



运输设备业/可选消费品

江淮汽车 (600418)

业绩不断超预期的新能源汽车龙头

王炎学 (分析师) 孙柏蔚 (研究助理)
010-59312757 021-38674924
wangyanxue@gtjas.com sunbaiwei@gtjas.com
证书编号 S0880514040001 S0880114080008

本报告导读:

国企改革提升公司经营效率, 规模化效应带动毛利率水平持续提升。SUV 销量超预期, 新能源汽车技术平台业内领先, 众多新车型进入快速投产期, 带动业绩持续增长。
投资要点:

- **结论: 维持“增持”评级。**国企改革提升公司经营效率, 新能源战略布局超前。我们认为公司 SUV 新产品销量将继续超过市场预期, 且通过 S5 销量的增加与生产规模化效应, 公司的毛利率水平也将持续提升, 盈利能力持续增强。分别上调 15/16 EPS0.03 元和 0.05 元, 至 0.99 和 1.33 元, 上调目标价至 20 元。
- **国企改革提升企业经营效率, 毛利率持续改善:** ①公司通过整合江淮集团并实现管理层持股, 市场化经营效率显著提升, 销售净利率由 2014 年底的 1.58% 提升至 2015 年上半年的 2.38%。②公司战略执行力加强: 通过精准定位小型 SUV 细分市场, 瑞风 S3 月均销量维持在 1 万台以上, 显著拉动公司业绩增长。公司新能源战略布局超前, 已拥有成熟的技术开发平台, 未来放量增长可期。
- **SUV 销量超预期, 新能源汽车龙头地位进一步增强:** ①9 月 S2 上市即受到较高关注, 从我们终端调研情况来看, 成都地区 S2 无任何促销优惠成销量已达到 S3 的 1/3, S5 换代之后销量也在持续增长。伴随 S5 销量的增长及生产规模效应, 公司毛利率将持续改善。②新能源战略布局超前, 新能源技术平台业内领先, 纯电动乘用车北京市场占比超过 50%, 电动 SUV 及电动轻卡有望于 2015 年底上市, 随着锂电池供应紧张缓解, 新能源汽车放量可期。
- **催化剂:** S2 销量公布, 纯电动 SUV 与电动轻卡上市
- **风险提示:** SUV 销量增速不及预期, 动力锂离子电池供应风险

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	33,620	34,169	48,798	57,456	66,074
(+/-)%	15%	2%	43%	18%	15%
经营利润 (EBIT)	786	31	971	1,380	2,167
(+/-)%	155%	-96%	3025%	42%	57%
净利润	907	518	1,445	1,950	2,709
(+/-)%	85%	-43%	179%	35%	39%
每股净收益 (元)	0.71	0.40	0.99	1.33	1.85
每股股利 (元)	0.11	0.22	0.25	0.30	0.35

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	2.3%	0.1%	2.0%	2.4%	3.3%
净资产收益率 (%)	13.3%	7.4%	17.9%	20.3%	23.0%
投入资本回报率 (%)	8.2%	0.3%	9.4%	11.4%	14.7%
EV/EBITDA	4.5	6.0	3.5	2.4	1.1
市盈率	14.5	25.4	10.4	7.7	5.5
股息率 (%)	1.1%	2.1%	2.4%	2.9%	3.4%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **20.00**

上次预测: 19.00

当前价格: 11.97

2015.09.27

交易数据

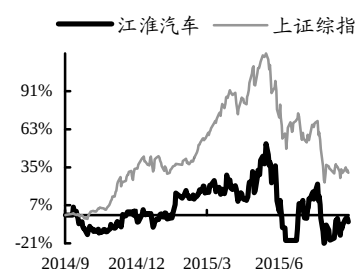
52 周内股价区间 (元)	9.70-19.45
总市值 (百万元)	17,515
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,463/830
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	57%
日均成交量 (百万股)	4393.84
日均成交值 (百万元)	565.40

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,159
每股净资产	5.58
市净率	2.1
净负债率	-78.85%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.20	0.17
Q2	0.15	0.25
Q3	-0.03	0.20
Q4	0.08	0.37
全年	0.40	0.99

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	20%	-23%	-5%
相对指数	16%	9%	-36%

