

2016 年 09 月 08 日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

RMB 16

公司基本資訊

產業別	汽車
A 股價(2016/9/7)	12.61
上證綜指(2016/9/7)	3091.93
股價 12 個月高/低	16.53/8.51
總發行股數(百萬)	1893.31
A 股數(百萬)	1017.36
A 市值(億元)	128.29
主要股東	安徽江淮汽車集團控股有限公司(23.55%)
每股淨值(元)	6.97
股價/賬面淨值	1.81
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年
	5.1 -1.4 4.4

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

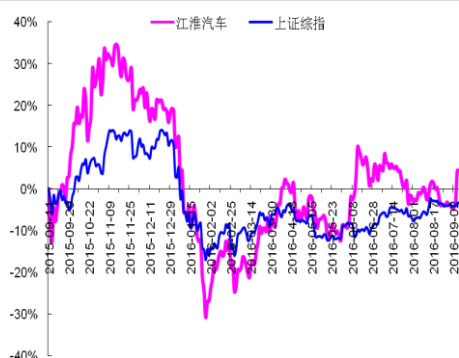
產品組合

整車	88.08%
底盤	5.86%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	5.4%
一般法人	28.8%

股價相對大盤走勢



江淮汽車 (600418.SH)

Buy 買入

與大眾合作意義重大，估值水平有望提升

結論與建議：

公司與大眾簽署合資合作諒解備忘錄，將研究成立新能源汽車合資公司。我們認為，該合作進度超預期、並且有望跨過政策障礙，雙方的商用車合作也有望展開，公司的技術實力、生產製造水平、管理能力、品牌建設都將顯著受益於與大眾的合作，長期成長空間打開，估值水平有望從傳統汽車向新能源汽車躍進。

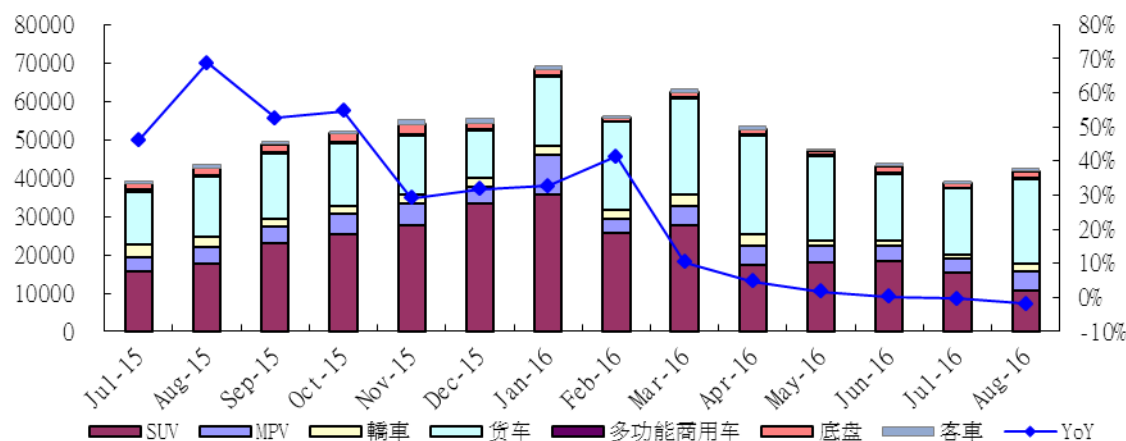
- **與大眾簽署合作諒解備忘錄：**公司 9 月 7 日公告與大眾汽車（中國）投資有限公司簽署合資合作諒解備忘錄，擬成立一家研產銷一體的合資公司共同開發新能源汽車，雙方各繳納 50% 的初始註冊資本。雙方將在諒解備忘錄簽署後三個月內完成項目可行性研究、建立商業模型，並確定投資規模等，力爭在諒解備忘錄簽訂後的 5 個月內商定並簽署正式協議。
- **合作速度超預期：**公司與大眾的合作傳聞始於李克強總理去年 10 月底在江淮考察時的講話。不到一年就簽署了合作備忘錄，公司合作速度超預期。“大眾排放門”之後，在密歇根汽車管理研討會上，大眾汽車高管討論了大眾汽車“戰略 2025”計劃，計劃到 2025 年發布 30 多個純電動與插電混動車型。而江淮是最早進入新能源領域的自主品牌企業，已打造完善的新能源供應鏈體系，雙方的共同需求使得合作速度超預期。
- **有望跨過政策障礙：**雖然按照《汽車產業發展政策（2009 年修訂）》，大眾在中國已沒有組建乘用車合資公司的名額，但 2015 年 6 月發改委、工信部發布《新建純電動乘用車企業管理規定》針對電動乘用車企業開放單一生產資質，電動汽車或不在這一政策限定範圍內。據報道，從江淮和大眾在廣州車展的第一次接觸開始，工信部就已經參與其中。此外，之前也有比亞迪和戴姆勒合作成立技術公司的先例。我們認為，公司有望政策障礙。
- **雙方商用車合作有望開啓：**9 月 6 日，大眾卡客車以每股 15.76 美元的價格，正式收購納威司達 16.6% 的股份，總價值達 2.56 億美元。按照協議，雙方將就動力系統製造技術進行合作。而 2012 年，江淮與納威司達成立了合資公司“江淮納威司達”，雙方各占 50% 股比。我們認為，大眾和江淮在商用車領域的合作有望開啓。
- **與大眾合作意義重大，公司估值水平有望提升：**公司之前完全依靠自力更生，與大眾的合作將對公司的技術實力和品牌提升產生極大的促進作用。大眾目前有 e-Up、e-Golf 及奧迪 R8 e-tron 三款純電動車及 6 款插電混動車，目標是占領中國新能源乘用車 20% 的市占率；而江淮目標是到 2025 年新能源汽車占其總銷量的 30%。與大眾的合作有望江淮加速達到目標。據媒體報道，合資公司有望首批引入大眾在巴西賣的 Fox 車型。在傳統乘用車和商用車領域，預計公司也將在合作中得到技術和品牌的提升。此外，公司之前與蔚來汽車的合作也彰顯了公司與時俱進的企業精神。公司打開長期成長空間，估值水平有望從傳統車企 15 倍的估值向新能源汽車 30 倍的估值躍進。
- **盈利預期：**我們預計公司 16、17 年營收為 528 億和 612 億元，YOY+14% 和 +16%，稅後淨利潤為 9.91 億和 11.93 億，YOY+16% 和 +20%；EPS 為 0.68 和 0.82 元。當前股價對應 P/E 為 19 和 15 倍，維持買入建議。目標價 16 元（16 年動態 PE 為 20x）。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	917	529	858	991	1193
同比增減	%	85.39%	-42.36%	62.21%	15.61%	20.31%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.714	0.411	0.586	0.678	0.815
同比增減	%	85.94%	-42.36%	42.46%	15.61%	20.31%
A 股市盈率(P/E)	X	17.66	30.65	21.51	18.61	15.47
股利(DPS)	RMB 元	0.220	0.110	0.150	0.180	0.200
股息率(Yield)	%	1.74%	0.87%	1.19%	1.43%	1.59%

