

# 瑞风 S5 仍处于持续放量阶段

## 买入 维持

目标价格：12.20 元

### 投资要点:

我们举行了江淮经销商电话会议，显示瑞风 S5 仍处于持续放量阶段

### 报告摘要:

**1、瑞风 S5 在淡季仍出现逐月逆势增长的情况。**主要是新车上市接受度逐步提高，以及总体来店人流量逐步从 315 事件中恢复导致，我们认为这两个因素还有进一步改善的空间，预计 9-10 月销量有望冲击 6000 台。

**2、同竞品关系：S5 主要竞品是长城 H6，S5 较长城 H6 主要优势是动力性及安全配置，主要劣势是品牌力偏弱，空间偏小，比亚迪 S6 普遍反映口碑一般竞争力偏弱。**

**3、MPV 总体销量平稳中略有增长（10%左右），产品结构逐步上移，16 万以上的和畅目前占比在 20%上下。**

**4、若产品质量得到消费者认可，S5 月均销量有望超越 6000 台。**从论坛反映情况看，一方面客户受到 3.15 影响对江淮仍有怀疑，另一方面自主品牌新车普遍被认为是“小白鼠”，因此部分消费者存在等待观望 S5 质量稳定后购买的情绪。因此目前 S5 的销量实际上并没有反应该产品的合理竞争力，未来销量是否能够达到和竞争力匹配的程度（我们认为稳定在月均 6000 以上），需要观察后续使用口碑和质量水平。

**综上：目前终端 S5 的趋势仍然保持向上，使得公司短期内业绩和销量都有较大支撑，未来销量稳定在月均 4000 台以上难度不大，短期则有望冲击 6000 台，若公司对质量问题及时应对，将品牌形象从 315 事件的低点逐步提升，则做到稳定在月销 6000 台以上水平。维持买入评级，即使在最差的情况下（即月销量 4000），明年仍带来的 3 亿元以上净利润，乐观情况下，明年月均销量达到 6000 台，对应利润约 7 亿元，预计江淮汽车 2013/14/15 三年 EPS 为 0.87/1.22/1.52，我们给予 1 年目标价 12.2 元，对应 3 年 PE 为 14/10/8 倍。目前的股价低于最悲观的情况带来安全边际，而如果乐观情况出现公司股价有翻倍潜力。**

### 汽车研究组

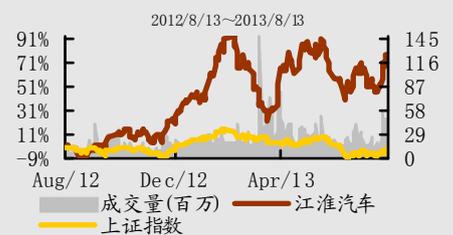
#### 分析师:

何亚东(S1180513050001)

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 《多角度看汽车行业下半年》 2013-8-7
- 《CX-5 或带来意外惊喜》 2013-8-7
- 《长安汽车-盈利持续向好，核心部件增厚业绩》 2013/7/2
- 《福特 PS 可靠性超越大众 DSG》 2013/3/20
- 《为什么说广汽、长安会翻倍》 2013/1/21
- 《长安汽车-为什么我们超市预 50%》 2013/1/22
- 《多角度看汽车行业下半年》 2013-8-7

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	30470.83	29116.75	37850	43528	47881
增长率 (%)	2.58	-4.44	30.00	15.00	10.00
归母净利润(百万)	617.64	494.77	1112.00	1558.00	1947.50
增长率 (%)	-46.88	-19.89	124.75	40.11	25.00
每股收益	0.48	0.39	0.87	1.22	1.52
市盈率	19.51	24.28	9.06	6.46	5.18

## 一、宏源证券草根调研情况

调研过程：电话以顾客身份调研了 9 家江淮 4S 店（上海 4 家，合肥 1 家，淮南 1 家，长沙 1 家，宁波 1 家），8 月 10 日又实地走访了上海的 2 家 4S 店。

