

江淮汽车 (600418)

江淮大众合作落定 展露新能源乘用车龙头面貌

事件

公司于5月22日晚发布公告:与大众中国合资生产纯电动乘用车项目获国家发改委核准。项目单位暂定名为江淮大众汽车有限公司,总投资50.6亿元,资本金20.0亿元,双方各出资50%,合资期限25年。项目将在江淮汽车现有建设用地上进行改建,全部建成后将形成10万辆/年的产能。

点评

江淮大众项目落定,公司逐步展露新能源乘用车龙头面貌。本次国家发改委对江淮大众合资项目的核准如一剂强心针注入公司未来战略规划,加码公司新能源乘用车布局。**双方合作基于互惠互利、共同发展的基础:**1)大众中国方面,早在项目草案拟定时,已确立条款(江淮在有条件的前提下支持大众中国及其关联公司在中国实现碳排放与燃油消耗限值达标);2)江淮方面,大众的加入在技术、管理体系等方面帮助公司全面提升产品竞争力,提高品牌知名度,并带动电动车核心零部件国产化,驱动国内新能源产业链发展;3)本次合作并非从零开始,双方将尽快基于已有的成熟平台,共建具有竞争力的产品组合,研发周期将大幅缩短,首款产品有望于18年底实现量产上市。公司早在2010年前深耕纯电动技术,自主新能源产品能力较强,经过6代更迭纯电动车型具有先入为主的优势,领先同业竞争者,在江淮大众合资品牌贡献可观销量后,公司在纯电动车细分领域上升弹性大,有望打造行业龙头。

牵手蔚来,互联网造车概念注入,新能源汽车制造工艺再上台阶。公司与蔚来的战略合作意在:1)拥抱互联网、实现传统制造业与互联网行业融合发展;2)提升公司新能源车整体制造工艺水平。目前,首款量产车型已于上海车展亮相:纯电动SUV ES8预计于17年底/18年初上市,按合同约定将由江淮完成生产,配套工厂的储备工作也将于17年四季度初完成。

自主品牌瑞风 S7 攻入 7 座中型 SUV 蓝海市场,轻卡逐步完成 100%国 V 升级。1)于4月上海车展正式亮相的中型 SUV 瑞风 S7 预计于6月正式上市,定价10.98-15.18万元的7座SUV主打高性价比,期待3季度爬坡表现;2)轻卡稳居行业前三,销量稳增(1-4月累计8.1万辆,同比+9.9%),且有望于3季度完成发动机国IV去库存,实现100%国V升级。

投资建议

看好公司未来业务转好:新产品(瑞风 S7 及三款自主新能源纯电动轿车)的推出将对市场需求形成一轮冲击,尤其瑞风 S7 为公司未来上量重点车型;商用车预计同比维持增长。战略层面,公司“**联姻大众+牵手蔚来**”,新能源方面的多元化合作作为长期业绩赋予弹性;16年45亿元定增落地资金储备充足,且股权激励项目提供安全边际。预计公司17-19的EPS为0.71元、0.79元以及0.97元,对应的PE为14、13以及10倍。给予公司6个月目标价14.3元,维持“**买入**”评级。

风险提示:车市下行风险;新车型销量不及预期;项目合作进程不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	46,415.82	52,529.39	59,715.42	68,781.15	77,272.30
增长率(%)	35.74	13.17	13.68	15.18	12.35
EBITDA(百万元)	(62.45)	(912.41)	(1,840.66)	(2,009.43)	(2,168.26)
净利润(百万元)	857.58	1,161.97	1,342.33	1,486.49	1,827.51
增长率(%)	62.21	35.49	15.52	10.74	22.94
EPS(元/股)	0.45	0.61	0.71	0.79	0.97
市盈率(P/E)	21.77	16.07	13.91	12.56	10.22
市净率(P/B)	2.22	1.35	1.25	1.16	1.06
市销率(P/S)	0.40	0.36	0.31	0.27	0.24
EV/EBITDA	(197.43)	(11.27)	(1.80)	(0.49)	1.45

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.86元
目标价格	14.3元
上次目标价	14.3元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,893.31
流通A股本(百万股)	1,017.36
A股总市值(百万元)	18,668.06
流通A股市值(百万元)	10,031.15
每股净资产(元)	7.43
资产负债率(%)	69.51
一年内最高/最低(元)	14.55/9.13

作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	
娄周鑫	联系人
louzhouxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《江淮汽车-季报点评:一季度喜忧参半 期待未来乘用车产品周期+新能源合作进展》 2017-04-28
- 《江淮汽车-年报点评报告:16年业绩表现较好“联姻大众+牵手蔚来”全力布局新能源》 2017-03-22
- 《江淮汽车-公司深度研究:多元化合作 产业链整合 打造未来新能源汽车龙头》 2017-01-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	12,456.03	16,032.43	18,225.67	20,992.61	23,584.19
应收账款	3,459.35	7,920.05	5,350.04	9,934.66	7,236.96
预付账款	479.47	378.40	519.03	512.91	644.88
存货	1,828.18	2,838.90	1,841.10	3,561.13	2,749.09
其他	3,659.77	3,921.38	5,789.31	5,144.61	7,011.52
流动资产合计	21,882.80	31,091.17	31,725.16	40,145.93	41,226.64
长期股权投资	1,170.01	1,408.61	1,658.61	1,908.61	2,158.61
固定资产	10,435.35	10,286.16	10,883.76	11,354.71	11,843.65
在建工程	1,165.05	1,395.71	1,017.43	910.46	1,026.27
无形资产	3,235.25	3,645.30	3,578.44	3,483.69	3,361.04
其他	1,015.34	1,387.64	1,260.90	1,153.72	1,060.83
非流动资产合计	17,021.00	18,123.42	18,399.14	18,811.18	19,450.40
资产总计	38,903.80	49,214.60	50,124.30	58,957.11	60,677.04
短期借款	767.64	1,664.05	1,819.77	2,338.89	1,218.30
应付账款	10,797.60	13,144.11	13,444.15	17,032.48	17,293.87
其他	13,670.71	15,430.30	16,204.44	19,621.50	21,083.23
流动负债合计	25,235.95	30,238.46	31,468.37	38,992.87	39,595.40
长期借款	1,762.65	1,783.46	283.61	391.42	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,800.27	1,724.16	1,762.22	1,743.19	1,752.70
非流动负债合计	3,562.92	3,507.62	2,045.83	2,134.61	1,752.70
负债合计	28,798.87	33,746.08	33,514.19	41,127.48	41,348.11
少数股东权益	1,689.44	1,674.32	1,701.72	1,732.06	1,769.35
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	6,877.73	11,806.98	13,015.07	14,204.27	15,666.27
其他	(1,223.19)	(5,236.19)	(5,330.09)	(5,330.09)	(5,330.09)
股东权益合计	10,104.93	15,468.52	16,610.11	17,829.63	19,328.94
负债和股东权益总	38,903.80	49,214.60	50,124.30	58,957.11	60,677.04

