中国平安 PING AN 平安证券公司

专业25年 专业 让生活更简单

平安汽车和汽车零部件

2013 年 5 月 2 日

江淮汽车 (600418)

2013年变化在SUV

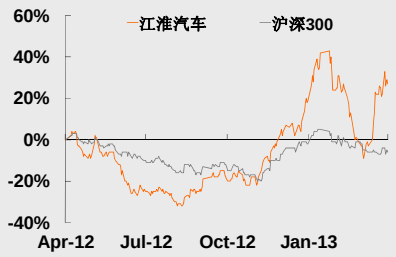
推荐（维持）

现价：7.74 元

主要数据

行业	平安汽车和汽车零部件
公司网址	www.jac.com.cn
大股东/持股	安徽江淮汽车集团/18.01%
实际控制人/持股	安徽省国资委/27.26%
总股本(百万股)	1,289
流通 A 股(百万股)	1,073
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	99.75
流通 A 股市值(亿元)	83.04
每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	71.9

行情走势图



相关研究报告

1、年报点评：同悦轿车召回致业绩下滑大（2013.4.1）

2、调研简报：S5上量有待循序渐进(2013.2.5)

证券分析师

余兵 投资咨询资格编号 S1060511010004 021-38636729 yubing006@pingan.com.cn

王德安 投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 wangdean002@pingan.com.cn

研究助理

彭勇 一般证券从业资格编号 S1060111070097 021-38632725 pengyong060@pingan.com.cn

事项

公司公布 2013 年一季报：1Q13 实现营业收入 88.5 亿元，同比增长 18.1%(2012 年 10 月公司已完成对江淮轻型和江淮安驰的收购，追溯调整后)；净利润 2.1 亿元，同比增长 93.1%（调整后）；每股收益 0.16 元，每股净资产 4.82 元。

平安观点

1Q13公司销售汽车14.2万辆，同比增长19%（调整后），其中轿车和SUV表现较好，销量分别同比增长44.7%和176.3%。MPV和卡车（尤其是轻卡）是公司两大利润来源，1Q13两者销量分别同比增长12.1%和11.5%，加之轿车销量快速增长，助公司净利润同比增长近1倍，超出市场预期(与一季度业绩快报一致)。

- **公司轿车销量快速增长助收入增长18%。**1Q13公司轿车销售4.4万辆，同比增长44.7%。政策刺激退出两年多后，今年春节前后，自主品牌轿车销售较好，公司和悦轿车曾创下月销上万台记录，1Q13公司轿车业务快速恢复，助收益增长18%。我们估计1Q13轿车业务已为公司贡献正收益。轿车业务上规模有助于公司逐步从商用车公司转型乘用车公司，降低宏观经济变化对公司收入和利润规模的影响程度，也有助于公司做大做强。

- **MPV和卡车销量增长，助公司业绩大幅改善。**MPV和轻卡仍是公司目前主要利润来源，1Q13公司MPV和卡车销量分别同比增长12.1%和11.5%，扣除重卡销量（参考中汽协公布数据），公司中轻卡销量同比增长12.7%。公司改款的瑞风和畅（M5）自2012年下半年上市后，逐渐上量，有效的扭转了瑞风MPV车型老化销量下滑的趋势，同时推出瑞风时光穿梭版，应对中低端市场，1Q13公司瑞风MPV月均销量5000辆，明显高于2012年月均4500辆的水平。今年上海车展，公司展出了下一代MPV瑞风M6，外形更加靓丽，空间更大，配置更加豪华，预计2014年推出，将进一步提升公司在商务用MPV市场竞争力。公司下属的江淮安驰15万微车项目，即是小型MPV，凭借公司在MPV上多年的技术和市场经验，顺应微车MPV化趋势，延展产品线，进入新的利基市场，有助于公司提升产销和利润规模。

