

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

国企改革率先突破，电动汽车优势值得重视

事件

- 江淮汽车 7 月 10 日公告，公司拟通过向江汽集团全体股东江汽控股、建投投资、实勤投资发行股份的方式吸收合并江汽集团。本次重组的交易对价约为 63.98 亿元，发行底价为 10.12 元/股，发行股份数量约为 6.32 亿股，扣减江汽集团现持有的江淮汽车 4.55 亿股后，实际新增股份约为 1.77 亿股。同时，江淮汽车拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份进行配套融资（不超过本次重组交易额的 25%），发行底价为 9.11 元/股。

评论

- **国企改革取得突破性进展，有望促进公司管理效率提升和业绩增长：**此前，江汽集团已经引入建投投资作为外部投资者（建投持有集团 25% 股权），且通过管理层持股实现类似股权激励也已实现，集团层面已经建立了内外部激励机制。此次，江淮汽车对江汽集团进行吸收合并完成整体上市后，集团层面类似的股权激励也已落实到上市公司层面，管理层的利益将与上市公司一致，这将有利于公司提升管理效率，加快业绩增长。此外，本次交易还将有利于集团内企业资源整合、发挥协同效应和改善治理结构。
- **交易价格较为合理：**本次交易以 2014 年 4 月 30 日为评估基准日，采用成本法对被合并方江汽集团进行预估（持有的江淮汽车、安凯客车股份采用市场法评估），预估总值为 63.98 亿元，预估增值为 43.12 亿元。据了解，本次交易对江汽集团的评估增值与江汽集团引入战略投资者建投投资时的评估增值相差不大，从这个角度来看，此次交易支付价格较为合理。
- **传统优势业务轻卡、MPV 均较好，重卡表现较为突出：**今年上半年，公司轻卡销量同比下降约 8%，主要是 5 月份销量较低，但 6 月份公司轻卡销量已明显回升。我们认为，公司是国内轻卡份额第二的领先企业，公司产品通过升级完全能够满足国四标准，5 月份销量下降仅是短期影响，预计公司全年轻卡销量仍有望平稳增长。MPV 来看，上半年销量同比增长达 47%，可比口径下同比增长约 8%。此外，重卡业务也较为突出，上半年销量同比增长达 38%，我们预计全年销量仍有望增长约 40%。
- **轿车表现较为低迷，SUV 后续销量有望继续提升：**今年上半年，公司轿车销量同比大幅下降 56%，可比口径下（加入和悦 RS）同比仍下滑约 40%，其中，和悦、和悦 A30 月均销量分别约 2500、1400 辆。我们认为，公司轿车销量低迷主要是因为今年以来自主轿车整体表现较为疲弱。SUV 上半年销量约 1.74 万辆，销量表现较为一般，目前 S5 终端实销约 2500 辆。据了解，S5 1.5GDI 和小型 SUV S3 有望于今年 8-9 月份上市，届时公司 SUV 销量有望继续提升。
- **电动汽车具备商业化领先优势，有望充分受益新能源汽车购置税免征：**据了解，公司上半年新能源汽车销量约为 500-600 辆，占国内新能源汽车总销量的约 2.5%-3%。公司电动车价廉物美，已同美国 GTA 合作且已进入北京、上海目录。7 月 9 日，国务院决定免征新能源汽车购置税，有望促进新能源汽车加快发展。我们大致测算，iEV4 电动车在上海地区扣除补贴后售价约 7.5 万元，预计将再免征购置税约 6400 万元，由此将更具吸引力，公司也有望充分受益国内新能源汽车行业发展。

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，此次国企改革取得突破性进展后，公司管理效率有望进一步提升，公司未来业绩也有望加快增长。此外，公司在电动汽车领域具备商业化领先优势，有望充分受益新能源汽车行业发展。我们调整公司 14-15 年 EPS 预测至 1.00、1.24 元，当前股价对应 14 年约 10 倍 PE，维持公司“买入”评级，建议可持续重点关注！

