



江淮汽车(600418.SH)

【联讯汽车公司点评】江淮汽车：2016 业绩稳增长，新能源汽车业务未来可期

2017 年 03 月 27 日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：11.85 元

目标价：15.18 元

汽车及零部件行业研究组

分析师：王风华

执业编号：S0300516060001

邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：宋韶灵

电话：133-8106-6038

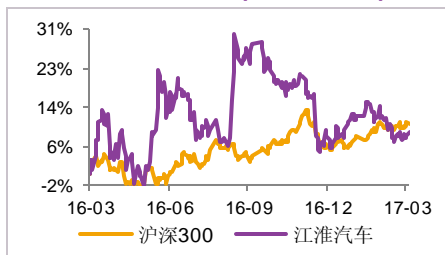
邮箱：songshaoling@lxsec.com

联系人：徐昊

电话：186-0016-3976

邮箱：xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	52,529	57,266	64,100	68,940
(+/-)	13.2%	9.0%	11.9%	7.6%
净利润	1,162	1,246	1,591	1,819
(+/-)	35.5%	7.2%	27.7%	14.3%
EPS(元)	0.61	0.66	0.84	0.96
P/E	19.3	18.0	14.1	11.5

资料来源：联讯证券研究院

事件：江淮汽车公布 2016 年年度报告

3 月 21 日晚，公司公布了 2016 年年度报告。2016 年公司实现营业收入 524.91 亿元，同比增长 13.16%；实现归属于上市公司股东净利润 11.62 亿元，同比增长 35.49%。同期公司销售汽车及底盘 64.33 万辆，同比增长 9.43%，实现归母净利增幅大于营收增幅，营收增幅大于销量增幅的好成绩。

点评：

◇ 卡车业务回暖，小型 SUV 放量，2016 营收增长过双

受益于 2016 年四季度商用车行业回暖，公司重卡销量 4.3 万辆(+43.95%)，中卡 9511 辆(+29.15%)，轻卡 19.2 万辆(+16.4%)。另外乘用车板块，2016 全年累计销量(含纯电动)超过 37 万辆，超额完成目标销量 36 万辆。其中由瑞风 S3 领衔的 SUV 贡献销售 27.55 万辆(+8.87%)，做出主要贡献，MPV 销量 6.45 万辆(+9.91%)。江淮 iEV 纯电动车则同比增长高达 74.59%。卡车，SUV，与纯电动乘用车的放量是 2016 营收增长的主要驱动力。

2017 年 1 月与 2 月卡车销量延续去年景气态势。换代 S2, S3 巩固小型 SUV 市场地位，公司推出旗舰 SUV 瑞风 S7 完善 SUV 产品布局。预计 4, 5 月上市的 M6 将进一步提升 MPV 销量。另外新品 iEV7 继续开拓纯电动市场；2017 年销量可期。

◇ 受益于新能源汽车布局带来的政府补贴收入，2016 盈利大幅提升

2016 年公司毛利率 9.7%，下降 1.5 个百分点，致使营业利润下降，但受益于纯电动乘用车的业务，政府补贴大幅提高营业外收入至 40.2 亿(+55.2%)使得归母净利高达 11.6 亿(+35.5%)，大幅提高公司盈利水平。

受 2016 年底补贴政策调整的影响，2017 年 1-2 月新能源汽车销量惨淡，随着新能源汽车目录的逐渐推出与新品车型的推出，新能源汽车销量有望恢复增长趋势。公司在纯电动乘用车的着力布局有望继续给公司业绩带来支撑。

◇ 牵手蔚来，联姻大众，新能源汽车业务可能带来更大空间

2016 年 4 月，公司与蔚来汽车正式签订战略合作协议，为其生产对标特斯拉 MODEL 3 的高端新能源汽车，初步计划销量为 5 万辆/年。2016 年 9 月，与大众汽车签署合资合作谅解备忘录，以期共同开拓新能源汽车市场。另外公司与巨一自动化、华霆动力、普天新能源分别在电机、电池总成和充电桩领域展开合作，积极布局新能源产业链，公司未来新能源汽车领域发展可能有更大空间。

