

江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

吴文钊

分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭

联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjzq.com.cn

电动车领先优势有望维持，业绩仍将快速增长

事件

近日，我们组织了对江淮汽车的联合调研，现将得到的重要信息及我们的观点简述如下。

评论

新能源汽车聚焦纯电动，今年有望实现较大幅度增长：公司新能源汽车的发展战略为聚焦纯电驱动汽车，公司已经推出的新能源车型主要有两类，一款是基于同悦的纯电动轿车，即 iEV 系列，另一款是基于和悦的增程式混合动力轿车。目前公司正在开发全新的纯电动轿车 iEV5，该款电动车是国家电动车创新平台项目，完全按照电动车的要求来设计（区别于此前的 4 代电动车都是基于现有的同悦平台），目标是要打造具有国际领先水平的电动代步轿车。iEV5 的性能目标是续航里程 200km，品质要求保证 5 年 10 万公里，最高车速 120km/h，另外要求在 iEV4 基础上成本增加不超过 15%（国家在研发上有很大支持）。公司电动汽车销售主要将锁定 5 大城市：合肥、北京、上海、天津、成都。公司 13 年销售电动车约 1300 台，今年计划在去年基础上有较大幅度的增长。

SUV 销量表现仍然较好，全年有望贡献较大增量：公司目前 SUV（今年 2 月开始已全为 S5）销量表现维持较好，目前月均销量稳定在约 3500-4000 辆。14 年一季度总销量为 12164 辆，同比大幅增长 93.85%（S5 于去年 3 月份开始上市）。我们预计，S5 后续销量有望继续维持在 3500-4000 辆的水平，全年销量预计达约 4.5 万辆（去年约 3 万辆）。此外，公司今年还将上市一款小型 SUV S30，也可带来部分增量。预计今年 SUV 总销量有望达约 6.5 万辆，同比将接近翻倍增长。

家用型 MPV 下半年将上市，MPV 全年将有望较快增长：公司传统优势业务 MPV 今年一季度销量约 2.35 万辆，扣除和悦 RS 后约 1.53 万辆，可比口径下同比略微增长 2.3%。随着经济型 MPV 的普及，未来 MPV 行业还将有较快增长，公司战略也已重新聚焦 MPV 这一传统优势业务，公司未来 MPV 产品谱系将逐渐完善。公司家用型 MPV—M3 预计将于今年下半年上市，该款车型价格可能高于风行，定位也相对偏高端。

轻卡销量结构有望持续改善，全年仍将稳健增长：公司轻卡今年一季度销量同比增长 8.4%。今年前 3 月公司轻卡销量同比增速有所下滑，主要是去年同期基数较高所致。公司 13 年轻卡销量已超过 22 万辆，市场份额约 12%，已稳居行业第二，加上轻卡行业总量增速较低（2013 年仅 4%），公司销量继续高速增长难度加大。尽管如此，公司轻卡销量结构有望持续改善，预计今年高端品牌“帅铃”销量将达约 3 万辆，占比将超过 12%。

轿车一季度同比下滑主要为基数因素，全年销量可能仍将略有增长：公司今年一季度轿车总销量约 1.88 万辆，加上和悦 RS 后约 2.70 万辆，同比下降 38.2%，增速下滑主要是今年行业整体景气下滑叠加去年同期基数较高因素。目前，和悦月均销量约 2500-3000 辆，和悦 A30 月均约 3000 辆。在当前行业整体景气下移背景下，自主品牌轿车整体增长压力都很大，加上去年“3.15 事件”对公司轿车销量也仍有一定影响，公司今年轿车业务压力较大。我们预计，今年公司和悦 A30 将贡献较多增量，加之今年还将有和悦 A20 上市，全年销量可能略有增长。

