

江淮汽车（600418）：业绩平稳，新能源汽车成为亮点

审慎推荐（首次）

汽车

当前股价：11.71 元

报告日期：2017 年 3 月 22 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	52,491	59,792	67,924	77,338
(+/-)	13.16%	13.91%	13.60%	13.86%
营业利润	-2,655	-2,356	-2,286	-2,246
(+/-)	-73.13%	11.29%	2.96%	1.76%
归属母公司净利润	1,162	1,360	1,513	1,641
(+/-)	35.49%	17.06%	11.24%	8.43%
EPS（元）	0.61	0.72	0.80	0.87
市盈率	19	16	15	14

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	18.93/10.17
流通市值（亿元）	119
每股净资产（元）	7.29
资产负债率（%）	68.57

股价表现（最近一年）



行业研究员：徐鹏

执业证书编号：S1050516020001

联系人：杨靖磊

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

公司发布 2016 年年报，2016 年公司实现营业收入 524.91 亿元，同比增长 13.16%；营业利润-26.55 亿元，同比下降 73.13%，归属母公司净利润 11.62 亿元，同比增长 35.49%；折合 EPS 为 0.72 元，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.90 元。

● **整车业务稳定，商用车及新能源车是亮点。**得益于我国汽车市场的繁荣，公司 2016 年整车业务稳定增长，全年实现整车销售 64.33 万辆，同比增长 9.43%；整车业务收入达到 470.88 亿元，同比增长 13.24%，其中乘用车实现收入 231.25 亿元，同比增长 7.65%，商用车实现收入 204.77 亿元，同比大幅增长 20.29%。商用车的高速增长是由于去年下半年新国标及治超新政的实施带来的商用车需求上升所致。值得注意的是，2016 年公司新能源车型销售 1.84 万辆，同比增长 74.59%，已成为公司稳定的收入增长点。

● **各产品毛利率下降，新能源汽车补贴大幅增加。**报告期内公司毛利率为 9.59%，同比下降 1.56 个百分点。其中，乘用车毛利率为 12.41%，同比下降 0.63 个百分点；商用车毛利率为 10.88%，同比下降 2 个百分点；底盘业务毛利率为 15.04%，同比下降 2.11 个百分点。毛利率下降是由于本年度营业成本上升所致。报告期内公司政府补贴收入达到 39.85 亿元，同比增长 57.20%，主要由于新能源汽车销量大幅增加，新能源汽车补贴增长所致。因此，尽管公司营业利润为-26.55 亿元，但由于新能源汽车业务拉动，公司业绩增长得以保证。

● **牵手蔚来，联姻大众，有望成为新能源汽车新龙头。**2016 年江淮汽车与蔚来汽车签订战略合作框架协议，积极拥抱互联网，努力实现传统制造业与互联网行业的融合发展；与此同时公司与大众汽车签订合作备忘录，联手国际汽车巨头加快推进新能源汽车发展；同时，公司已顺利完成股票非公开发行，成功募集资金 44.97 亿元，相关资金主要投入新能源汽车相关研发，在增强公司技术储备的同时强化了资本实力，改善了公司财务状况。未来公司有望成为我国电动汽车制造领域新龙头。

● **盈利预测：**我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 597.92、679.24 和 773.38 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 13.60、15.13 和 16.41 亿元，折合 EPS 分别为 0.72、0.80 和 0.87 元，对应于 3 月 21 日收盘价 11.71 元计算，市盈率分别为 16、15 和 14 倍，鉴于公司整车业务稳定，新能源车型销



量日益提升，未来有望与大众合作推出新能源车型成为新能源汽车领域新龙头，我们首次给予公司“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**（1）我国宏观经济持续低迷；（2）汽车车销量不及预期；（3）外延合作不及预期等。

公司盈利预测表

单位：万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	4,638,591	5,249,056	5,979,199	6,792,370	7,733,793
增长率 (%)	35.75%	13.16%	13.91%	13.60%	13.86%
减：营业成本	4,121,589	4,745,609	5,364,538	6,052,681	6,853,687
毛利率 (%)	11.15%	9.59%	10.28%	10.89%	11.38%
营业税金及附加	84,567	102,033	109,479	126,134	146,648
资产减值损失	27,715	40,045	21,100	17,600	17,100
减：期间费用	570,087	651,330	733,497	838,588	956,077
期间费用率 (%)	12.29%	12.41%	12.27%	12.35%	12.36%
其中：销售费用	275,191	328,469	365,329	419,768	483,362
管理费用	301,292	333,564	377,287	427,919	481,815
财务费用	-6,396	-10,703	-9,120	-9,100	-9,100
加：公允价值变动净收益	-87	-56	-50	-50	-50
投资净收益	11,322	22,935	13,900	14,100	15,200
二、营业利润	-153,375	-265,541	-235,564	-228,583	-224,570
增长率 (%)	-961.33%	-73.13%	11.29%	2.96%	1.76%
营业利润率 (%)	-3.31%	-5.06%	-3.94%	-3.37%	-2.90%
加：营业外收入	256,783	401,504	389,100	399,120	409,250
减：营业外支出	2,728	1,777	1,900	1,900	1,900
三、利润总额	100,679	134,186	151,636	168,637	182,780
减：所得税	15,132	12,725	14,405	16,021	17,364
实际所得税率 (%)	15.03%	9.48%	9.50%	9.50%	9.50%
四、净利润	85,547	121,461	137,231	152,616	165,416
归属于母公司所有者净利润	85,758	116,197	136,021	151,306	164,066
增长率 (%)	62.21%	35.49%	17.06%	11.24%	8.43%
净利润率 (%)	1.84%	2.31%	2.30%	2.25%	2.14%
少数股东损益	-219	5,292	1,210	1,310	1,350
基本每股收益 (元)	0.45	0.61	0.72	0.80	0.87

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



研究员简介

徐鹏：华鑫证券研究员，工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>