

江淮汽车 (600418)

轻卡逐步实现全面国 V 升级 新能源乘用车现亮点

事件

公司发布 2017 年 5 月产销快报：单月汽车售 3.6 万辆，同比-24.3%；17 年累计售 24.0 万辆，同比-17.2%。其中，乘用车方面，SUV 售 0.7 万辆，同比-63.7%，MPV 售 0.5 万辆，同比+17.7%，轿车售 0.3 万辆，同比+140.3%；商用车售 2.0 万辆，同比-11.6%；新能源车售 0.3 万辆，同比+69.1%。

点评

新能源乘用车 iEV6E 爬坡势头较好，A00 级别席卷市场。公司在多款新能源乘用车 3 月成功进入北京新能源车目录后，开始贡献可观销量，5 月新能源车售 0.3 万辆，同比+69.1%、环比+36.6%，在纯电车领域重新回到前列位置。其中，A00 级轿车 iEV6E 连续两月数据亮眼，4/5 月销量分别为 0.17/0.25 万辆，在同级别新能源轿车中占据一席之地，主要销售地区为北京、安徽等地。公司在新能源乘用车方面布局完善，17/18 年均有新车型发布计划，在新能源车市场保持高弹性。

商用车主要产品轻卡逐步实现全面国 V 升级，国 IV 库存预计在 3Q17 倾销完毕。5 月轻卡售 1.3 万辆，同比-22.7%，环比-33.3%，而产量数据持续两月维持同一水平（1.2 万辆左右），我们判断：1) 公司在主营商用车产品轻卡业务上正在经历国 V 发动机的升级，目前配备国 IV 发动机的轻卡产品已经停产，生产线上 100%配套国 V 发动机，因此，两个月产量数据如此接近；2) 配备国 IV 发动机的产品仍存在积压库存，此部分库存预计会在 3Q17 完全解决；3) 公司在政策规定前提前实现发动机国 V 升级，彰显轻卡领域的强劲竞争力，为后续升级后的产品销售上量做好准备。

“联姻大众+牵手蔚来”，大力加码布局新能源。

- 1) 公司与大众中国正式签订合资合同，本次合作对于大众及其关联公司而言将有利于实现碳排放与燃油消耗限值达标；而江淮方面，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；同时合资公司会在研发制造新能源车的同时，拓展增值服务；
- 2) 公司与蔚来的战略合作意在拥抱互联网、实现传统制造业与互联网行业融合发展，并提升公司新能源车整体制造工艺水平。首款产品蔚来 ES 预计于 18 年初实现量产，目前正在进行配套工厂储备工作。

投资建议

公司未来自主方面，商用车（轻卡）稳健发展，新能源乘用车有望提供增量。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为长期业绩赋予弹性。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 11 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)	22.67	16.73	14.49	13.08	10.64
市净率(P/B)	2.31	1.41	1.30	1.21	1.11
市销率(P/S)	0.42	0.37	0.33	0.28	0.25
EV/EBITDA	(197.43)	(11.27)	(2.22)	(0.88)	1.09

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	10.27 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 股股本(百万股)	1,017.36
A 股总市值(百万元)	19,444.32
流通 A 股市值(百万元)	10,448.27
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

- 1 《江淮汽车-公司点评:江淮大众合作落定 展露新能源乘用车龙头面貌》 2017-05-22
- 2 《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
- 3 《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



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	22.67	16.73	14.49	13.08	10.64
市净率	2.31	1.41	1.30	1.21	1.11
EV/EBITDA	-197.43	-11.27	-2.22	-0.88	1.09
EV/EBIT	-7.79	-3.75	-1.47	-0.58	0.72

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 37 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