

315事件影响逐渐消除 S5、A30将提升下半年增速

——江淮汽车（600418）调研快报

2013年8月01日

强烈推荐/维持

江淮汽车

调研简报

1. 315 不利影响逐渐消除

315 事件对公司乘用车销量有明显影响，而公司之前判断需要到 8-9 月这样的传统旺季才可实现销量转正。但实际在 5 月即实现转正已经超出预期。从召回事件的实际进展来看，同悦潜在召回量为 11 万辆，但在宣布召回后的前两个月应属于集中返修期，目前来看公司已平稳度过这一阶段。之后的返修需求量将会较为和缓，不会让公司忙于应对。综合来看，315 事件对公司的影响已经明显趋弱，公司将回归原有增长轨道。

2. SUV 现盈利，趋势向好

从 S5 的销量情况来看，四、五、六三月分别为 4305、3158、2737，貌似呈逐月下降趋势，但由于开票数据跟终端实际销量是有差距的，尤其是 S5 刚上市进行了大量铺货，而四月的实销大概只有 2000 台。6 月实销则为 2600 台，实销量与开票量已基本一致，且有明显提升。此外，S5 的盈利能力表现抢眼，6 月单月已经实现盈利。预计年度盈亏平衡点在 3 万台左右。而从目前 S5 的销售结构来看，只有手动版本，丢失了现在广受欢迎的自动挡市场成为 S5 一大软肋。并且目前主要靠 2.0T 的版本在拉动销量，而后期 S5 有望新增 AT 变速器和 1.5TGDI 发动机版本，相对与目前版本来说将有吸引力的多。

3. A30 即将上市，将重振轿车销售

在 315 时间后，公司为对冲 315 对轿车销量的影响加速推进 A30 上市，预计 8 月份可能就会上市。且将充分吸取 S5 的教训，将手动和 AT 同时间推向市场。我们认为，作为公司首款基于二代轿车产品，A30 已有诸多改进，值得期待：一代产品外形设计比较中庸，A30 的车身造型更多现代化、时尚型的元素，还有就是内饰做了比较新的切换，做得更精细。总体来看 A30 多了更多个性化元素。相对于老的和悦等受众较窄的轿车车型，A30 切入的是 A 级车最大的市场，产品用户面更广。

4. 经销商渠道管理更趋务实

我们看好江淮的核心逻辑在于其趋于务实的战略带来的多层面管理和运行效率的提升。而在经销商管理层面，这一特征也更加明显。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

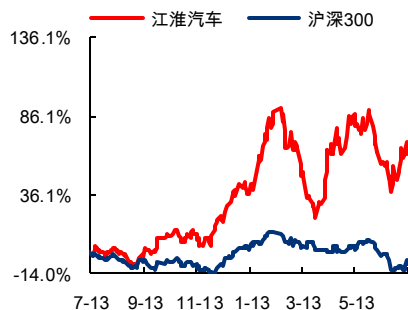
执业证书编号：

S1480512090002

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.12-4.84
总市值 (亿元)	104.33
流通市值 (亿元)	86.81
总股本/流通 A 股 (万股)	128491/106904
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.62

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）2013 年一季报点评：商用阵营带来意外之喜》2013-05-07
- 2、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）315 曝光事件点评：基本面影响有限 或是绝佳买点》2013-03-20
- 3、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）深度报告：风格之变酿成功之道》2012-12-28
- 4、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）11 月销量数据点评：销量增长全面开花 V 型反转机会已现》2012-12-12

目前，江淮全国的乘用车 4S 店约 400 家。从过去几年的经营情况来看，江淮的经销商并没有挣到太多的钱，并且也存在管理不足、激励不足的问题。而从目前 S5 的铺货来看，公司没有像以往一样全网铺货，而是优选 200 多家经销商代理。并且引入了代理权的增减机制，使得车型代理权不再是铁饭碗，

5. 巴西关税恢复正常带来乘用车出口大幅反弹

出口市场为江淮重要看点之一，而去年公司乘用车出口第一大市场巴西实施贸易保护，将江淮出口的关税由 13% 提升至超过 40%，导致公司出口量大幅缩水。但在公司决定与 SHC 合资在巴西建厂后，又恢复了原有税率。今年上半年公司总出口量为 34639 台，其中出口巴西 1 万多台，已相当于去年一年的量，江淮出口已经逐渐回归正常的成长轨道。公司出口价格远高于国内售价，出口市场恢复正常，将为今年利润增长提供又一保障。

