

投资评级：推荐（维持）
分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人：

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

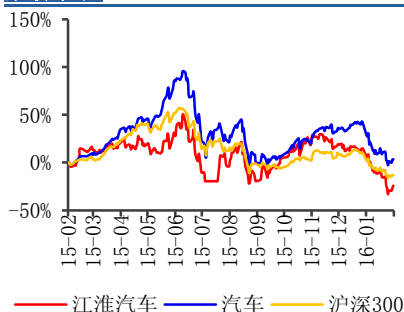
从业证书编号:S0100115050019

市场数据

目前股价	9.65
总市值（亿元）	137.10
流通市值（亿元）	77.74
总股本（万股）	146,323
流通股本（万股）	82,962
12个月最高/最低	19.24/8.48

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	47587	56514	64541
(+/-%)	39.3%	18.8%	14.2%
净利润	876	1260	1539
(+/-%)	65.7%	43.8%	22.2%
摊薄 EPS	0.68	0.98	1.20
PE	13.74	9.55	7.82

股价表现


数据来源：贝格数据

静待传统车复苏和电动车的爆发

——江淮汽车（600418）公司动态点评

投资建议

公司 2016 年主要看点：1) 新能源汽车爆发（乘用车+物流车）：电池产能缓解、全新电动车竞争力强带来的销量爆发和补贴额度的提升值得期待。2) 公司传统业务 MPV 和轻卡的复苏将明显改善业绩表现。3) SUV 持续热销带来业绩保障。基于以上分析和公司的业绩预告，我们调低了公司 2015-2017 年的业绩预测，EPS 分别为 0.68、0.98 和 1.20 元，对应 PE 为 14X、10X 和 8X，维持“推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司发布 1 月份产品产、销快报：1 月份汽车产销数据，产销汽车 84829 辆，69270 辆，分别同比 42.33%，32.78%。其中纯电动轿车销售 1427 辆，我们点评如下：
- **SUV 延续高增长势头：**1 月份销售 SUV 35636 辆，连续两个月 SUV 销量超 3 万辆，在去年高基数基础上，仍实现同比增长 63.3%。瑞风 S2 仍处于爬坡阶段，后续将贡献更多销量增量。
- **MPV 销量同比翻倍，释放积极信号：**1 月份公司 MPV 销售 10566 辆，同比增长 100.2%。MPV 一直是公司传统优势产业，受经济形势影响，公司 MPV 销量 2015 年下滑 17.6%。从 MPV 行业看，商务类 MPV 持续下滑，而家用经济型 MPV 则表现较好的销售势头（增 13%）。因此，扣除公司清理库存因素影响，公司 MPV 产品 M2/M3 宜家宜商，16 年销量可期。
- **公司轻卡销量持续复苏：**公司 1 月份销售轻卡 14789 辆，同比-1.57%，公司轻卡产品复苏迹象明显，2014 年轻卡国四排放生产一致性检查使得轻卡行业受到重创。另外，轻型柴油车国五标准有望提前实施，而公司目前已具备充分的技术储备。我们认为，2016 年轻卡行业的复苏+江淮的轻卡龙头地位+江淮国四\国五产品储备将使得公司轻卡业务盈利能力进一步提升。
- **电动轿车销售 1427 辆：**公司 2016 年将推出第六代纯电动乘用车，包括轿车和 SUV 两个产品。续航里程和性能均有较大提升，根据已经公布的参数，IEV6S 续航里程 253km，能够获得最高标准的补贴金额（5.5 万）。另外，公司将采用三星提供的三元电池，将缓解现有的电池产能问题。我们判断，16 年电动车销量将有望实现 2-3 万辆规模。
- **风险提示：**汽车行业景气度下滑，公司新产品推广低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	34169	44230	51156	58170	34169	成长性					
营业成本	29522	38509	44907	50778	29522	营业收入增长	15.47%	1.63%	39.27%	18.76%	14.20%
销售费用	1784	2565	2865	3199	1784	营业成本增长	13.60%	4.78%	41.65%	19.95%	14.48%
管理费用	2192	2786	3172	3607	2192	营业利润增长	183.23%	-79.14%	-575.75%	22.16%	-11.74%
财务费用	(94)	18	0	(27)	(94)	利润总额增长	87.64%	-44.81%	64.64%	45.19%	20.62%
投资净收益	98	48	48	48	98	净利润增长	85.39%	-42.36%	65.70%	43.84%	22.15%
营业利润	178	(430)	(699)	(429)	178	盈利能力					
营业外收支	393	1531	2350	2600	393	毛利率	16.20%	13.60%	12.12%	11.24%	11.03%
