

经营健康、多重向上刺激因素

买入 维持

投资要点:

江淮汽车发布了2013年年报,2013年营收增长15%,归母净利润9.17亿元,增长85%,合每股0.71元,四季度净利润1.8亿元,略高于此前业绩预告的80%的利润增长水平。

报告摘要:

- **研发支出费用化比例提升致管理费用增长较快。**公司4季度管理费用6.3亿元,高于前三季度平均4.4亿元的管理费用。2013年管理费用增长较快的原因在于费用化的研发支出从2012年的5亿增长到8.3亿,研发费用化率从53%增长到68%。
- **电动车补贴未下发致营业外收入减少。**公司2012年销售电动车1000台,应收到每台约6万元,共计约6000万补贴款计入营业外收入,但未在四季度下发。而2012年电动车补贴为1.2亿元,导致2013年营业外收入同比减少7000万。如考虑研发费用化控制和电动车补贴两项因素,2013年利润水平有望达到10亿元以上。
- **4季度整体保持良好发展趋势,各项财务指标健康。Q4单车均价继续走高,毛利率维持。应收应付年底清欠,经营现金流略有流出,但仍保持健康。公司各项指标均反应出公司利润和现金流好转,**
- **2014年看点:** 1)经营业绩稳步向上,在商用车领域(卡车, M3, 星锐)有持续上升的能力, SUV 领域在持续改善中,公司的新配置和营销改革或许能带来惊喜 2)作为新能源汽车储备充分的公司,存在主题性投资机会 3)国企改革和江汽整体上市带来后续刺激因素。
- **投资建议:**公司的战略明确,目前正处在战略上升期,同时也是新能源汽车和国企改革两大投资主题的双重标的。我们预计2013-2015年EPS分别为0.7/0.9/1.09。对应2014年10倍市盈率,维持“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	29116.75	33620.24	33737.71	38798.37	44618.12
增长率(%)	-4.44	15.47	15.87	15	15
归母净利润(百万)	494.77	917.25	890.58	1157.75	1389.30
增长率(%)	-19.89	85.39	80.00	30	18
每股收益	0.38	0.71	0.70	0.90	1.09
市盈率	34.25	18.42	13.00	10.11	8.35

汽车行业研究组

分析师:

何亚东(S1180513050001)

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

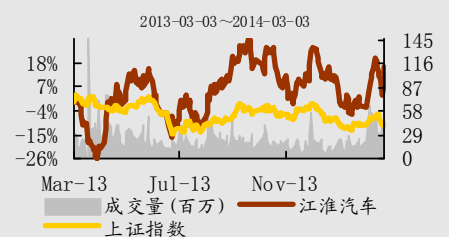
研究助理:

蔡麟琳

电话: 010-88013562

Email: cailinlin@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《新能源汽车和国企改革双重标的》
2014-02-28
- 《第二批新能源汽车试点城市公布等政策点评: 新能源汽车扬帆正当时》
2014-02-10
- 《业绩低于预期的背后》
2014-01-27
- 《12月销量点评: 终端实销于批发数据》
2014-01-06

目录

一、公司利润快速增长，整体经营处于上升期.....	4
二、公司是新能源和国企改革双重标的.....	6

插图

图 1: 江淮汽车扣非利润增长情况.....	4
图 2: 江淮汽车毛利率变化情况.....	4
图 3: 江淮汽车季度销量和单价情况.....	5
图 4: 江淮汽车费用率情况.....	5
图 5: 江淮汽车研发费用资本化情况.....	5

表格

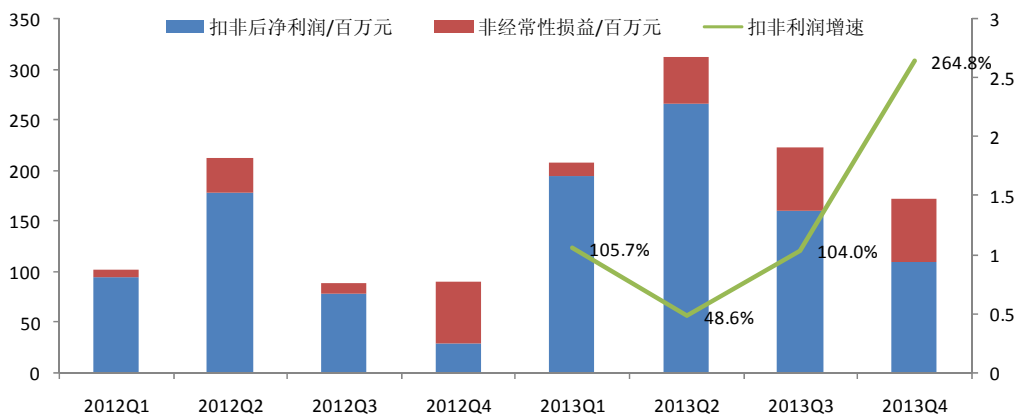
一、公司利润快速增长，整体经营处于上升期

2013年公司共销售汽车整车和底盘49.6万辆，同比增长10.5%；实现营业收入336.2亿元，同比增长15.5%；归属于上市公司股东的净利润约为9.2亿元，同比增长85.4%。