◇ 45 亿定增增强资金实力，新能源乘用车与电动轻卡项目可期



2016 年，公司定增募资 45 亿元，用于投入新能源乘用车与电动轻卡业务。其中 20 亿元用于新能源乘用车及核心零部件建设项目，可年产新能源乘用车 10 万辆；20 亿元用于高端及纯电动轻卡建设项目，可生产高端及纯电动轻卡 10 万辆/年。另有 5 亿元增发募集资金用于建设 47.5 万套/年的商用车变速器总成项目。45 亿资金增强公司资金实力，新能源乘用车与电动轻卡提升业绩可期。

◇ 盈利预测与估值

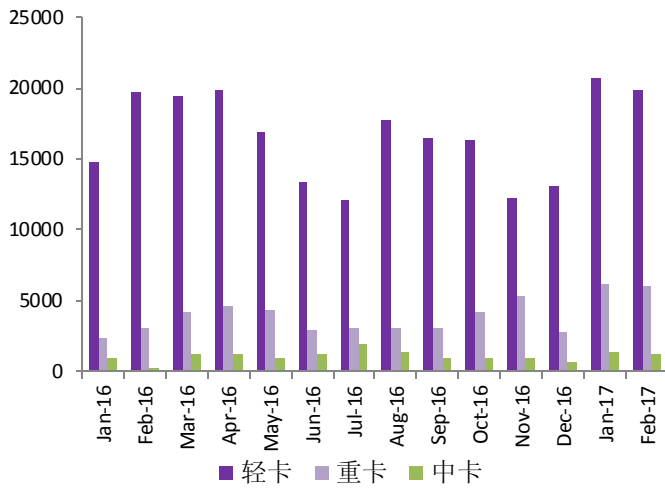
我们预测 2017、2018、2019 年公司营业收入分别为 573 亿元、641 亿元和 689 亿元，归属母公司净利润分别为 12.46 亿元、15.91 亿元和 18.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.66 元、0.84 元和 0.96 元。公司当前股价（按 3 月 27 日收盘价）为 11.85 元，对应 2017、2018、2019 年 PE 分别为 18 倍、14 倍和 12 倍。考虑到公司 SUV 和新能源汽车业务快速增长，与蔚来汽车、大众汽车的合作有望在 2017 年和 2018 年落地有望提升公司的长期业绩和估值水平，给予公司 2017 年 23 倍 PE，对应目标价 15.18 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

汽车销量不及预期，与蔚来和大众的合作落实不及预期，新能源补贴政策波动。

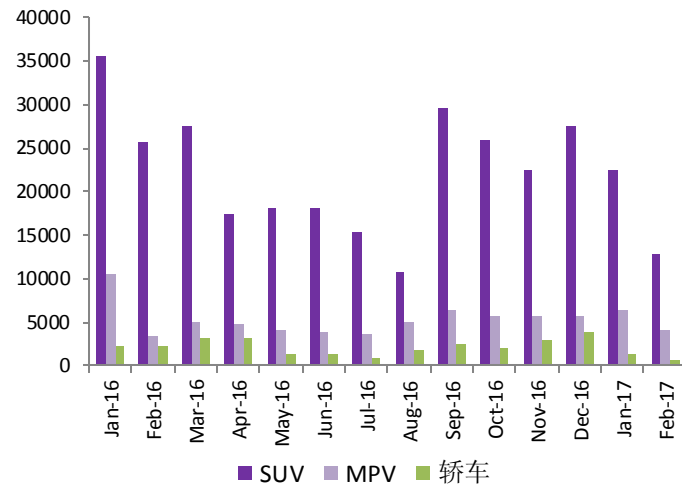


图表1: 2016/01-2017/02 卡车销量 (单位: 辆)



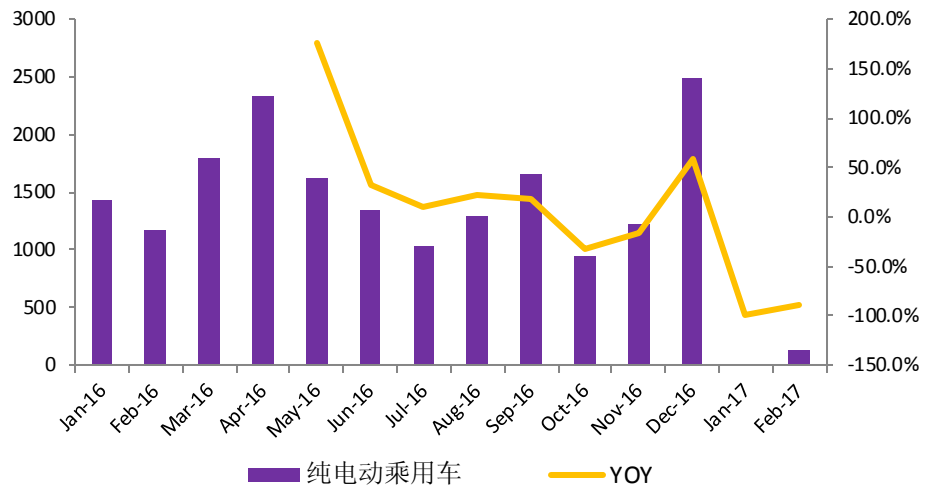
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表2: 2016/01-2017/02 乘用车销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

