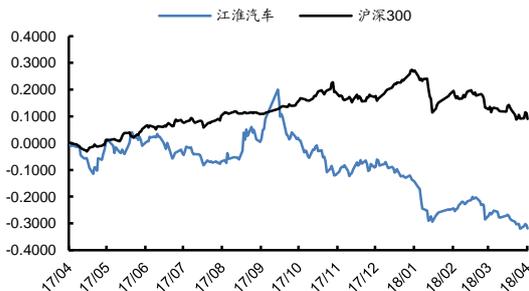


研究所

证券分析师：周绍倩 S0350516070001
021-60338122 zhousq01@ghzq.com.cn

业绩短期承压，乘用车销量好转未来看点新能源 ——江淮汽车（600418）2018年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
江淮汽车	-4.6	-20.8	-33.9
沪深300	-3.2	-14.3	9.0

市场数据	2018-04-26
当前价格（元）	7.04
52周价格区间（元）	7.00 - 12.40
总市值（百万）	13328.92
流通市值（百万）	10189.96
总股本（万股）	189331.21
流通股（万股）	144743.72
日均成交额（百万）	156.77
近一月换手（%）	9.93

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

江淮汽车发布2018年一季报：公司2018年一季度实现营业收入128.64亿元，同比下降6.1%，实现归属于上市公司股东净利润2.09亿元，同比下降23.5%，扣非后归属于上市公司股东净利润-1.55亿元，同比下降181.7%。

投资要点：

- SUV销量同比下降四成，业绩短期承压** 报告期内公司实现营业收入128.64亿元，同比下降6.1%；实现归属于上市公司股东净利润2.09亿元，同比下降23.5%。销售毛利率为10.0%（同比-0.8pct），三项费用率合计10.05%（同比+2.2pct），销售净利率1.1%（同比-0.7pct）。营收规模同比出现下降，下降幅度较去年同期略有收窄，主要是由于一季度SUV销量大幅度下滑，目前SUV销量占公司乘用车销量接近50%，一季度共销售2.68万辆，同比下降40.1%。此外原材料成本的上升以及新能源补贴退坡都导致公司整体盈利能力有所下降，业绩短期承压。费率方面有所增加，由于本期计提的销售佣金增加，销售费用率同比上升1.5个百分点，而本期利息支出也有所增加，财务费用较同期增加0.90亿元，导致财务费用率同比上升0.7个百分点。
- 乘用车整体销量逐渐好转，MPV表现抢眼** 在经历年初1月至2月汽车销量连续下滑的颓势后，公司3月汽车销量达到5.37万辆，同比增长7.7%，乘用车销量为2.42万辆，同比增长34.0%。其中MPV销量达到0.96万辆，同比增长67.9%。瑞风MPV作为公司竞争力较强的产品，在目前新车密集投放的环境下，有望通过扩充产品线在市场上逐步提升市占率。4月16日，公司首款家用MPV瑞风R3正式在全国上市，标志着公司全面开启家用市场。我们看好公司在商务和家用MPV市场上同时发力，提升市场影响力，进一步为业绩增长打下坚实基础。
- 大众+蔚来+iEV，新能源汽车步入强周期** 公司新能源汽车业务一季度表现较好，共销售1.17万辆，同比增长619.1%。公司在iEV系列纯电动车上研发投入大，其电池液冷技术更是领先，产品线也不断扩充。在4月25日，江淮旗下首款续航里程突破500km的紧凑型纯电动轿车iEVA50在北京车展上市，较高的续航里程和颇具竞争力的价格（补贴后最低至12.25万元）将使得iEV系列市场竞争力进一步提升。此外公司与大众的全新合资品牌思皓也将于今年三季度上市其首款车型E20X，与蔚来的首款合作车型ES8也在今年上半年开始交付。有了传统强势外资品牌大众的背书以及新造车势力蔚来的智能网联化模式的

