

江淮汽车

当前估值已充分反应 2015 年的高增长预期

受轻卡/轿车业务拖累，公司 2014 年利润同比下滑 42%

公司 2014 年实现净利润 5.2 亿元，同比大幅下滑 42%，我们认为主要原因是：1) 受宏观经济下行以及国 IV 排放标准严格执行导致渠道消化国 III 库存影响，国内轻卡行业整体销量去年同比下滑 13%，受此影响，江淮汽车轻卡销量同比下滑 20%；2) 受轿车市场增速大幅放缓、竞争加剧以及公司原有车型老化影响，公司轿车销量同比下滑 54%；3) 公司 2014 年在市场销售方面加大促销力度，导致综合毛利率下滑；4) 研发费用保持大幅增长。

SUV 有望将带动公司 2015 年重回高增长

公司在 2014 年 11 月份推出了一款全新小型 SUV S3，凭借其独特而时尚的外形设计、超高的性价比以及精致且具有科技感的内饰配置，迅速从小型 SUV 市场脱颖而出。S3 在 2015 年一季度的月均销量已经达到 1.8 万辆，成为该级别 SUV 的销量冠军。此外，随着新款 S5 后续的上市，我们预计公司 2015 年 SUV 的销量有望达到 25 万辆，同比增长 250%。受此带动，我们预计公司 2015 年总销量将达到 58 万辆，同比增长 30%。

除 SUV 外的其他业务恐仍将低迷，新能源业务贡献依然十分有限

受整体宏观经济下行、国家排放政策升级以及公司自身产品周期下行影响，我们预计公司除 SUV 以外的其他业务在 2015 年仍将较为低迷，其中，我们预计公司轻卡、重卡、轿车、MPV 的销量将分别同比下滑 15%、15%、20% 和 5%。在新能源汽车方面，公司的第四代电动车 iEV4 2014 年约实现 2433 台销量，我们预计其第五代电动车 iEV5 将于 5 月份正式上市，并预计其全年有望实现 5000 台左右的销量，但占总销量的比重仅为 1%，短期内新能源汽车业务对公司整体的销量和盈利的贡献依然十分有限。

估值：下调目标价至 15.6 元，评级从“买入”下调至“中性”

考虑到轻卡和轿车业务的持续低迷，我们将公司 2015/16/17 年的 EPS 预测下调至 1.00/1.25/1.46 元（原预测为 1.17/1.41/1.68 元）。目标价基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC 为 7.8%），对应 2015E PE 15.6x。我们认为公司当前估值水平已经充分反应市场对其 2015 年高增长的预期，因此下调评级。

Equities

中国

汽车制造业

12 个月评级 **中性**

之前: 买入

12 个月目标价 **Rmb15.60**

之前: Rmb15.80

股价 **Rmb14.28**

路透代码: 600418.SS 彭博代码 600418 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb16.45-10.42

市值 Rmb18.4 十亿/US\$2.97 十亿

已发行股本 1,289 百万 (ORDA)

