

江淮汽车：SUV超预期增长，加快布局MPV市场

江淮汽车
(600418.SH)

投资要点：

- **SUV超预期增长。**瑞风 S3 销量超预期。瑞风 S3 去年 8 月底上市，2015 年 1 月销量达到 20190 台，2 月份销量达到 16193 台。在短短 4 个月中销量突破 2 万台，产品爬坡时间很短超过预期，因此导致市场上的供不应求，公司通过调整生产班次和销售策略，满足市场需求。新 S5 于今年 4 月份推出，与 S3 同在三工厂生产。三工厂的产能利用基本充分。同时公司预计在今年四季度推出微型 SUV S2 车型，S2 车型在二工厂生产，不存在产能瓶颈。2015 年，江淮在 SUV 市场定位由高到低形成 S5、S3、S2 三个车型，各个细分市场布局更完善，有利于提高市场占有率。
- **MPV 宜商宜家 M3 助力 MPV 市场。**江淮汽车 2014 年 MPV 销量同比增长 31.60%，今年 5 月份，宜商宜家型 MPV M3 车型上市，定位于私人企业主。江淮汽车在 MPV 市场上老瑞风定位商用，和悦定位家用，M3 定位为家用商用两用，产品线丰富。目前 MPV 市场以自主品牌为主，在 SUV 自主品牌热销后，MPV 可望成为江淮汽车第二利润增长点。
- **轻卡今年减负，重卡竞争优势显现。**轻卡对江淮汽车的利润贡献率在 50% 左右，2014 年由于排放升级对江淮汽车影响较大。2015 年负面影响将减少，江淮轻卡全系列的升级也都已经完成，2015 年轻卡走出困境，平稳发展。2014 年重卡行业受到宏观环境影响，整体下降。在行业升级过程中，江淮重卡以操控性和舒适性的优势实现了全年销量 21.4% 的增长，3 月后基建项目开始增加，行业回暖，重卡将迎来小幅增长。同时，江淮重卡引入较早，已经全面实现了国产化，毛利率优于行业水平。
- **第五代新能源车推广。**第五代新能源车对电池进行了重新的布局，使用与特斯拉同步的电池管理系统，续航里程增加至 200KM。预计今年销量达到 5000 台，增长近 1 倍。
- 预计 2014、2015、2016 年 EPS 0.41、0.83、0.64 元，对应 PE 37.20、18.27、23.70。
- 风险提示：S3 生产周期改善效果不佳。

公司财务数据和预测：

公司财务数据及预测

项目	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	33,640.54	34,195.33	46,163.69	36,007.68
增长率(%)	15.54%	1.71%	35%	-22%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	917.25	528.70	1,067.97	822.34
增长率(%)	85.39%	-42.36%	102%	-23%
毛利率%	14.98%	16.11%	16.5%	15%
EPS(元)	0.71	0.41	0.83	0.64
P/E(倍)	21.36	37.20	18.27	23.70

数据来源：民族证券

分析师：曹鹤

执业证书编号：S0050510120002

Tel：010-59355901

Email：caoh@chinans.com.cn

联系人：李虹

Tel：010-59355727

Email：lihong@chinans.com.cn

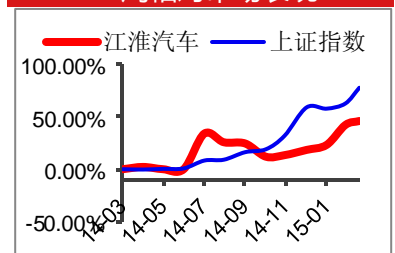
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	20.92

市场数据

市价(元)	15.44
上市的流通 A 股(亿股)	2.96
总股本(亿股)	3.28
52 周股价最高最低(元)	16.5-9.95
上证指数/深证成指	3582.27/ 12429.11
2014 年股息率	0%

52 周相对市场表现



相关研究

正文目录

一、投资要素.....	3
1、SUV 超预期增长.....	3
2、MPV 宜商宜家 M3 助力 MPV 市场.....	3
3、轻卡今年减负，重卡竞争优势显现.....	3
4、第五代新能源车推广.....	4
二、估值.....	4