- **毛利率提升明显，三项费用率保持稳定。**1Q13公司毛利率同比增加1.7个百分点，环比增加2.1个百分点，毛利率提升明显。轿车销量大幅增长和MPV

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	31,032	29,117	34,861	40,317	45,485
YoY(%)	4.5	-6.2	19.7	15.7	12.8
净利润(百万元)	621	495	879	991	1,141
YoY(%)	-46.6	-20.3	77.6	12.8	15.2
毛利率(%)	13.2	14.8	13.9	14.2	14.4
净利率(%)	2.0	1.7	2.5	2.5	2.5
ROE(%)	10.6	8.3	12.8	12.9	13.2
EPS(摊薄/元)	0.48	0.38	0.68	0.77	0.89
P/E(倍)	16.1	20.2	11.3	10.1	8.7
P/B(倍)	1.7	1.7	1.4	1.3	1.2

销量回升（尤其是高端的瑞风和畅上量），推动公司毛利率回升至近三年来最高水平。1Q13 公司三项费用率同比增加 0.43 个百分点，绝大部分是来自管理费用率增加，销售费用率和财务费用率同比基本无变化。管理费用应该是来自二代平台乘用车系列产品、DCT 自动变速器+1.5TGDI 发动机白金传动系统研发。

- **2013 年变化在 SUV。**公司在 2013 年 3 月推出了全新的 SUV 瑞风 S5，S5 的外观和质量较原有的瑞鹰 SUV 提升较大，定价也低于相关竞品，预计公司 SUV 产品将一改前期销售低迷的境况，有望成为公司除 MPV、轻卡以外的重要利润来源。今年上海车展，公司还展出了 A0 级的 SUV 和悦 S30，并有望在年度推出。SUV 车型上量，有助于公司消化新增产能，并有望提升公司品牌形象，推动轿车业务销售。

- **盈利预测与投资评级。**我们维持公司盈利预测，预计 2013-2015 年每股收益分别为 0.68 元、0.77 元、0.89 元。S5 SUV 的上市有望扭转公司 SUV 产品销售长期低迷的局面，并将成为公司新的利润增长点，维持其“推荐”投资评级。

- **风险**提示： 新品 S5 SUV 销量低于预期；原材料和人工等成本快速上升；经济增速低于预期，致公司卡车和 MPV 等型销量低于预期。

图表1 江淮汽车1Q13分车型销量及增幅

车型	1Q13 销量	1Q12 销量	同比增幅
轿车	43,695	30,208	44.6%
MPV	14,998	13,378	12.1%
SUV	6,275	2,271	176.3%
卡车	69,330	62,208	11.4%
底盘	6,365	6,099	4.4%
多功能商用车	1,260	512	146.1%
汽车合计	141,923	114,676	23.8%
其中：			
出口	14,823	13,436	10.3%
发动机（自配）	78,187	52,246	49.7%

资料来源：公司公告

注：1Q13 销量同比增幅和 1Q12 销量数据未加入江淮轻型和江淮安驰销量进行调整。

图表2 江淮汽车季度盈利情况 单位：万元

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	同比增长	环比增长
营业总收入	749,727	715,772	672,314	798,072	885,120	18.1%	10.9%
净利润	10,778	21,225	8,868	9,103	20,810	93.1%	128.6%
EPS（元）	0.08	0.16	0.07	0.07	0.16	93.1%	128.6%
						同比增加百分点	环比增加百分点
毛利率	14.8%	15.2%	14.8%	14.5%	16.6%	1.71	2.07
销售费用率	6.3%	5.2%	5.4%	7.3%	6.3%	0.00	-1.03
管理费用率	4.5%	4.8%	5.8%	6.2%	4.9%	0.42	-1.31
财务费用率	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.2%	0.01	0.16
三项费用率合计	10.6%	10.0%	11.3%	13.2%	11.0%	0.43	-2.18
净利率	1.4%	3.0%	1.3%	1.1%	2.4%	0.91	1.21