图表1: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
整车					
轻型卡车销量 (辆)	192,426	225,567	243,612	255,793	268,583
增长率 (YOY)	1.25%	17.22%	8.00%	5.00%	5.00%
重卡销量 (辆)	26,067	32,823	45,952	50,547	54,591
增长率 (YOY)	90.02%	39.75%	40.00%	10.00%	8.00%
多功能商用车 (辆)	2,911	5,364	5,900	6,195	6,505
增长率 (YOY)				5.00%	5.00%
瑞风MPV销量 (辆)	53,989	54,153	58,000	85,000	95,200
增长率 (YOY)	-9.19%	0.30%	7.10%	46.55%	12.00%
轿车 (辆)	138,120	115,388	76,788	75,948	80,404
增长率 (YOY)	-5.35%	-16.46%	-33.45%	-1.09%	5.87%
SUV (辆)	9,058	33,815	50,000	57,500	63,250
增长率 (YOY)	-18.81%	273.32%	47.86%	15.00%	10.00%
整车合计销量 (辆)	422,571	467,110	500,253	552,983	593,173
增长率 (YOY)	-4.15%	10.54%	7.10%	10.54%	7.27%
整车平均售价 (万元/辆)	6.06	6.37	6.78	6.72	6.74
增长率 (YOY)	-0.89%	4.98%	6.45%	-0.90%	0.33%
销售收入 (百万元)	25,628	29,741	33,906	37,143	39,975
增长率 (YOY)	-5.00%	16.05%	14.00%	9.55%	7.62%
毛利率	14.97%	16.28%	16.64%	16.82%	16.95%
毛利 (百万元)	3,836	4,842	5,642	6,249	6,775
客车底盘					
平均售价 (万元/辆)	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10
增长率 (YOY)	-3.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (辆)	26,098	28,628	27,197	27,741	28,295
增长率 (YOY)	2.06%	9.69%	-5.00%	2.00%	2.00%
销售收入 (百万元)	1,331	1,460	1,387	1,415	1,443
增长率 (YOY)	-1.79%	9.69%	-5.00%	2.00%	2.00%
毛利率	10.97%	12.80%	12.50%	12.50%	12.50%
汽配业务					
销售收入 (百万元)	655	755	846	930	1,023
增长率 (YOY)	3.31%	15.27%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	11.00%	15.10%	15.00%	15.00%	15.00%
增长率 (YOY)	3.36%	9.96%	12.13%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	72.05	114.01	126.84	139.52	153.48
增长率 (YOY)	2.93%	58.23%	11.26%	10.00%	10.00%
其他业务					
销售收入 (百万元)	1,514	1,664	1,797	1,905	2,000
增长率 (YOY)	0.69%	9.91%	8.00%	6.00%	5.00%
毛利率	17.90%	18.20%	18.00%	18.00%	18.00%
增长率 (YOY)	-5.79%	9.51%	8.26%	6.00%	5.00%
毛利 (百万元)	271.01	302.85	323.48	342.89	360.04
增长率 (YOY)	47.12%	11.75%	6.81%	6.00%	5.00%
销售总收入 (百万元)	29127.72	33619.97	37935.42	41393.26	44441.77
销售总成本 (百万元)	24802.27	28174.03	31669.55	34484.97	36972.56
毛利 (百万元)	4325.45	5445.94	6265.86	6908.29	7469.21
平均毛利率	14.85%	16.20%	16.52%	16.69%	16.81%

来源: 聚源、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	30,471	29,117	33,620	37,935	41,393	44,442
增长率		-4.4%	15.5%	12.8%	9.1%	7.4%
主营业务成本	-26,438	-24,802	-28,175	-31,670	-34,485	-36,973
%销售收入	86.8%	85.2%	83.8%	83.5%	83.3%	83.2%
毛利	4,033	4,314	5,445	6,266	6,908	7,469
%销售收入	13.2%	14.8%	16.2%	16.5%	16.7%	16.8%
营业税金及附加	-725	-663	-701	-797	-869	-933
%销售收入	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
营业费用	-1,445	-1,784	-1,996	-2,200	-2,380	-2,533
%销售收入	4.7%	6.1%	5.9%	5.8%	5.8%	5.7%
管理费用	-1,407	-1,560	-1,962	-2,124	-2,235	-2,311
%销售收入	4.6%	5.4%	5.8%	5.6%	5.4%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	456	308	786	1,145	1,424	1,692
%销售收入	1.5%	1.1%	2.3%	3.0%	3.4%	3.8%
财务费用	86	47	107	99	135	150
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-28	-77	-67	-33	-27	-21
公允价值变动收益	-5	0	-9	0	0	0
投资收益	39	20	27	30	33	36
%税前利润	5.4%	3.6%	2.6%	2.1%	1.8%	1.7%
营业利润	548	297	844	1,241	1,565	1,857
营业利润率	1.8%	1.0%	2.5%	3.3%	3.8%	4.2%
营业外收支	161	250	181	200	220	230
税前利润	709	547	1,025	1,441	1,785	2,087
利润率	2.3%	1.9%	3.0%	3.8%	4.3%	4.7%
所得税	-81	-47	-103	-144	-179	-209
所得税率	11.5%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	628	500	922	1,297	1,607	1,878
少数股东损益	7	10	15	15	16	17
归属于母公司的净利润	621	490	907	1,282	1,591	1,861
净利率	2.0%	1.7%	2.7%	3.4%	3.8%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	625	505	932	1,297	1,607	1,878
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	9	801	707
经营活动现金净流	-727	2,973	2,470	2,216	3,373	3,619
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	1,624	1,887	2,795