结论：

综合来看，315 事件影响正逐渐消除，SUV 销量稳步提升加之 A30 即将上市，江淮下半年表现有望进一步提速。而从长期来看，公司管理带来的多层面改善仍在不断被验证，成长性不可小觑。

预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 350 亿元、455 亿元和 532 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 8.89 亿元、10.66 亿元和 11.8 亿元，每股收益分别为 0.69 元、0.83 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 倍。维持“强烈推荐”评级。

盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	6799	9696	9670	12051	13875	营业收入	30474	29128	35088	45451	53235
货币资金	3184	4832	4211	5000	5463	营业成本	26438	24802	29544	38361	45037
应收账款	277	312	360	467	547	营业税金及附加	725	663	817	1058	1239
其他应收款	707	1127	1000	600	600	营业费用	1445	1784	1906	2469	2892
预付款项	253	361	657	1040	1491	管理费用	1407	1560	1749	2266	2654
存货	1444	1108	2024	2627	3085	财务费用	-86	-47	-8	17	4
其他流动资产	162	733	733	733	733	资产减值损失	28	77	70	70	70
非流动资产合计	7937	9874	9873	9644	9472	公允价值变动收益	-5	0	0	0	0
长期股权投资	44	466	466	466	466	投资净收益	39	20	0	0	0
固定资产	5722	6775	6890	7298	7307	营业利润	545	301	1010	1210	1339
无形资产	804	871	784	697	610	营业外收入	167	255	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	6	5	0	0	0
资产总计	14736	19569	19543	21694	23347	利润总额	706	551	1010	1210	1339
流动负债合计	7915	11539	10893	12237	13052	所得税	81	47	111	133	147
短期借款	418	137	86	851	0	净利润	625	505	899	1077	1192
应付账款	2575	3816	3642	3153	3702	少数股东损益	7	10	10	11	12
预收款项	686	807	807	807	807	归属母公司净利润	618	495	889	1066	1180
一年内到期的非	170	380	200	200	200	EBITDA	1255	1111	1812	2156	2314
非流动负债合计	937	1881	1824	1874	1874	BPS (元)	0.48	0.38	0.69	0.83	0.91
长期借款	500	1030	1130	1180	1180	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	8853	13420	12716	14111	14926	成长能力					
少数股东权益	161	162	172	183	195	营业收入增长	2.6%	-4.4%	20.5%	29.5%	17.1%
实收资本(或股	1289	1289	1314	1314	1314	营业利润增长	-56.7%	-44.7%	234.8%	19.8%	10.7%
资本公积	1322	1304	1304	1304	1304	归属于母公司净利润	-46.9%	-19.9%	79.5%	19.9%	10.7%
未分配利润	2281	2493	3026	3666	4374	获利能力					
归属母公司股东	5723	5987	6654	7400	8226	毛利率(%)	13.2%	14.9%	15.8%	15.6%	15.4%
负债和所有者权	14736	19569	19543	21694	23347	净利率(%)	2.0%	1.7%	2.5%	2.3%	2.2%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.2%	2.5%	4.5%	4.9%	
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	10.8%	8.3%	13.4%	14.4%	14.4%
经营活动现金流	-728	2995	754	1081	2542	偿债能力					
净利润	625	505	899	1077	1192	资产负债率(%)	60.1%	68.6%	65.2%	65.2%	64.0%
折旧摊销	796	857	810	929	972	流动比率	0.86	0.84	0.89	0.98	1.06
财务费用	-86	-47	-8	17	4	速动比率	0.68	0.74	0.70	0.77	0.82
应付帐款的变化	-357	1241	-174	-489	549	营运能力					
预收帐款的变化	-598	122	0	0	0	总资产周转率	2.01	1.70	1.79	2.20	2.37
投资活动现金流	-34	-1665	-880	-770	-870	应收账款周转率	104.61	98.93	104.42	109.86	105.01
公允价值变动收	-5	0	0	0	0	应付账款周转率	9.60	7.76	7.92	11.29	13.14
长期股权投资减	-5	-423	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	39	20	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.38	0.69	0.83	0.91
筹资活动现金流	148	192	-496	478	-1208	每股净现金流(最新	-0.48	1.18	-0.48	0.61	0.34
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.44	4.65	5.14	5.72	6.36
长期借款增加	0	0	100	50	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.5	18.3	10.1	8.4	7.6
资本公积增加	-7	-18	0	0	0	P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
现金净增加额	-614	1521	-622	789	463	EV/EBITDA	5.5	5.1	3.4	2.9	2.1

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

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。