

江淮汽车 (600418. SH)

改革转型，做强做精

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

20—25

分析师

联系人

曾朵红

李晓庆

S0740514080001

010-59013845

021-20315167

lixq@r.qlzq.com.cn

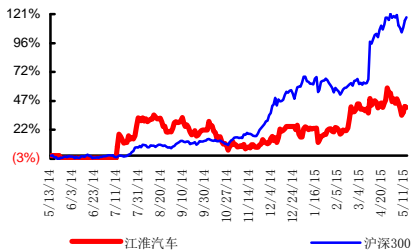
zengdh@r.qlzq.com.cn

2015年05月13日

基本状况

总股本(百万股)	1,463
流通股本(百万股)	1,463
市价(元)	14.72
市值(百万元)	21,539
流通市值(百万元)	21,539

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	33,620.2	34,169.4	42,318.5	50,736.9	57,226.5
营业收入增速	15.47%	1.63%	23.85%	19.89%	12.79%
净利润增长率	85.04%	-42.96%	152.45%	63.44%	23.75%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.40	0.89	1.46	1.81
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	12.36	29.99	16.58	10.15	8.20
PEG	0.15	—	0.11	0.16	0.35
每股净资产(元)	5.32	5.45	6.64	7.68	8.97
每股现金流量	1.93	1.29	2.45	3.55	3.67
净资产收益率	13.27%	7.39%	13.45%	19.01%	20.14%
市净率	1.64	2.22	2.23	1.93	1.65
总股本(百万股)	1,284.91	1,284.91	1,463.23	1,463.23	1,463.23

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 国企改革为公司带来活力，未来盈利能力提升：** 先是公司控股股东江汽集团引入战略投资者建投投资和实勤投资，实行混合所有制和管理层间接持股上市公司，接着 2015 年完成集团整体上市，管理层间接持股变成直接持股，战略投资者的资源整合能力和监管作用、管理层被激发的动力以及整体上市后各公司之间的协同效应共同为公司盈利能力的提升创造积极条件。
- 现金牛业务 MPV 和轻卡将稳步增长，为公司带来充足现金流：** MPV 和轻卡是公司两大支柱型业务，MPV 为公司毛利率最高业务，大概在 30% 以上，而轻卡为公司销量最大业务，占公司销量约 40%，二者共同为公司带来稳定的现金流。产品谱系全面和优越的性价比两大竞争优势使得瑞风 MPV 长期保持 20% 以上的细分市场份额。今年上市的新产品瑞风 M3 也能够为公司 MPV 业务带来明显的增量。在下半年经济开始回暖、公商务接待需求复苏的带动下，我们预计传统瑞风 MPV 产品 2015-2017 年销量分别为 6.4 万、6.8 万和 7.5 万，分别同比增长 10%、7% 和 10%；瑞风 M3 产品 2015-2017 年销量分别达到 1 万、3 万和 5 万辆。公司轻卡业务具有高端、中端和低端完善的产品线系列，在轻卡细分市场占有超过 10%，并且连续 13 年出口量第一。2014 年，受排放升级和生产一致性检查，以及经济增速放缓的影响，公司轻卡销量大幅下降 20%，毛利率也明显下降，2015 年这些不利因素明显减弱，叠加出口的拉动作用，预计 2015 年轻卡销量较 2014 年小幅下降，但盈利能力则明显恢复，2016 和 2017 年则实现恢复性增长。
- 明星业务 SUV 为公司带来显著增量，新能源汽车翻倍增长：** 2014 年 8 月份才上市的小型 SUV 瑞风 S3 在上市 3 个月之后销量就达到 1.5 万辆，跃升细分市场第一，强大的产品力和高速增长的市场为 S3 提供了巨大成长空间，预计 2015 年销量保守估计为 15 万辆，将为公司带来显著的销量增量。2015 年随着与

