

江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 7.74元

盈利能力显著改善, 向上弹性开始体现

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,069.04
总市值(百万元)	99.45
年内股价最高最低(元)	9.17/4.37
沪深300指数	2447.31
上证指数	2177.91



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.482	0.381	0.698	1.095	1.295
每股净资产(元)	4.44	4.66	5.23	5.48	6.65
每股经营性现金流(元)	-0.56	2.31	0.36	2.42	2.75
市盈率(倍)	12.37	17.95	8.36	5.33	4.51
行业优化市盈率(倍)	10.50	8.00	7.30	7.30	7.30
净利润增长率(%)	-46.61%	-21.00%	83.54%	56.82%	18.27%
净资产收益率(%)	10.85%	8.16%	13.35%	19.99%	19.49%
总股本(百万股)	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

今年一季度, 公司实现营收 88.51 亿元, 同比增长 18.05%; 实现归属母公司股东净利润 2.08 亿元, 同比增长 93.07%, 对应 EPS 为 0.16 元。由于公司之前已公布业绩快报, 最终公布业绩与快报相符。

经营分析

- **盈利能力显著改善, 年内有望保持稳中有升。**公司一季度销量为 14.19 万辆, 同比增长 23.39%。公司盈利增速却高达 93%, 远超其销量及收入增速的原因是公司盈利能力的显著改善。一季度公司毛利率为 16.53%, 同比提高 1.63 个百分点, 比去年全年则高 1.71 个百分点, 一季度其净利率则为 2.39%, 比去年同期提高 0.95 个百分点, 比去年全年则高 0.66 个百分点。我们认为, 公司盈利能力改善的原因一是今年以来钢材、橡胶等原材料价格的大幅下降; 另一方面, 公司全力推行“以效益为中心”, 努力通过提高产品结构、加强成本控制也是重要原因。从这两点来看, 只要未来原材料价格不出现大幅上涨, 公司的盈利能力提高仍有继续提高的空间, 而这也是我们之前一直强调公司具备较大的业绩向上弹性的关键原因。
- **MPV 销量恢复增长, 高端产品占比已获提升。**2011-2012 年, 公司 MPV 销量均出现了小幅下滑, 可喜的是这一势头已经得以扭转。一季度, 公司 MPV 销量为 14998 辆, 同比增长 12.11%。更为重要的是, 公司 MPV 产品结构正在逐渐提升, 目前“和畅”月均销量已达 800 台左右, 占公司 MPV 比例则已达约 15%。根据公司计划, 未来“和畅”比例将达到 20% 左右, 公司 MPV 业务盈利能力仍有可能继续提升。
- **卡车业务增速继续远超行业, 产品结构提升也将提速。**一季度公司轻卡销量达到 6.06 万辆, 同比增长 8.16%, 增速明显快于行业整体的 -0.16%, 公司市场份额则进一步提升至 12.33%。重卡方面, 公司一季度销量为 7187 辆, 同比增长 1.35%, 而行业整体增速则为下滑 17.04%, 公司市场份额为 3.53%。不仅如此, 公司还将着力提高中高端产品占比, 提升卡车尤其是轻卡业务的盈利能力。公司高端轻卡产品“帅铃”的垂直换代已经完成, 市场推广工作也在逐渐加速, 我们预计公司轻卡盈利能力仍将继续提高。

相关报告

1. 《同悦召回影响可承受, 重新具备买入价值》, 2013.3.31
2. 《和悦销量劲升, 上调盈利预测及目标价》, 2013.2.5
3. 《业绩改善在即, 且具备较大向上弹性》, 2012.12.3

