



江淮汽车

乘用车产品顺利改款，与大众合作发力新能源

公司动态

公司近况

江淮汽车发布9月产销快报，公司9月销量达6.1万辆，同比增幅达到23.5%，三季度公司累计销量达14.3万辆，环比Q2基本持平；细分来看，乘用车Q3环比Q2增长4.8%，新能源汽车和MPV等产品的热销，预计将利好公司Q3业绩。前9个月累计销量达到47.7万辆，同比增长12.3%。

评论

乘用车“金九”如期站稳，SUV成功改款。江淮9月乘用车销量为3.85万辆，同比增长31%，成功摆脱了7/8月份低迷状况，乘用车单月销量占比达到78%，乘用车占比的提升有利于公司盈利的改善。9月底公司瑞风S2、S3更新换代，目前已经顺利推向市场，SUV单月同比增长分别达到29%。10月份公司MPV瑞风M4将正式上市，有望成为公司赢利增长新的支撑点。

商用车平稳向上，重卡有望创历史新高。公司商用车销量达2.27万辆，同比增长12%，其中轻卡、中卡与重卡分别同比增长18.0%/38.0%/26.7%；保持了公司在商用车中好于行业增长的格局，其中重卡累计销量已超过3万辆，累计同比增长31.9%，随着重卡复苏的持续，年底有望突破四万辆。商用车的持续复苏有助于公司传统业绩的稳定。

新能源汽车销量恢复，牵手大众合作新能源。9月公司纯电动乘用车销量为1,665辆，同比增长18.9%；前三季度公司新能源乘用车累计销售达到近1.4万辆，同比增长1.25倍。随着产销量增长，预计新能源汽车有望逐步成为公司盈利的重要组成部分。前期公司与大众的合作有望进入到实质性谈判阶段，与大众在新能源汽车的合作有助于大幅改变公司之前品牌溢价的困境，有助于中长期公司的发展。

估值建议

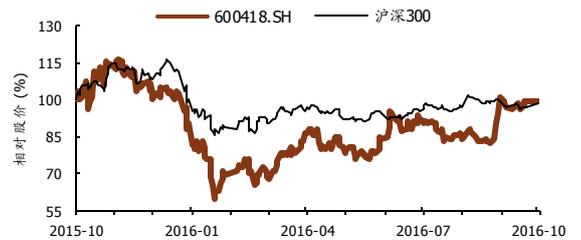
9月乘用车销量的恢复有利于公司三季度业绩；而与大众在新能源汽车领域的合作，更是有望打开公司中长期增长的空间。我们维持公司盈利预测和推荐评级，维持目标价15.8元，对应29x 2016e P/E。

风险

换代车型销量不及预期。

维持推荐

股票代码	600418.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 13.92
目标价	人民币 15.80
52周最高价/最低价	人民币 16.81~8.34
总市值(亿)	人民币 264
30日日均成交额(百万)	人民币 404.26
发行股数(百万)	1,893
其中：自由流通股(%)	54
30日日均成交量(百万股)	29.37
主营行业	汽车及零部件



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	38,945	46,416	53,536	67,838
增速	15.8%	19.2%	15.3%	26.7%
归属母公司净利润	552	858	1,033	1,200
增速	-39.8%	55.3%	20.4%	16.2%
每股净利润	0.43	0.59	0.55	0.63
每股净资产	5.45	5.75	4.85	5.29
每股股利	0.11	0.18	0.19	0.22
每股经营现金流	1.29	2.42	2.67	4.10
市盈率	32.4	23.8	25.5	22.0
市净率	2.6	2.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	7.0	5.0	6.0	3.5
股息收益率	0.5%	1.0%	1.4%	1.6%
平均总资产收益率	2.2%	2.6%	2.5%	2.5%
平均净资产收益率	8.0%	11.1%	11.7%	12.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