供应商议价能力的提升，以及不再进行模具费用摊销，该产品的毛利率仍有进一步提升的空间。

- 公司在 SUV 市场上乘胜追击，加快新产品投放和布局。体现公司最高技术水平的二代瑞风 S5 在搭载 1.5TGDI+6DCT 白金动力组合之后竞争力大幅增强。此外下半年还有一款新小型 SUV 产品瑞风 S2 上市，2016 年中型 SUV 产品 S7 也将上市。综合以上考虑，预计公司 SUV 业务 2015-2017 年总销量将分别为 20 万辆、27 万辆和 31.5 万辆，分别增长 180%、35%和 17%。
- 公司在新能源业务上具有先发优势，2009 年即明确提出“纯电驱动”为主攻方向。公司全新一代纯电动汽车 iEV5 在 4 月上海车展成功上市，产品技术大幅升级，续航里程明显增加，且受益于整个细分市场的爆发式增长，预计 2015-2017 年公司纯电动汽车销量将分别达到 5000 辆、10000 辆和 30000 辆。
- **重卡和轿车是公司的瘦狗业务：**重卡方面，公司发展相对较晚，且由于定位中高端，因此规模较小，但是仍能呈现稳定增长的态势，2014 年销量近 4 万台，产能利用率接近 100%，远超行业 73%的利用率，预计 2015 年内需下降，出口增长，两者综合之后有小幅增长。轿车方面，2010/2011 年受购置税减半和补贴政策刺激，公司轿车业务与行业一起呈现快速增长，但市场占有率最高仅达到 1.1%，此后受合资品牌下探和竞争加剧，以及 SUV 替代的影响，销量逐渐萎缩，市占率逐年下降，预计 2015 年销量和市占率仍将进一步下降，该业务已经不是公司战略发展的重点。
- **盈利预测及投资建议：**考虑整体上市股本摊薄及集团其他资产盈利情况，我们预测 2015-2017 年公司的营业收入分别为 423 亿、507 亿和 572 亿元，增速分别为 24%、20%和 13%；归母净利润分别为 13.1 亿、21.4 亿和 26.4 亿元，对应的 EPS 分别为 0.89 元、1.46 元和 1.81 元，给予公司 20 元的目标价，相当于 2015 年 22 倍 PE，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；SUV 和新能源汽车销量不及预期；原材料成本明显上涨。

内容目录

公司简介:	- 5 -
公司发展历程: 全面布局, 逐步做大	- 5 -
国企改革先锋: 引入混合所有制, 管理层持股, 集团整体上市	- 7 -
主营业务组合分析	- 7 -
金牛业务: MPV 和轻卡	- 8 -
MPV: 公司效益和规模的支柱, 销量有望稳定增长	- 8 -
轻卡: 谱系全面, 出口龙头, 份额稳中有升	- 10 -
明星业务: SUV 和纯电动汽车	- 11 -
SUV: 快速放量, 加快布局, 受益成长	- 11 -
纯电动汽车: 市场领先者, 受益高增长	- 14 -
瘦狗业务: 轿车和重卡	- 16 -
轿车: 市场萎缩, 竞争激烈, 战略收缩	- 16 -
重卡: 稳扎稳打, 逐步成长, 受益升级	- 16 -
盈利预测与投资建议:	- 18 -
核心假设	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 江淮汽车发展历程	- 5 -
图表 2: 江淮汽车主要产品	- 5 -
图表 3: 江淮汽车产能情况	- 6 -
图表 4: 整体上市前公司股权结构	- 7 -
图表 5: 整体上市后公司股权结构	- 7 -
图表 6: 江淮汽车主营业务波士顿矩阵	- 8 -
图表 7: 2010-2017 年瑞风 MPV 销量及份额	- 9 -
图表 8: B 级及以上 MPV 前五销量及份额	- 9 -
图表 9: 微客型 MPV 高速增长	- 9 -
图表 10: 瑞风 MPV 主要产品及目标市场	- 9 -
图表 11: 瑞风 M3 与主流微客型 MPV 参数对比	- 10 -
图表 12: 公司轻卡产品谱系全面	- 11 -
图表 13: 轻卡 2005-2014 年销量及市占率	- 11 -
图表 14: 江淮轻卡市占率始终保持在前三甲	- 11 -
图表 15: 瑞风 S3 上市后火爆热销, 迅速上量	- 12 -
图表 16: 15 年 1 季度 S3 居 A0 级 SUV 销量第一	- 12 -
图表 17: 小型 SUV 市场高速增长	- 12 -