相关报告

《SUV 持续高增长, 新能源汽车价值被低估》2015.09.09

《新能源战略加速落地——》2015.08.31

《崛起的新能源乘用车龙头》2015.08.10

《加码新能源汽车战略》2015.07.21

《季度业绩环比改善趋势确立》2015.04.28

模型更新时间：2015.09.27

股票研究

可选消费品

运输设备业

江淮汽车（600418）

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**20.00**

上次预测：**19.00**

当前价格：**11.97**

公司网址

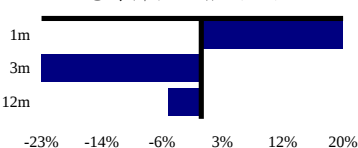
www.jac.com.cn

公司简介

公司是一家集商用车、乘用车及动力总成研发、制造、销售和服务于一体的综合型汽车厂商。

公司生产和销售客车底盘、货车底盘、变速箱、其他汽车配件和商务车。

绝对价格回报（%）



52 周价格范围

9.70-19.45

市值（百万）

17,515

财务预测（单位：百万元）

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

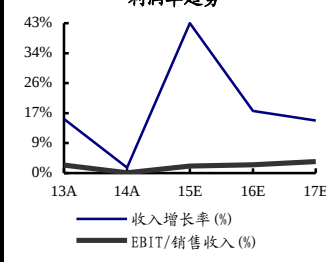
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	33,620	34,169	48,798	57,456	66,074
营业成本	28,175	29,522	41,478	48,637	55,648
税金及附加	701	641	956	1,333	1,381
销售费用	1,996	1,784	2,333	2,722	3,079
管理费用	1,962	2,192	3,060	3,384	3,799
EBIT	786	31	971	1,380	2,167
公允价值变动收益	-9	9	0	0	0
投资收益	27	98	200	310	320
财务费用	-107	-94	-35	-52	-73
营业利润	844	167	1,206	1,742	2,560
所得税	103	32	145	195	271
少数股东损益	15	10	16	22	30
净利润	907	518	1,445	1,950	2,709
货币资金、交易性金融资产	6,508	8,039	7,461	8,775	11,967
其他流动资产	1,202	1,072	0	0	0
长期投资	633	982	982	982	982
固定资产合计	8,315	9,101	9,519	9,262	8,678
无形资产及其他资产	1,793	2,156	2,096	2,113	2,110
资产合计	23,672	26,864	26,220	28,655	32,782
流动负债	14,644	17,490	16,810	17,612	19,411
非流动负债	2,011	2,023	960	1,060	1,160
股东权益	6,835	7,012	8,095	9,606	11,803
投入资本(IC)	8,640	9,461	9,422	11,055	13,382
NOPLAT	707	29	883	1,256	1,972
折旧与摊销	1,067	1,181	1,454	1,652	1,798
流动资金增量	2,235	1,992	-814	-633	205
资本支出	-426	-540	-1,412	-986	-761
自由现金流	3,584	2,662	111	1,289	3,214
经营现金流	2,478	1,653	3,002	2,326	4,050
投资现金流	-793	-347	-1,212	-676	-441
融资现金流	-182	-570	-2,368	-336	-416
现金流净增加额	1,503	735	-578	1,314	3,192
收入增长率	15.5%	1.6%	42.8%	17.7%	15.0%
EBIT 增长率	155.4%	-96.0%	3024.5%	42.2%	57.0%
净利润增长率	85.0%	-43.0%	179.2%	34.9%	38.9%
利润率					
毛利率	16.2%	13.6%	15.0%	15.4%	15.8%
EBIT 率	2.3%	0.1%	2.0%	2.4%	3.3%
净利率	2.7%	1.5%	3.0%	3.4%	4.1%
净资产收益率(ROE)	13.3%	7.4%	17.9%	20.3%	23.0%
总资产收益率(ROA)	3.8%	1.9%	5.5%	6.8%	8.3%
投入资本回报率(ROIC)	8.2%	0.3%	9.4%	11.4%	14.7%
存货周转天数	15	16	13	12	12
应收账款周转天数	4	5	4	5	5
总资产周转天数	235	270	199	174	170
净利润现金含量	2.73	3.19	2.08	1.19	1.49
资本支出/收入	1%	2%	3%	2%	1%
资产负债率	70.4%	72.6%	67.8%	65.2%	62.8%
净负债率	-71.9%	-84.8%	-80.3%	-80.3%	-91.6%
PE	14.5	25.4	10.4	7.7	5.5
PB	1.9	1.9	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	4.5	6.0	3.5	2.4	1.1
P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
股息率	1.1%	2.1%	2.4%	2.9%	3.4%

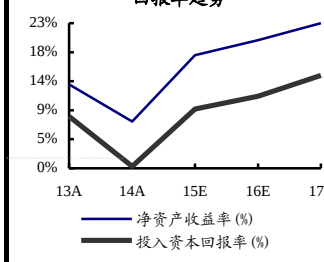
股票绝对涨幅和相对涨幅



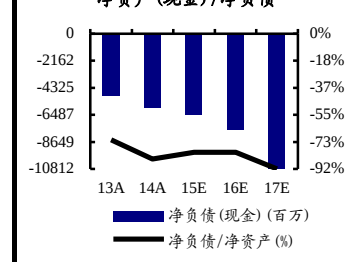
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		