主要的感受如下：

- 1、淡季不淡。大多数店表示销售不错。其中上海一家 8 月 9 日前订出 6 台，另外一家目前 10 台现车已经订出 8 台，仅剩黑色有现货。长沙的 4S 店 15 台尊享到店，目前已经订剩下 2, 3 台，如果想要颜色没有则需要定。淮南的天窗版现车也已经被订完。周六下午 1 点钟去的时候，一家 4S 店有人在看和悦 RS，有一人在提 MPV。另一家 4S 店有 3 队人在洽谈一些购买细节问题。对于周末下午 1, 2 点的高温来看，整体人流情况算还可以。
- 2、尊享版天窗推出后，市场反响比较好，性价比高，比原来 11 万的新锐版多了天窗和前驻车雷达，多花 5000 元。整体的配置加 2.0T 动力系统，只卖 11.5 万，是市场上性价比很高的一款车。各个销售对于 S5 的产品力都表示出了较强的信心。
- 3、竞品比较方面，销售突出了 S5 的两大特点：一个是动力性好，2.0T 的发动机能带来 177 马力，市场上算是很强的发动机了。二是配置丰富，内饰好，带 ESC 车身稳定和 EPS 电动助力转向，上坡辅助和陡坡缓降。对于 S6，销售大多表示小毛病多，同价格情况下，S6 就赢在车体大，其他的都要弱于 S5。对于 H6，销售基本承认其产品的优秀，是两种不同风格的 SUV，看个人选择。
- 4、优惠情况：全国统一价，短期内看不到降价可能。部分 4S 店推出了小优惠活动。上海的可以送安徽或者沪 C 牌照，大概是 1000 元的优惠。其他地方主要是送一些装饰，如踏板等。整体优惠幅度在 2000 元以内。渠道价格控制尚可。
- 5、关于产品质量：在 4, 5 月份第一批出厂的变速箱，存在啸叫情况。后续也出现过甩尾情况。通过厂商的快速响应，在 7 月份出厂的 SUV 大的一些问题基本上都解决了，包括啸叫，甩尾等。该情况在汽车之家论坛上已基本得到印证。

## 二、上海江淮 4S 店 赵经理介绍相关情况问答

与竞品哈弗 H6 和比亚迪 S6 的比较：哈弗 H6 的整体产品质量比较好。同等价格情况下，瑞风 S5 采用的是 2.0T，与 H6 相比 S5 的动力性比较好。S5 的劣势是车体比较小，长城 H6 车型比较大。此外，到店客户很少会拿瑞风 S5 与比亚迪 S6 进行比较，这两者没有可比性。S6 车型的小问题比较多，同时在顾客眼中，比亚迪是廉价车型。

销售情况：6 月份 S5 销量为 8 台，7 月份为 11 台，10 号为止 3 台。现在询问的人流越来越多，每天到店询问在 8 个人左右，占比在整体人流的 40%。

问：315 事件对于江淮的影响？

答：今年 3 到 4 月有很大的影响，4, 5 月份之间大量同悦客户来置换新的车。7 月份之后问题基本上平息了。

问：瑞风 MPV 的销量情况如何，是否能稳定增长？

答：瑞风 MPV 商务车销售的量比较平稳，这两年整体变化不大。

问：瑞风 MPV 的高端车型和畅的销售情况？

答：近期和畅的促销力度比较大，量也上来了，近两月销量占整个瑞风 MPV 的 15%左右。

### 三、合肥江淮 4S 店 何经理介绍相关情况及问答

最近几个月江淮汽车的销售情况：合肥这里 S5 的销量很好，轿车目前卖得不是很好，目前轿车在限价，为 A30 上市让路。即将上市的 A30 的手动挡低配定在 6 万多，具体价格月末出来。目前到店客流中有 50%是过来看 S5 的。7 月份由于江淮的涂装车间失火，货源跟不上，商务车普遍缺货，存在有订单但是没车发货的情况。

问：MPV 的销售增幅情况？是否每年在增长？

答：MPV 逐年在增长，每年增长 10%，幅度不大。目前 MPV 高端车型和畅占 30%商务车销量，剩下的 70%是低端的穿梭和中端的祥和。和畅的车型售价在 16 万以上，穿梭和祥和平均售价在 11 万多。