投资建议

我们仍然认为江淮是整车板块中具备较好成长性的公司之一，尽管由于去年同期轿车基数较高且今年行业整体景气度下滑，公司目前销量表现并不突出，但依托轻卡、MPV 两大传统优势业务以及 S5、S30 将带来的较大增量，结合管理效益的提升，公司今年业绩仍有望实现快速增长；公司在电动车领域具备鲜明特色，通过持续投入也有望巩固其商业化领先优势；而且，公司还是安徽国企改革的先行者和受益者，未来改革步伐也不会就此止步。我们维持公司 14-15 年 1.12、1.47 元 EPS 预测，维持“买入”评级，当前价位可坚定持有或逢低买入。

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	30,471	29,117	33,620	40,009	44,869	48,611	货币资金	3,184	4,832	6,368	8,610	11,123	14,380
增长率	-4.4%	15.5%	19.0%	12.1%	8.3%		应收款项	1,756	2,660	3,109	3,560	3,992	4,325
主营业务成本	-26,438	-24,802	-28,175	-33,295	-37,250	-40,373	存货	1,444	1,108	1,212	1,460	1,633	1,770
%销售收入	86.8%	85.2%	83.8%	83.2%	83.0%	83.1%	其他流动资产	415	1,095	1,806	1,907	1,974	2,027
毛利	4,033	4,314	5,445	6,714	7,619	8,238	流动资产	6,799	9,696	12,494	15,537	18,723	22,502
%销售收入	13.2%	14.8%	16.2%	16.8%	17.0%	16.9%	%总资产	46.1%	49.4%	52.7%	58.5%	64.0%	68.3%
营业税金及附加	-725	-663	-701	-840	-942	-1,021	长期投资	44	466	633	753	783	833
%销售收入	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	固定资产	6,615	7,640	8,340	7,996	7,406	7,250
营业费用	-1,445	-1,784	-1,996	-2,321	-2,558	-2,722	%总资产	44.9%	38.9%	35.2%	30.1%	25.3%	22.0%
%销售收入	4.7%	6.1%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	无形资产	1,065	1,511	1,793	1,833	1,850	1,864
管理费用	-1,407	-1,560	-1,962	-2,240	-2,378	-2,528	非流动资产	7,945	9,923	11,211	11,040	10,526	10,455
%销售收入	4.6%	5.4%	5.8%	5.6%	5.3%	5.2%	%总资产	53.9%	50.6%	47.3%	41.5%	36.0%	31.7%
息税前利润 (EBIT)	456	308	786	1,313	1,741	1,967	资产总计	14,744	19,618	23,705	26,577	29,249	32,958
%销售收入	1.5%	1.1%	2.3%	3.3%	3.9%	4.0%	短期借款	588	517	710	830	950	1,100
财务费用	86	47	107	106	155	181	应付款项	6,915	10,750	13,386	14,600	16,331	17,696
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	其他流动负债	412	420	548	766	832	885
资产减值损失	-28	-77	-67	-33	-27	-21	流动负债	7,915	11,687	14,644	16,196	18,114	19,681
公允价值变动收益	-5	0	-9	0	0	0	长期贷款	500	1,030	880	900	950	1,050
投资收益	39	20	27	30	33	36	其他长期负债	445	733	1,168	1,180	1,235	1,290
%税前利润	5.4%	3.6%	2.6%	1.9%	1.6%	1.5%	负债	8,861	13,450	16,692	18,276	20,299	22,021
营业利润	548	297	844	1,415	1,901	2,163	普通股股东权益	5,723	6,007	6,835	8,108	8,742	10,711
营业利润率	1.8%	1.0%	2.5%	3.5%	4.2%	4.5%	少数股东权益	161	162	178	193	209	226
营业外收支	161	250	181	200	220	230	负债股东权益合计	14,744	19,618	23,705	26,577	29,249	32,958
税前利润	709	547	1,025	1,615	2,121	2,393	比率分析						
利润率	2.3%	1.9%	3.0%	4.0%	4.7%	4.9%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-81	-47	-103	-162	-212	-239	每股指标						
所得税率	11.5%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.483	0.382	0.706	1.120	1.473	1.663
净利润	628	500	922	1,454	1,909	2,154	每股净资产	4.440	4.661	5.320	6.310	6.803	8.336
少数股东损益	7	10	15	15	16	17	每股经营现金净流	-0.564	2.307	1.922	2.205	3.112	3.176
归属于母公司的净利润	621	490	907	1,439	1,893	2,137	每股股利	0.200	0.150	0.110	0.130	0.130	0.130
净利率	2.0%	1.7%	2.7%	3.6%	4.2%	4.4%	回报率						
							净资产收益率	10.85%	8.16%	13.28%	17.74%	21.66%	19.95%
							总资产收益率	4.21%	2.50%	3.83%	5.41%	6.47%	6.48%
							投入资本收益率	5.78%	3.62%	8.15%	11.68%	14.33%	13.44%
							增长率						
							主营业务收入增长率	2.58%	-4.44%	15.47%	19.00%	12.15%	8.34%
							EBIT增长率	-64.80%	-32.56%	155.39%	67.08%	32.63%	13.02%
							净利润增长率	-46.61%	-21.00%	85.04%	58.54%	31.60%	12.87%
							总资产增长率	-5.15%	33.06%	20.83%	12.11%	10.05%	12.68%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	3.5	3.7	4.1	3.8	3.8	3.8
							存货周转天数	23.8	18.8	15.0	16.0	16.0	16.0
							应付账款周转天数	38.0	47.0	51.6	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	68.5	84.9	74.5	57.0	47.1	40.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-35.63%	-53.26%	-70.12%	-84.57%	-104.61%	-113.10%
							EBIT利息保障倍数	-5.3	-6.6	-7.4	-12.4	-11.3	-10.9
							资产负债率	60.10%	68.56%	70.42%	68.77%	69.40%	66.81%

