

# 江淮汽车 (600418) \ 汽车

## ——Q1 业绩小幅下滑，新能源和卡车表现值得期待

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	10.52 元
目标价格:	元

### 事件:

公司2017年一季度实现营收136.75亿元，同比减少6.47%；归属于上市公司股东的净利润2.74亿元，同比减少2.19%；归属于上市公司股东的扣非净利润1.90亿元，同比减少17.52%；基本每股收益0.14元。

### 投资要点:

#### ➤ 毛利率同比基本持平，三项费用控制较好

公司17Q1营收同比小幅下滑6.5%，主要是因为乘用车销售不振；营业外收入同比大幅减少7.4亿元，则是受新能源汽车销量下滑的影响。公司17Q1毛利率为10.75%，与去年同期基本持平；公司费用控制较好，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为3.02%、5.24%和-0.41%，同比分别下滑3.52、0.84和0.37个百分点。此外公司本期非经常性损益较去年同期增加约3400万元，主要是因为政府补助增长较多。

#### ➤ 新能源汽车销售逐步恢复正常，全年表现值得期待

公司新能源汽车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，3月开始逐步恢复正常，销售1502辆，同比减少16.7%。近日，江淮公布了三款新能源汽车 iEV6E、iEV7与2017款iEV4的售价，除了国补和地补外，厂家还提供了1.5万元的i蓝众享基金，补贴后的价格从4.95万元-8.95万元，定价策略极具进取心。特别是全新上市车型iEV6E，其终端售价不到5万元，这是继北汽EC180，第二款终端售价低于5万元的纯电动车型，而续航里程在250km以上的iEV7终端售价也不到9万元，较为激进的定价策略也彰显了公司对于新能源汽车板块的重视，后续销售有望持续向好。此外，亮相上海车展的蔚来ES8受到高度关注，有望于年底上市；而大众与江淮的合作正在等待相关政府部门对于合资公司的批复，双方合作的第一款纯电动SUV有望于18年投放市场。我们认为公司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。

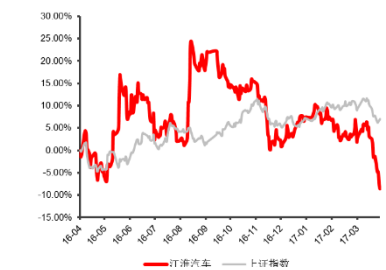
#### ➤ 卡车板块有望销量和盈利能力双升，提供业绩弹性

一季度公司的货车板块延续了去年以来的亮眼表现，轻卡销售6.2万辆，同比增长14.16%；重卡销售1.9万辆，同比增长101.94%。考虑到公司在高端轻卡领域优势明显，而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。此外合营公司纳威司达和朝柴动力，公司的发动机自配率也在持续提升，这一方面可以增加公司的投资收益，另一方面也将有效修复公司轻卡板块的盈利能力。卡车板块的销量与盈利能力的提升将为公司的业绩提供弹性。

### 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)	11,028
每股净资产 (元)	7.29
资产负债率 (%)	68.57
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

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

### 相关报告

- 1、《江淮汽车 (600418) \ 汽车行业》  
2017.03.23
- 2、《江淮汽车 (600418) \ 汽车行业》  
2016.10.31
- 3、《江淮汽车 (600418) \ 汽车行业》  
2016.10.17

➤ **SUV 销量大幅下滑，MPV 表现较好**

16Q1 公司 SUV 销量为 4.5 万辆，同比下滑 49.7%，大幅低于预期。其中公司原本优势明显的小型 SUV 形式严峻：连续两年获得小型 SUV 销冠的瑞风 S3 一季度销量断崖式下跌，同比减少 65%，销量仅有原本主要竞争对手哈弗 H2 的 30%；而 S2 的销量同比下降幅度也达到 43%。瑞风 S5 则受益于出口市场的优异表现一季度销量同比增长 68%，但由于基数较小，整体影响有限。公司一季度 MPV 的销量表现明显优于 SUV，同比下降 14.6%，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 年一季度销量相比，增长 13.5%，表现较好。新车方面，上海车展上越级紧凑型 SUV 瑞风 S7 启动预售，定位中高端 MPV 的瑞风 M6 亮相，预计三季度上市，加上于去年底上市的中高级轿车 A60，公司乘用车板块以做精做优为宗旨，力求向上突破。全年来看，我们预计公司 SUV 销量同比将明显下滑，而 MPV 则将获得较好的增长。

➤ **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 15 倍、13 倍、12 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）	22.98	16.96	15.45	13.45	12.43
市净率（P/B）	2.34	1.43	1.33	1.23	1.14
EV/EBITDA	7.71	7.33	7.33	6.44	5.73

