

江淮汽车 (600418) \ 汽车

——SUV 销售承压明显，新能源汽车为长期看点

事件:

公司2016年实现营收524.91亿元，同比增长13.16%；归属于上市公司股东的净利润11.62亿元，同比增长35.49%；归属于上市公司股东的扣非净利润8.43亿元，同比增长59.58%；基本每股收益0.72元，每10股派1.9元。

投资要点:

业绩维持快速增长，合营公司贡献明显

公司16年归母净利润保持较快增长，毛利率为9.59%，同比下滑1.56个百分点，净利率为2.31%，同比增长0.47个百分点。毛利率和净利率表现的背离预计主要是因为新能源汽车占比的进一步提升以及合营公司对于利润增量的明显贡献，其中合营公司瑞福德16年实现净利润3.04亿元，较15年增长2.43亿元，对公司利润增量贡献达到1.22亿元；而受益于商用车发动机自配率的提升，合营公司纳威司达和朝柴动力于16年实现了扭亏，为公司贡献了2800万元的利润增量。后续受益于汽车金融规模的增长以及公司商用车发动机自配率的提升，这三家合营公司的业绩有望获得持续增长。

新能源车表现优异，牵手大众蔚来值得期待

公司16年新能源汽车销售1.8万辆，同比增长75%，虽然17年1-2月受相关政策变化以及价格不确定的影响，销售基本处于停滞状态，但目前政策已逐步落地，公司新能源车销售有望重回正轨，预计今年销量依然会取得较高增速。此外公司与大众和蔚来的合作也将逐步落地：近日大众和江淮方面均表示双方合作的第一款纯电动SUV将于18年投放市场，目前在等待相关部门对于合资公司的批复；而蔚来江淮合作的首款量产车型ES8也将于4月上海车展亮相，有望于年底推出。我们看好江淮大众在新能源汽车上成立合资公司这种独特的模式，与之前比亚迪和戴姆勒合作的定位高端的腾势不同，江淮大众将合作生产廉价电动车，集中于更小型SUV和更经济的产品，在销量上具有更大的潜力。对江淮来说，这不仅能够提升其业绩，更重要的是通过学习大众在研发、设计、生产等方面的先进经验，提升自身实力和品牌价值，增强溢价能力。而与蔚来的合作将帮助公司学习互联网企业的思维模式，向高端新能源汽车领域拓展和迈进。我们认为江淮借助与大众和蔚来的合作，新能源汽车业务将迈上全新台阶，迎来更为广阔的发展空间。

货车板块表现亮眼，发动机自配率提升将助力利润修复

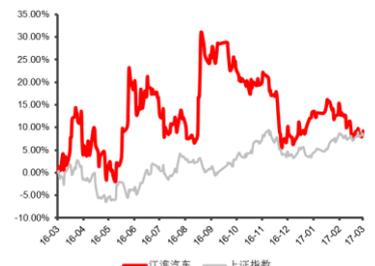
公司16年轻卡和重卡销量分别为19.2万辆和4.5万辆，同比增长16.4%和43.95%，表现强势。而从17年前两月的情况来看，轻卡和重卡依旧表现亮眼，同比增速达到18%和133%。考虑到公司在高端轻卡领域优势明显，而

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：11.71元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,893/1,017
流通A股市值 (百万元)	11,862
每股净资产 (元)	7.10
资产负债率 (%)	70.60
一年内最高/最低 (元)	14.55/10.53

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：0510-85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

卞莉
 电话：0510-85613713
 邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

- 《江淮汽车 (600418) \ 汽车行业》
2016.10.31
- 《江淮汽车 (600418) \ 汽车行业》
2016.10.17

重卡也专注于牵引车，后续将显著受益于排放和消费升级以及物流需求的持续增长。同时公司的发动机自配率也在显著提升，合营公司纳威司达和朝柴动力为公司商用车供应发动机，2016年的营收分别同比增长43%和165%。后续随着发动机自配率的进一步提升，公司一方面可以受益于轻卡盈利能力的修复，另一方面也可以受益于合营发动机企业投资收益的增加。

