



2018 年 03 月 21 日

增持(维持评级)

当前价: 7.93 元
目标价: 11.00 元

汽车及零部件行业研究组

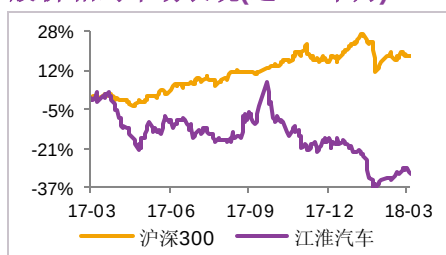
分析师: 王凤华

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

研究助理: 徐昊

电话: 010-66235635
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	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	492	558	623	698
(+/-)	-6%	13%	12%	12%
归母净利润	4.3	8.3	11.7	17.1
(+/-)	35%	93%	40%	46%
EPS (元)	0.23	0.44	0.62	0.90
P/E	41	18	13	9

资料来源: 联讯证券研究院

《江淮汽车 (600418) —【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》2017-03-28

《【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》2017-09-01

《【联讯汽车三季报点评】江淮汽车: 三季度业绩触底, 期待明年新能源汽车业务爆发》2017-10-27

江淮汽车(600418.SH)

【联讯汽车年报点评】江淮汽车: 业绩触底, 反弹在即

投资要点

◇ 事件: 江淮汽车公布 2017 年年度报告

3 月 20 日, 公司公布了 2017 年年度报告。2017 年全年公司实现营业收入 491.46 亿元, 同比下降 6.37%; 实现归属于上市公司股东净利润 4.32 亿元, 同比下降 62.83%, 每股收益为 0.23 元。

点评:

◇ 公司归母净利润下降, 费用率同比大幅下降

2017 年全年公司归母净利润 4.32 亿元, 同比大幅下降超 62%, 主要是国家对新能源汽车补贴费用的退坡和乘用车销量下降两方面所致。1) 新能源汽车补贴退坡: 2017 年本公司销售新能源乘用车 2.82 万辆, 同比增长 54%, 受新能源汽车补贴退坡影响, 确认的新能源乘用车补贴收入为 15.56 亿元, 同比下降 6.6%, 单台新能源乘用车补贴为 5.51 万元, 下降 40%左右。2) 乘用车销量大幅下降: 2017 年公司 SUV 产品实现销售 12.13 万辆, 同比减少 15.42 万辆, 受此影响公司 2017 年销售乘用车 22.22 万辆, 同比下降 39.5%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-9314 万元。

今年公司销售费用 22.56 亿元, 同比下降 31.29%, 主要系本报告期乘用车销量下降导致计提的售后服务费、销售佣金、运输费下降以及公司加强成本费用管控所致; 管理费用为 29.88 亿元, 同比下降 10.40%, 财务费用为-3845 万元, 同比增长 64.07%, 三费占比合计较去年同期下降约 20%。此外, 公司投资净收益为 2.32 亿元, 同比下降 8%, 经营活动产生的现金流量净额为-66.28 亿元, 较上年同期减少 1804.57%, 主要系本年公司销售商品现金回款减少所致。

◇ SUV 销量下滑, 其他车型销量保持增长势头

2017 年公司销量下滑影响比较大的是乘用车里的 SUV 产品, SUV 产品本年实现销售 12.13 万辆, 同比减少 15.42 万辆, 主要是 SUV 产品里的瑞风 S3 产品销量下滑突出和新品瑞风 S7 上市后销量未达预期; S3 今年仅售出 5.35 万辆, 比上年减少了 14.44 万辆, 对乘用车销量影响较大。除 SUV 下降较多, 公司其他主要产品均保持了较好的发展势头: 轻卡销售 21.02 万辆, 同比增长 2.78%, 支柱作用进一步巩固; 重卡销售 5.25 万辆, 同比增长 21.81%, 产销再创新高, 稳住了行业第六的位置, 乘势促进了牵引车的发展; MPV 产品销售 6.65 万辆, 在行业下降 20%的大背景下, 逆增长 3.01%, 巩固了 MPV 业务优势; 新能源车全年累计销售 2.83 万辆, 同比大幅增长 53.86%。此外, 公司全年累计出口 6.64 万辆, 同比增长 16.64%, 轻卡继续保持高端轻卡出口第一, SUV 出口超过 4 万辆, 跃居行业出口第一。