整体而言，利润增速快于收入增速，收入增速快于销量增速。这个背后有几个原因：1)公司的原材料处于低位2)公司的管理方针发生变化，向“利润导向”靠拢，公司产品实现了升级换代，毛利率提升约2%3)整体车市较为景气，销售较为景气。

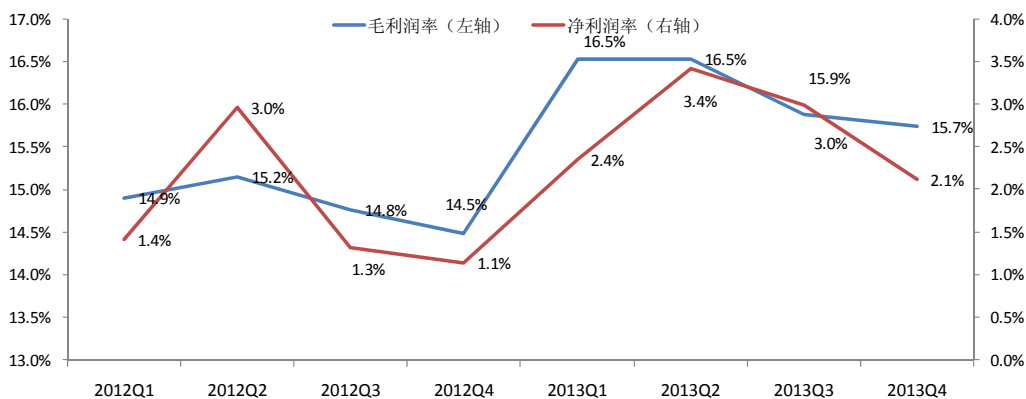
对于2014年，我们判断以上三个条件还会持续。投资型经济转型背景下，原材料价格仍将保持低位运行，公司的产品升级替换还在持续，包括轿车、SUV等领域，毛利率有望进一步提升，整体车市处于相对温和增长态势，竞争压力不会大幅加剧。所以我们认为2014年仍将保持20%以上的利润增长。同时公司制定了2014年销量增长10%的目标，较为稳健保守。

图1：江淮汽车扣非利润增长情况



资料来源：公司公告、宏源证券

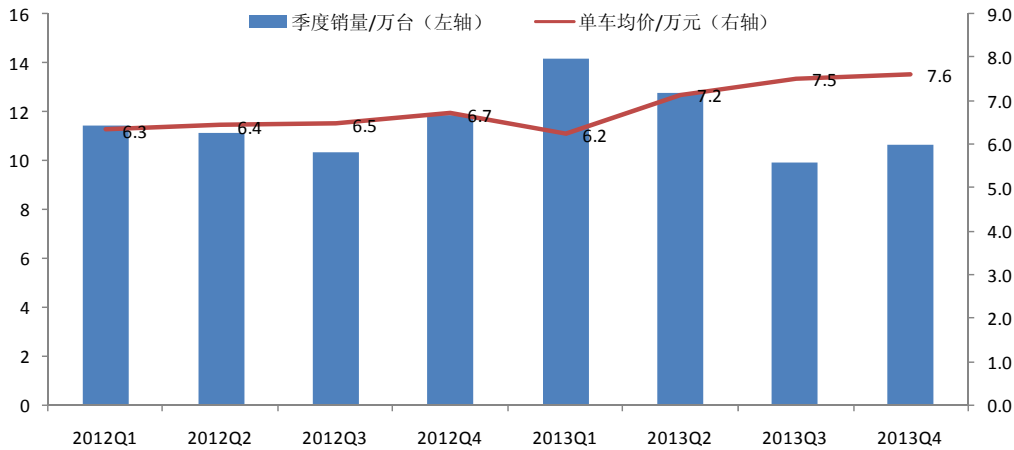
图2：江淮汽车毛利率变化情况



资料来源：公司公告、宏源证券

公司产品升级换代带来的是公司单车均价的提升。公司目前已经完成了轻卡的产品升级换代，目前正在推进乘用车的升级换代。在确保销量的情况下，单车均价的提升对于毛利率和净利率的提升有较为明显的对应关系。

