

汽车整车

**江淮汽车 (600418. SH) / 11.92 元**
**S3 销量超预期，四季度扭亏基本无虞**
**事项**

江淮汽车公布 11 月销量，公司 11 月实现整车销量 4.09 万辆，同比增长 10%。其中轿车实现销售 5948 辆，同比下滑 28%；SUV 实现销售 1.53 万辆，同比提升 460%；MPV 实现销售 5389 辆，同比下滑 5.4%；卡车实现销售 1.35 万辆，同比下滑 32.7%。

**主要观点**
**1. S3 供不应求，大超市场预期**

11 月公司整车销量同比出现由负转正，主要是由于 S3 热卖所致。公司小型 SUV 瑞风 S3 上市以来持续热销，供不应求。11 月 S3 单月实现销售 1.5 万台左右，大超市场预期。S3 与公司上一代产品瑞风 S5 共线生产，目前产能合计约 20 万辆。由于 S3 上市以来需求强劲，在产能爬坡迅速的同时，原有设计产能已出现饱和的迹象。公司暂停了 S5 的生产，原生产线全力投产 S3。由于目前订单十分饱满，在产能进一步增加的前提下 S3 未来月销量有望达到接近 2 万辆的水平。老款 S5 停产之后，新款 S5 将于 15 年上市。

**2. MPV 同比基本持平，15 年有望出现“双 3”良好局面**

11 月 MPV 同比小幅下滑，基本持平。公司未来将推出的小型 MPV 新品 M3 定位于偏家用 MPV，目前该细分领域车型竞品较少且需求强劲，将有望复制 S3 在 SUV 领域的良好开局。15 年公司将打造 S3 与 M3 “双 3”两款明星车型，带动公司在 MPV 与 SUV 两大乘用车细分领域竞争力的提升。

**3. 卡车依旧承压**

11 月公司卡车产品延续了下半年来不景气的局面。受国四升级影响，目前卡车板块依旧处于恢复阶段，公司积极布局国四产品，短期销量虽有下滑，未来有望持续受益。本月中旬公司出口委内瑞拉 5239 辆重卡巨额大单首批 200 辆在上海港发运，该订单是我国重卡出口最大的订单，对公司卡车销售业绩起到了正面的作用。

**4. iEV5 上市巩固新能源龙头地位**

在工信部近期公布的新能源汽车推广城市推广完成情况中，合肥市以超过 70% 的完成率毫无悬念的拿下全国第一，江淮 iEV 电动车占据了大部份份额。公司纯电动新车型 iEV5 即将上市，采用电动车专用平台全新设计，使用能量密度更大的三元电池，有望成为未来全国新能源汽车推广的主力车型之一。公司在新能源汽车领域竞争优势明显，将充分受益于新能源汽车推广。

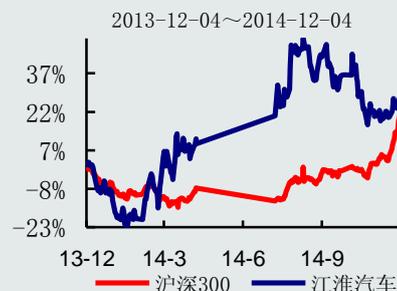
证券分析师： 张文博  
 执业编号： S0360512020001  
 Email: zhangwenbo@hczq.com  
 研究助理： 欧子辰  
 Email: ouzichen@hczq.com  
 Tel: 010-66500865

**投资评级**

投资评级： 强推  
 评级变动： 维持

**公司基本数据**

总股本(万股)	128491
流通 A 股/B 股(万股)	106904/0
资产负债率(%)	67.5
每股净资产(元)	5.50
市盈率(倍)	29.92
市净率(倍)	2.20
12 个月内最高/最低价	14.66/7.24

**市场表现对比图(近 12 个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

《销量下滑导致业绩不达预期，四季度有望扭亏》 2014-10-27  
 《S3 销量超预期，首款市场化纯电动轻卡推出》 2014-09-25  
 《静待新能源销量兑现》 2014-09-09  
 《业绩略低于预期，期待新能源发力》 2014-08-13  
 《长期被忽视的重卡》 2014-07-24  
 《新能源汽车最佳投资标的》 2014-02-11

## 5. 投资建议

乘用车方面，SUV 销量超预期的同时，我们看好公司未来在 MPV、新能源汽车领域的发力。卡车方面，短期内或将继续承压，长期趋势向好。四季度扭亏基本可以确认，15 年重回高速增长轨道。我们维持公司 14/15/16 年 EPS 为 0.41 元、0.82、1.01 元的盈利预测，对应 PE 为 30、15、12 倍。维持“强烈推荐”评级。

