



2017年09月01日

增持(维持评级)

当前价： 9.72 元
目标价： 13.11 元

汽车及零部件行业研究组

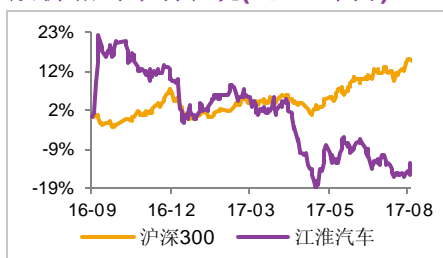
分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐昊

电话：010-64408637
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

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	525.29	572.33	654.47	726.79
(+/-)	13%	9%	14%	11%
归母净利润	11.80	13.01	15.58	20.12
(+/-)	35%	10%	20%	29%
EPS(元)	0.72	0.69	0.82	1.06
P/E	16	14	12	9

资料来源：联讯证券研究院

江淮汽车(600418.SH)

【联讯汽车中报点评】江淮汽车：公司 SUV 销量下滑，长期看好新能源汽车业务

投资要点

◇ 事件：江淮汽车公布 2017 年中报

8 月 24 日，公司公布了 2017 年中报。2017 年 1-6 月公司实现营业收入 253.13 亿元，同比下降 4.08%；实现归属于上市公司股东净利润 3.45 亿元，同比下降 40.31%，EPS 为 0.18 元。

点评：

◇ SUV 销量下滑，产品迎来更新换代

2017 年 1-6 月，国内乘用车市场总体增速放缓，累计销量为 1125.3 万辆，同比增长 2.1%。公司上半年乘用车板块总体销量为 11.3 万辆，同比下降了 40.2%，其主要原因是受到 SUV 销量下滑的影响。公司 1-6 月 SUV 累计销量为 6.7 万辆，同比大降 53.3%，其中曾经的销量主力瑞风 S3 遭遇滑铁卢，今年到 7 月累计销量仅 3.1 万辆，同比降低 71.2%。一方面，公司现有主力 SUV 车型较老，市场吸引力减弱，另一方面公司 SUV 产品主要集中于中低端市场，而目前国内中低端 SUV 市场竞争十分激烈。近期江淮宣布对旗下瑞风 S2 和 S3 进行官方降价，降价力度最高达 1 万元，考虑到销售旺季即将到来，未来有望刺激公司 SUV 产品销量上升。同时公司也大力推广中高端 SUV 新产品上市，全新瑞风 S7 自今年 6 月上市后两个月销量达 5931 辆，下半年预计将持续放量，有望成为公司 SUV 新一代的代表产品。

◇ 轿车逆市上涨，卡车业务景气度持续

今年上半年，轿车行业整体表现较为低迷，1-6 月累计销量为 539.9 万辆，同比下降 3.0%。在这样的大环境下公司仍取得了十分出色的表现，1-6 月累计销售轿车 14797 辆，同比增长 16.58%，主要来自于新能源汽车的放量。随着将来在新能源汽车领域的持续投入，这部分在公司营收所占比重将持续上升，从而改善公司业绩。

同时，由于上半年经济周期上行，运输量增长较快，公路货运量完成 1669841 万吨，同比增长 10%，政府“治超”力度进一步加大导致重卡单车运力下降，因此重卡行业迎来了较高的景气度，江淮旗下重卡销量也大幅攀升，1-6 月售出 3.25 万辆，同比增长 51.69%。在中卡与轻卡领域，公司也实现了稳定增长，共销售 11.6 万台，增幅达 5.6%，产品结构不断优化，根据未来物流发展趋势推出的全能卡车帅铃上市至今销量已破万台，并在不同的细分市场推出定制车型，跨入内涵式增长的新阶段。

◇ 合资计划推进顺利，新能源汽车更上层楼

2017 年来公司继续集中资源发展新能源汽车业务，与巨一自动化、华霆动力分别合资成立的公司已经正式注册，将在新能源汽车的电机、电池系统方面提供相应保障，在新能源汽车各阶段产业链完善布局。公司与大众集团合资生产



