

2016年12月23日

刘帅
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 15

江淮汽车 (600418.SH)

Buy 买入

与大众合作进展顺利，MPV 与轻卡成为明年业绩重要增长点

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2016/12/23)	11.74
上证指数(2016/12/23)	3110.15
股价 12 个月高/低	14.62/8.34
总发行股数(百万)	1893.31
A 股数(百万)	1017.36
A 市值(亿元)	119.44
主要股东	安徽江淮汽车集团控股有限公司(23.55%)
每股净值(元)	7.10
股价/账面净值	1.65
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.7 -13.2 -18.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-10-31	13.05	买入

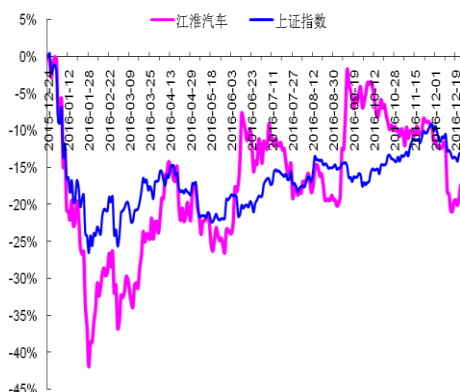
产品组合

整车	88.08%
底盘	5.86%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.6%
一般法人	22.8%

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司与大众的合作对公司品牌、研发、生产和管理能力提升巨大，据了解目前进展顺利。公司的 MPV M4 已于 10 月推出、明年推出高端产品 M6，中高端产品的加入有望使得 MPV 成为明年公司利润的重要增长点。公司前 11 月轻卡销量同比增长 17%，并且中高端产品占比不断提高；在环保升级驱动发动机成本上升的背景下，公司不断提高的发动机自配率有助于降低成本。由于 2018 年将全面实施国五，明年下半年或将出现针对国四产品的抢购，我们对明年轻卡的销量保持乐观看法。

我们预计公司 16、17 年营收为 518、577 亿元，YOY+12%、+11%，税后净利润为 9.62 亿和 10.88 亿，YOY+12%和+13%；EPS 为 0.51、0.58 元。当前股价对应 P/E 为 18 和 16 倍，公司将深度受益于于大众的合作，维持买入建议。目标价 15 元（17 年动态 PE 为 20x）