流通股比例 56%

日均成交量(千股) 35,285

日均成交额(Rmb 百万) Rmb527.6

普通股股东权益 (12/15E) Rmb8.15 十亿

市净率 (12/15E) 2.3x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

从 到 %市场预测

12/15E 1.17 1.00 -13.92 0.97

12/16E 1.41 1.25 -11.63 1.25

12/17E 1.68 1.46 -13.11 1.90

邹天龙

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

重要数据(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	29,128	33,641	34,195	39,777	42,546	45,135	47,984	51,448
息税前利润(UBS)	242	729	(8)	1,006	1,300	1,550	1,803	2,077
净利润(UBS)	495	917	544	1,291	1,600	1,871	2,147	2,452
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.38	0.71	0.42	1.00	1.25	1.46	1.67	1.90
每股股息(Rmb)	0.11	0.22	0.11	0.27	0.33	0.39	0.45	0.51
现金 / (净债务)	3,185	4,818	5,844	8,754	11,318	14,133	17,319	20,997
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	0.8	2.2	0.0	2.5	3.1	3.4	3.8	4.0
ROIC (EBIT) (%)	7.6	35.9	(0.7)	(295.6)	(70.5)	(49.2)	(39.5)	(33.5)
EV/EBITDA(core)x	4.1	3.4	7.0	4.2	2.7	1.6	0.6	-0.3
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	15.0	11.4	26.0	14.2	11.5	9.8	8.5	7.5
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	32.1	19.5	7.5	15.7	14.5	15.9	17.9	20.5
净股息收益率(%)	1.9	2.7	1.0	1.9	2.3	2.7	3.1	3.6

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2015 年 05 月 08 日 15 时 56 分的股价(Rmb14.28)得出;

投资主题

江淮汽车

投资理由

从长期看，公司的经营业绩有望受益于国企改革所带来的红利，具体包括：1) 混合所有制、2) 管理层持股，以及 3) 集团整体上市所发挥的整合效应。公司生产的 iEV 系列电动车通过良好的市场定位，从产品推出以来，取得了较高销量；未来伴随着新能源汽车利好政策的持续，公司新能源汽车产品有望取得业绩突破。在传统商用车业务方面，公司产品在今年已经全部实现了国 IV 排放标准的转换，未来有望长期受益于我国商用车排放标准的严格实施。我们预计公司中高端的瑞风 MPV 将持续高增长，14 年下半年上市 SUV S3 有望在 SUV 细分市场取得突破。我们预计公司 2015~17 年的 EPS 分别为 1.00/1.25/1.46 元，其中 15E/16E 比市场一致预期分别高 26%/20%，17E 比市场一致预期低 22%，我们的目标价对应 2015E PE15.6x。

乐观情景

在较为乐观的假设下，我们预计 2015 年瑞风 S5 的月均销量有望达到 8000 辆，全年销量有望达到 9.6 万辆，在此假设下，我们估算公司 2015 年 EPS 有望达到 1.10 元，对应每股估值约为 17.16 元。

悲观情景

在较为悲观的假设下，我们预计 2015 年瑞风 S5 的月均销量可能仅为 1800 辆，全年销量仅为 2.2 万辆，在此假设下，我们估算公司 2015 年 EPS 约为 0.90 元，对应每股估值约为 14.04 元。

近期催化剂

2015 年下半年：新款 S5 计划上市；

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb15.60

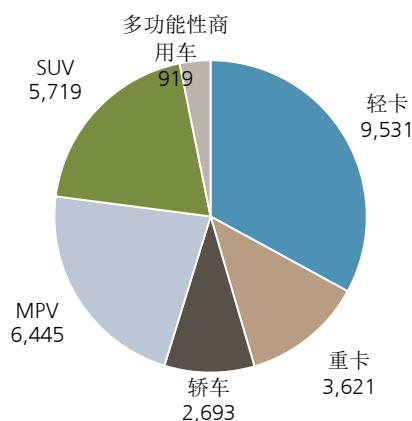
公司简介

江淮汽车从事轻卡、重卡、轿车、SUV、MPV 和汽车相关零部件的设计、研发、生产和销售。公司主要产品包括 JAC 品牌系列轻卡、重卡，瑞鹰 SUV、瑞风 MPV 以及同悦、宾悦、悦悦品牌系列轿车。公司同时还专注于出口市场。

行业展望

我们认为未来 5 年中国乘用车需求总体将保持稳健增长，增速中枢有望维持在 7.5% 左右；分级别来看，我们更看好紧凑型轿车、高端轿车和 SUV；分国别来看，我们看好德系、美系以及部分产品结构突出的自主品牌。由于江淮汽车未来的产品结构（紧凑型轿车+SUV）符合我们对行业趋势的判断，我们认为其市场份额将稳步提升。

收入按产品分布，2014 (%)