## 风险提示

1. 卡车销量超预期下滑。
2. 新能源汽车推广不达预期。

## 附录：财务预测表

**资产负债表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	12494	12041	13782	15512
现金	6368	6601	7481	8588
应收账款	446	389	541	622
其它应收款	130	116	123	123
预付账款	465	363	396	408
存货	1212	1277	1199	1229
其他	3873	3295	4042	4542
<b>非流动资产</b>	11178	10320	10125	9800
长期投资	622	377	489	496
固定资产	6860	7253	7188	6992
无形资产	973	885	811	735
其他	2722	1805	1638	1577
资产总计	23672	22361	23907	25311
<b>流动负债</b>	14644	13284	13942	14510
短期借款	0	0	0	0
应付账款	4144	4061	3903	4481
其他	10500	9224	10039	10029
<b>非流动负债</b>	2011	1815	2040	2136
长期借款	880	1008	1111	1180
其他	1131	807	930	956
<b>负债合计</b>	16655	15099	15982	16645
少数股东权益	178	189	201	213
股本	1285	1285	1285	1285
资本公积金	1361	1361	1361	1361
留存收益	4190	4428	5080	5808
归属母公司股东权益	6835	7073	7725	8453
<b>负债和股东权益</b>	23672	22361	23907	25311

**现金流量表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	2522	809	1978	2442
净利润	932	520	1050	1294
折旧摊销	1067	1060	1205	1330
财务费用	-107	-77	-85	-107
投资损失	-27	-28	-25	-27
营运资金变动	290	-426	-255	-102
其它	366	-240	88	54
<b>投资活动现金流</b>	-793	-208	-970	-986
资本支出	-432	-772	-688	-893
长期投资	574	252	-112	-9
其他	-935	312	-169	-84
<b>筹资活动现金流</b>	-182	-368	-128	-348
短期借款	-137	0	0	0
长期借款	-150	128	103	69
普通股增加	-4	0	0	0
资本公积增加	57	0	0	0
其他	51	-496	-231	-417
<b>现金净增加额</b>	1547	233	880	1107

**利润表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	33620	33784	38916	45047
营业成本	28175	28496	32524	37593
营业税金及附加	701	791	870	1000
营业费用	1996	2014	2316	2653
管理费用	1962	2084	2242	2599
财务费用	-107	-77	-85	-107
资产减值损失	67	58	67	64
公允价值变动收益	-9	-4	-4	-6
投资净收益	27	28	25	27
<b>营业利润</b>	853	442	1004	1266
营业外收入	186	154	175	188
营业外支出	4	6	6	5
<b>利润总额</b>	1035	591	1173	1449
所得税	103	59	111	142
<b>净利润</b>	932	531	1062	1306
少数股东损益	15	11	12	13
<b>归属母公司净利润</b>	917	520	1050	1294
<b>EBITDA</b>	1981	1574	2293	2671
<b>EPS 摊薄 (元)</b>	0.71	0.41	0.82	1.01

**主要财务比率**

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.5%	0.5%	15.2%	15.8%
营业利润	183.2%	-48.2%	126.9%	26.1%
归属母公司净利润	85.4%	-43.3%	101.8%	23.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.2%	15.7%	16.4%	16.5%
净利率	2.8%	1.6%	2.7%	2.9%
ROE	13.9%	7.3%	13.8%	15.6%
ROIC	8.6%	5.0%	9.7%	10.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.4%	67.5%	66.9%	65.8%
净负债比率	9.55%	9.46%	10.10%	10.36%
流动比率	0.85	0.91	0.99	1.07
速动比率	0.77	0.81	0.90	0.98
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.56	1.47	1.68	1.83
应收帐款周转率	88.74	80.95	83.74	77.49
应付帐款周转率	7.08	6.95	8.17	8.97
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.71	0.41	0.82	1.01
每股经营现金	1.96	0.63	1.54	1.90
每股净资产	5.32	5.50	6.01	6.58
<b>估值比率</b>				
P/E	16.98	29.92	14.83	12.04
P/B	2.28	2.20	2.02	1.84
EV/EBITDA	-0.86	7.16	4.66	3.64

资料来源：公司报表、华创证券

## 汽车组分析师介绍

李巍宇：联系人，汽车组助理分析师，英国斯特林大学投资分析硕士，2014 年加入华创证券。

欧子辰：联系人，汽车组助理分析师，美国凯斯西储大学金融学硕士，2014 年加入华创证券。

华创证券汽车组视角独立，善于各类数据分析，挖掘企业的潜在投资价值；研究风格较为务实，注重对上市公司潜在价值的挖掘，同时非常关注上市公司长期成长空间的实证分析和中期业绩的兑现能力。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	余洋	机构销售经理	0755-82027731	yuyang1@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	客户经理助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
上海	戴莉	机构销售总监	021-50497772	daili@hczq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	孙洁	机构销售助理	021-50157561	sunjie@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjian@hczq.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
  - 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558