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

- **轿车销量快速增长，3.15 事件影响将减弱。**一季度公司轿车销量达 43695 辆，同比增长 43%，是公司销量增长的主导力量。由于二季度为销售淡季，且 3 月份发生的同悦锈蚀事件仍或多或少对公司轿车销量有一定负面影响，我们预计公司二季度轿车销量增速可能会有明显下滑。但从全年来看，公司已采取的一系列措施已获得了各方面的积极评价，同悦本身也已不是公司轿车的主打品牌（同悦的改款车型已改称和悦 A13），我们预计这一事件的影响不会持续太长时间，下半年起公司轿车销量即有望完全恢复正常。从谨慎角度出发，我们预测的公司全年轿车销量为 14.4 万辆，同比增长仅 4%。
- **新车型储备丰富，持续快速增长有坚实基础。**在近日举行的上海车展上，我们看到公司新车型储备丰富且已形成初步形成平台化、系列化布局。轿车方面，公司有和悦 A30（和悦二代车型，介于现款和悦与同悦之间）、和悦 A20（同悦二代车型）、和悦 A13（同悦改款车型）等，SUV 方面除了 S5 之外还有基于和悦 A30 打造的 S30，MPV 方面则有 M5（和畅改款车型）、M6（更高级别的全新 MPV）。根据公司规划，和悦 A30 已比较确定将于今年 6 月份上市，其余如 A20、S30 等车型则将根据市场情况陆续于今年四季度或明年上市。新车型投放是乘用车企业销量增长的关键推动因素，公司一代车型已奠定了一定的客户基础，二代车型的投放又已蓄势待发，由此看至少未来 1-2 年内公司业务的快速增长是有坚实基础的。
- **S5 产销情况正常，未来销量将逐步提升。**之前在我们的一系列报告中，我们已经通过比较分析得出 S5 具有外观漂亮、动力性能以及安全性能突出的特点。3 月 19 日 S5 已正式上市，3 月份其销量约为 2400 台。根据我们了解，公司 S5 仍处于铺货阶段，未来数月其销量将随着生产量的逐步提升而提升，公司计划 5 月份将其产量提升至 5000 台。我们预计这一车型销量将逐渐爬升，到 9、10 月份旺季期间，其月销量有望达 6000-7000 辆，实现全年 3-5 万辆的目标也绝非难事。

盈利预测

- 由于公司一季度盈利能力改善程度超出了普遍预期，我们小幅上调公司盈利预测。预测公司 2013-2015 实现净利润 9.00、14.11、16.69 亿元，同比分别为增长 83.54%、56.82%、18.27%，对应的 EPS 分别为 0.70、1.10、1.30 元。

投资建议

- 前期受同悦 3.15 事件影响，公司股价曾跌破 6 元，我们及时发布了研究报告，提示“同悦影响在可承受范围内”，公司股价“已重新具备买入价值”。目前公司股价为 7.74 元，分别对应 13-15 年 11.06、7.04、5.95 倍 PE。若仅从突发事件影响后的估值修复而言，公司估值已回归合理水平。但从中长期考虑，我们认为不可忽视公司仍然是典型的拐点型公司，仍然符合我们对其“业绩改善趋势明显，且具备较大向上弹性”的界定，而且公司一季报已经开始验证我们这一判断。我们维持公司“买入”评级，年内第一目标价为 11 元（对应 13 年 15 倍 PE 或明年 10 倍 PE），建议当前价位仍可坚定持有并逐渐加码。

图表 1: 江淮汽车分项收入及预测

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
整车					
轻型卡车销量 (辆)	190,042	192,426	215,517	237,069	260,776
增长率 (YOY)	-2.07%	1.25%	12.00%	10.00%	10.00%
重卡销量 (辆)	34,314	26,067	29,195	33,574	37,939
增长率 (YOY)	90.02%	39.75%	-24.03%	12.00%	15.00%
多功能商用车 (辆)	0	2,911	9,024	11,731	15,251
增长率 (YOY)				210.00%	30.00%
瑞风MPV销量 (辆)	59,455	53,989	56,688	60,090	63,695
增长率 (YOY)	-8.07%	-9.19%	5.00%	6.00%	6.00%
轿车 (辆)	145,920	138,120	143,674	178,818	211,214
增长率 (YOY)	24.93%	-5.35%	4.02%	24.46%	32.00%
SUV (辆)	11,157	9,058	40,000	68,000	81,600
增长率 (YOY)	-40.84%	-18.81%	341.60%	70.00%	20.00%
整车合计销量 (辆)	440,888	422,571	494,099	589,282	670,475
增长率 (YOY)	5.24%	-4.15%	16.93%	19.26%	13.78%
整车平均售价 (万元/辆)	6.12	6.06	6.27	6.24	6.27
销售收入 (百万元)	26,978	25,628	30,980	36,772	42,050
增长率 (YOY)	2.19%	-5.00%	20.88%	18.70%	14.36%
毛利率	13.50%	14.97%	16.02%	16.67%	16.60%
毛利 (百万元)	3,642	3,836	4,964	6,128	6,979
客车底盘					
平均售价 (万元/辆)	5.30	5.10	5.00	5.00	5.00
增长率 (YOY)	-4.74%	-3.77%	-1.96%	0.00%	0.00%
销售数量 (辆)	25,571	26,098	27,142	28,228	29,357
增长率 (YOY)	6.93%	2.06%	4.00%	4.00%	4.00%
销售收入 (百万元)	1,355	1,331	1,357	1,411	1,468
增长率 (YOY)	1.87%	-1.79%	1.96%	4.00%	4.00%
毛利率	10.10%	10.97%	12.00%	12.00%	12.00%
汽配业务					
销售收入 (百万元)	634	655	753	844	945
增长率 (YOY)	0.96%	3.31%	15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.04%	11.00%	12.00%	12.00%	12.00%
增长率 (YOY)	1.17%	3.36%	13.71%	12.00%	12.00%
毛利 (百万元)	70.00	72.05	90.39	101.24	113.39
增长率 (YOY)	-0.65%	2.93%	25.45%	12.00%	12.00%
其他业务					
销售收入 (百万元)	1,504	1,514	1,741	1,828	1,920
增长率 (YOY)	11.69%	0.69%	15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	12.25%	17.90%	17.00%	17.00%	17.00%
增长率 (YOY)	11.35%	-5.79%	16.26%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	184.21	271.01	295.99	310.79	326.33
增长率 (YOY)	14.21%	47.12%	9.22%	5.00%	5.00%
销售总收入 (百万元)	30470.43	29127.72	34831.28	40854.73	46382.75
销售总成本 (百万元)	26437.71	24802.27	29318.15	34145.07	38787.76
毛利 (百万元)	4032.73	4325.45	5513.13	6709.66	7594.99
平均毛利率	13.23%	14.85%	15.83%	16.42%	16.37%