一、投资要素

1、SUV 增长超预期

瑞风 S3 销量超预期。瑞风 S3 去年 8 月底上市，2015 年 1 月销量达到 20190 台，2 月份销量达到 16193 台。在短短 4 个月中销量突破 2 万台，产品爬坡时间很短超过预期，因此导致市场上的供不应求，公司通过调整生产班次和销售策略，满足市场需求。新 S5 于今年 4 月份推出，与 S3 同在三工厂生产。三工厂的产能利用基本充分。同时公司预计在今年四季度推出微型 SUV S2 车型，S2 车型在二工厂生产，不存在产能瓶颈。2015 年，江淮在 SUV 市场定位由高到低形成 S5、S3、S2 三个车型，各个细分市场布局更完善，有利于提高市场占有率。

图 1：2015 年 2 月 SUV 销量排名：



资料来源：盖世汽车资讯 民族证券

2、MPV 宜商宜家 M3 助力 MPV 市场。江淮汽车 2014 年 MPV 销量同比增长 31.60%，今年 5 月份，宜商宜家型 MPV M3 车型上市，定位于私人企业主。江淮汽车在 MPV 市场上老瑞风定位商用，和悦定位家用，M3 定位为家用商用两用，产品线丰富。

目前 MPV 市场以自主品牌为主，同时电商的兴起也加速了 MPV 市场的增长。在 SUV 自主品牌热销后，MPV 可望成为江淮汽车第二大利润增长点。

3、轻卡今年减负，重卡竞争优势显现。

轻卡对江淮汽车的利润贡献率在 50%左右，2014 年由于排放升级对江淮汽车影响较大。2015 年负面影响将减少，江淮轻卡全系列的升级也都已经完成，2015 年轻卡走出困境，平稳发展。目前轻卡产能利用基本充分，山东两工厂在建设中，投产后进一步提升轻卡的产能。在轻卡销售结构中，定位较高的帅铃占比明显上升，2014 年由之前的 10%上升到 30%，因此整个轻卡的盈利能力也得到改善。

2014 年重卡行业受到宏观环境影响，整体下降。在行业升级过程中，江淮重卡以操控性和舒适性的优势实现了全年销量 21.4%的增长，3 月后基建项目开始增加，行业回暖，重卡会迎来小幅增长。同时，江淮重卡引入较早，已经全面实现了国产化，毛利率优于行业水平。

图 2：2014 年重卡市场走势：



资料来源：盖世汽车资讯 民族证券

图 3：江淮汽车重卡销量



资料来源：盖世汽车资讯 民族证券

4、第五代新能源车推广

第五点新能源车对电池进行了重新的布局，使用与特斯拉同步的电池管理系统，续航里程增加至 200KM。预计今年销量可达到 5000 台。

二、估值

SUV 与 MPV 为今年业绩主要增长点，长期看江淮汽车全系列车型布局完整，乘用车发展势头迅猛，轻卡走出困境，重卡迎来发展机遇，电动车增量上升，支撑公司长期发展。

预计 2014、2015、2016 年 EPS0.41、0.83、0.64 元，对应 PE37.20、18.27、23.70。

风险提示：S3 生产周期改善效果不佳。

分析师简介

曹鹤，首席汽车行业分析师。中国汽车工业协会财经金融工作委员会副主任，中华全国工商联汽车经销商商会汽车金融委员会（筹）副主任。1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月，中国人民大学外经所企业管理专业毕业，获经济学硕士学位，论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作，先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月，中国人民大学工商管理学院投资专业毕业，获经济学博士学位，论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司，供职于研究发展中心、研究所。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章 30 余篇，20 余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

联系人简介

李虹，汽车工程本科，南京大学工商管理硕士，汽车工程师。在汽车行业工作九年，从事汽车研发、项目管理、产品研究等工作，具备丰富的行业经验。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

福田汽车（600166）为方正证券持有单一权益类证券达到相关上市公司已发行股份超过 1% 的个股。

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)