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,184	4,832	6,368	7,993	9,880	12,675
应收款项	1,756	2,660	3,109	3,375	3,683	3,954
存货	1,444	1,108	1,212	1,388	1,512	1,621
其他流动资产	415	1,095	1,806	1,879	1,927	1,970
流动资产	6,799	9,696	12,494	14,636	17,002	20,219
%总资产	46.1%	49.4%	52.7%	57.0%	61.8%	65.9%
长期投资	44	466	633	753	783	833
固定资产	6,615	7,640	8,340	7,996	7,406	7,250
%总资产	44.9%	38.9%	35.2%	31.1%	26.9%	23.6%
无形资产	1,065	1,511	1,793	1,833	1,850	1,864
非流动资产	7,945	9,923	11,211	11,040	10,526	10,455
%总资产	53.9%	50.6%	47.3%	43.0%	38.2%	34.1%
资产总计	14,744	19,618	23,705	25,676	27,528	30,674
短期借款	588	517	710	830	950	1,100
应付款项	6,915	10,750	13,386	13,883	15,116	16,205
其他流动负债	412	420	548	739	786	828
流动负债	7,915	11,687	14,644	15,452	16,852	18,132
长期贷款	500	1,030	880	900	950	1,050
其他长期负债	445	733	1,168	1,180	1,235	1,290
负债	8,861	13,450	16,692	17,532	19,037	20,472
普通股股东权益	5,723	6,007	6,835	7,951	8,282	9,976
少数股东权益	161	162	178	193	209	226
负债股东权益合计	14,744	19,618	23,705	25,676	27,528	30,674

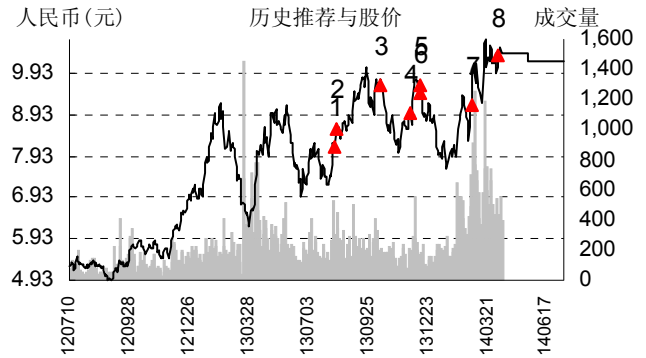
比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.483	0.382	0.706	0.997	1.238	1.449
每股净资产	4.440	4.661	5.320	6.188	6.446	7.764
每股经营现金净流	-0.564	2.307	1.922	1.724	2.625	2.816
每股股利	0.200	0.150	0.110	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.85%	8.16%	13.28%	16.12%	19.20%	18.66%
总资产收益率	4.21%	2.50%	3.83%	4.99%	5.78%	6.07%
投入资本收益率	5.78%	3.62%	8.15%	10.35%	12.23%	12.24%
增长率						
主营业务收入增长率	2.58%	-4.44%	15.47%	12.84%	9.12%	7.36%
EBIT增长率	-64.80%	-32.56%	155.39%	45.69%	24.38%	18.83%
净利润增长率	-46.61%	-21.00%	85.04%	41.25%	24.10%	17.03%
总资产增长率	-5.15%	33.06%	20.83%	8.31%	7.21%	11.43%
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	60.1	51.0	43.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.63%	-53.26%	-70.12%	-78.61%	-95.63%	-104.53%
EBIT利息保障倍数	-5.3	-6.6	-7.4	-11.5	-10.5	-11.3
资产负债率	60.10%	68.56%	70.42%	68.28%	69.16%	66.74%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-08-08	买入	8.16	N/A
2	2013-08-12	买入	8.57	N/A
3	2013-10-20	买入	9.64	N/A
4	2013-12-01	买入	8.97	N/A
5	2013-12-11	买入	9.64	14.00
6	2013-12-12	买入	9.47	N/A
7	2014-03-02	买入	9.15	N/A
8	2014-04-08	买入	10.35	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为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