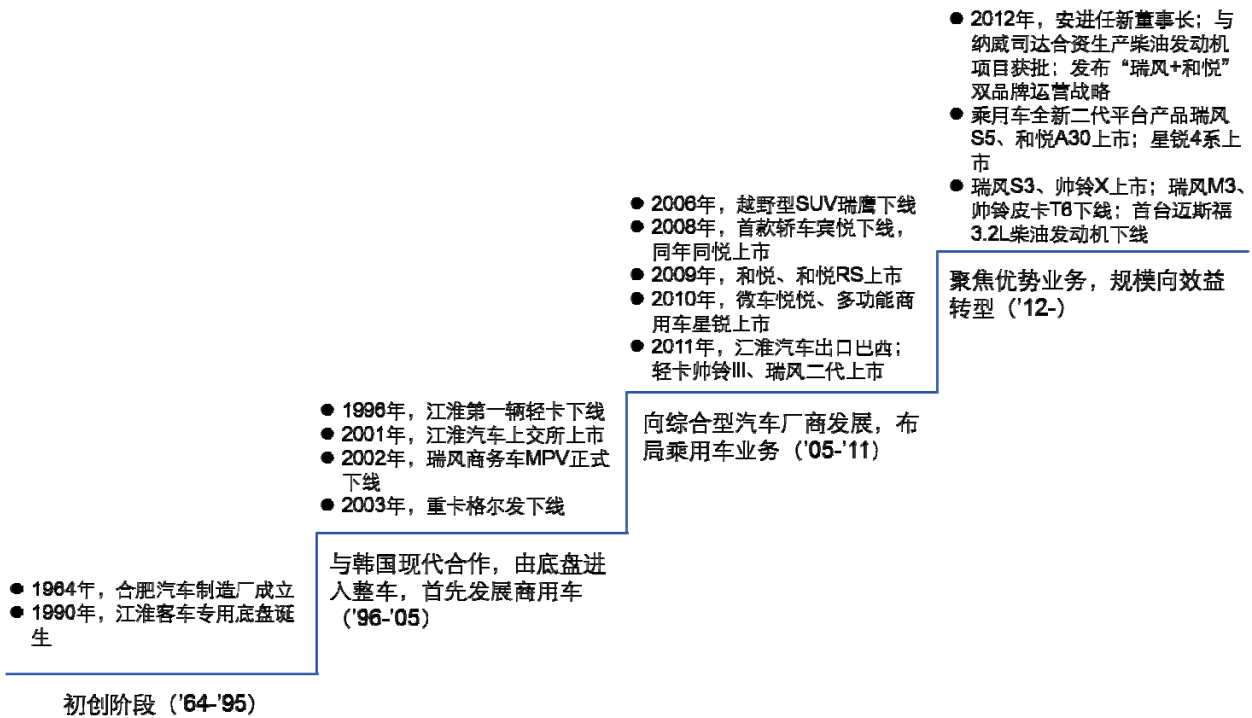
图表 18: 乘用车首购用户选择 SUV 的比例在提高	- 12 -
图表 19: 第二代瑞风 S5 搭载 1.5TGDI+6DCT 白金动力组合.....	- 13 -
图表 20: 第二代瑞风 S5 口碑排行第一	- 13 -
图表 21: 公司 SUV 销量及增速 (辆)	- 13 -
图表 22: 公司新能源汽车发展历程.....	- 14 -
图表 23: 2014 年是中国新能源汽车元年.....	- 15 -
图表 24: 截至 2014 年末 iEV 累计销量居纯电动车第二位	- 15 -
图表 25: 2014 年出台的促进新能源汽车发展的主要政策.....	- 15 -
图表 26: 轿车销量近年逐渐下滑 (万辆)	- 16 -
图表 27: 轿车各细分市场年度增速.....	- 16 -
图表 28: 江淮重卡销量及市场份额 (辆)	- 17 -
图表 29: 江淮与行业重卡增速比较.....	- 17 -
图表 30: 江淮重卡稳居行业第六	- 17 -
图表 31: 江淮汽车分车型销量及增速预测 (辆)	- 18 -
图表 32: DCF 估值模型结果	- 18 -
图表 33: 重点汽车上市公司估值	- 19 -
图表 34: 江淮汽车分板块盈利预测.....	- 20 -
图表 35: 财务报表摘要.....	- 21 -

公司简介:

公司发展历程: 全面布局, 逐步做大

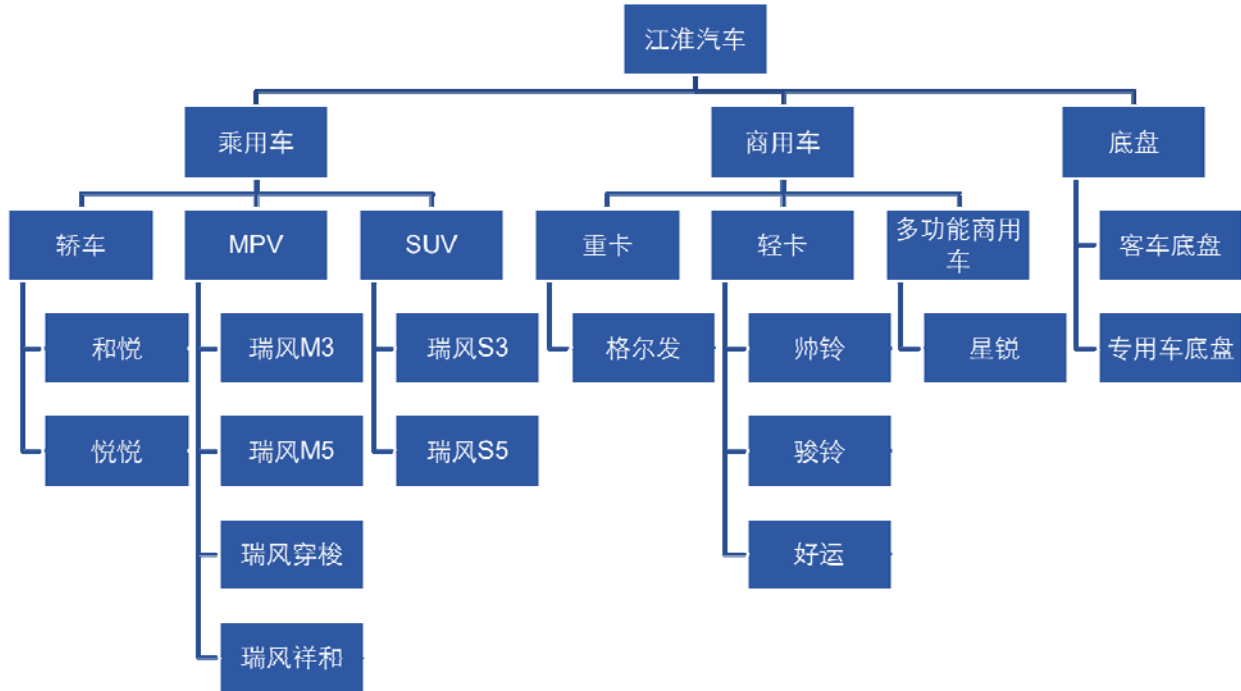
- 安徽江淮汽车股份有限公司(以下简称江淮汽车)是一家集商用车、乘用车及动力总成研发、制造、销售和服务于一体的综合型汽车厂商。自1990年以来,公司积极拓展汽车业务,全面布局,从最初只生产单一客车底盘,到如今产品涵盖重卡、轻卡、多功能商用车、MPV、SUV、轿车和底盘等七大品类。
- 公司汽车销量从2001年的4万辆增长至2014年的45万,年均复合增速20%;营业收入从上市之初的不到20亿元增长到2014年的342亿元,年均复合增长率达24%。

图表 1: 江淮汽车发展历程



来源: 公司官网, 齐鲁证券研究所

图表 2: 江淮汽车主要产品



来源：公司官网，齐鲁证券研究所

- 公司目前具有年产 87 万辆整车和底盘、40 万台发动机的生产能力。乘用车方面，乘用车一工厂主要生产 MPV，设计产能 4 万，后扩建至 6 万；乘用车二厂主要生产轿车，设计产能 20 万，后经技术改造产能提升至 25 万；乘用车三工厂主要生产 SUV，在双班倒的情况下产能 24 万。商用车方面，轻卡设计产能为 20 万，最高可以达到 25 万，重卡和底盘产能分别为 4 万和 3 万。
- 此外，公司在蒙城还有一年产 15 万辆微车基地，在扬州有一皮卡搬迁项目，二者目前均未投产。

