

公司调研简报

2013年10月28日

证券研究报告

平安汽车

推荐 (维持)

证券分析师

彭勇

投资咨询资格编号 S1060513050002
电话 021-38632725
邮箱 pengyong060@pingan.com.cn

余兵

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

王德安

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

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

江淮汽车 (600418)

S5 上量仍是明年最大看点

事项:

近日我们调研了江淮汽车，就各项业务经营情况，未来投资方向与公司进行了交流。

平安观点:

- **销量回升、产品结构上移和成本下降是今年业绩回升主要推动力。**1-9月公司营业收入同比增长17.2%，净利润同比增长81.0%。公司销量回升(尤其是卡车业务)、轻卡和MPV产品的结构上移以及原材料成本下降是公司今年业绩回升的主要推动力。公司轻卡产品价格仅次于庆铃、江铃，高于东风和福田，如帅铃价格已与江铃产品基本相当，瑞风和畅M5销量占比有所提升。今年1-9月公司毛利率较去年同期增加了1.4个百分点。
- **新品循序推出，明年重点是S5增压及双离合版。**前期S5产品有些小的质量问题(诸如变速器顿挫及啸叫)，车型较为单一(仅有2.0L和2.0T手动版，稍晚才推出天窗版)，及营销体系改革带来的人事变动，都一定程度影响到S5上量。明年S5 1.5T增压版及1.5T+DCT版将陆续上市，产品线更加丰富，及营销体系改革完毕和现有产品质量改进工作完成，S5销量仍有较大的提升空间。考虑到今年贡献主要利润增长的轻卡明年改善幅度将缩小，S5车型上量仍然是公司明年最大看点。
- **继续完善产品布局，提升轻型柴油机自配比例。**公司乘用车发动机已全部自配，并形成1.0L(三缸)、1.3L、1.5L、1.8L、2.0L、2.0T系列产品，并将新增1.5T直喷产品，但商用车发动机绝大部分都是外购。为了提升轻型柴油机自配比例，公司将引进纳威司达3.2L和4.8L产品，并将自主研发生产2.0L产品。柴油机自配比例提升，有望进一步提升公司轻卡产品竞争力和毛利率水平。
- **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0.73元、0.86元、0.97元。考虑到S5仍有多个版本即将上市，及产品品质和市场开拓均在改善，销量仍有望提升，并将成为公司新的利润增长点，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**S5销量持续低于预期；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。

一、多重因素助公司业绩大幅回升

1.1 销量回升，助收入同比增长两成

1-9月公司营业收入同比增长17.2%，净利润同比增长81.0%。1-9月公司累计销量同比增长15.7%（未考虑合并江淮轻型和江淮安驰带来的去年同期销量调整），其中卡车累计销量同比增长18.2%，是公司销量增量的主要贡献车型。

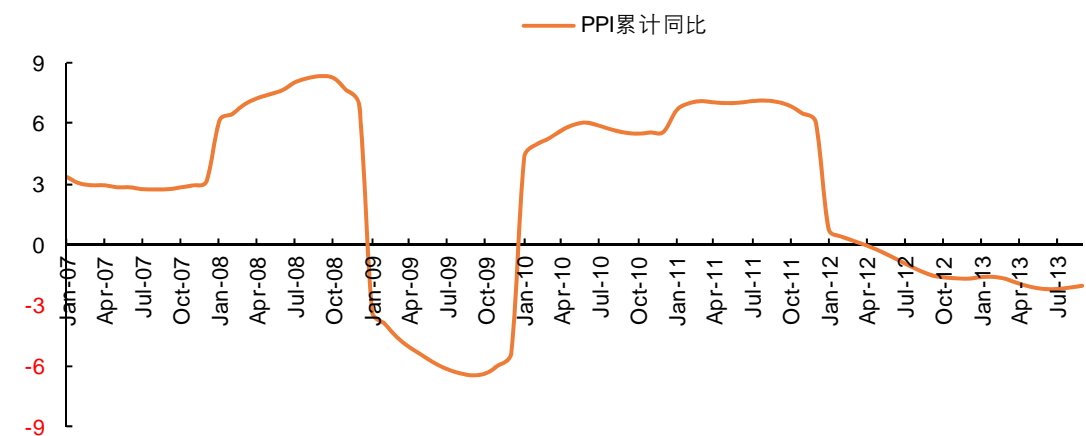
1.2 产品结构上移带来毛利率回升

公司轻卡、MPV等产品结构上移，带来公司毛利率稳步上移，今年1-9月公司毛利率较去年同期增加了1.4个百分点。公司轻卡产品价格仅次于庆铃、江铃，高于东风和福田，如帅铃价格已与江铃产品基本相当。