来源：公司信息

营业收入按业务分布

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
轻卡	11,914	9,531	8,046	8,086	8,086
重卡	2,969	3,621	3,057	2,918	2,772
轿车	5,855	2,693	2,030	2,132	2,238
MPV	4,873	6,445	5,959	6,257	6,570
SUV	3,016	5,719	14,152	16,274	18,227
其他业务	5,013	6,186	6,533	6,877	7,240
营业收入合计	33,641	34,195	39,777	42,546	45,135

来源：公司信息，瑞银证券预测

图表 78: 瑞银 VCAM 估值摘要

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	1,006	1,300	1,550	1,803	2,077	1,142	1,074	975	842	670
折旧及摊销*	1,481	1,596	1,696	1,788	1,876	2,142	2,251	2,351	2,439	2,514
资本支出	(1,063)	(1,063)	(1,063)	(1,063)	(1,063)	(2,598)	(2,867)	(3,152)	(3,453)	(3,771)
运营资本变动	1,020	589	557	612	745	1,648	1,461	1,567	1,673	1,778
所得税 (营运)	(151)	(195)	(233)	(270)	(312)	(183)	(175)	(161)	(141)	(114)
其他	(558)	(277)	(259)	(285)	(346)	(566)	(607)	(648)	(688)	(727)
自由现金流	1,734	1,950	2,248	2,584	2,976	1,585	1,137	932	672	350
增长		12.5%	15.3%	14.9%	15.2%	-46.8%	-28.2%	-18.0%	-28.0%	-47.9%

估值	长期假设值	加权平均资本成本
明计现金流现值	11,456	无风险利 3.50%
期末价值 (第 10 年) 现值	3,532	权益风险溢价 5.0%
企业价值	14,988	贝塔系数 0.87
占永续价值百分比	24%	债务/权益比 11.4%
联营公司及其他	982	边际税率 25.0%
少数股东权益	360	权益成本 7.8%
现金盈余**	5,444	债务成本 5.1%
债务***	2,095	WACC 7.8%
权益价值	18,959	
已发行股数 [m]	1,288.7	
每股权益价值 (Rmb/股)	14.70	
权益成本	7.8%	
股息收益率	2.1%	
1年期目标价 (Rmb/股)	15.60	

估值对应指标	1年期假设值
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	6.0x
企业价值 / 息税前利润	14.9x
自由现金流收益率	11.6%
市盈率 (现值)	14.7x
市盈率 (目标)	15.6x

期末假设值	
VCH (年数)	10
对应的自由现金流增长	4.5%
回报率增幅	8.5%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	2.2x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券估算