图表一：江淮汽車月度銷量及 YoY

單位：輛



資料來源：公司公告，群益證券

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；買入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

賣出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；強力賣出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	33641	34195	46416	52794	61194
經營成本	28175	29522	41216	47638	55102
營業稅金及附加	701	641	846	934	1101
銷售費用	1996	1784	2752	3168	3641
管理費用	1962	2192	3013	3432	3996
財務費用	-107	-94	-64	-73	-31
資產減值損失	67	65	277	280	300
投資收益	27	98	113	200	235
營業利潤	853	178	-1534	-2400	-2694
營業外收入	186	411	2568	3595	4134
營業外支出	4	18	27	15	20
利潤總額	1035	571	1007	1180	1420
所得稅	103	32	151	177	213
少數股東損益	15	10	-2	12	14
歸屬於母公司所有者的淨利潤	917	529	858	991	1193

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	6368	7986	12456	19490	20255
應收帳款	2979	3101	4468	4781	5115
存貨	1212	1324	1828	1974	2132
流動資產合計	12494	14193	21883	24509	27450
長期投資淨額	622	966	1170	1229	1290
固定資產合計	6860	7682	10435	11166	11947
在建工程	1455	1419	1165	874	655
無形資產	973	1285	2363	2411	2459
資產總計	23672	26864	38904	43636	46961
流動負債合計	14644	17490	25236	27002	28893
長期負債合計	2011	2023	3563	3492	3422
負債合計	16655	19513	28799	30494	32314
少數股東權益	178	351	1689	1825	1971
股東權益合計	7017	7351	10105	11318	12676
負債和股東權益總計	23672	26864	38904	43636	46961

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	2478	1653	3543	4004	4524
投資活動產生的現金流量淨額	-793	-347	60	72	86
籌資活動產生的現金流量淨額	-182	-570	-2276	2959	-3846
現金及現金等價物淨增加額	1503	735	1327	7034	764

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。