➤ SUV销售承压明显，MPV有望取得突破

公司16年乘用车销量37.02万辆，同比微增6.8%，而从17年前两月的销售情况来看，更是明显承压。其中SUV表现明显低于我们的预期，全年销售24.7万辆，同比增长8.78%，主要来自于S2的贡献。而从17年前两月的销售情况来看，SUV销售3.5万辆，同比大幅下滑42.6%，特别是公司连续两年获得小型SUV销量冠军的拳头产品S3前两月销量同比下滑59%。虽然公司今年会推出S7角逐紧凑型SUV市场，但综合来看我们预计公司全年SUV销量将会有明显的降幅。相较于SUV表现的低迷，我们预计今年公司的MPV板块有望获得较好的增长，虽然17年1-2月公司的MPV销量同比下滑24%，但这主要是由于16进行产线升级导致公司16年1月MPV的批发基数较高，与15年前两月销量比较，公司MPV同比增长24%。考虑到今年公司在MPV领域会形成从M2-M6的较为完整的产品线，涵盖低、中、高端车型，整体竞争力将获得有效增强，预计全年销量将突破8万辆，同时公司的MPV产品售价较高，盈利能力强，该块业务有望成为公司今年业绩增长的重要动力。

➤ 维持“推荐”评级。

我们预计公司2017年-2019年EPS分别为0.67、0.77、0.84元，市盈率分别为18倍、15倍、14倍，维持对公司的“推荐”评级。

➤ 风险提示

(1) 公司乘用车销售大幅下滑；(2) 新能源汽车增长不及预期等。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	46385.91	52490.56	59790.00	67490.00	72670.00
增长率(%)	35.75%	13.16%	13.91%	12.88%	7.68%
EBITDA(百万元)	2483.63	3069.76	3133.52	3465.48	3723.74
净利润(百万元)	857.58	1161.97	1275.43	1465.24	1586.22
增长率(%)	62.21%	35.49%	9.77%	14.88%	8.26%
EPS(元/股)	0.453	0.614	0.674	0.774	0.838
市盈率(P/E)	26.05	19.23	17.52	15.25	14.08
市净率(P/B)	2.65	1.62	1.51	1.40	1.29
EV/EBITDA	8.53	8.18	8.17	7.19	6.44

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,389.6	13,779.8	13,290.2	15,741.4	17,940.2	营业收入	46,385.9	52,490.5	59,790.0	67,490.0	72,670.0
应收账款+票据	5,971.13	9,585.58	10,831.7	12,131.5	12,980.7	营业成本	41,215.8	47,456.0	53,577.8	60,666.7	65,424.8
预付账款	479.47	378.40	427.60	478.91	512.43	营业税金及附加	845.67	1,020.33	1,136.01	1,268.81	1,351.66
存货	1,828.18	2,838.90	3,207.96	3,592.92	3,844.42	营业费用	2,751.91	3,284.69	3,647.19	3,981.91	4,214.86
其他	1,114.68	2,227.78	2,517.39	2,819.47	3,016.84	管理费用	3,012.92	3,335.64	3,706.98	4,116.89	4,360.20
流动资产合计	19,813.6	28,838.6	30,302.9	34,792.3	38,322.6	财务费用	-63.96	-107.03	-92.12	-143.02	-177.90
长期股权投资	1,170.01	1,408.61	1,688.61	1,988.61	2,318.61	资产减值损失	277.15	400.45	280.00	360.00	400.00
固定资产	10,435.3	10,286.1	9,953.16	9,451.12	8,815.74	公允价值变动收	-8.71	-5.58	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,165.05	1,395.71	1,400.00	1,400.00	1,400.00	投资净收益	34.29	202.24	280.00	300.00	330.00
无形资产	2,363.41	2,692.60	3,310.42	3,815.53	4,260.65	其他	15.41	20.43	25.00	30.00	35.00
其他非流动资产	1,316.75	1,602.78	1,598.13	1,648.37	1,683.10	营业利润	-1,612.67	-2,682.52	-2,160.88	-2,431.35	-2,538.62
非流动资产合计	16,450.5	17,385.8	17,950.3	18,303.6	18,478.0	营业外净收益	2,619.46	4,024.38	3,590.00	4,090.00	4,340.00
资产总计	36,264.1	46,224.4	48,253.2	53,096.0	56,800.7	利润总额	1,006.79	1,341.86	1,429.12	1,658.65	1,801.38
短期借款	767.64	1,664.05	0.00	0.00	0.00	所得税	151.32	127.25	93.69	113.41	125.15
应付账款+票据	20,258.5	23,131.3	26,138.4	29,275.0	31,324.3	净利润	855.47	1,214.61	1,335.43	1,545.24	1,676.22
其他	3,183.69	4,173.51	3,782.51	4,236.41	4,532.96	少数股东损益	-2.12	52.64	60.00	80.00	90.00
流动负债合计	24,209.8	28,968.9	29,920.9	33,511.4	35,857.2	归属于母公司净	857.58	1,161.97	1,275.43	1,465.24	1,586.22
长期带息负债	1,762.65	1,783.46	1,783.46	1,783.46	1,783.46						
长期应付款	186.76	3.57	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	1,949.41	1,787.03	1,783.46	1,783.46	1,783.46						
负债合计	26,159.2	30,755.9	31,704.4	35,294.9	37,640.7						
少数股东权益	1,689.44	1,674.32	1,734.32	1,814.32	1,904.32						
股本	1,463.23	1,893.31	1,893.31	1,893.31	1,893.31						
资本公积	1,297.72	5,330.09	5,330.09	5,330.09	5,330.09						
留存收益	5,654.53	6,570.79	7,591.13	8,763.32	10,032.3						
股东权益合计	10,104.9	15,468.5	16,548.8	17,801.0	19,160.0						
负债和股东权益总	36,264.1	46,224.4	48,253.2	53,096.0	56,800.7						