江淮汽车 (600418.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	29,128	33,641	34,195	39,777	16.3	42,546	7.0	45,135	47,984	51,448
毛利	3,662	4,764	4,033	5,462	35.5	5,952	9.0	6,393	6,880	7,471
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,098	1,796	1,173	2,487	111.9	2,897	16.5	3,246	3,591	3,953
折旧和摊销	(857)	(1,067)	(1,181)	(1,481)	25.4	(1,596)	7.8	(1,696)	(1,788)	(1,876)
息税前利润(UBS)	242	729	(8)	1,006	-	1,300	29.2	1,550	1,803	2,077
联营及投资收益	20	(16)	107	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	243	215	393	402	2.4	398	-1.2	400	399	399
净利息	47	107	94	140	49.3	223	59.0	296	376	466
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	551	1,035	586	1,549	164.4	1,921	24.0	2,246	2,577	2,943
税项	(47)	(103)	(32)	(232)	NM	(288)	-24.0	(337)	(387)	(441)
税后利润	505	932	554	1,317	137.7	1,633	24.0	1,909	2,191	2,501
优先股股息及少数股权	(10)	(15)	(10)	(26)	-150.8	(32)	-24.0	(38)	(43)	(49)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	495	917	544	1,291	137.4	1,600	24.0	1,871	2,147	2,452
净利润 (UBS)	495	917	544	1,291	137.4	1,600	24.0	1,871	2,147	2,452
税率(%)	8.5	9.9	5.5	15.0	174.6	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	0.38	0.71	0.42	1.00	137.4	1.25	24.0	1.46	1.67	1.90
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.38	0.71	0.42	1.00	137.4	1.25	24.0	1.46	1.67	1.90
每股收益 (UBS, 基本)	0.38	0.71	0.42	1.00	137.4	1.25	24.0	1.46	1.67	1.90
每股股息净值(Rmb)	0.11	0.22	0.11	0.27	145.0	0.33	24.0	0.39	0.45	0.51
每股账面价值	4.65	5.31	5.43	6.34	16.8	7.32	15.4	8.44	9.72	11.15
平均股数(稀释后)	1,288.74	1,284.91	1,284.91	1,284.91	0.0	1,284.91	0.0	1,284.91	1,284.91	1,288.74
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	4,832	6,508	8,039	10,949	36.2	13,513	23.4	16,328	19,514	23,192
其他流动资产	4,863	5,987	6,154	7,109	15.5	7,597	6.9	8,055	8,558	9,170
流动资产总额	9,696	12,494	14,193	18,059	27.2	21,111	16.9	24,383	28,072	32,362
有形固定资产净值	6,775	6,860	7,682	7,704	0.3	7,464	-3.1	7,055	6,520	5,881
无形固定资产净值	871	973	1,285	1,382	7.5	1,354	-2.0	1,264	1,141	1,001
投资/其他资产	2,227	3,345	3,704	3,172	-14.4	2,905	-8.4	2,772	2,706	2,672
总资产	19,569	23,672	26,864	30,315	12.8	32,834	8.3	35,474	38,438	41,916
应付账款和其他短期负债	11,022	13,934	16,255	18,528	14.0	19,760	6.7	20,920	22,196	23,748
短期债务	517	710	1,235	1,235	0.00	1,235	0.00	1,235	1,235	1,235
流动负债总额	11,539	14,644	17,490	19,763	13.0	20,995	6.2	22,155	23,431	24,983
长期债务	1,030	880	860	860	0.0	860	0.0	860	860	860
其它长期负债	851	1,131	1,163	1,163	0.0	1,163	0.0	1,163	1,163	1,163
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	13,420	16,655	19,513	21,786	11.6	23,018	5.7	24,178	25,454	27,006
普通股股东权益	5,987	6,840	7,000	8,152	16.5	9,407	15.4	10,848	12,494	14,370
少数股东权益	162	178	351	377	7.4	409	8.6	447	491	540
负债和权益总计	19,569	23,672	26,864	30,315	12.8	32,834	8.3	35,474	38,438	41,916
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	495	917	544	1,291	137.4	1,600	24.0	1,871	2,147	2,452
折旧和摊销	857	1,067	1,181	1,481	25.4	1,596	7.8	1,696	1,788	1,876
营运资本变动净值	1,447	290	22	1,302	NM	736	-43.4	695	764	930
其他营业性现金流	196	203	(150)	(113)	24.5	(197)	-74.5	(265)	(339)	(421)
经营性现金流	2,995	2,478	1,597	3,960	148.0	3,736	-5.7	3,998	4,361	4,836
有形资本支出	(619)	(426)	(540)	(1,036)	-92.0	(1,036)	0.0	(1,036)	(1,036)	(1,036)
无形资本支出	0	0	0	(27)	-	(27)	0.0	(27)	(27)	(27)
净(收购)/处置	(1,139)	(531)	(7)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	93	164	200	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(1,665)	(793)	(347)	(1,063)	-206.5	(1,063)	0.0	(1,063)	(1,063)	(1,063)
已付股息	(266)	(230)	(390)	(141)	63.8	(346)	-145.0	(429)	(502)	(576)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	155	-	237	53.49	310	390	481
债务及优先股变化	457	47	1,270	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	192	(182)	879	13	-98.5	(109)	-	(119)	(112)	(95)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,521	1,503	2,129	2,910	36.7	2,564	-11.9	2,815	3,186	3,678
外汇/非现金项目	127	172	(598)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,648	1,675	1,531	2,910	90.0	2,564	-11.9	2,815	3,186	3,678