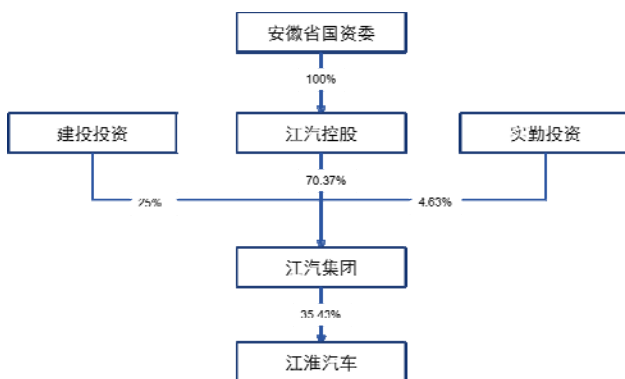
图表 3：江淮汽车产能情况

		产能
乘用车	轿车	25万
	SUV	24万
	MPV	6万
商用车	轻卡	25万
	重卡	4万
底盘	-	3万
发动机	-	40万

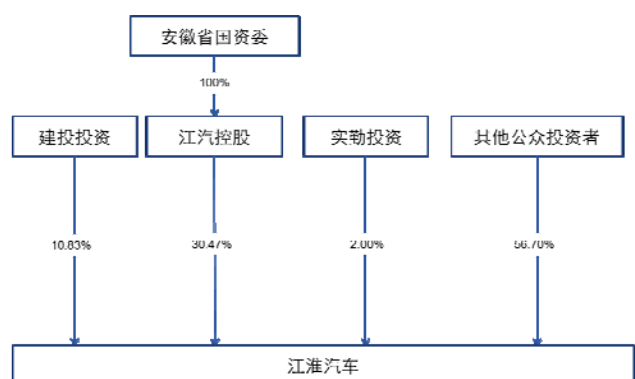
来源：公司调研，齐鲁证券研究所

国企改革先锋：引入混合所有制，管理层持股，集团整体上市

- **引入混合所有制：**公司原控股股东江汽集团于 2013 年开始进行国企改革，首次引入两大外部战略投资者建投投资（25%）和实勤投资（4.6%），一方面优化了江汽集团的股权结构，另一方面战略投资者可以协同制定公司的发展战略和经营目标，同时起到监管职能，有利于公司的长远发展。
- **管理层持股：**江汽集团战略投资者之一实勤投资成立于 2013 年 8 月 22 日，除投资江汽集团外，无其他业务。实勤投资由江汽集团及其下属公司的主要管理人员和技术骨干安进等 160 名员工共同出资设立。实勤投资拥有江汽集团 4.6% 的股权，而江汽集团拥有江淮汽车 35.4% 的股权，为公司控股股东，这种安排使得管理层间接持有上市公司股权，能够起到稳定技术人才、调动管理层积极性的作用，但是这种作用并不直接。
- **集团整体上市：**2014 年，江淮汽车通过吸收合并江汽集团从而实现集团整体上市。集团整体上市至少为公司带来两方面的利益：
 - 进一步强化管理层激励效果：公司吸收合并集团整体上市之后，管理层则通过实勤投资直接持股上市公司，公司经营业绩的好坏在资本市场有直接的反应，并且与管理层个人利益直接关联，因此能够进一步调动公司管理层的积极性，强化股权激励效果。
 - 优化产业链，加强协调能力：各业务部门间的采购、生产、技术研发和市场营销等方面协调能力更强，从而加强协同效应，企业运作效率进一步提高，交易成本则随之降低。此外还有利于公司在产业链上向纵深进一步挖掘，增加盈利。

图表 4：整体上市前公司股权结构


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 5：整体上市后公司股权结构


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

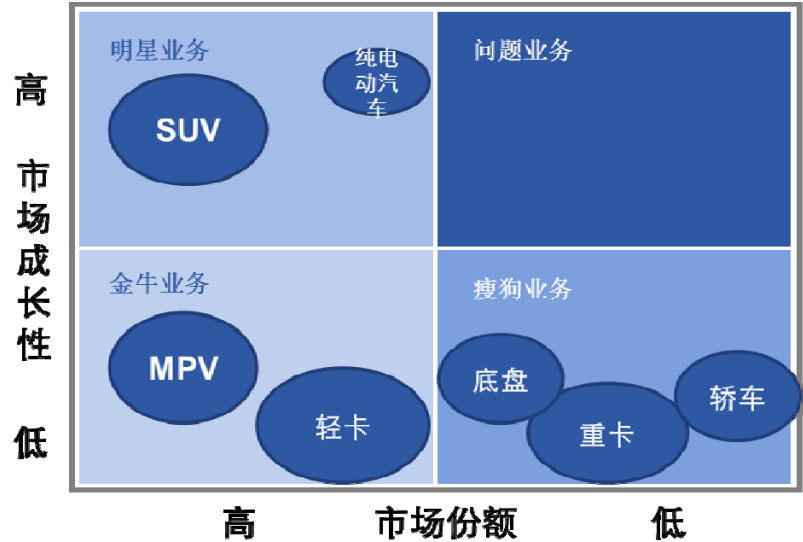
主营业务组合分析

- 应用波士顿矩阵，我们把江淮汽车的主要细分品类进行划分。其中，MPV 和轻卡两个市场的成长性较低，但是公司在这两个市场处于优势地位，能够为公司带来较丰厚的现金流，因此划归为金牛业务；SUV 和新能源

汽车是高速增长的两个细分市场,公司在小型 SUV 和纯电动汽车领域处于领先地位,因此划归为明星业务;重卡、轿车和底盘市场成长性较差,且公司在这三个领域份额均相对较低,因此归于瘦狗业务。