纯电动乘用车的项目已获批准，并签订了合资合同，公司与大众合资将有效提升自身的技术实力和品牌影响力，进一步提升江淮新能源汽车的市场竞争力。

2017 年新能源汽车补贴退坡造成了公司盈利能力的下降，也使得销量一度放缓，而在经历年初的政策调整期后，公司纯电动乘用车逐步回暖，取得了较高的增速，5-7 月的月销量同比增速分别为 69.1%，122.5%和 139.1%，iEV 系列目前覆盖小型与紧凑型轿车领域，在下半年将再推出三款全新纯电动产品，其中 iEV7S 和 iEV7E 将打入小型 SUV 市场，进一步丰富了产品阵容，未来有望继续保持高速发展，成为业绩新的增长点。

◇ 盈利预测和估值

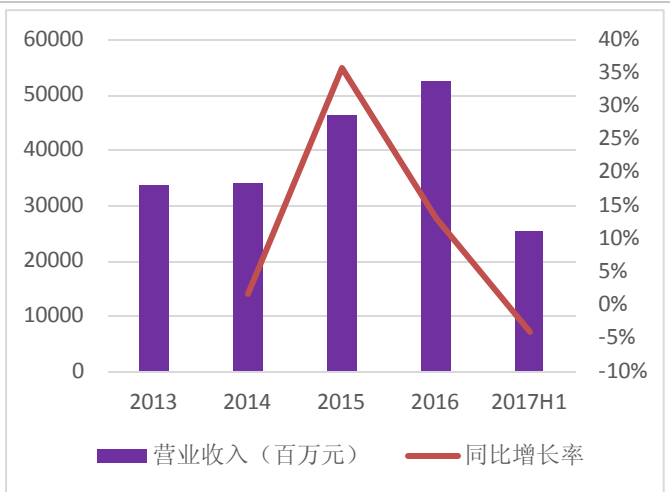
公司我们预测 2017，2018，2019 年营业收入分别为 572.33 亿元、654.47 亿元、726.79 亿元，归属母公司净利润为 13.01 亿元、15.58 亿元、20.12 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.82 元、1.06 元，当前公司股价为 9.72 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 14 倍、12 倍、9 倍。本着审慎原则，我们给予江淮汽车 19 倍 PE，目标价下调为 13.11 元，给予“增持”评级。