◇ 盈利预测和估值

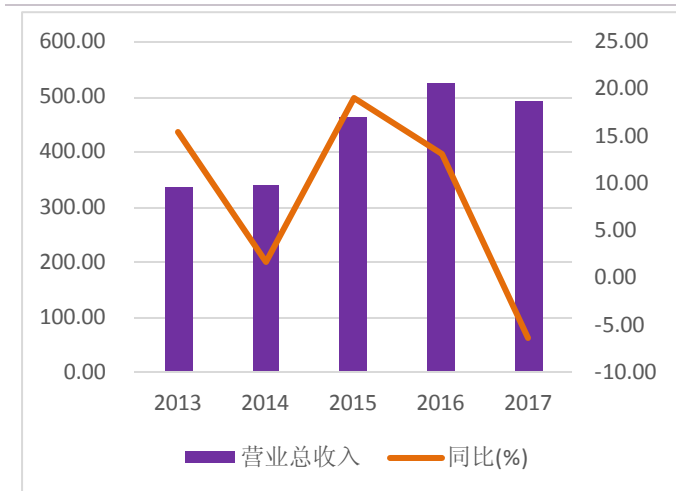


公司我们预测 2018, 2019, 2020 年营业收入分别为 558 亿元、623 亿元、698 亿元, 归属母公司净利润为 8.3 亿元、11.7 亿元、17.1 亿元, EPS 分别为 0.44 元、0.62 元、0.90 元, 当前公司股价为 7.93 元, 对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 18 倍、13 倍、9 倍。本着审慎原则, 我们给予江淮汽车 25 倍 PE, 目标价调整为 11 元, 维持“增持”评级。

✧ 风险提示

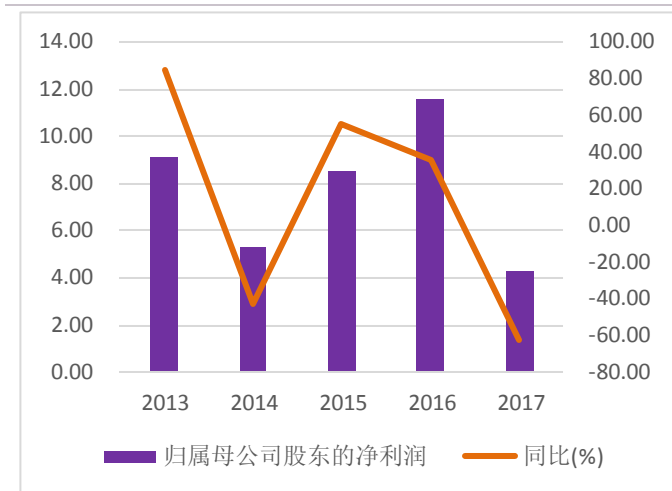
汽车销量整体下滑, 新能源汽车销量不及预期。

图表1: 公司营收及同比增速 (单位: 亿元)



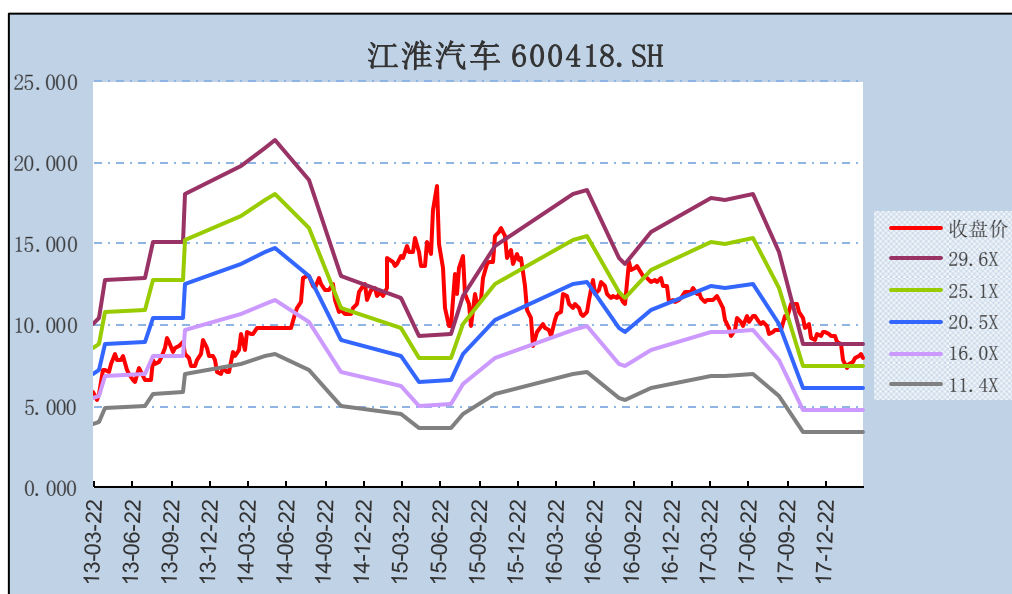
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表2: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



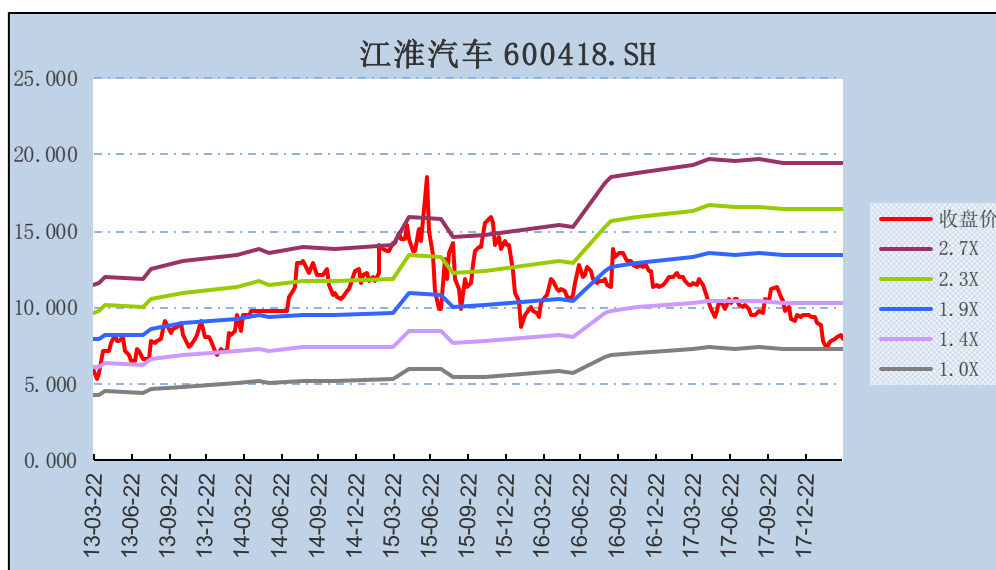
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表 3: 公司 PE-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券研究院

图表 4: 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	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	23,490	28,188	32,416	37,278	经营活动现金流	-6,663	-3,885	5,044	5,904
现金	11,060	6,662	10,950	15,939	净利润	237	237	639	973
应收账款	3,110	3,359	3,628	3,918	折旧摊销	1,843	2,002	2,122	2,242
其它应收款	4,573	4,802	5,042	5,294	财务费用	-38	-38	-77	-127
预付账款	466	333	548	797	投资损失	-217	-217	-304	-517
存货	1,588	1,715	1,887	2,075	营运资金变动	-2,319	2,202	1,483	1,843
其他	2,693	11,318	10,362	9,256	其它	-6,168	-8,070	1,181	1,491
非流动资产	21,020	23,122	25,666	29,002	投资活动现金流	-347	408	449	494
长期投资	1,624	2,437	3,655	4,386	资本支出	1,607	1,928	2,410	3,012
固定资产	11,155	12,270	12,884	13,528	长期投资	1,624	-812	-1,218	-731
无形资产	2,844	3,129	3,441	3,717	其他	-3,578	-707	-742	-1,787
其他	5,397	5,287	5,686	7,372	筹资活动现金流	2,437	-922	-1,204	-1,410
资产总计	44,510	51,310	58,082	66,281	短期借款	1,286	295	162	170
流动负债	24,956	27,452	30,197	33,217	长期借款	944	273	150	157
短期借款	2,950	3,245	3,407	3,578	其他	208	-1,490	-1,516	-1,738
应付账款	9,144	9,601	10,369	11,199	现金净增加额	-4,573	-4,399	4,289	4,988
其他	12,862	14,606	16,420	18,440					
非流动负债	4,305	4,821	5,207	5,519	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	2,727	3,000	3,150	3,307	成长能力				
其他	1,577	1,821	2,057	2,212	营业收入	-6%	13%	12%	12%
负债合计	29,261	32,273	35,404	38,736	营业利润	-108%	175%	53%	56%
少数股东权益	1,379	1,517	1,699	1,954	归属母公司净利润	-63%	93%	40%	46%
归属母公司股东权益	13,870	17,520	20,979	25,591	获利能力				
负债和股东权益	44,510	51,310	58,082	66,281	毛利率	12%	11%	12%	11%
					净利率	1%	1%	2%	2%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	2%	4%	5%	6%
营业收入	49,203	55,834	62,267	69,751	ROIC				
营业成本	43,441	49,434	55,067	61,951	偿债能力				
营业税金及附加	793	900	1,004	1,124	资产负债率	66%	63%	61%	58%
营业费用	2,257	2,624	2,927	3,139	净负债比率				
管理费用	2,989	2,903	3,238	3,348	流动比率	94%	103%	107%	112%
财务费用	-38	-77	-127	-55	速动比率	88%	96%	101%	106%
资产减值损失	391	410	431	457	营运能力				
公允价值变动收益	14	14	14	14	总资产周转率	1.05	1.03	1.02	1.00
投资净收益	217	304	517	879	应收账款周转率	15.19	15.21	15.98	16.50
营业利润	199	548	838	1,306	应付账款周转率	4.30	4.63	4.95	5.11
营业外收入	25	27	28	30	每股指标(元)				
营业外支出	18	18	18	19	每股收益	0.23	0.44	0.62	0.90
利润总额	207	557	849	1,317	每股经营现金	-3.52	-2.05	2.66	3.12
所得税	-30	-82	-125	-194	每股净资产	8.05	10.05	11.98	14.55
净利润	237	639	973	1,511	估值比率				
少数股东损益	-195	-194	-196	-200	P/E	41.13	18.03	12.84	8.78
归属母公司净利润	432	832	1,169	1,711	P/B	1.17	0.79	0.66	0.55
EBITDA	1,250	2,201	2,670	3,080	EV/EBITDA	28.89	18.46	14.78	12.28
EPS（元）	0.23	0.44	0.62	0.90					

资料来源：公司财务报告、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 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	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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