- 接下来根据波士顿矩阵的分类结果对江淮汽车主营业务进行分析。

图表 6: 江淮汽车主营业务波士顿矩阵

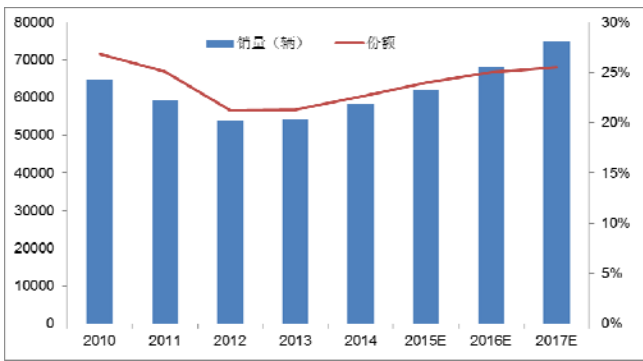


来源: 齐鲁证券研究所

金牛业务: MPV 和轻卡

MPV: 公司效益和规模的支柱, 销量有望稳定增长

- **产品谱系全面和优越的性价比是瑞风 MPV 的两大竞争优势:**
 - **产品谱系全面:** 传统瑞风 MPV 产品谱系全面覆盖低端、中端和高端, 三大产品系列定位不同, 能够满足不同的细分市场。低端产品主要满足客货两用, 以载货为主的市场需求, 中端产品则面向的是旅游和一般公商务用车市场, 高端产品则面向企事业单位、政府机关的高端公商务接待需求, 产品谱系的全面完成了对市场需求的全覆盖, 这与同为 B 级以上 MPV 的奥德赛和别克 GL8 仅定位高端商务接待需求具有明显区别。
 - **优越的性价比:** 瑞风 MPV 的技术源于韩国现代, 产品性能较好, 但是与奥德赛和别克 GL8 相比, 具有显著的价格优势。同为面向高端公商务接待市场的产品, 瑞风价格区间为 13.95-21.38 万, 而奥德赛则为 22.98-29.98 万, 别克 GL8 为 20.9-39.99 万, 因此性价比优势尽显。
- **细分市场超过 20%, 位居第二位:** 由于介入市场较早, 瑞风 MPV 在该市场具有良好的口碑、品牌形象以及较强的性价比优势, 市场份额始终保持在 20% 以上, 经历 2012 和 2013 两年的份额回落之后, 开始呈现出稳步回升的态势。
- **瑞风 MPV 具有 30% 以上的毛利率:** 瑞风 MPV 是公司效益和规模的主要支柱, 在公司内部各产品中毛利率最高, 近年始终保持在 30% 以上。

图表 7: 2010-2017 年瑞风 MPV 销量及份额


来源: 乘联会, 齐鲁证券研究所

图表 8: B 级及以上 MPV 前五销量及份额

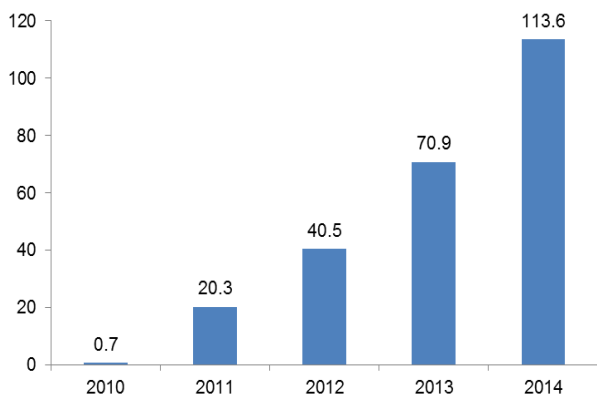
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015.1-3月
瑞风	20.0%	25.1%	21.2%	21.3%	22.0%	23.0%
别克GL8	21.0%	20.3%	25.1%	27.0%	31.3%	33.5%
本田奥德赛	18.0%	12.9%	8.2%	10.7%	13.5%	12.6%
风行	10.2%	11.9%	20.5%	15.2%	11.3%	9.0%
海马福美来	7.5%	7.7%	6.6%	7.3%	5.0%	5.7%
CR5	85.0%	85.9%	89.6%	82.0%	84.5%	84.4%

来源: 乘联会, 齐鲁证券研究所

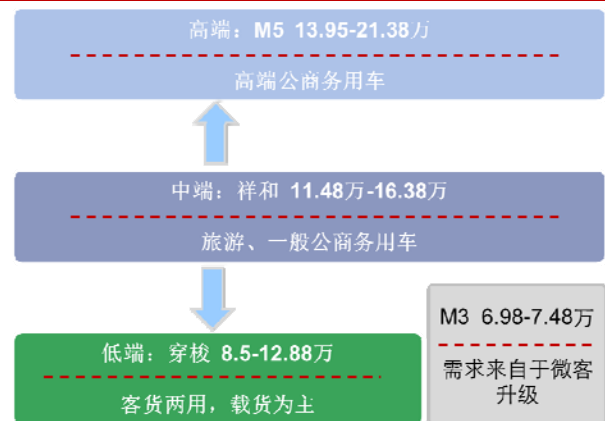
■ 新产品瑞风 M3 能够为公司 MPV 业务带来增量:

- **介入高速增长的新细分市场:** 微客型 MPV 市场过去四年高速增长, 主要是消费升级所致, 原来的微客用户向上升级到微客型 MPV。由于看到该细分市场的巨大增长潜力和空间, 公司于 2015 年 4 月份推出小型 MPV 瑞风 M3 进入该市场。
- **瑞风 M3 能够媲美市场主流产品:** 瑞风 M3 与主流微客型 MPV 五菱宏光和长安欧诺相比, 具有明显的优势。第一, M3 是纯正的 MPV 出身, 而五菱宏光和长安欧诺均是由微客底盘转化过来; 第二, M3 价格与宏光和欧诺相当; 第三, M3 车身尺寸和空间大; 第四, M3 在动力上也有一定的优势。
- **瑞风 M3 进一步完善公司产品线布局:** 至此, 公司 MPV 产品不仅覆盖高中低端不同档次市场需求, 而且进一步扩大了市场范围。因此, M3 将能够在小型 MPV 巨大的市场上占有一席之地, 从而拉动瑞风 MPV 整体销量的增加, 进而带来新的利润增长。

- 传统瑞风 MPV 产品在下半年经济开始回暖公商务接待需求复苏的带动下, 我们预计 2015-2017 年销量分别为 6.4 万、6.8 万和 7.5 万, 同比分别增长 10%、7%和 10%; 瑞风 M3 产品 2015-2017 年销量分别达到 1 万、3 万和 5 万辆。

图表 9: 微客型 MPV 高速增长


来源: 中汽协, 齐鲁证券研究所

图表 10: 瑞风 MPV 主要产品及目标市场


来源: 公司官网, 齐鲁证券研究所

图表 11: 瑞风 M3 与主流微型型 MPV 参数对比

	排量	指导价	长*宽*高(mm)	轴距	变速箱	座位
瑞风M3	1.6L豪华型	6.98万	4645*1740*1900	2810	5挡手动	7座
五菱宏光	1.5L豪华型	6.98万	4400*1680*1770	2720	5挡手动	5-8座
长安欧诺	1.5L豪华型	6.69万	4420*1685*1850	2750	5挡手动	7座

来源: 汽车之家, 齐鲁证券研究所

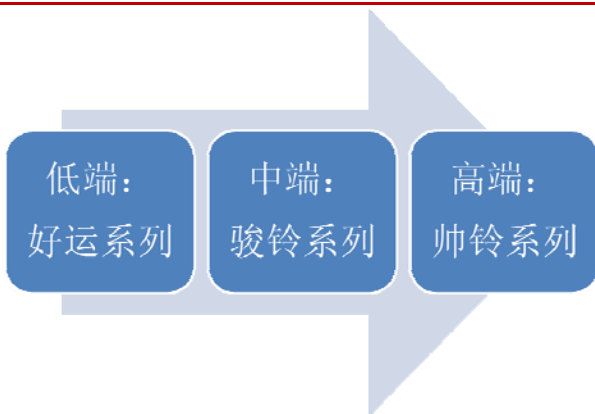
轻卡: 谱系全面, 出口龙头, 份额稳中有升
■ 江淮轻卡业务发展早、谱系全、市场广:

- **发展早:** 公司从 1996 年就开始以日本五十铃为标杆, 进行轻卡全新平台的开发和设计, 第一款代号为 HFC1061 的江淮轻卡帅铃既具有接近五十铃的产品品质, 又具有较低的价格优势, 与国内以五十铃技术为代表的江铃和庆铃产品相比, 具有明显的性价比。
- **谱系全:** 作为江淮的核心业务, 轻卡的产品谱系很全面, 同时拥有面向不同消费群体的高端、中端和低端三大产品线。高端产品为帅铃品牌; 中端产品 2014 年以前有骏铃、康铃、威铃等品牌, 后在公司聚焦战略下, 收缩为骏铃品牌, 康铃和威铃逐步退出市场; 低端产品为好运系列。全面的产品谱系能够使公司满足不同用户的需求, 并且在消费升级、需求高端化的趋势中使得公司产品结构不断提升, 从而带动毛利率的上升。
- **市场广:** 中国轻卡市场是商用车板块容量最大的市场, 占整个商用车销量超过 40%, 并且受益于保有量巨大的农用车向轻卡升级的发展趋势。

■ 出口市场为公司轻卡增长提供动力, 能够弥补国内需求的萎靡: 江淮轻卡以整车和 KD 组装的形式出口到东南亚、中东、非洲以及南美洲等 50 多个国家和地区, 已连续 14 年成为中国轻卡出口量第一名。在国内需求不振的情况下, 在中国政府“一带一路”的政策刺激下, 出口将成为公司销量增长的动力。
■ 因此, 轻卡业务成为江淮商用车板块的主体, 在 2012 和 2013 年盈利超过 MPV 板块, 虽然在 2014 年受生产一致性检查和排放升级影响下利润下降, 但仍是公司的主要盈利板块。
■ 2014 年不利影响逐步消除, 毛利率开始回升: 2014 年 5 月份开始, 环保部会同工信部、公安部、工商总局、质检总局五部委在全国范围内严查柴油货车企业用不符合现行排放标准要求的产品套牌销售的行为, 导致整个行业产品升级成本平均增加 2 万, 进而导致销量大幅下滑。在此背景下, 公司采用补贴用户的方式自己消化 1 万元左右的成本增加, 从而导致毛利大幅下滑。不过随着行业的整体升级, 以及消费者的逐步被