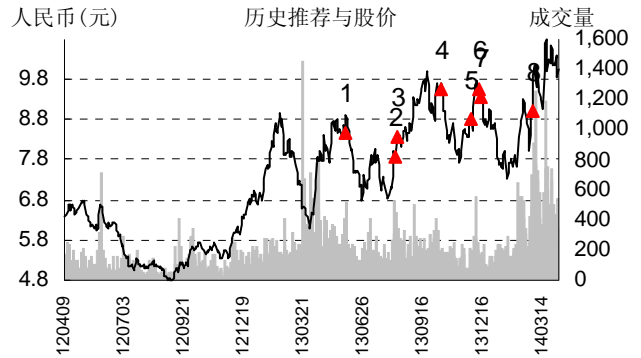
现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	625	505	932	1,454	1,909	2,154
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	824	934	1,134	1,084	1,174	1,241
非经营收益	-127	-156	-311	-174	-208	-208
营运资金变动	-2,049	1,690	715	470	1,124	894
经营活动现金净流	-727	2,973	2,470	2,833	3,999	4,081
资本开支	-464	-619	-426	-700	-410	-920
投资	265	-1,172	-574	0	0	0
其他	165	126	207	30	33	36
投资活动现金净流	-34	-1,665	-793	-670	-377	-884
股权募资	0	21	4	0	-1,092	0
债权募资	450	456	43	147	220	300
其他	-286	-284	-197	-68	-237	-240
筹资活动现金净流	165	193	-149	79	-1,109	60
现金净流量	-596	1,501	1,528	2,242	2,513	3,257

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-05-28	买入	8.45	N/A
2	2013-08-08	买入	7.88	N/A
3	2013-08-12	买入	8.35	N/A
4	2013-10-20	买入	9.54	N/A
5	2013-12-01	买入	8.79	N/A
6	2013-12-11	买入	9.55	14.00
7	2013-12-12	买入	9.36	N/A
8	2014-03-02	买入	9.00	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
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: 518000
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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD