

# 江淮汽车 (600418) \汽车

## ——SUV拖累业绩表现，新能源车提供显著弹性

### 事件：

公司2017年实现营收491.46亿元，同比减少6.37%；归属于上市公司股东的净利润4.32亿元，同比减少62.83%；归属于上市公司股东的扣非净利润-9314.5万元，去年同期为8.43亿元；基本每股收益0.23元，每10股派0.7元。

### 投资要点：

#### 业绩大幅下滑，三项费用率控制较好

受SUV销售不振、新能源汽车补贴退坡以及原材料价格上涨等因素的影响，公司17年营收同比微降6.37%，而归母净利润同比下滑幅度高达63%。公司17年毛利率为11.61%，同比增长2.02个百分点；净利率为0.88%，同比下降1.43个百分点；公司全年扣非归母净利润-9314.5万元，其中Q4单季度为-4498万元，虽较Q3单季度的-2.41亿元有所好转，但依旧为负，业绩承压明显。公司营收微降，而净利润大幅下滑的部分原因是新能源汽车补贴由之前的计入营业外收入改为计入主营业务收入，部分冲减了营收的下滑，这也导致了本期毛利率和净利率表现的明显背离。从费用率看，公司17年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为4.59%、6.07%和-0.08%，同比分别-1.66/-0.28/+0.12个百分点，三项费用率控制较好。

#### 新能源汽车表现最为亮眼，蔚来、大众合作产品逐步落地

公司17年累计销售新能源汽车2.83万辆，同比增长53.86%，推动公司销量同比大幅增长的最主要动力是来自于公司推出的终端售价约为5万元的A00级电动车iEV6E。18年前两月公司新能源汽车销售延续强势表现，累计销量达到6669辆，同比增长5235%，因为新能源汽车补贴有4个月的缓冲期，而缓冲期后公司目前主销的A00级车补贴会有明显下滑，预计上半年公司的新能源汽车将会保持亮眼表现；此外和大众合作的纯电动乘用车预计将要量产，蔚来ES8也将逐步进入大规模量产交付阶段，公司的7代平台新能源车也将优化公司本身新能源车的产品结构，符合目前政策鼓励高续航、高品质车的趋势。后续随着ES8和与大众合作电动车型的量产，将为公司带来较高的业绩弹性。

#### 传统乘用车板块持续承压

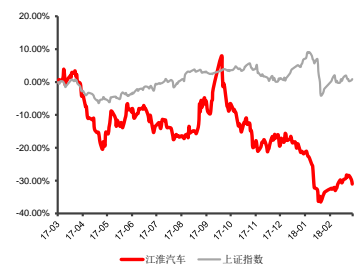
SUV销量的持续低迷是拖累公司17年业绩的最主要原因，公司17年SUV累计销售量为12.13万辆，同比减少55.96%。其中S3和S2销量分别为5.35万辆和2.46万辆，同比下滑幅度分别达到73.0%和48.7%。而17年6月推出的全新7座SUV S7全年累计销量1.45万辆，表现低于预期。18年，公司SUV的低迷表现仍在持续，1-2月累计销量1.72万辆，同比下滑51.19%。MPV的相对表现优于SUV，17年累计销售6.65万辆，同比微增3.01%，18年1-2月累计销售

投资建议：**推荐**  
 上次建议：**推荐**  
 当前价格：7.93元  
 目标价格：元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,893/1,447
流通A股市值 (百万元)	11,912
每股净资产 (元)	7.21
资产负债率 (%)	67.89
一年内最高/最低 (元)	12.40/7.18

### 一年内股价相对走势



郦莉 分析师  
 执业证书编号：S0590517090003  
 电话：0510-85613713  
 邮箱：ll@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《江淮汽车 (600418) \汽车行业》  
《Q3 单季度盈利转负，新能源汽车助力中长期》
- 《江淮汽车 (600418) \汽车行业》  
《业绩下滑超预期，长期看好新能源汽车发展》
- 《江淮汽车 (600418) \汽车行业》  
《Q1 业绩小幅下滑，新能源和卡车表现值得期》

7982辆，同比减少25%。整体来看，公司传统乘用车销量依旧承压，预计18年全年销量同比仍会有所下滑。

➤ **18年前两年轻卡销售亮眼，重卡受产品结构影响明显跑输行业**

公司17年轻卡累计销售19.1万辆，同比基本持平，明显跑输行业11.6%的同比增速，预计这一方面与公司采取的战略有关，另一方面也是受到竞争对手冲击的影响。而18年以来，公司轻卡销售亮眼，1-2月累计销量达到4.2万辆，同比增长3.58%，超越福田，成为国内轻卡销量冠军，预计全年轻卡销量同比微增长。重卡方面，由于公司的产品结构原因，17年累计销量5.25万辆，同比增长21.8%；2018年1-2月累计销量8381辆，同比减少31.44%，均明显跑输行业，全年预计将有较为明显的下滑。

➤ **维持“推荐”评级。**

考虑到传统乘用车仍将对公司业绩形成较为明显的拖累，我们下调公司2018年-2020年EPS至0.24、0.31、0.44元，市盈率分别为33倍、26倍、18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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	52490.56	49146.19	55840.00	65620.00	76990.00
增长率(%)	13.16%	-6.37%	13.62%	17.51%	17.33%
EBITDA(百万元)	3069.76	1984.14	4792.32	5054.11	5384.10
净利润(百万元)	1161.97	431.89	459.30	584.54	838.03
增长率(%)	35.49%	-62.83%	6.35%	27.27%	43.37%
EPS(元/股)	0.614	0.228	0.243	0.309	0.443
市盈率(P/E)	12.99	34.94	32.85	25.81	18.01
市净率(P/B)	1.09	1.09	1.06	1.03	0.98
EV/EBITDA	4.45	9.84	3.42	2.08	0.74

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	13,779.88	9,369.99	10,277.12	17,357.94	25,243.77	营业收入	52,490.56	49,146.19	55,840.00	65,620.00	76,990.00
应收账款+票据	9,585.58	8,642.11	8,894.66	9,614.39	10,345.11	营业成本	47,456.09	43,441.20	49,904.21	58,539.60	68,505.70
预付账款	378.40	465.52	502.76	527.90	554.30	营业税金及附加	1,020.33	793.20	837.60	918.68	1,000.87
存货	2,838.90	1,588.13	1,810.46	2,136.35	2,499.53	营业费用	3,284.69	2,256.86	2,345.28	2,690.42	3,079.60
其他	2,227.78	1,732.39	2,000.00	2,000.00	2,000.00	管理费用	3,335.64	2,988.84	3,182.88	3,609.10	4,157.46
<b>流动资产合计</b>	<b>28,838.62</b>	<b>21,798.15</b>	<b>23,485.00</b>	<b>31,636.58</b>	<b>40,642.70</b>	财务费用	-107.03	-38.45	46.35	-77.72	-189.97
长期股权投资	1,408.61	1,624.34	1,821.82	2,048.93	2,298.75	资产减值损失	400.45	390.71	200.00	350.00	400.00
固定资产	10,286.16	11,155.30	9,449.26	6,269.15	2,372.37	公允价值变动收益	-5.58	14.26	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,395.71	2,574.07	1,500.00	1,000.00	1,000.00	投资净收益	202.24	157.99	197.49	227.11	249.82
无形资产	2,692.60	2,844.13	3,531.91	3,150.42	2,768.94	其他	20.43	25.60	25.00	25.00	25.00
其他非流动资产	1,602.78	1,943.08	751.80	733.59	718.95	<b>营业利润</b>	<b>-2,682.52</b>	<b>-488.33</b>	<b>-453.83</b>	<b>-157.97</b>	<b>311.16</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,385.87</b>	<b>20,140.92</b>	<b>17,054.79</b>	<b>13,202.09</b>	<b>9,159.01</b>	营业外净收益	4,024.38	695.26	720.00	560.00	370.00
<b>资产总计</b>	<b>46,224.49</b>	<b>41,939.07</b>	<b>40,539.79</b>	<b>44,838.68</b>	<b>49,801.71</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,341.86</b>	<b>206.93</b>	<b>266.17</b>	<b>402.03</b>	<b>681.16</b>
短期借款	1,664.05	2,950.15	0.00	0.00	0.00	所得税	127.25	-30.41	6.87	17.49	43.13
应付账款+票据	23,131.38	16,820.69	19,175.59	22,627.20	26,473.82	<b>净利润</b>	<b>1,214.61</b>	<b>237.33</b>	<b>259.30</b>	<b>384.54</b>	<b>638.03</b>
其他	4,173.51	4,190.52	3,220.27	3,799.92	4,445.91	少数股东损益	52.64	-194.56	-200.00	-200.00	-200.00
<b>流动负债合计</b>	<b>28,968.95</b>	<b>23,961.36</b>	<b>22,395.86</b>	<b>26,427.12</b>	<b>30,919.73</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,161.97</b>	<b>431.89</b>	<b>459.30</b>	<b>584.54</b>	<b>838.03</b>
长期带息负债	1,783.46	2,727.20	2,727.20	2,727.20	2,727.20						
长期应付款	3.57	1.22	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,787.03</b>	<b>2,728.42</b>	<b>2,727.20</b>	<b>2,727.20</b>	<b>2,727.20</b>						
<b>负债合计</b>	<b>30,755.97</b>	<b>26,689.78</b>	<b>25,123.06</b>	<b>29,154.32</b>	<b>33,646.93</b>						
少数股东权益	1,674.32	1,379.21	1,179.21	979.21	779.21						
股本	1,893.31	1,893.31	1,893.31	1,893.31	1,893.31						
资本公积	5,330.09	5,321.37	5,321.37	5,321.37	5,321.37						
留存收益	6,570.79	6,655.40	7,022.84	7,490.47	8,160.89						
<b>股东权益合计</b>	<b>15,468.52</b>	<b>15,249.29</b>	<b>15,416.73</b>	<b>15,684.36</b>	<b>16,154.78</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46,224.49</b>	<b>41,939.07</b>	<b>40,539.79</b>	<b>44,838.68</b>	<b>49,801.71</b>						