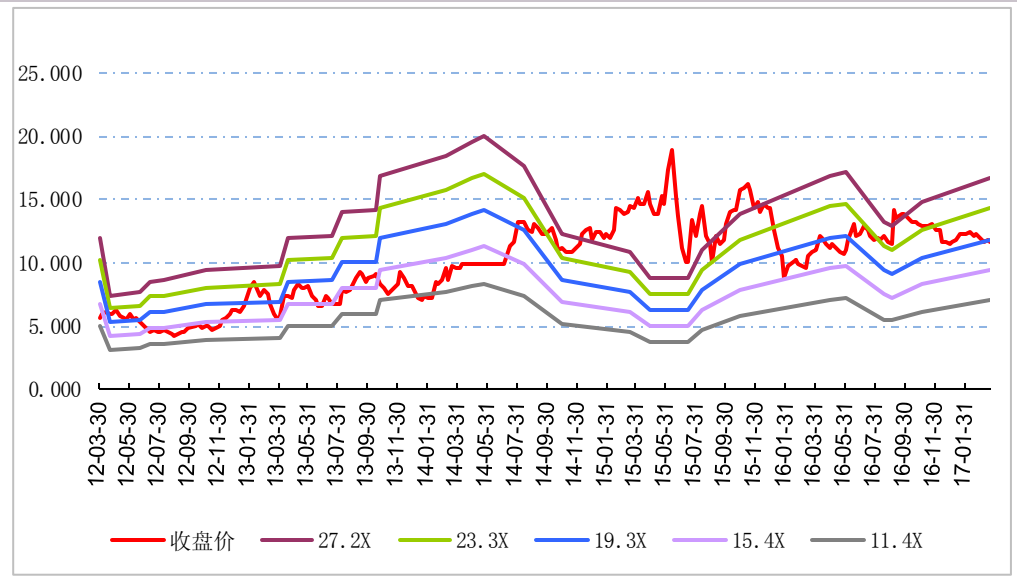
图表3: 2016/01-2017/02 纯电动乘用车销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