李正伟

分析师

zhengwei.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514030001

SFC CE Ref: BfJ416

奉玮

分析师

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513110002

SFC CE Ref: BCK590



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	38,945	46,416	53,536	67,838
营业成本	33,517	41,216	47,675	60,339
营业税金及附加	657	846	910	1,153
营业费用	2,114	2,752	3,212	4,070
管理费用	2,765	3,013	3,319	4,172
财务费用	-32	-64	-59	-106
其他	0	0	0	0
营业利润	-169	-1,624	-1,771	-2,091
营业外收支	861	2,654	2,985	3,490
利润总额	698	1,021	1,205	1,399
所得税	57	151	164	190
少数股东损益	74	-2	8	9
归属母公司净利润	552	858	1,033	1,200
EBITDA	1,759	2,466	2,868	3,245
资产负债表				
货币资金	7,986	12,456	14,440	20,305
应收账款及票据	3,176	5,971	5,708	7,232
预付款项	582	479	1,734	2,197
存货	1,324	1,828	2,115	2,676
其他流动资产	1,125	1,148	1,548	1,148
流动资产合计	14,193	21,883	25,545	33,558
固定资产及在建工程	8,315	9,101	11,600	12,733
无形资产及其他长期资产	2,171	3,680	4,631	4,512
非流动资产合计	12,671	17,021	19,254	19,001
资产合计	26,864	38,904	44,798	52,559
短期借款	1,235	1,031	1,068	968
应付账款及票据	14,134	22,612	26,156	33,104
其他流动负债	2,121	1,593	1,826	2,293
流动负债合计	17,490	25,236	29,050	36,364
长期借款和应付债券	860	1,763	2,665	2,665
非流动负债合计	2,020	3,557	4,859	4,459
负债合计	19,513	28,799	33,915	40,829
股东权益合计	7,000	8,415	9,185	10,023
少数股东权益	351	1,689	1,698	1,706
负债及股东权益合计	26,864	38,904	44,798	52,559
现金流量表				
净利润	552	858	1,033	1,200
折旧和摊销	1,181	1,521	1,731	1,961
营运资本变动	2,028	4,754	2,500	4,865
其他	-2,277	-3,864	-459	-576
经营活动现金流	1,653	3,543	5,062	7,758
投资活动现金流入	199	618	-1,063	-38
投资活动现金流出	-546	-558	-2,750	-1,500
投资活动现金流	-347	60	-3,813	-1,538
股权融资	163	0	0	0
银行借款	505	699	939	-100
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	-570	-2,276	735	-356
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	772	1,364	1,984	5,865

资料来源：公司数据，中金公司研究部

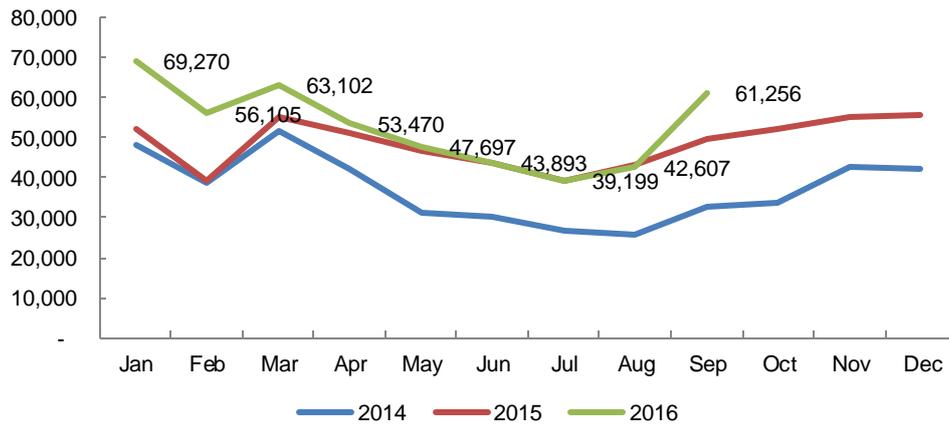
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	15.8%	19.2%	15.3%	26.7%
营业利润	-120.0%	N.M.	N.M.	N.M.
EBITDA	-11.2%	40.2%	16.3%	13.2%
净利润	-39.8%	55.3%	20.4%	16.2%
盈利能力				
毛利率	13.9%	11.2%	10.9%	11.1%
营业利润率	-0.4%	-3.5%	-3.3%	-3.1%
EBITDA 利润率	4.5%	5.3%	5.4%	4.8%
净利润率	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
偿债能力				
流动比率	0.81	0.87	0.88	0.92
速动比率	0.74	0.79	0.81	0.85
现金比率	0.46	0.49	0.50	0.56
资产负债率	72.6%	74.0%	75.7%	77.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	2.2%	2.6%	2.5%	2.5%
净资产收益率	8.0%	11.1%	11.7%	12.5%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.43	0.59	0.55	0.63
每股净资产 (元)	5.45	5.75	4.85	5.29
每股股利 (元)	0.11	0.18	0.19	0.22
每股经营现金流 (元)	1.29	2.42	2.67	4.10
估值分析				
市盈率	32.4	23.8	25.5	22.0
市净率	2.6	2.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	7.0	5.0	6.0	3.5
股息收益率	0.5%	1.0%	1.4%	1.6%