◇ 风险提示

汽车销量整体下滑，新能源汽车推广不及预期。

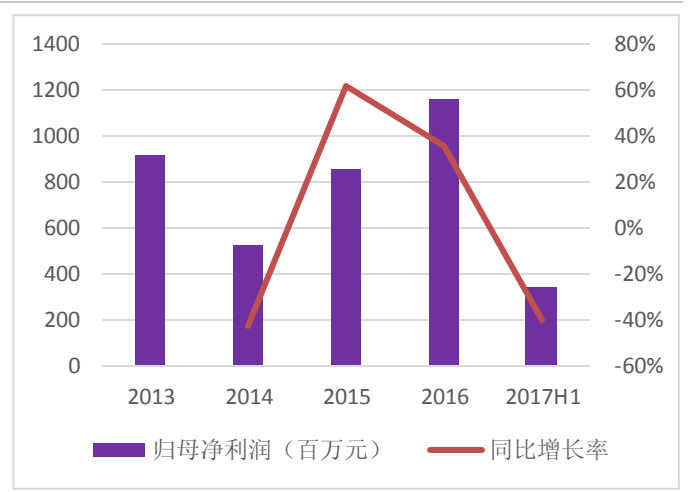


图表1: 公司营收及同比增速



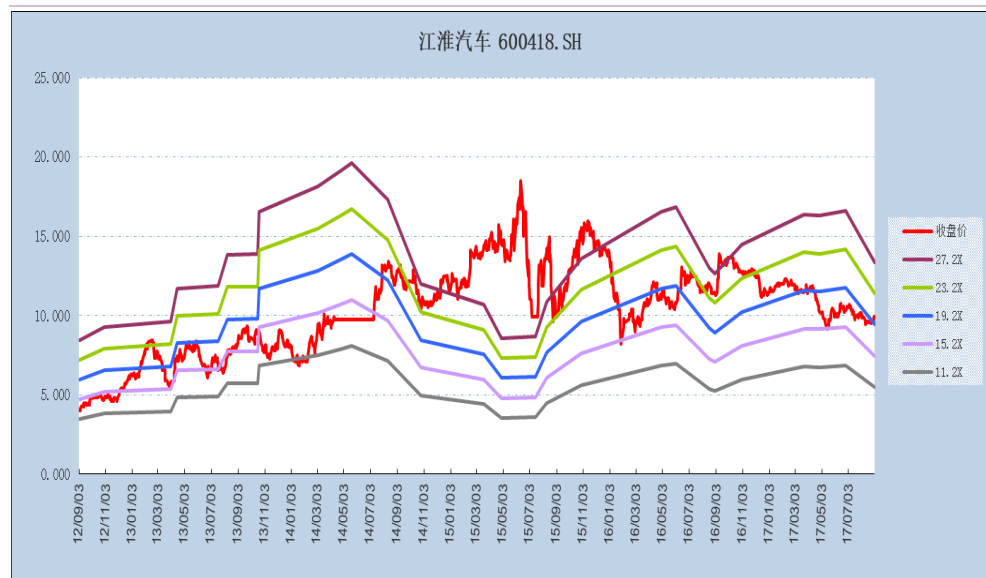
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表2: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

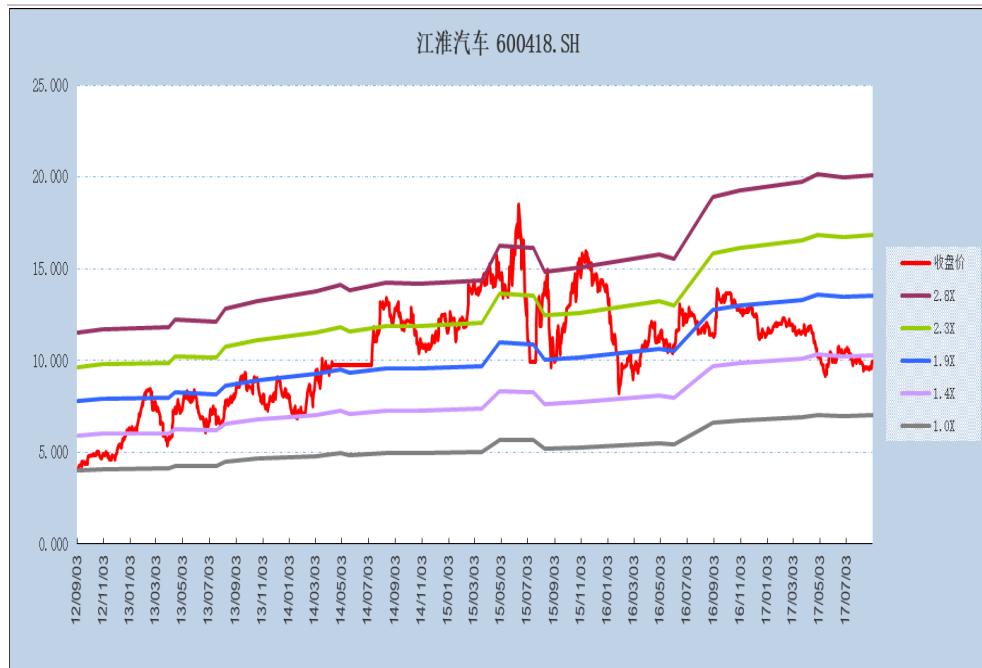
图表 4: 公司 PE-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院



