

基本面影响有限 或是绝佳买点

——江淮汽车（600418）315 曝光事件点评

2013 年 3 月 19 日

推荐/下调

江淮汽车

事件点评

王明德	执业证书编号：S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

央视“315 晚会”聚焦汽车行业，曝光了江淮汽车旗下部分同悦车型存在的车身锈蚀问题。问题主要集中于早期的同悦车型。截止到 2011 年 12 月 31 日，江淮累计生产同悦轿车 119271 辆，部分存在锈蚀风险，其中已发现并主动免费维修处理 6579 辆。

观点：

1. 生锈系早期设计不合理所致。

锈蚀问题的直接原因系车身模具涂装工艺孔设置不合理，导致部分车辆的车身侧围外板内腔表面涂装质量未达到工艺标准要求。如果长期在潮湿环境下行驶，部分车辆的车身侧围外板处可能会出现锈蚀。江淮同悦是江淮汽车 2008 年底推出的第一款经济型轿车，当时公司仍处于涉足轿车的起步阶段，缺乏经验。但是从后期的其他产品来看工艺提升明显，并不存在该问题。而在 2011 年之后生产的同悦也基本没有锈蚀情况。这次生锈事件可以算是陈年旧账。

2. 轿车、SUV 短期销量将受到影响，但范围和程度将相对有限。

2013 年前两月同悦合计销售了 6570 辆，在公司乘用车中销量占比仅 15%，且目前同悦大部分都出口海外。因此，同悦内销下滑对公司整体销量的影响是很有限的。此外，目前公司产品中 MPV、轻卡、重卡三者毛利贡献超过 75%，三种车型都是以商用客户为主，跟轿车客户结构差异明显，应几乎不会受到次事件的影响。不过这次曝光可能会使得江淮相对较弱的轿车领域品牌力受到打击，造成其他轿车、SUV 销量的下滑。但应理性的认识对品牌的影响：汽车本身的产品和行业特点决定了曝光的危害可能远不如之前曝光的食品之类的快消品那么大。①汽车行业规模化经营，出现问题的隐蔽性较低，此曝光不同于一般意义上的曝光，如使用瘦肉精等事件事前消费者本身不知悉，而汽车行业的问题是消费者先发现的，媒体报导只是对厂商起到一个再警示的作用；②汽车属于大件耐用消费品，消费者本身购买时相对谨慎，往往都要考虑比较很久，关注一款车到决定购买时往往对车的各种情况都已经有了相当的了解，所以相对不会那么容易媒体所左右。据我们了解在 315 事件后两天内仍有不少知情的消费者选择购买同悦。

3. 江淮已积极做出召回回应，将减少不利影响，但面临大额召回费用。

在这次 315 事件后，公司做出了快速积极的回应：①315 当晚发布微博，表示歉意并声明将妥善处理此事；②3 月 16 日向国家质检总局申请召回，并向公众说明了生锈原因；③质检总局于 3 月 19 日上午发布信息，江淮汽车将从 2013 年 3 月 30 日起，召回 2008 年 11 月 15 日至 2011 年 12 月 31 日生产的同悦轿车，涉及数量 117072 辆。我们认为公司在事后果断诚恳的态度将有效减少事件对于品牌的不利影响。但是另一

方面，一次召回这么多车辆必然产生一大笔召回费用。而公司已经申明使用的钢板为上海宝钢供应的正品材料，本身不存在问题（该材料是目前国内各大主流主机厂家普遍采用的车身冷轧薄板材料）。意味着公司需要自己承担所有的召回费用。这笔召回费用将是对公司业绩最直接的影响，预计此项费用将计入 2012 年年报。

4. 短期股价影响较大，大跌后可能迎来买入时点。

由于心理层面的原因，公司短期股价的大幅下跌在所难免。但前期公司前期已遭遇连续阴跌，我们认为市场已经提前做出了一定程度的反应。而从公司本身来看，生锈的产品属陈年旧账，公司本身内生转型动力却十分充足，公司长期的成长几乎不受影响，仍然具有很好的投资价值。后期若股价跌幅过大，市场过度反应，应是很好的买入时点。

盈利预测和投资建议：

综上所述，受事件影响公司现有轿车产品销量将出现下滑，但由于公司本身的产品、市场结构原因，销量下滑的广度和深度有限。公司业绩的下滑将主要体现在 2012 年年报的召回费用上。此次召回的细则尚未确定，召回的费用和财务处理方式亦不明确，故暂不调整公司 2012 年-2014 年的盈利预测。我们认为公司的长期成长性依然诱人，且公司在 315 事件之前股价似乎已提前反应，继续维持公司“强烈推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	29,704.36	30,473.79	27,621.44	32,789.42	37,255.33
主营收入增长率	47.84%	2.59%	-9.36%	18.71%	13.62%
EBITDA（百万元）	2,036.04	1,254.57	1,212.42	1,444.72	1,683.82
EBITDA 增长率	80.28%	-38.38%	-3.36%	19.16%	16.55%
净利润（百万元）	1,162.65	617.64	554.16	734.58	837.68
净利润增长率	246.35%	-46.88%	-10.28%	32.56%	14.04%
EPS（元）	0.9	0.48	0.43	0.57	0.65

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。