公司简介

江淮汽车是一家集商用车、乘用车及动力总成生产销售于一体的综合型汽车厂商公司的品牌有“瑞风”、“和悦”、“星锐”、“帅铃”、“骏铃”等。2014年公司进行国企改革，目前管理层持有股权。

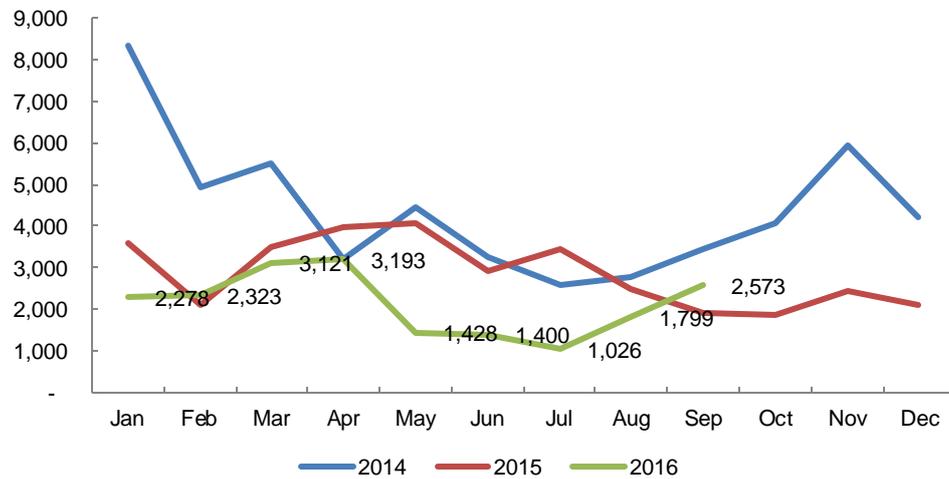


图表 1: 江淮汽车月度销量



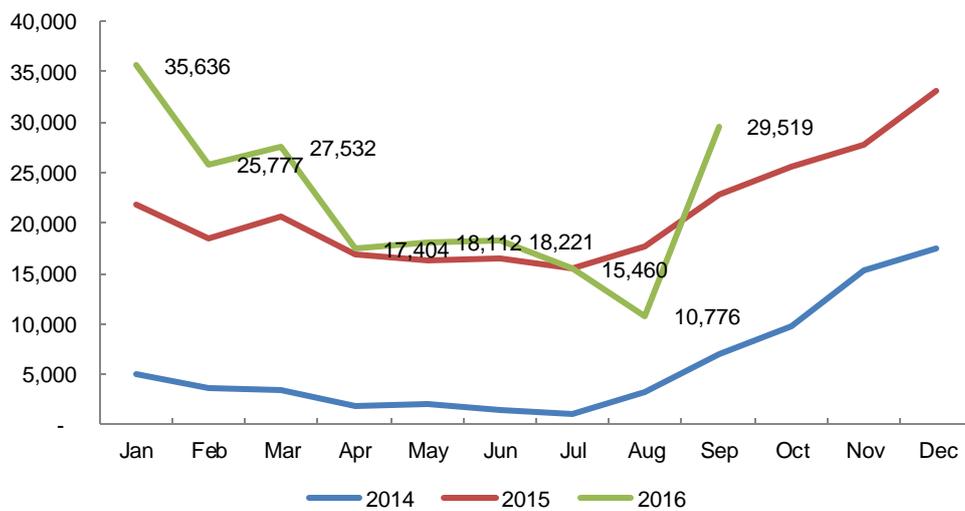
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 江淮汽车轿车销量