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.75%	13.16%	13.91%	12.88%	7.68%
EBIT	92.40%	28.27%	9.42%	13.26%	7.07%
EBITDA	47.85%	23.60%	2.08%	10.59%	7.45%
归属于母公司净	-42.36%	35.49%	9.77%	14.88%	8.26%
获利能力					
毛利率	11.15%	9.59%	10.39%	10.11%	9.97%
净利率	1.84%	2.31%	2.23%	2.29%	2.31%
ROE	10.19%	8.42%	8.61%	9.17%	9.19%
ROIC	-15.60%	-18.41%	-12.29%	-12.86%	-13.18%
偿债能力					
资产负债率	72.14%	66.54%	65.70%	66.47%	66.27%
流动比率	0.82	1.00	1.01	1.04	1.07
速动比率	0.70	0.82	0.82	0.85	0.88
营运能力					
应收账款周转率	10.38	10.43	10.52	10.60	10.66
存货周转率	22.54	16.72	16.70	16.89	17.02
总资产周转率	1.28	1.14	1.24	1.27	1.28
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	0.61	0.67	0.77	0.84
每股经营现金流	1.86	-0.18	0.21	0.64	0.38
每股净资产	4.44	7.29	7.82	8.44	9.11
估值比率					
市盈率	26.05	19.23	17.52	15.25	14.08
市净率	2.65	1.62	1.51	1.40	1.29
EV/EBITDA	8.53	8.18	8.17	7.19	6.44
EV/EBIT	22.08	20.41	19.01	16.34	14.67

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	764.41	996.33	-2,241.88	-2,503.35	-2,624.62
折旧摊销	1,523.92	1,838.73	1,786.52	1,939.85	2,090.26
财务费用	-88.22	-132.10	-82.12	-133.02	-167.90
存货减少	7.26	-1,121.12	-369.06	-384.96	-251.50
营运资金变动	1,072.75	-2,159.07	1,031.15	1,937.31	1,265.71
其它	246.25	231.19	280.00	360.00	400.00
经营活动现金流	3,526.38	-346.03	404.61	1,215.84	711.95
资本支出	557.77	799.83	2,300.00	2,300.00	2,300.00
长期投资	1,066.34	1,589.56	0.00	0.00	0.00
其他	1,683.91	1,074.07	3,246.35	3,695.43	3,936.12
投资活动现金流	59.80	-1,315.32	946.35	1,395.43	1,636.12
债权融资	-781.74	1,228.23	-1,664.05	0.00	0.00
股权融资	0.00	4,500.19	0.00	0.00	0.00
其他	-1,494.14	-628.83	-176.53	-160.02	-149.35
筹资活动现金流	-2,275.88	5,099.59	-1,840.59	-160.02	-149.35
现金净增加额	1,346.83	3,449.74	-489.63	2,451.24	2,198.72

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 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

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