切入，公司新能源汽车将迎来一轮强周期，新能源汽车业有望实现较大的增长，推动公司业绩稳步向上。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予增持评级** 预计公司2018/2019/2020年EPS为0.30/0.40/0.49元，对应当前股价PE分别为23/18/14倍，给予增持评级。
- **风险提示：**乘用车市场竞争加剧，相关车型销量不及预期；iEV系列销量不及预期；蔚来ES8销量不及预期；江淮大众新车型上市进度不及预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	49203	52875	56700	61345
增长率(%)	-6%	7%	7%	8%
净利润（百万元）	432	575	753	934
增长率(%)	-63%	33%	31%	24%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.30	0.40	0.49
ROE(%)	2.83%	3.91%	5.38%	7.12%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 江淮汽车盈利预测表

证券代码:	600418.SH				股价:	7.04	投资评级:	增持	日期:	2018-04-26
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	3%	4%	5%	7%	EPS	0.23	0.30	0.40	0.49	
毛利率	12%	12%	13%	13%	BVPS	7.33	7.18	6.98	6.73	
期间费率	12%	12%	12%	12%	估值					
销售净利率	1%	1%	1%	2%	P/E	30.86	23.19	17.70	14.27	
成长能力					P/B	0.96	0.98	1.01	1.05	
收入增长率	-6%	7%	7%	8%	P/S	0.27	0.25	0.24	0.22	
利润增长率	-63%	33%	31%	24%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	1.11	1.16	1.23	1.31	营业收入	49203	52875	56700	61345	
应收账款周转率	5.69	5.69	5.69	5.69	营业成本	43441	46300	49568	53569	
存货周转率	27.35	27.35	27.35	27.35	营业税金及附加	793	852	914	989	
偿债能力					销售费用	2257	2425	2601	2814	
资产负债率	66%	68%	70%	72%	管理费用	2989	3212	3444	3726	
流动比	0.94	0.97	0.99	1.00	财务费用	(38)	25	7	(6)	
速动比	0.88	0.91	0.92	0.93	其他费用 / (-收入)	(159)	190	170	170	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	199	250	336	422	
现金及现金等价物	11060	12356	13185	13814	营业外净收支	8	25	25	25	
应收款项	8642	9287	9959	10775	利润总额	207	275	361	447	
存货净额	1588	1724	1846	1995	所得税费用	(30)	(40)	(53)	(66)	
其他流动资产	2199	2363	2535	2742	净利润	237	316	414	513	
流动资产合计	23490	25731	27524	29326	少数股东损益	(195)	(259)	(339)	(421)	
固定资产	11155	10109	9168	8322	归属于母公司净利润	432	575	753	934	
在建工程	2574	2604	2634	2664	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	2844	2560	2304	2073	经营活动现金流	(6663)	1997	1716	1706	
长期股权投资	1624	1624	1624	1624	净利润	237	316	414	513	
资产总计	44510	45451	46077	46832	少数股东权益	(195)	(259)	(339)	(421)	
短期借款	2950	2950	2950	2950	折旧摊销	1840	1400	1267	1147	
应付款项	16821	18258	19547	21125	公允价值变动	14	0	0	0	
预收帐款	645	693	743	804	营运资金变动	(8560)	540	375	467	
其他流动负债	4541	4541	4541	4541	投资活动现金流	(347)	1015	911	817	
流动负债合计	24956	26441	27781	29420	资本支出	(2047)	1015	911	817	
长期借款及应付债券	2727	2727	2727	2727	长期投资	(216)	0	0	0	
其他长期负债	1577	1577	1577	1577	其他	1916	0	0	0	
长期负债合计	4305	4305	4305	4305	筹资活动现金流	8306	(860)	(1127)	(1397)	
负债合计	29261	30746	32086	33725	债务融资	2230	0	0	0	
股本	1893	1893	1893	1893	权益融资	4	0	0	0	
股东权益	15249	14705	13992	13107	其它	6072	(860)	(1127)	(1397)	
负债和股东权益总计	44510	45451	46077	46832	现金净增加额	1296	2152	1500	1126	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业四年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。