利润总额	571	1101	1651	2171	571	销售净利率	2.73%	1.55%	1.84%	2.23%	2.38%
所得税	32	55	83	109	32	ROE	13.08%	7.19%	10.90%	13.96%	15.06%
少数股东损益	10	20	30	40	10	ROIC	22.95%	14.37%	47.08%	211.66%	-112.34%
净利润	529	1025	1539	2023	529	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	5.94%	5.22%	5.80%	5.60%	5.20%
流动资产	14193	19201	23619	29135	14193	管理费用/营业收入	5.84%	6.41%	6.30%	5.70%	5.50%
货币资金	7986	10681	13471	17537	7986	财务费用/营业收入	-0.32%	-0.27%	0.03%	-0.02%	-0.06%
应收账款	528	735	873	997	528	投资收益/营业利润	3.11%	55.03%	-5.68%	-4.65%	-5.27%
应收票据	2573	3602	4278	4886	2573	所得税/利润总额	9.93%	5.60%	5.00%	6.00%	5.00%
存货	1324	1848	2216	2537	1324	应收账款周转率	69.04	54.12	59.20	60.45	61.08
非流动资产	12671	13069	13999	13430	12671	存货周转率	22.22	18.61	20.58	21.10	21.73
固定资产	9101	9661	10753	10345	9101	流动资产周转率	2.52	2.05	2.22	2.14	2.13
资产总计	26864	32270	37619	42566	26864	总资产周转率	1.33	1.16	1.36	1.41	1.46
流动负债	17490	22325	26624	30377	17490	偿债能力					
短期借款	415	662	662	662	415	资产负债率	0.70	0.73	0.75	0.76	0.76
应付款项	12457	16371	19637	22480	12457	流动比率	0.85	0.81	0.86	0.89	0.96
非流动负债	2023	1908	1974	1969	2023	速动比率	0.77	0.74	0.78	0.80	0.88
长期借款	860	860	860	860	860	每股指标 (元)					
负债合计	19513	24233	28598	32346	19513	EPS	0.71	0.41	0.68	0.98	1.20
股东权益	7354	8040	9024	10223	7354	每股净资产	5.46	5.72	6.26	7.02	7.96
股本	1285	1285	1285	1285	1285	每股经营现金流	1.93	1.29	3.36	4.26	4.33
留存收益	5718	6386	7348	8522	5718	每股经营现金/EPS	2.70	3.13	4.92	4.34	3.61
少数股东权益	351	368	391	416	351	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	26867	32273	37622	42569	26867	PE	13.13	22.77	13.74	9.55	7.82
现金流量表	(百万)					PEG	0.95	0.53	0.42	0.43	-
经营活动现金流	1653	4311	5469	5562	1653	PB	1.72	1.64	1.50	1.33	1.18
其中营运资本减少	2264	2222	2671	2303	2264	EV/EBITDA	6.84	8.88	6.59	5.32	4.50
投资活动现金流	(347)	(1656)	(2380)	(1130)	(347)	EV/SALES	0.42	0.42	0.31	0.26	0.23
其中资本支出	(546)	(1709)	(2380)	(1130)	(546)	EV/IC	4.03	5.98	11.81	(194.16)	(5.72)
融资活动现金流	(570)	39	(299)	(365)	(570)	ROIC/WACC	2.47	1.55	5.06	22.77	(12.08)
净现金总变化	772	2695	2790	4066	772	REP	1.63	3.87	2.33	(8.53)	0.47

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

李金锦: 汽车行业分析师, 2009-2015 年就职于国家信息中心, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>