资料来源：公司资料，中金公司研究部

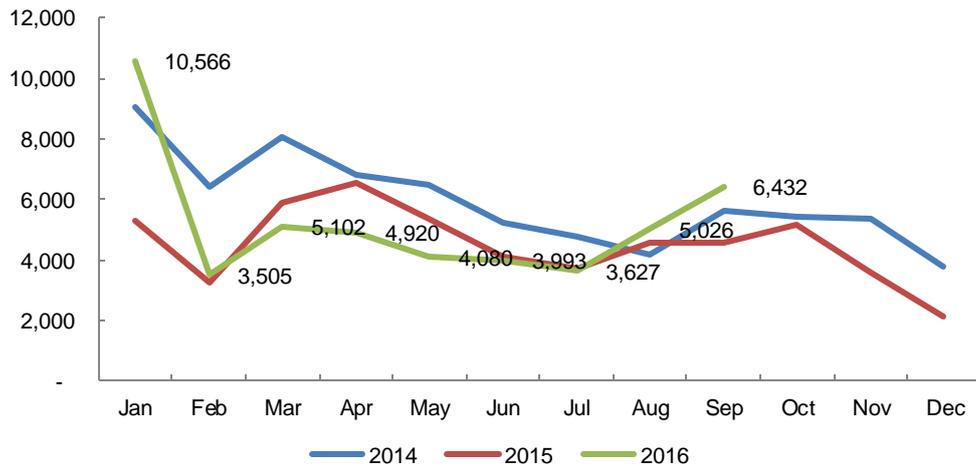
图表 3: 江淮汽车 SUV 销量



资料来源：公司资料，中金公司研究部

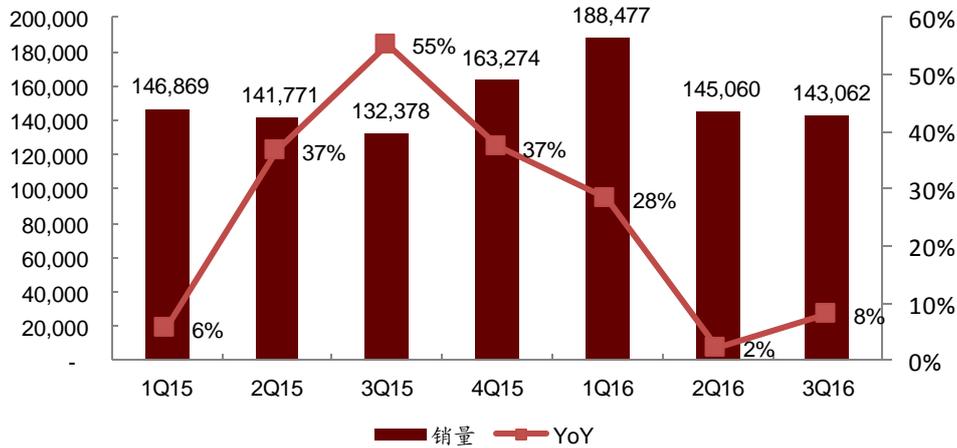


图表4：江淮汽车MPV销量



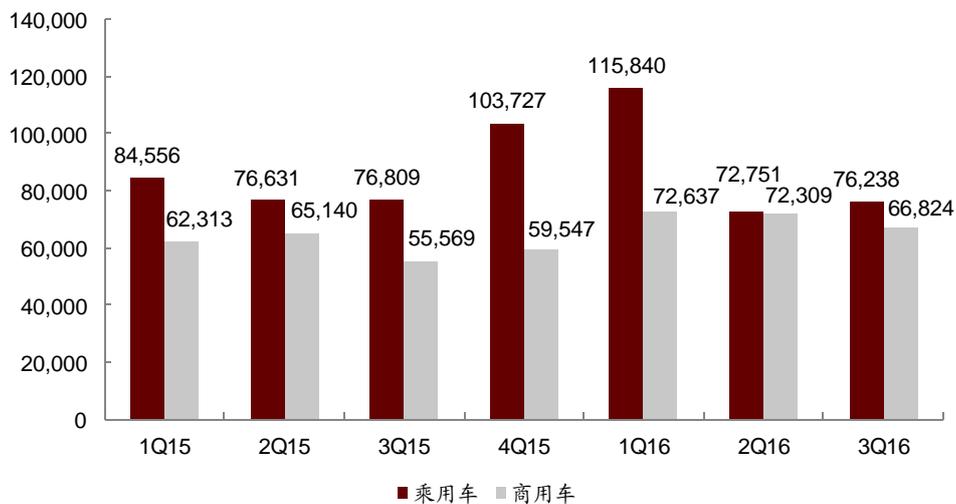
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表5：江淮汽车季度销量



