEG	0.15	—	0.23	0.21	0.45
每股净资产(元)	6.17	7.26	7.94	8.41	8.96
每股现金流量	1.93	1.29	2.67	5.02	2.39
净资产收益率	11.44%	5.55%	7.54%	10.67%	11.94%
市净率	1.41	1.66	1.18	1.11	1.05
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2016年2月销量，销售5.61万辆，同比增长42.7%。

公司发布2月份产销快报，2月共销售各类车型5.61万辆（含安凯客车销量），同比增长42.7%。其中SUV销售2.58万辆，同比增长40.0%；MPV销售3505辆，同比增长7.1%；轿车销售2323辆，同比增长10.4%，其中纯电动乘用车销售1181辆；卡车销售2.30万辆，同比增长58.2%。1-2月累计销售汽车12.5万辆，同比增长37.0%，其中SUV销售6.14万辆，同比增长52.7%，MPV销售1.41万辆，同比增长64.5%，轿车销售4601辆，同比下降19.4%，其中纯电动轿车2608辆，卡车销售4.10万辆，同比增长21.5%。

■ 2月SUV、MPV、卡车、轿车全面正增长，卡车销量超预期。SUV快速增长处于情理之中；MPV在1月份清库存翻倍增长之后，仍能保持较快增长，主要是因为M3销量仍在增加；卡车实现正增长符合我们的判断，但58.2%的增速超出预期，并且远好于行业。我们坚定判断公司卡车业务全年将实现较快增长，依据有两点：一，公司和行业卡车销量连续两年负增长，2016年在更新需求的带动下有恢复性增长的动力；二，随着货币供应的继续宽松以及房地产去库存政策的不断出台，基建和房地产投资增速将出现回升，进而带动卡车需求的增长。该判断将会被每个月的销量数据所验证，公司卡车销量实现正增长将为公司带来明显的利润增量。

■ 公司新能源汽车2016年将超2.5万辆。公司纯电动汽车2月销售1181辆，生产1348辆，连续两个月生产大于销售，主要是公司出于负责任的态度正在对三星供应的电池系统进行内部测试。未来随着三星电池的的稳定供应，iEV4、iEV5车型的换代，新产品的陆续上市（如纯电动SUV产品iEV6S、纯电动轻卡、纯电动MPV等），公司新能源汽车在2016年将超2.5万辆。

- **盈利预测及投资建议：**预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 448.6 亿元、583.7 亿元和 607.0 亿元，归母净利润分别为 8.75 亿元、13.13 亿元和 15.66 亿元，对应的 EPS 分别为 0.60/0.90/1.07 元，维持“买入”评级，目标价 16 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: 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	44,861	58,368	60,698
增长率	-6.17%	15.5%	1.6%	31.3%	30.1%	4.0%
营业成本	-24,802	-28,175	-29,522	-38,354	-49,681	-51,495
% 销售收入	85.2%	83.8%	86.4%	85.5%	85.1%	84.8%
毛利	4,314	5,445	4,647	6,507	8,687	9,203
% 销售收入	14.8%	16.2%	13.6%	14.5%	14.9%	15.2%
营业税金及附加	-663	-701	-641	-888	-1,125	-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	-2,378	-3,035	-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	-2,692	-3,560	-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	549	966	1,098
% 销售收入	1.1%	2.3%	0.1%	1.2%	1.7%	1.8%
财务费用	47	107	94	195	272	316
% 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	-89	-122	-56
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%	8.4%	6.0%	5.6%
营业利润	297	844	167	740	1,206	1,459
营业利润率	1.0%	2.5%	0.5%	1.7%	2.1%	2.4%
营业外收支	250	181	393	275	283	317
税前利润	547	1,025	560	1,015	1,489	1,775
利润率	1.9%	3.0%	1.6%	2.3%	2.6%	2.9%
所得税	-47	-103	-32	-122	-149	-178
所得税率	8.5%	10.0%	5.7%	12.0%	10.0%	10.0%
净利润	500	922	528	893	1,340	1,598
少数股东损益	10	15	10	18	27	32
归属于母公司的净利润	490	907	518	875	1,313	1,566
净利率	1.7%	2.7%	1.5%	2.2%	2.2%	2.6%
				69.1%	50.1%	19.2%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	505	932	539	893	1,340	1,598
少数股东损益	0	0	0	18	27	32
非现金支出	934	1,134	1,260	1,338	1,657	1,863
非经营收益	-134	-303	-239	-279	-290	-323
营运资金变动	1,690	715	92	1,949	4,644	362
经营活动现金净流	2,995	2,478	1,653	3,920	7,378	3,532
资本开支	619	426	540	3,050	2,806	2,853
投资	-1,172	-574	-94	-100	-100	-100
其他	126	207	287	85	90	100
投资活动现金净流	-1,665	-793	-347	-3,065	-2,816	-2,853
股权筹资	21	4	163	1,805	0	0
债权筹资	456	43	504	-275	200	200
其他	-284	-197	-1,201	-256	-478	-708
筹资活动现金净流	193	-149	-534	1,274	-278	-508
现金净流量	1,522	1,536	772	2,128	4,284	171
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	12,328	16,585	16,723
应收款项	2,660	3,109	5,459	5,126	7,351	7,349
存货	1,108	1,212	1,892	1,798	2,470	2,487
其他流动资产	1,095	1,806	1,847	1,933	2,225	2,225
流动资产	9,696	12,494	19,416	21,184	28,630	28,784
% 总资产	49.5%	52.8%	54.7%	53.7%	59.0%	57.4%
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%	32.6%	28.5%	29.5%
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%	46.3%	41.0%	42.6%
资产总计	19,569	23,672	35,504	39,448	48,549	50,165
短期借款	517	710	2,552	2,137	2,137	2,137
应付款项	10,750	13,386	19,848	21,511	29,160	29,578
其他流动负债	272	548	901	1,155	1,680	1,841
流动负债	11,539	14,644	23,301	24,803	32,978	33,557
长期贷款	1,030	880	1,114	1,254	1,454	1,654
其他长期负债	851	38	35	35	35	35
负债	13,420	15,561	24,450	26,091	34,466	35,245
普通股股东权益	5,987	7,933	9,327	11,612	12,310	13,115
少数股东权益	162	178	1,727	1,746	1,772	1,804
负债股东权益合计	19,569	23,672	35,504	39,448	48,549	50,165
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	0.598	0.897	1.070
每股净资产 (元)	4.645	6.174	7.259	7.936	8.413	8.963
每股经营现金净流 (元)	2.324	1.929	1.286	2.666	5.024	2.392
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%	11.44%	5.55%	7.54%	10.67%	11.94%
总资产收益率	2.51%	3.83%	1.46%	2.22%	2.70%	3.12%
投入资本收益率	11.59%	27.21%	0.88%	15.44%	-288.84%	198.63%
增长率						
营业总收入增长率	-6.17%	15.47%	1.63%	31.29%	30.11%	3.99%
EBIT 增长率	-32.66%	155.39%	-96.05%	1668.27%	75.90%	13.61%
净利润增长率	-21.41%	85.04%	-42.96%	69.07%	50.06%	19.25%
总资产增长率	29.54%	20.97%	49.98%	11.11%	23.07%	3.33%
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	80.5	69.5	72.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.43%	-60.63%	-59.84%	-67.38%	-92.72%	-87.11%
EBIT 利息保障倍数	-6.6	-7.4	-0.3	-2.8	-3.6	-3.5
资产负债率	68.58%	65.74%	68.86%	66.14%	70.99%	70.26%

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。