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.16%	-6.37%	13.62%	17.51%	17.33%
EBIT	28.27%	-88.56%	121.86%	3.77%	51.46%
EBITDA	23.60%	-35.36%	141.53%	5.46%	6.53%
归属于母公司净利润	62.21%	-62.83%	6.35%	27.27%	43.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.59%	11.61%	10.63%	10.79%	11.02%
净利率	2.31%	0.48%	0.46%	0.59%	0.83%
ROE	8.42%	3.11%	3.23%	3.98%	5.45%
ROIC	-26.33%	1.00%	-1.89%	-1.22%	1.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	66.54%	63.64%	61.97%	65.02%	67.56%
流动比率	1.00	0.91	1.05	1.20	1.31
速动比率	0.82	0.77	0.88	1.04	1.17
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.43	12.08	12.71	14.22	15.89
存货周转率	16.72	27.35	27.56	27.40	27.41
总资产周转率	1.14	1.17	1.38	1.46	1.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	0.23	0.24	0.31	0.44
每股经营现金流	-0.18	-3.50	2.51	4.02	4.51
每股净资产	7.29	7.33	7.52	7.77	8.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.99	34.94	32.85	25.81	18.01
市净率	1.09	1.09	1.06	1.03	0.98
EV/EBITDA	4.45	9.84	3.42	2.08	0.74
EV/EBIT	11.10	138.67	52.52	32.38	8.16

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	996.33	-11.78	-586.19	-346.57	55.20
折旧摊销	1,838.73	1,843.28	4,479.80	4,729.80	4,892.91
财务费用	-132.10	-51.74	46.35	-77.72	-189.97
存货减少	-1,121.12	1,266.49	-222.34	-325.88	-363.18
营运资金变动	-2,159.07	-9,958.22	827.26	3,286.38	3,735.50
其它	231.19	276.80	200.00	350.00	400.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>-346.03</b>	<b>-6,635.16</b>	<b>4,744.89</b>	<b>7,616.01</b>	<b>8,530.46</b>
资本支出	799.83	1,606.65	1,500.00	1,000.00	1,000.00
长期投资	1,589.56	4,162.89	0.00	0.00	0.00
其他	1,074.07	5,422.41	751.81	504.00	333.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,315.32</b>	<b>-347.13</b>	<b>-748.19</b>	<b>-496.00</b>	<b>-667.00</b>
债权融资	1,228.23	2,726.96	-2,950.15	0.00	0.00
股权融资	4,500.19	4.25	0.00	0.00	0.00
其他	-628.83	-293.83	-139.43	-39.19	22.37
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,099.59</b>	<b>2,437.39</b>	<b>-3,089.58</b>	<b>-39.19</b>	<b>22.37</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>3,449.74</b>	<b>-4,559.23</b>	<b>907.12</b>	<b>7,080.82</b>	<b>7,885.83</b>

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/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，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，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/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。

#### 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