资料来源：公司资料，中金公司研究部

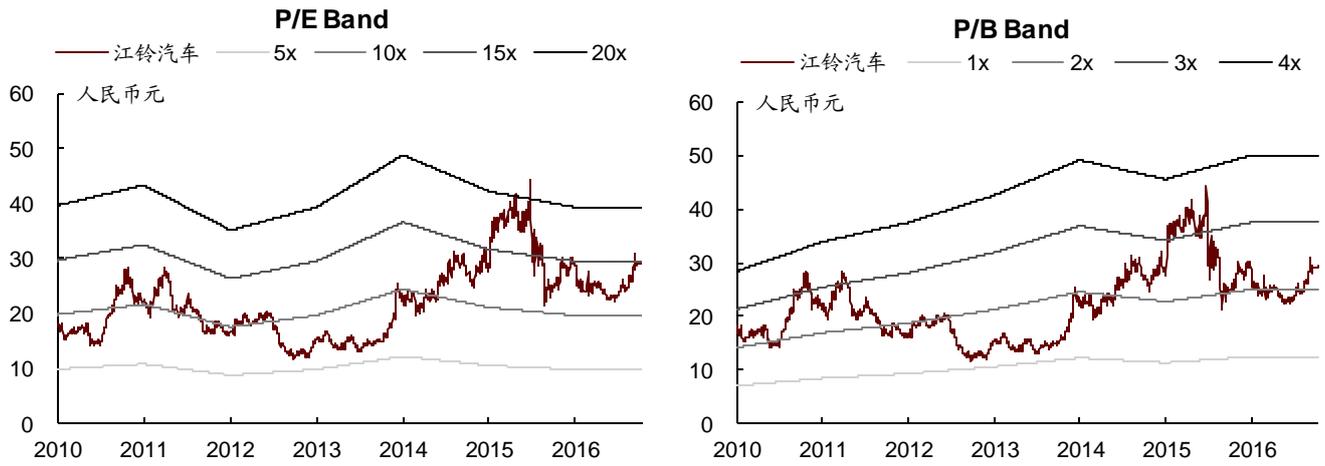
图表6：江淮汽车分类季度销量



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 7: P/E & P/B Bands



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表8：可比公司估值表

公司名称	类别	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
		2016/10/10	百万美元	14A	15A	16E	14A	15A	16E	14A	15A	16E
中国A股上市公司												
中金覆盖												
长安汽车	PV	16.27	11,313	10.0	7.6	7.0	3.0	2.2	1.8	37.6	31.9	21.0
江淮汽车	CV/PV	13.92	3,930	32.4	23.6	25.3	2.6	2.4	2.9	17.5	12.5	10.8
潍柴动力	CV	9.31	5,551	3.7	26.6	19.4	1.2	1.1	13.9	8.5	7.2	5.8
中国重汽	CV	13.79	1,380	13.4	20.9	30.6	1.3	1.9	1.8	14.2	18.8	16.8
宇通客车	CV	22.71	7,498	12.8	14.2	12.1	3.9	3.7	3.3	13.7	11.2	9.5
江铃汽车	CV	29.46	3,792	12.1	11.5	12.3	2.1	1.9	1.7	4.6	4.4	4.2
金龙汽车	CV	11.93	1,079	21.3	13.6	13.4	2.2	1.9	1.7	21.4	15.3	13.4
福耀玻璃	Parts	18.39	6,879	20.9	17.7	15.1	5.2	2.8	2.6	12.7	12.9	10.0
银轮股份	Parts	8.63	928	18.8	30.8	26.2	1.9	3.0	2.8	22.0	18.7	16.2
威孚高科	Parts	24.50	3,686	16.2	16.3	14.9	2.3	2.3	2.1	12.6	12.6	12.7
均胜电子	Parts	34.84	3,582	63.3	60.1	31.4	9.2	6.3	5.3	35.8	30.0	20.0
万丰奥威	Parts	20.30	5,517	84.6	46.1	38.3	19.0	9.0	7.4	49.6	34.2	22.5
隆鑫通用	Parts	20.57	2,591	28.2	22.4	20.2	4.2	3.4	3.0	19.0	16.3	13.5
双林股份	Parts	35.72	2,120	105.1	58.6	38.4	7.5	6.7	5.8	56.9	31.4	22.0
亚太股份	Parts	16.78	1,846	69.9	88.3	67.1	5.0	4.8	4.6	40.0	43.4	35.8
大洋电机	Parts	10.24	3,612	78.8	73.1	41.0	4.9	6.7	3.8	51.3	44.1	23.4
精锻科技	Parts	14.81	894	31.5	28.5	21.2	3.4	3.1	2.8	27.5	23.0	18.8
中原内配	Parts	12.69	1,113	40.9	38.5	35.3	3.9	3.7	3.4	24.6	22.7	20.7
信质电机	Parts	26.66	1,590	28.7	52.3	36.5	4.0	7.2	6.1	39.5	38.1	27.1
宁波华翔	Parts	23.75	1,877	36.5	118.8	22.0	4.4	4.1	2.6	12.0	15.3	7.6
方正电机	Parts	29.97	1,185	749.3	136.2	49.1	9.9	3.6	3.4	178.1	77.8	34.9
东风科技	Parts	15.34	717	23.6	31.3	34.1	4.9	4.5	4.1	10.8	13.0	12.4