图 3: 江淮汽车季度销量和单价情况

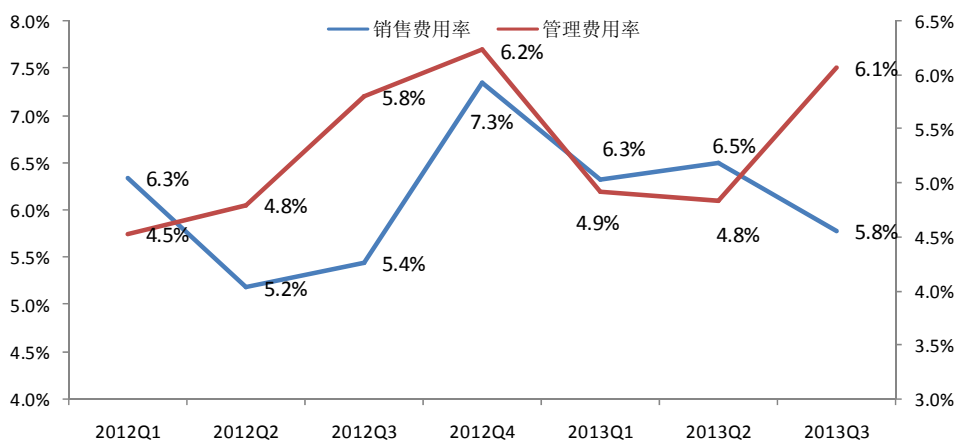


资料来源: 公司公告、宏源证券

注: 汽车单价根据当季营业收入除以当季汽车批发数, 存在一定误差

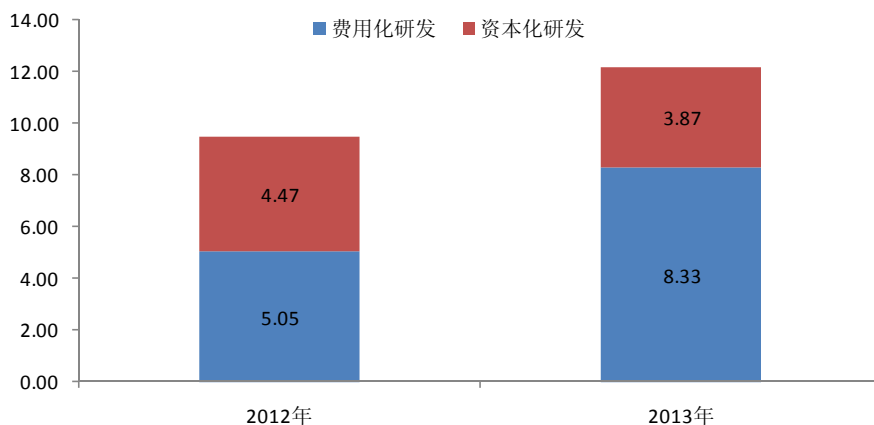
公司提出以利润导向以来, 对于三费也进行了合理的控制, 销售和管理费用稳定。

图 4: 江淮汽车费用率情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 5: 江淮汽车研发费用资本化情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

2013 年管理费用增长较快的原因在于费用化的研发支出从 2012 年的 5 亿增长到 8.3 亿, 研发费用化率从 53% 增长到 68%。

公司 2012 年销售电动车 1000 台, 应收到每台约 6 万元, 共计约 6000 万补贴款计入营业外收入, 但未在四季度下发。而 2012 年电动车补贴为 1.2 亿元, 导致 2013 年营业外收入同比减少 7000 万。

整体而言, 公司 2013 年经营拐点向上, 2014 年相关条件仍将维持, 经营向上的周期仍在持续。

二、公司是新能源和国企改革双重标的

我们在《江淮汽车-新能源汽车和国企改革双重标的》提出, 公司是新能源和国企改革双重标的, 业绩稳健, 向下空间小, 向上刺激多, 建议买入。

市场并未认识到江淮在新能源汽车行业地位远高于其传统乘用车市场地位。2014 年是新能源汽车元年, 部分新能源汽车有望逐渐上量, 销量能占据一定市场份额的企业将获得先发优势。江淮电动车累计销量全国第一, 保守预计其 2014 年电动车销量将达到 2000 台以上。我们梳理了未来 2 年可能上量的新能源车型, 江淮 IEV 市场定位合理, 累计销售量最大, 技术相对成熟, 车价便宜, 预计实现 4% 以上的市场占有率, 并有超预期可能。公司有望占据新能源市场的先机, 带动公司新能源品牌和技术提升。

江淮受益国企改革, 安徽推动力度大, 江汽集团整体上市渐近, 公司利润率有较大改善空间。公司 2013 年引入战略投资者, 并在江汽顶层设计上实现了股权激励。公司有望继续推动公司的层面的股权激励等, 目前公司毛利率和净利率分别为 16% 和 3%, 中期有望进一步提升至 20% 和 6%。

更换管理层后, 公司经营出现战略转向, 目前处于企业的上升期。公司明确了重点产品线、逐渐产品升级换代、开展营销改革等一系列动作, 在公司经营业绩 (2013 利润增 80%, 毛利率提升)、销量数据 (卡车超越市场成长, SUV 业务逐步转好) 上均有所反应, 预计这个过程还将持续, 业绩将进一步释放。

此外, 公司公告与时代出版签署《战略合作框架协议》, 双方将在品牌、平台方面合作, 采用 O2O 模式促进汽车销售。公司未来兼具 O2O 概念。

投资建议: 江淮目前处于经营向上周期, 2014 年公司 SUV、MPV 和卡车业务均能提供业绩增长的动力, 目前股价相对 2014 年估值为 10 倍, 具备安全性。同时, 伴随着新能源汽车和国企改革两大主题的深入, 江淮估值和业绩有望双提升, 维持“买入”评级。

作者简介:

何亚东: 汽车行业分析师

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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	广深片区	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		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	
机 构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@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	

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。