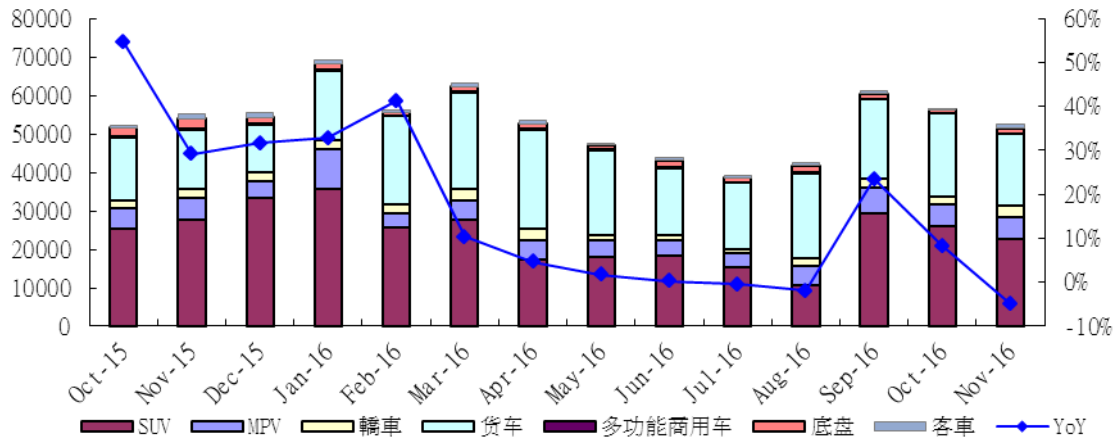
- **与大众合作具有战略意义，目前进展顺利：**公司 9 月 7 日公告与大众汽车（中国）签署合资合作谅解备忘录，预计将在备忘录签署后三个月内完成项目可行性研究、建立商业模型，并确定投资规模等，力争在谅解备忘录签订后的 5 个月内商定并签署正式协议。据我们了解，目前双方进展顺利。大众目前有 3 款纯电动车及 6 款插电混动车，计划到 2025 年发布 30 多个纯电动与插电混动车型，占领中国新能源乘用车 20% 的市占率。据此我们认为未来或将有多款产品投放江淮-大众合资公司。与大众的合作将极大的提高公司的品牌形象和技术研发、生产、制造、管理的水平，公司将从内生发展走上对外合作合资的道路，也将带来公司估值上的提升，对公司来说具有战略意义。此外，公司之前与蔚来汽车的合作也彰显了公司与时俱进的企业精神，公司有望打开长期成长空间。
- **MPV 战略转型，成为公司盈利重要增长点：**公司 MPV 是公司的重要利润来源，毛利率位居三大支柱之首。江淮传统的 MPV 产品主要用户为企事业单位，受到公车改革的影响，2015 年销量同比下滑 17%。目前公司推出了小型 MPV 车型 M3，分为宜家版（2016 年 10 月上市）和宜商版，针对家用和创业市场，售价 7-8 万元。2016 年 11 月推出老瑞风的换代产品 M4，偏重商务乘坐，售价 10-13 万元，预计单车盈利比 M3 高近一倍；明年将推出主打豪华商务的高端中大型 MPV M6。今年前 11 月公司 MPV 销量同比增加 9%，在中高端产品 M4 和 M6 的助力下，预计该板块明年将成为公司盈利的重要支撑。
- **轻卡市占率提升，结构优化，发动机自配率提高：**公司一直是轻卡行业前三强，2015 全年销量 16.1 万辆，YOY-5.5%，行业市占率 10.68%；2016 年前 11 月公司轻卡销量 17.9 万辆，YOY+16.8%，市占率提升到 13.02%。目前公司轻卡针对不同的需求分为帅铃、骏铃和康铃三个系列，每个系列在细分行业中都定位中高端。并且中高端的帅铃、骏铃系列在公司产品中的占比不断提升，目前已接近七成比例。公司发动机自配率也在不断提高，目前自配率超过 30%，未来一两年内可能能达到 50%。在环保升级的背景下，发动机成本快速上升，自配率的提高将有助于公司控制成本、提高利润。由于 2018.1.1 日将全面实施国五，明年下半年或将出现针对国四产品的抢购，我们对明年销量保持乐观看法。
- **盈利预期：**我们预计公司 16、17 年营收为 518、577 亿元，YOY+12%、+11%，税后净利润为 9.62 亿和 10.88 亿，YOY+12%和+13%；EPS 为 0.51、0.58 元。当前股价对应 P/E 为 18 和 16 倍，公司将深度受益于于大众的合作，维持买入建议。目标价 15 元（17 年动态 PE 为 20x）。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	917	529	858	962	1088
同比增减	%	85.39%	-42.36%	62.21%	12.19%	13.10%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.714	0.411	0.586	0.658	0.744
同比增减	%	85.94%	-42.36%	42.44%	12.19%	13.10%
A 股市盈率(P/E)	X	16.45	28.53	20.03	17.85	15.79
股利(DPS)	RMB 元	0.220	0.110	0.150	0.180	0.200
股息率(Yield)	%	1.87%	0.94%	1.28%	1.53%	1.70%

图表一：江淮汽车月度销量及 YoY

单位：辆



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	33641	34195	46416	51823	57735
经营成本	28175	29522	41216	46659	51957
营业税金及附加	701	641	846	917	1039
销售费用	1996	1784	2752	3109	3435
管理费用	1962	2192	3013	3368	3770
财务费用	-107	-94	-64	-71	-29
资产减值损失	67	65	277	280	300
投资收益	27	98	113	200	235
营业利润	853	178	-1534	-2255	-2516
营业外收入	186	411	2568	3415	3832
营业外支出	4	18	27	15	20
利润总额	1035	571	1007	1145	1295
所得税	103	32	151	172	194
少数股东损益	15	10	-2	11	13
归属于母公司所有者的净利润	917	529	858	962	1088

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	6368	7986	12456	19490	20255
应收帐款	2979	3101	4468	4781	5115
存货	1212	1324	1828	1974	2132
流动资产合计	12494	14193	21883	24509	27450
长期投资净额	622	966	1170	1229	1290
固定资产合计	6860	7682	10435	11166	11947
在建工程	1455	1419	1165	874	655
无形资产	973	1285	2363	2411	2459
资产总计	23672	26864	38904	43636	46961
流动负债合计	14644	17490	25236	27002	28893
长期负债合计	2011	2023	3563	3492	3422
负债合计	16655	19513	28799	30494	32314
少数股东权益	178	351	1689	1825	1971
股东权益合计	7017	7351	10105	11318	12676
负债和股东权益总计	23672	26864	38904	43636	46961

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	2478	1653	3543	4004	4524
投资活动产生的现金流量净额	-793	-347	60	72	86
筹资活动产生的现金流量净额	-182	-570	-2276	2959	-3846
现金及现金等价物净增加额	1503	735	1327	7034	764

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。