问：是否可以认为 MPV 的价格其实是有所提升的，即 30%在 16-17 万，70%在 11 万多。平均价格下来在 12-13 万？

答：可以这么认为。

问：S5 未来销量的增长情况能否预估一下？

答：S5 在 8,9 月份销量情况应该是逐步增长的。因为 S5 上市时间不长，目前很多人在观望，S5 的一些细节在逐步改善和成熟，相信会有越来越多人买 S5。目前月均销售 20 台。6 月份之前主要是厂里面的一些内部车销售，产品不是很稳定，S5 从 6 月份开始销量逐步增长。8 月份比 7 月份销量预计还要高一些。

问：现在新上市的尊享版和新锐版的销售比例是什么情况？货源情况如何？

答：目前买尊享版的占购买 S5 的 60%-70%。之前尊享没到货，现在可以提到车了，货源充足。

问：瑞风 S5 和比亚迪 S6，长城 H6 的比较情况？

答：合肥这里大多数人会选择 S5。很少有人会拿比亚迪的 S6 与瑞风 S5 进行比较。江淮的底盘比较好。会有人拿长城 H6 的柴油版和 S5 进行比较，动力性比较强，也比较省油。江淮 4S 店周边都有其他 4S 店。在看 S5 的时候比亚迪 S6 问得比较少，几乎没有。倒是有人拿长城 H6 与瑞风 S5 进行比较。长城哈弗系列的销量一直非常高，单独拿出哈弗系列的销量基本上就是江淮乘用车的所有系列之和。

问：S5 未来增长的潜力有没有，未来能增长到什么情况？

答：目前问 S5 的人非常多，绝大部分过来看了之后都会过来订 S5。江淮最近成立了金融公司，可以提供购车贷款，而不用通过银行，在 7 月做了一个无息贷款的活动，2 年之内无需支付利息，所以销量明显增加。8 月在无息贷款取消的情况下，销量仍旧不错。目前进店有 5 成人流是来看 S5 的，有时看轿车的人看了 S5 之后会买 S5，而不会去选择轿车。

问：这样会不会导致轿车销量下滑？

答：轿车这几个月相对于 6 月份之前的确有所下滑。

问：江淮汽车 S5 的盈利情况是不是要明显优于轿车。

S5 目前基本都没有优惠，对厂家而言利润比较有保障。

问：江淮的车系是否分为 2 个系列？

答：江淮分为 1 系和 2 系，商务车为瑞风系列，乘用车为和悦系列。车虽然分为 1 系，2 系，但是 4S 店往往 2 个系列都在卖。

问：瑞风 S5 的自动挡是否有人问，明年上自动挡之后是否会提升销量？

答：但是自动挡价格比较高，国产车的优势主要是在价格方面，所以即使上了自动挡也可能会选择合资品牌。倾向于买自动挡来询问的人目前占一成不到。由于上了自动挡之后价格优势就比较小了，所以估计未来上了AT也不一定能增长多少。

问：未来金九银十的销量情况能否展望一下，能比目前增长多少？

答：9-10月份销量较目前增长预计能达到30%，目前由于天热，客流量不是很多。10月份合肥会进行一些车展，销量会出现一个井喷，有时甚至会没有现车。

答：问：您觉得瑞风S5和哈弗H6的比较，在性能、舒适度等各个维度的比较情况？

答：安徽地区选择S5的可能比较大。长城目前销量比较好，口碑比较好。长城因为车型上市比较久，外观已经相对老陈，S5由于是新出车型，外观比较时尚，S5的配置比较好，在各项电子配置上比较领先的。现在买车一般先去网上了解情况，长城在网上口碑还可以。S5毕竟才出来，未来网络和广告投入大一些，会有比较好的销量增长。个人预计，未来S5在安徽单个区域的销量会超过长城。大家都是自主品牌，区别上主要是服务，自主品牌意识比较差，很多店面服务意识不强，这个是大家要加强的。

**作者简介:**

**何亚东:** 宏源证券研究所汽车行业研究员, 清华大学汽车工程系毕业, 广汽 4 年工作经验, 2 年汽车行业证券研究经验。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。