1.3 原材料成本下降提升毛利率水平

原材料价格一直处于下降趋势，带来公司成本端下降，提升公司毛利率水平。根据平安证券宏观研究观点，后期PPI将有所回升，但幅度不大，我们认为公司在未来的几个月内仍将享受原材料成本下降带来的利好。

图表1 PPI累计同比增幅 单位：%



资料来源：国家统计局

二、轻卡业务贡献主要利润增量

2.1 轻卡是公司今年业绩增长最大贡献者

轻卡业务业绩大幅增长是公司今年利润增长主要驱动力，我们估计1-9月公司轻卡业务利润贡献超过50%，其次是MPV车型，约贡献40%的利润，重卡也有所盈利，轿车业务亏损较去年略有扩大，SUV业务基本属于盈亏平衡。

2.2 轻卡行业生态环境转好，公司产品结构上移及成本下降

2008年以前，国内轻卡市场价格战激烈，加之国内外大宗原材料价格大幅上涨，导致绝大部分轻卡企业亏损，仅有少数企业盈利。2008年以后各企业无法再坚持价格战，开始修炼内功，提升产品实力，纷纷上调产品价格经过多年价格战，轻卡行业生态环境大幅好转，产品价格较为稳定。

公司轻卡产品结构上移及成本下降，促使公司轻卡产品毛利率逐渐上升，近三年每年毛利率提升一个多百分点。

三、新品循序推出，重点是 S5 增压及双离合版

3.1 年内有款轿车推出

公司年内有望推出 A 级轿车 A30, A30 油耗离新节能补贴标准差距不大,公司将通过努力达到标准,成为继和悦后有一款畅销车型。

3.2 明年重点是 S5 增压及双离合版，提升 SUV 销量规模

明年还将推出一款小型 SUV S30 小型，同时，S5 1.5T 汽油直喷版及双离合版也会在明年推出，首先推出的 1.5T 版，后期会推出 1.5T+DCT 产品。

S5 1.5T 车型推出有望降低 S5 增压车型价格，提升产品竞争力，我们预计 1.5T 车型有望在明年上半年推出，1.5T+DCT 车型或在明年下半年推出。

S5 1.5T 增压版和 S30 的推出，将继续扩充其产品线，提升 SUV 销量规模。

3.3 MPV 继续升级

和畅 M5 上量不断提升公司 MPV 业务毛利率水平，也提升公司 MPV 产品的形象，明年公司还将推出更高端的 M6 车型，继续做好 MPV 车型的升级工作。

四、继续完善产品布局

4.1 提升轻型柴油发动机自配比例

公司乘用车发动机（轿车、SUV 和 MPV）均为自配，商用车发动机绝大部分仍为外购。乘用车汽油机已形成 1.0L（三缸）、1.3L、1.5L、1.8L、2.0L、2.0T 系列产品，并将新增 1.5T 直喷产品。柴油机仅有 2.8L，并已植入与纳威司达的合资公司，同时合资公司将引进其 3.2L、4.8L 和 7.2L 产品。由于纳威司达无 3.2L 以下柴油机，公司将自主开发 2.0L 轻型柴油机，满足轻卡、微卡及客车底盘的发动机配套需求。

同时，本次环保升级也是促使公司提升柴油机自配比例的因素之一。

4.2 进入小型 MPV 及微卡生产领域

江淮安驰（蒙城）未来将生产小型 MPV 及同平台的微卡，主要使用汽油机，本项目有望 2014 年投产，形成年产 15 万辆微车的规模。

4.3 提升江淮轻型皮卡生产能力

公司计划扩大江淮轻型（扬州）项目主要是投资生产皮卡，计划投资 9.2 亿元，预计 2015 年才能建成，年产能将达 10 万辆规模。

五、盈利预测及投资建议

S5 产品销量未能达到公司 3000-5000 辆销量目标的因素有：产品单一、前期有些小问题及 3.15 事件的冲击。目前前期市场反馈的诸如变速器顿挫及啸叫等问题已基本落实解决。9 月 S5 销量低部分原因是营销体系改革。8 月份公司对乘用车营销体系进行改革，将原属于各事业部的营销部门提升

到公司直管，提升营销部门的话语权，增强其责任和权力，三分之二的营销部门后台人员进入各省市商务中心，并开展营销体系全员大竞聘，直到 9 月底才结束。

我们维持公司盈利预测，预计 2013-2015 年每股收益分别为 0.73 元、0.86 元、0.97 元。考虑到 S5 仍有多个版本即将上市，及产品品质和市场开拓均在改善，销量仍有望提升，并将成为公司新的利润增长点，维持“推荐”投资评级。