图表 5: PB-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院



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	37,309	42,906	49,342	经营活动现金流	-350	-3,885	5,044	5,904
现金	16,032	10,472	13,483	17,065	净利润	1,233	1,358	1,621	2,080
应收账款	3,366	3,636	3,927	4,241	折旧摊销	1,839	1,856	1,968	2,079
其它应收款	4,554	4,781	5,020	5,271	财务费用	-107	-117	-133	-148
预付账款	378	524	674	853	投资损失	-229	-252	-429	-729
存货	2,839	3,066	3,373	3,710	营运资金变动	4,206	3,194	2,270	2,777
其他	3,921	14,831	16,429	18,201	其它	-7,291	-9,925	-254	-155
非流动资产	18,123	19,936	22,129	25,005	投资活动现金流	-1,315	-753	-829	-912
长期投资	1,409	2,113	3,169	3,803	资本支出	800	960	1,200	1,500
固定资产	10,286	11,315	11,881	12,475	长期投资	1,409	-704	-1,056	-634
无形资产	2,693	2,962	3,258	3,519	其他	-3,524	-1,009	-972	-1,777
其他	3,736	3,546	3,821	5,209	筹资活动现金流	5,100	-922	-1,204	-1,410
资产总计	49,215	57,245	65,035	74,347	短期借款	896	166	92	96
流动负债	30,238	33,262	36,589	40,247	长期借款	21	178	98	103
短期借款	1,664	1,830	1,922	2,018	其他	4,182	-1,267	-1,394	-1,609
应付账款	11,048	11,600	12,528	13,530	现金净增加额	3,434	-5,561	3,011	3,583
其他	17,527	19,832	22,138	24,699					
非流动负债	3,508	3,929	4,243	4,497	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	1,783	1,962	2,060	2,163	成长能力				
其他	1,724	1,967	2,183	2,334	营业收入	13%	9%	14%	11%
负债合计	33,746	37,191	40,831	44,745	营业利润	74%	-36%	10%	-5%
少数股东权益	1,674	1,842	2,063	2,372	归属母公司净利润	35%	10%	20%	29%
归属母公司股东权益	13,794	18,213	22,140	27,230	获利能力				
负债和股东权益	49,215	57,245	65,035	74,347	毛利率	10%	10%	11%	11%
					净利率	2%	2%	2%	3%
					ROE	10%	8%	7%	8%
					ROIC				
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力				
营业收入	52,529	57,233	65,447	72,679	资产负债率	69%	65%	63%	60%
营业成本	47,456	51,274	58,441	64,570	净负债比率				
营业税金及附加	1,020	1,112	1,271	1,412	流动比率	103%	112%	117%	123%
营业费用	3,285	2,891	3,758	4,509	速动比率	93%	103%	108%	113%
管理费用	3,336	3,669	4,036	4,440	营运能力				
财务费用	-107	-117	-133	-148	总资产周转率	1.19	1.08	1.07	1.04
资产减值损失	400	339	356	377	应收账款周转率	19.74	16.35	17.31	17.80
公允价值变动收益	-6	-6	-6	-6	应付账款周转率	4.71	4.53	4.84	4.96
投资净收益	229	252	429	729	每股指标(元)				
营业利润	-2,637	-1,688	-1,858	-1,757	每股收益	0.72	0.69	0.82	1.06
营业外收入	4,015	3,205	3,665	4,070	每股经营现金	-0.18	-2.05	2.66	3.12
营业外支出	18	18	18	18	每股净资产	8.17	10.59	12.78	15.64
利润总额	1,360	1,499	1,789	2,295	估值比率				
所得税	127	140	167	215	P/E	16.06	14.14	11.81	9.14
净利润	1,233	1,358	1,621	2,080	P/B	1.41	0.92	0.76	0.62
少数股东损益	53	57	63	68	EV/EBITDA	-39.60	269.28	416.77	143.22
归属母公司净利润	1,180	1,301	1,558	2,012					
EBITDA	-1,000	168	110	322					
EPS（元）	0.72	0.69	0.82	1.06					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：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 20 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
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