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

江淮汽车 (600418.SS)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	15.0	11.4	26.0	14.2	11.5	9.8	8.5	7.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	15.0	11.4	26.0	14.2	11.5	9.8	8.5	7.5
股价/每股现金收益	5.5	5.3	8.2	6.6	5.7	5.1	4.7	4.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	32.1	19.5	7.5	15.7	14.5	15.9	17.9	20.5
净股息收益率(%)	1.9	2.7	1.0	1.9	2.3	2.7	3.1	3.6
市净率	1.2	1.5	2.0	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
企业价值/营业收入(核心)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0	NM
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	4.1	3.4	7.0	4.2	2.7	1.6	0.6	-0.3
企业价值/息税前利润(核心)	18.7	8.3	NM	10.4	6.0	3.3	1.2	NM
企业价值/经营性自由现金流(核心)	3.6	3.4	7.7	4.1	2.7	1.6	0.6	NM
企业价值/运营投入资本	1.4	3.0	7.8	NM	NM	NM	NM	0.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	7,409	10,513	14,157	18,403	18,403	18,403	18,403	18,403
净债务 (现金)	(2,591)	(4,001)	(5,331)	(7,299)	(10,036)	(12,726)	(15,726)	(19,158)
少数股东权益	162	178	351	377	409	447	491	540
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	4,981	6,689	9,178	11,481	8,776	6,125	3,168	(215)
非核心资产	(466)	(633)	(982)	(982)	(982)	(982)	(982)	(982)
核心企业价值	4,514	6,056	8,196	10,500	7,795	5,143	2,186	(1,197)
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	-4.4	15.5	1.6	16.3	7.0	6.1	6.3	7.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	-10.0	63.6	-34.7	111.9	16.5	12.1	10.6	10.1
息税前利润(UBS)	-43.1	NM	-	-	29.2	19.2	16.3	15.2
每股收益(UBS 稀释后)	-19.9	85.9	-40.7	137.4	24.0	16.9	14.8	13.8
每股股息净值	-26.7	100.0	-50.0	145.0	24.0	16.9	14.8	14.2
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	12.6	14.2	11.8	13.7	14.0	14.2	14.3	14.5
息税折旧摊销前利润率	3.8	5.3	3.4	6.3	6.8	7.2	7.5	7.7
息税前利润率	0.8	2.2	0.0	2.5	3.1	3.4	3.8	4.0
净利 (UBS) 率	1.7	2.7	1.6	3.2	3.8	4.1	4.5	4.8
ROIC (EBIT)	7.6	35.9	(0.7)	(295.6)	(70.5)	(49.2)	(39.5)	(33.5)
税后投资资本回报率	7.0	32.4	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	8.5	14.3	7.9	17.0	18.2	18.5	18.4	18.3
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.9)	(2.7)	(5.0)	(3.5)	(3.9)	(4.4)	(4.8)	(5.3)
净债务/总权益 %	(51.8)	(68.7)	(79.5)	(102.6)	(115.3)	(125.1)	(133.4)	(140.8)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(70.6)	(79.5)	(71.3)	(83.4)	NM	NM	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	85.6	47.3	52.9	78.1	72.4	68.0	64.4	61.2
资本支出/营业收入(%)	2.1	1.3	1.6	2.6	2.4	2.3	2.2	2.0
息税前利润/净利息	NM	NM	0.1	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.5	3.2	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
股息支付率 (UBS) %	28.7	30.8	26.0	26.8	26.8	26.8	26.8	26.9
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	29,128	33,641	34,195	39,777	42,546	45,135	47,984	51,448
总计	29,128	33,641	34,195	39,777	42,546	45,135	47,984	51,448
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	242	729	(8)	1,006	1,300	1,550	1,803	2,077
总计	242	729	(8)	1,006	1,300	1,550	1,803	2,077

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。