六、 风险提示

- 1) S5 销量持续低于预期；
- 2) 原材料和人工等成本快速上升；
- 3) 经济增速低于预期，致公司卡车和 MPV 等型销量低于预期。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2011 A	2012 A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011 A	2012 A	2013E	2014E	2015E
流动资产	7068	9696	11138	14842	17352	营业收入	31032	29117	33760	40097	42959
现金	3310	4832	6033	8799	10936	营业成本	26927	24802	28244	33439	35824
应收账款	288	312	345	416	444	营业税金及附加	729	663	801	937	1005
其他应收款	96	122	121	149	161	营业费用	1483	1784	2194	2526	2578
预付账款	263	361	366	451	477	管理费用	1437	1560	1722	2005	2148
存货	1509	1108	1691	1960	2049	财务费用	-89	-47	-56	21	29
其他流动资产	1602	2960	2582	3066	3285	资产减值损失	29	77	50	80	80
非流动资产	8039	9874	8982	8496	7593	公允价值变动收益	-5	0	0	0	0
长期投资	44	466	325	372	357	投资净收益	39	20	29	27	26
固定资产	5818	6775	6595	6256	5552	营业利润	548	301	833	1117	1322
无形资产	806	871	843	791	748	营业外收入	171	255	260	200	180
其他非流动资产	1371	1760	1218	1076	937	营业外支出	6	5	6	5	5
资产总计	15107	19569	20119	23337	24944	利润总额	713	551	1088	1311	1497
流动负债	8142	11539	11490	13820	14488	所得税	84	47	131	178	225
短期借款	418	137	231	199	210	净利润	629	505	957	1133	1272
应付账款	2671	3816	3831	4739	5004	少数股东损益	8	10	17	22	25
其他流动负债	5054	7586	7429	8882	9274	归属母公司净利润	621	495	940	1111	1248
非流动负债	938	1881	1645	1674	1664	EBITDA	1266	1111	1721	2150	2406
长期借款	500	1030	1030	1030	1030	EPS (元)	0.48	0.38	0.73	0.86	0.97
其他非流动负债	438	851	615	644	634						
负债合计	9080	13420	13135	15494	16153	主要财务比率					
少数股东权益	183	162	179	201	226	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	1289	1289	1289	1289	1289	成长能力					
资本公积	1442	1304	1304	1304	1304	营业收入(%)	4.5	-6.2	15.9	18.8	7.1
留存收益	3113	3415	4213	5049	5974	营业利润(%)	-56.5	-45.0	176.5	34.0	18.4
归属母公司股东权益	5843	5987	6805	7642	8566	归属于母公司净利润(%)	-46.6	-20.3	89.9	18.2	12.3
负债和股东权益	15107	19569	20119	23337	24944	获利能力					
						毛利率(%)	13.2	14.8	16.3	16.6	16.6
现金流量表						净利率(%)	2.0	1.7	2.8	2.8	2.9
						ROE(%)	10.6	8.3	13.8	14.5	14.6
						ROIC(%)	6.0	3.3	8.5	11.1	11.7
经营活动现金流	-694	2995	1291	3554	2610	偿债能力					
净利润	629	505	957	1133	1272	资产负债率(%)	60.1	68.6	65.3	66.4	64.8
折旧摊销	808	857	943	1013	1055	净负债比率(%)	11.98	11.53	11.96	10.09	9.69
财务费用	-89	-47	-56	21	29	流动比率	0.87	0.84	0.97	1.07	1.20
投资损失	-39	-20	-29	-27	-26	速动比率	0.68	0.74	0.82	0.93	1.05
营运资金变动	-2170	1447	-473	1382	286	营运能力					
其他经营现金流	168	253	-52	33	-5	总资产周转率	2.03	1.68	1.70	1.85	1.78
投资活动现金流	-45	-1665	-46	-485	-124	应收账款周转率	91.6	85.1	90.1	92.2	87.5
资本支出	488	620	250	350	100	应付账款周转率	9.61	7.65	7.39	7.80	7.35
长期投资	258	-1172	-141	47	-16	每股指标(元)					
其他投资现金流	701	-2217	63	-88	-40	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.38	0.73	0.86	0.97
筹资活动现金流	146	192	-44	-303	-350	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	2.32	1.00	2.76	2.03
短期借款	318	-281	94	-31	10	每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.65	5.28	5.93	6.65
长期借款	160	530	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.27	22.92	12.07	10.21	9.09
资本公积增加	113	-138	0	0	0	P/B	1.94	1.89	1.67	1.48	1.32
其他筹资现金流	-445	80	-138	-272	-360	EV/EBITDA	6.1	6.9	4.5	3.6	3.2
现金净增加额	-576	1522	1200	2766	2136						

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（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：

此报告旨在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。



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