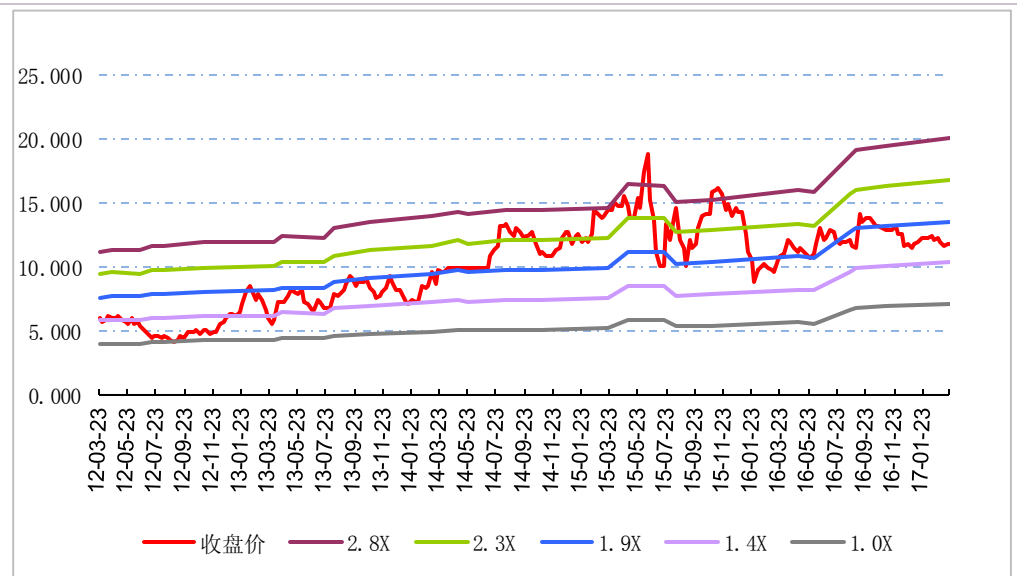


图表 5: 公司 P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 6: 公司 P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	31,091	28,963	39,220	38,992	经营活动现金流	-350	4,796	6,915	4,659
现金	16,032	17,478	22,252	25,181	净利润	1,215	1,246	1,591	1,819
应收账款	3,366	1,985	4,900	2,634	折旧摊销	1,839	2,255	2,525	2,733
其它应收款	4,554	2,500	4,500	2,900	财务费用	-132	-88	-86	-94
预付账款	378	978	360	1,022	投资损失	-229	-229	-191	-216
存货	2,839	1,623	3,361	2,181	营运资金变动	-4,575	1,300	2,700	-15
其他	3,921	4,398	3,847	3,000	其它	1,533	313	375	433
非流动资产	18,123	19,600	18,374	16,764	投资活动现金流	-1,315	-3,906	-969	-868
长期投资	1,409	1,549	1,704	1,790	资本支出	-410	-4,000	-1,000	-1,000
固定资产	10,286	11,068	10,731	9,761	长期投资	-239	-141	-155	-85
无形资产	3,645	3,306	2,967	2,628	其他	-667	234	186	218
其他	2,783	3,676	2,971	2,585	筹资活动现金流	5,100	556	-1,172	-863
资产总计	49,215	48,563	57,594	55,757	短期借款	896	764	-528	0
流动负债	30,238	28,368	35,953	32,946	长期借款	21	334	-183	-483
短期借款	1,664	2,428	1,900	1,900	其他	4,182	-541	-461	-379
应付账款	11,048	8,267	13,917	10,270	现金净增加额	3,434	1,446	4,774	2,929
其他	17,527	17,673	20,137	20,776					
非流动负债	3,508	3,446	3,879	3,784	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	1,783	1,883	2,183	2,123	成长能力				
其他	1,724	1,562	1,696	1,661	营业收入	13.2%	9.0%	11.9%	7.6%
负债合计	33,746	31,814	39,833	36,730	营业利润	-73.1%	19.4%	-1.9%	12.2%
少数股东权益	1,674	2,212	2,109	2,118	归属母公司净利润	35.5%	7.2%	27.7%	14.3%
归属母公司股东权益	13,794	14,537	15,653	16,909	获利能力				
负债和股东权益	49,215	48,563	57,594	55,757	毛利率	9.7%	10.3%	10.9%	11.5%
					净利率	2.2%	2.2%	2.5%	2.6%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	7.9%	8.0%	9.5%	10.1%
营业收入	52,529	57,266	64,100	68,940	ROIC	414%	-92%	-76%	136%
营业成本	47,456	51,342	57,129	61,013	偿债能力				
营业税金及附加	1,020	1,112	1,245	1,339	资产负债率	69%	66%	70%	66%
营业费用	3,285	3,395	3,800	4,087	净负债比率	88%	83%	54%	69%
管理费用	3,336	3,636	4,070	4,378	流动比率	1.03	1.02	1.09	1.18
财务费用	-107	-88	-86	-94	速动比率	0.93	0.96	1.00	1.12
资产减值损失	400	247	308	350	营运能力				
公允价值变动收益	-6	9	-5	0	总资产周转率	1.19	1.17	1.21	1.22
投资净收益	229	229	191	216	应收账款周转率	9.23	9.23	9.23	9.23
营业利润	-2,655	-2,140	-2,182	-1,916	应付账款周转率	5.21	5.93	5.78	5.70
营业外收入	4,015	3,600	4,041	4,037	每股指标(元)				
营业外支出	18	21	22	20	每股收益	0.61	0.66	0.84	1.03
利润总额	1,342	1,439	1,837	2,101	每股经营现金	-0.18	1.53	6.41	-0.96
所得税	127	136	174	199	每股净资产	7.29	7.69	8.28	8.99
净利润	1,215	1,303	1,663	1,901	估值比率				
少数股东损益	53	56	72	82	P/E	19.31	17.97	14.08	11.53
归属母公司净利润	1,162	1,246	1,591	1,819	P/B	1.63	1.54	1.43	1.32
EBITDA	-912	27	257	723	EV/EBITDA	-11	467	6	8
EPS (元)	0.61	0.66	0.84	0.96					

资料来源：公司公告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com