天润曲轴	Parts	8.56	1,430	35.7	31.7	26.8	1.5	1.4	1.4	29.3	25.4	22.1
广汇汽车	Dealer	9.22	7,562	19.2	25.6	16.5	2.2	2.4	2.1	27.6	20.6	15.0
中金未覆盖												
福田汽车	CV	2.67	2,656	15.7	n.a.	37.2	0.5	n.a.	0.9	10.9	n.a.	n.a.
一汽轿车	PV	10.70	2,597	108.0	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	2.0	16.3	n.a.	36.3
东风汽车	CV	7.86	2,344	111.8	n.a.	32.5	2.6	n.a.	2.3	26.4	n.a.	27.5
一汽富维	Parts	13.59	857	5.2	n.a.	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	6.6	n.a.	n.a.
亚夏汽车	Dealer	11.25	765	70.2	n.a.	66.6	3.8	n.a.	5.8	21.9	n.a.	n.a.
平均值	Median			28.2	31.1	26.8	3.4	3.5	2.8	20.2	17.7	15.6
香港上市公司												
中金覆盖												
华晨汽车	PV	8.81	5,722	7.1	10.9	11.2	2.4	2.0	1.7	8.2	12.9	12.6
吉利汽车	PV	7.17	8,174	38.7	23.8	14.4	3.1	2.8	2.3	7.8	5.8	4.8
东风汽车	PV	7.98	8,865	4.6	5.1	4.5	0.8	0.6	0.6	21.1	19.1	16.7
长城汽车	CV/PV	8.03	9,450	7.9	7.9	6.8	1.9	1.7	1.4	7.1	6.8	6.7
潍柴动力	CV	10.98	5,661	3.8	27.1	19.8	0.6	1.2	1.2	6.3	5.8	5.3
敏实集团	Parts	28.75	4,178	24.4	21.6	16.9	3.3	3.0	2.7	11.7	9.8	8.5
中升集团	Dealer	7.40	2,048	18.3	30.5	10.0	1.1	1.1	1.0	8.6	7.6	7.1
正通汽车	Dealer	2.45	698	5.9	7.6	10.6	0.6	0.5	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
和谐汽车	Dealer	3.90	9	6.7	9.4	8.4	1.3	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.
永达汽车	Dealer	3.72	710	7.7	6.5	5.6	1.1	0.9	0.9	7.8	7.5	5.7
中金未覆盖												
宝信汽车	Dealer	2.34	771	14.8	10.5	8.4	1.1	1.0	0.9	6.4	5.3	4.8
大昌行	Dealer	3.28	775	6.9	8.9	6.2	n.a.	0.6	0.5	6.7	6.1	5.5
平均值	Median			9.9	9.9	8.4	0.9	0.9	0.9	7.2	6.8	5.6

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来自于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来6~12个月，某个股的绝对收益在30%以上；绝对收益在20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来6~12个月某行业会跑赢大盘10%以上；“标配”，估测未来6~12个月某行业表现与大盘的关系在-10%与10%之间；“低配”，估测未来6~12个月某行业会跑输大盘10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