资料来源：公司公告

注：1Q12 数据已追溯调整。

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	7068	9696	11793	15279	18498
现金	3310	4832	6460	9133	11636
应收账款	288	312	357	419	470
其他应收款	96	122	125	149	170
预付账款	263	361	389	467	518
存货	1509	1108	1797	2027	2226
其他流动资产	1602	2960	2666	3083	3478
非流动资产	8039	9874	8982	8496	7593
长期投资	44	466	325	372	357
固定资产	5818	6775	6595	6256	5552
无形资产	806	871	843	791	748
其他非流动资产	1371	1760	1218	1076	937
资产总计	15107	19569	20775	23774	26091
流动负债	8142	11539	12066	14198	15543
短期借款	418	137	231	199	210
应付账款	2671	3816	4071	4901	5436
其他流动负债	5054	7586	7764	9097	9897
非流动负债	938	1881	1645	1674	1664
长期借款	500	1030	1030	1030	1030
其他非流动负债	438	851	615	644	634
负债合计	9080	13420	13711	15872	17207
少数股东权益	183	162	178	198	220
股本	1289	1289	1289	1289	1289
资本公积	1442	1304	1304	1304	1304
留存收益	3113	3415	4293	5112	6071
归属母公司股东权益	5843	5987	6886	7704	8664
负债和股东权益	15107	19569	20775	23774	26091

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-694	2995	1645	3357	2831
净利润	629	505	895	1010	1163
折旧摊销	808	857	943	1013	1055
财务费用	-89	-47	13	19	26
投资损失	-39	-20	-29	-27	-26
营运资金变动	-2170	1447	-129	1312	612
其他经营现金流	168	253	-48	31	1
投资活动现金流	-45	-1665	-46	-485	-124
资本支出	488	620	250	350	100
长期投资	258	-1172	-141	47	-16
其他投资现金流	701	-2217	63	-88	-40
筹资活动现金流	146	192	29	-199	-204
短期借款	318	-281	94	-31	10
长期借款	160	530	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	113	-138	0	0	0
其他筹资现金流	-445	80	-65	-168	-214
现金净增加额	-576	1522	1628	2673	2502

利润表					单位:百万元
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	31032	29117	34861	40317	45485
营业成本	26927	24802	30015	34589	38918
营业税金及附加	729	663	827	942	1064
营业费用	1483	1784	1673	1935	2183
管理费用	1437	1560	1569	1814	2047
财务费用	-89	-47	13	19	26
资产减值损失	29	77	50	80	80
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0
投资净收益	39	20	29	27	26
营业利润	548	301	743	965	1194
营业外收入	171	255	280	210	180
营业外支出	6	5	6	5	5
利润总额	713	551	1017	1169	1369
所得税	84	47	122	159	205
净利润	629	505	895	1010	1163
少数股东损益	8	10	16	19	22
归属母公司净利润	621	495	879	991	1141
EBITDA	1266	1111	1699	1997	2275
EPS（元）	0.48	0.38	0.68	0.77	0.89

主要财务比率					
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入	4.5%	-6.2%	19.7%	15.7%	12.8%
营业利润	-56.5%	-45.0%	146.5%	29.9%	23.8%
归属于母公司净利润	-46.6%	-20.3%	77.6%	12.8%	15.2%
获利能力					
毛利率(%)	13.2%	14.8%	13.9%	14.2%	14.4%
净利率(%)	2.0%	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%
ROE(%)	10.6%	8.3%	12.8%	12.9%	13.2%
ROIC(%)	6.0%	3.3%	8.2%	9.5%	10.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	60.1%	68.6%	66.0%	66.8%	65.9%
净负债比率(%)	11.98%	11.53%	11.46%	9.85%	9.10%
流动比率	0.87	0.84	0.98	1.08	1.19
速动比率	0.68	0.74	0.83	0.93	1.04
营运能力					
总资产周转率	2.03	1.68	1.73	1.81	1.82
应收账款周转率	91.6	85.1	91.4	91.1	89.7
应付账款周转率	9.61	7.65	7.61	7.71	7.53
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.38	0.68	0.77	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	2.32	1.28	2.60	2.20
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.65	5.34	5.98	6.72
估值比率					
P/E	16.07	20.16	11.35	10.07	8.74
P/B	1.71	1.67	1.45	1.29	1.15
EV/EBITDA	5.0	5.7	3.8	3.2	2.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN | 专业25年 专业 让生活更简单

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257