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	855.47	1,214.61	1,342.33	1,486.49	1,827.51
折旧摊销	1,523.92	1,838.73	947.54	1,030.78	1,117.89
财务费用	(88.22)	(132.10)	(195.02)	(280.60)	(377.22)
投资损失	(113.22)	(229.35)	(275.22)	(330.26)	(396.31)
营运资金变动	1,862.08	(4,574.56)	2,670.77	1,260.89	2,996.08
其它	(496.79)	1,532.84	5.69	30.21	37.17
经营活动现金流	3,543.25	(349.83)	4,496.09	3,197.51	5,205.11
资本支出	4,766.12	2,637.86	1,061.94	1,319.03	1,590.49
长期投资	204.03	238.60	250.00	250.00	250.00
其他	(4,910.35)	(4,191.77)	(2,114.94)	(2,538.64)	(3,044.05)
投资活动现金流	59.80	(1,315.32)	(803.00)	(969.61)	(1,203.56)
债权融资	2,793.62	4,174.51	2,706.82	3,261.57	1,838.87
股权融资	334.53	4,592.89	106.11	286.60	384.22
其他	(5,404.03)	(3,667.82)	(4,312.79)	(3,009.12)	(3,633.07)
筹资活动现金流	(2,275.88)	5,099.59	(1,499.85)	539.05	(1,409.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,327.17	3,434.44	2,193.24	2,766.94	2,591.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	46,415.82	52,529.39	59,715.42	68,781.15	77,272.30
营业成本	41,215.89	47,456.09	53,846.08	61,916.79	69,467.80
营业税金及附加	845.67	1,020.33	1,119.09	1,289.07	1,448.21
营业费用	2,751.91	3,284.69	3,540.42	4,077.91	4,581.34
管理费用	3,012.92	3,335.64	3,811.03	4,383.17	4,924.28
财务费用	(63.96)	(107.03)	(195.02)	(280.60)	(377.22)
资产减值损失	277.15	400.45	440.50	484.55	533.00
公允价值变动收益	(8.71)	(5.58)	(21.71)	(0.13)	(0.13)
投资净收益	113.22	229.35	275.22	330.26	396.31
其他	(194.52)	(429.14)	(507.02)	(660.27)	(792.37)
营业利润	(1,533.75)	(2,655.41)	(2,593.18)	(2,759.61)	(2,908.92)
营业外收入	2,567.83	4,015.04	4,135.49	4,466.33	5,002.29
营业外支出	27.28	17.77	20.40	21.36	21.36
利润总额	1,006.79	1,341.86	1,521.92	1,685.36	2,072.01
所得税	151.32	127.25	152.19	168.54	207.20
净利润	855.47	1,214.61	1,369.73	1,516.83	1,864.81
少数股东损益	(2.12)	52.64	27.39	30.34	37.30
归属于母公司净利润	857.58	1,161.97	1,342.33	1,486.49	1,827.51
每股收益(元)	0.45	0.61	0.71	0.79	0.97

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.74%	13.17%	13.68%	15.18%	12.35%
营业利润	-961.33%	73.13%	-2.34%	6.42%	5.41%
归属于母公司净利润	62.21%	35.49%	15.52%	10.74%	22.94%
获利能力					
毛利率	11.20%	9.66%	9.83%	9.98%	10.10%
净利率	1.85%	2.21%	2.25%	2.16%	2.37%
ROE	10.19%	8.42%	9.00%	9.23%	10.41%
ROIC	-157.96%	414.45%	-114.33%	611.25%	186.81%
偿债能力					
资产负债率	74.03%	68.57%	66.86%	69.76%	68.14%
净负债率	93.34%	87.59%	81.51%	70.57%	87.30%
流动比率	0.87	1.03	1.01	1.03	1.04
速动比率	0.79	0.93	0.95	0.94	0.97
营运能力					
应收账款周转率	22.85	9.23	9.00	9.00	9.00
存货周转率	29.45	22.51	25.52	25.46	24.49
总资产周转率	1.41	1.19	1.20	1.26	1.29
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.61	0.71	0.79	0.97
每股经营现金流	1.87	-0.18	2.37	1.69	2.75
每股净资产	4.44	7.29	7.87	8.50	9.27
估值比率					
市盈率	21.77	16.07	13.91	12.56	10.22
市净率	2.22	1.35	1.25	1.16	1.06
EV/EBITDA	-197.43	-11.27	-1.80	-0.49	1.45
EV/EBIT	-7.79	-3.75	-1.19	-0.32	0.96

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com