来源: 公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	29,704	30,471	29,117	34,831	40,855	46,383	货币资金	3,782	3,184	4,832	4,895	6,491	9,845
增长率		2.6%	-4.4%	19.6%	17.3%	13.5%	应收款项	1,700	1,756	2,660	2,375	2,779	3,148
主营业务成本	-25,124	-26,438	-24,802	-29,318	-34,145	-38,788	存货	2,001	1,444	1,108	1,749	2,017	2,268
%销售收入	84.6%	86.8%	85.2%	84.2%	83.6%	83.6%	其他流动资产	878	415	1,095	1,232	1,314	1,393
毛利	4,580	4,033	4,314	5,513	6,710	7,595	流动资产	8,362	6,799	9,696	10,251	12,600	16,653
%销售收入	15.4%	13.2%	14.8%	15.8%	16.4%	16.4%	%总资产	53.8%	46.1%	49.4%	54.2%	60.7%	69.8%
营业税金及附加	-801	-725	-663	-801	-940	-1,067	长期投资	39	44	466	466	466	466
%销售收入	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	固定资产	6,057	6,619	7,642	6,989	6,446	5,462
营业费用	-1,269	-1,445	-1,784	-2,055	-2,329	-2,644	%总资产	39.0%	44.9%	39.0%	37.0%	31.1%	22.9%
%销售收入	4.3%	4.7%	6.1%	5.9%	5.7%	5.7%	无形资产	873	1,065	1,511	896	928	967
管理费用	-1,214	-1,407	-1,560	-1,846	-2,084	-2,273	非流动资产	7,182	7,945	9,923	8,655	8,144	7,198
%销售收入	4.1%	4.6%	5.4%	5.3%	5.1%	4.9%	%总资产	46.2%	53.9%	50.6%	45.8%	39.3%	30.2%
息税前利润 (EBIT)	1,296	456	308	811	1,358	1,612	资产总计	15,544	14,744	19,618	18,906	20,744	23,851
%销售收入	4.4%	1.5%	1.1%	2.3%	3.3%	3.5%	短期借款	310	588	517	380	380	380
财务费用	29	86	47	40	66	88	应付款项	8,682	6,915	10,750	9,826	11,263	12,791
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	417	412	420	759	829	896
资产减值损失	-104	-28	-77	-69	-60	-61	流动负债	9,409	7,915	11,687	10,966	12,473	14,067
公允价值变动收益	5	-5	0	0	0	0	长期贷款	340	500	1,030	1,030	1,030	1,031
投资收益	35	39	20	20	20	20	其他长期负债	302	445	733	0	0	0
%税前利润	2.5%	5.4%	3.6%	1.9%	1.2%	1.0%	负债	10,051	8,861	13,450	11,996	13,503	15,098
营业利润	1,260	548	297	802	1,384	1,658	普通股股东权益	5,371	5,723	6,007	6,740	7,062	8,564
营业利润率	4.2%	1.8%	1.0%	2.3%	3.4%	3.6%	少数股东权益	122	161	162	170	179	189
营业外收支	103	161	250	230	230	250	负债股东权益合计	15,544	14,744	19,618	18,906	20,744	23,851
税前利润	1,363	709	547	1,032	1,614	1,908	比率分析						
利润率	4.6%	2.3%	1.9%	3.0%	4.0%	4.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-186	-81	-47	-124	-194	-229	每股指标						
所得税率	13.7%	11.5%	8.5%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.902	0.482	0.381	0.698	1.095	1.295
净利润	1,176	628	500	908	1,420	1,679	每股净资产	4.167	4.440	4.661	5.230	5.480	6.645
少数股东损益	14	7	10	8	9	10	每股经营现金净流	1.213	-0.564	2.307	0.356	2.418	2.748
归属于母公司的净利润	1,163	621	490	900	1,411	1,669	每股股利	0.100	0.200	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	3.9%	2.0%	1.7%	2.6%	3.5%	3.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.65%	10.85%	8.16%	13.35%	19.99%	19.49%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.48%	4.21%	2.50%	4.76%	6.80%	7.00%
净利润	1,176	625	505	908	1,420	1,679	投入资本收益率	18.16%	5.78%	3.62%	8.58%	13.81%	13.95%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	910	824	934	1,064	1,154	1,205	主营业务收入增长率	47.84%	2.58%	-4.44%	19.63%	17.29%	13.53%
非经营收益	-97	-127	-156	-233	-179	-199	EBIT增长率	112.23%	-64.80%	-32.56%	163.61%	67.43%	18.70%
营运资金变动	-425	-2,049	1,690	-1,280	720	856	净利润增长率	246.35%	-46.61%	-21.00%	83.54%	56.82%	18.27%
经营活动现金净流	1,564	-727	2,973	459	3,116	3,542	总资产增长率	25.49%	-5.15%	33.06%	-3.63%	9.73%	14.98%
资本开支	-416	-464	-619	470	-380	30	资产管理能力						
投资	-328	265	-1,172	0	0	0	应收账款周转天数	3.8	3.5	3.7	3.8	3.8	3.8
其他	79	165	126	20	20	20	存货周转天数	23.8	23.8	18.8	22.0	22.0	22.0
投资活动现金净流	-665	-34	-1,665	490	-360	50	应付账款周转天数	38.4	38.0	47.0	40.0	38.0	38.0
股权募资	0	0	21	0	-921	0	固定资产周转天数	70.6	68.5	84.9	67.6	51.3	39.9
债权募资	-238	450	456	-811	0	1	偿债能力						
其他	-169	-286	-284	-75	-239	-239	净负债/股东权益	-62.88%	-35.63%	-53.26%	-50.44%	-70.16%	-96.35%
筹资活动现金净流	-407	165	193	-886	-1,160	-238	EBIT利息保障倍数	-44.8	-5.3	-6.6	-20.4	-20.4	-18.4
现金净流量	492	-596	1,501	63	1,596	3,354	资产负债率	64.66%	60.10%	68.56%	63.45%	65.09%	63.30%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	12	18	27	44
买入	0	8	10	18	40
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
卖出	1.00	1.38	1.37	1.38	1.45
评分	2.00	2.00	1.83	1.80	1.60

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-09	增持	8.49	N/A
2 2012-10-31	增持	5.17	N/A
3 2012-12-03	增持	5.43	6.40
4 2013-02-05	买入	8.63	8.40 ~ 11.00
5 2013-03-31	买入	5.84	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net