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表1：财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
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
<b>流动资产合计</b>	<b>19,813.6</b>	<b>28,838.6</b>	<b>30,302.9</b>	<b>34,792.3</b>	<b>38,322.6</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>-1,612.67</b>	<b>-2,682.52</b>	<b>-2,160.88</b>	<b>-2,431.35</b>	<b>-2,538.62</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,450.5</b>	<b>17,385.8</b>	<b>17,950.3</b>	<b>18,303.6</b>	<b>18,478.0</b>	营业外净收益	2,619.46	4,024.38	3,590.00	4,090.00	4,340.00
<b>资产总计</b>	<b>36,264.1</b>	<b>46,224.4</b>	<b>48,253.2</b>	<b>53,096.0</b>	<b>56,800.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,006.79</b>	<b>1,341.86</b>	<b>1,429.12</b>	<b>1,658.65</b>	<b>1,801.38</b>
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	<b>净利润</b>	<b>855.47</b>	<b>1,214.61</b>	<b>1,335.43</b>	<b>1,545.24</b>	<b>1,676.22</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>24,209.8</b>	<b>28,968.9</b>	<b>29,920.9</b>	<b>33,511.4</b>	<b>35,857.2</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>857.58</b>	<b>1,161.97</b>	<b>1,275.43</b>	<b>1,465.24</b>	<b>1,586.22</b>
长期带息负债	1,762.65	1,783.46	1,783.46	1,783.46	1,783.46	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	186.76	3.57	0.00	0.00	0.00		<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,949.41</b>	<b>1,787.03</b>	<b>1,783.46</b>	<b>1,783.46</b>	<b>1,783.46</b>	营业收入	35.75%	13.16%	13.91%	12.88%	7.68%
<b>负债合计</b>	<b>26,159.2</b>	<b>30,755.9</b>	<b>31,704.4</b>	<b>35,294.9</b>	<b>37,640.7</b>	EBIT	92.40%	28.27%	9.42%	13.26%	7.07%
少数股东权益	1,689.44	1,674.32	1,734.32	1,814.32	1,904.32	EBITDA	47.85%	23.60%	2.08%	10.59%	7.45%
股本	1,463.23	1,893.31	1,893.31	1,893.31	1,893.31	归属于母公司净	-42.36%	35.49%	9.77%	14.88%	8.26%
资本公积	1,297.72	5,330.09	5,330.09	5,330.09	5,330.09	<b>获利能力</b>					
留存收益	5,654.53	6,570.79	7,591.13	8,763.32	10,032.3	毛利率	11.15%	9.59%	10.39%	10.11%	9.97%
<b>股东权益合计</b>	<b>10,104.9</b>	<b>15,468.5</b>	<b>16,548.8</b>	<b>17,801.0</b>	<b>19,160.0</b>	净利率	1.84%	2.31%	2.23%	2.29%	2.31%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>36,264.1</b>	<b>46,224.4</b>	<b>48,253.2</b>	<b>53,096.0</b>	<b>56,800.7</b>	ROE	10.19%	8.42%	8.61%	9.17%	9.19%
<b>现金流量表</b>						ROIC	-15.60%	-18.41%	-12.29%	-12.86%	-13.18%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>偿债能力</b>					
净利润	764.41	996.33	-2,241.88	-2,503.35	-2,624.62	资产负债率	72.14%	66.54%	65.70%	66.47%	66.27%
折旧摊销	1,523.92	1,838.73	1,786.52	1,939.85	2,090.26	流动比率	0.82	1.00	1.01	1.04	1.07
财务费用	-88.22	-132.10	-82.12	-133.02	-167.90	速动比率	0.70	0.82	0.82	0.85	0.88
存货减少	7.26	-1,121.12	-369.06	-384.96	-251.50	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,072.75	-2,159.07	1,031.15	1,937.31	1,265.71	应收账款周转率	10.38	10.43	10.52	10.60	10.66
其它	246.25	231.19	280.00	360.00	400.00	存货周转率	22.54	16.72	16.70	16.89	17.02
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,526.38</b>	<b>-346.03</b>	<b>404.61</b>	<b>1,215.84</b>	<b>711.95</b>	总资产周转率	1.28	1.14	1.24	1.27	1.28
资本支出	557.77	799.83	2,300.00	2,300.00	2,300.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1,066.34	1,589.56	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.45	0.61	0.67	0.77	0.84
其他	1,683.91	1,074.07	3,246.35	3,695.43	3,936.12	每股经营现金流	1.86	-0.18	0.21	0.64	0.38
<b>投资活动现金流</b>	<b>59.80</b>	<b>-1,315.32</b>	<b>946.35</b>	<b>1,395.43</b>	<b>1,636.12</b>	每股净资产	4.44	7.29	7.82	8.44	9.11
债权融资	-781.74	1,228.23	-1,664.05	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	4,500.19	0.00	0.00	0.00	市盈率	22.98	16.96	15.45	13.45	12.43
其他	-1,494.14	-628.83	-176.53	-160.02	-149.35	市净率	2.34	1.43	1.33	1.23	1.14
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,275.88</b>	<b>5,099.59</b>	<b>-1,840.59</b>	<b>-160.02</b>	<b>-149.35</b>	EV/EBITDA	7.71	7.33	7.33	6.44	5.73
<b>现金净增加额</b>	<b>1,346.83</b>	<b>3,449.74</b>	<b>-489.63</b>	<b>2,451.24</b>	<b>2,198.72</b>	EV/EBIT	19.96	18.27	17.06	14.62	13.06

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