动接受，公司的补贴额度在 2014 年 4 季度和 2015 年 1 季度逐步减少，毛利下降的状况正在改善。

- **销量逐年增长，份额稳中有升：**公司轻卡产品除受 2008 年金融危机以及 2014 年排放生产一致性检查政策影响销量下滑外，销量均呈现逐年增长的态势，市场份额始终保持前三甲，并且基本上保持了稳中有升的态势。2015 年 1-3 月，轻卡市场份额高达 11.8%，再创新高。
- 环保升级导致成本增加的不利影响在 2015 年尚有一些，所以预计在 2015 年整体市场销量下降的前提下，公司轻卡销量为 17.6 万辆，同比下降 2%，2016 和 2017 年需求恢复，销量分别为 19.8 万和 20.9 万辆，分别同比增长 12.5%和 5.6%。

图表 12：公司轻卡产品谱系全面


来源：齐鲁证券研究所

图表 13：轻卡 2005-2014 年销量及市占率


来源：中汽协，齐鲁证券研究所

图表 14：江淮轻卡市占率始终保持前三甲

2011 年		2012 年		2013 年		2014 年		2015.1-3 月	
厂家	份额	厂家	份额	厂家	份额	厂家	份额	厂家	份额
北汽福田	21.0%	北汽福田	20.9%	北汽福田	20.4%	北汽福田	18.0%	北汽福田	19.6%
东风汽车	12.2%	江淮汽车	11.2%	江淮汽车	11.6%	江铃汽车	10.8%	江铃汽车	11.8%
江淮汽车	9.9%	东风汽车	9.6%	东风汽车	9.5%	江淮汽车	10.6%	江淮汽车	11.8%
金杯汽车	9.3%	金杯汽车	8.4%	金杯汽车	9.4%	东风汽车	9.7%	东风汽车	7.4%
江铃汽车	6.8%	长城汽车	7.4%	江铃汽车	7.8%	金杯汽车	9.5%	金杯汽车	7.1%
CR5	59.3%		57.6%		58.7%		58.5%		57.7%

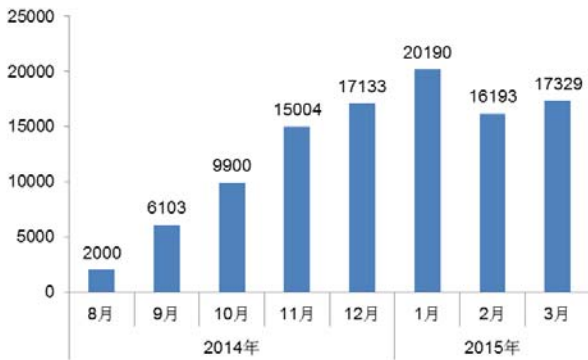
来源：中汽协，齐鲁证券研究所

明星业务：SUV 和纯电动汽车

SUV：快速放量，加快布局，受益成长

- **瑞风 S3 快速放量：**公司小型 SUV 产品瑞风 S3 于 2014 年 8 月份正式上市，并首创网络发布，上市不到 40 天订单突破 2 万辆，上市 3 个月登顶小型 SUV 销量冠军。截至 2014 年末，瑞风 S3 销量超过 5 万辆。

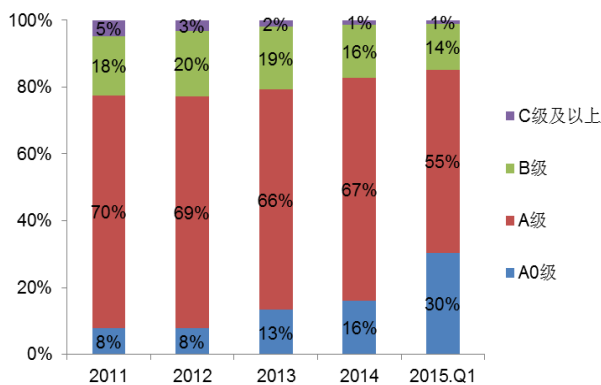
- **瑞风 S3 产品力强：**外观时尚大气、配置高、油耗低等特点，既满足了国人好面子的心态，又具有性价比优势。
- **身处快速扩大的市场：**A0 级 SUV 市场是个快速增长的市场，2013 年市场份额达到 13%，较 2012 年增长 5 个百分点，2014 年进一步提高至 16%，较 2013 年增长 3 个百分点，而 2015 年第一季度份额暴增至 30%，较 2014 年全年大幅提高 14 个百分点，不断扩大的市场为瑞风 S3 的增长提供了广阔的空间。
- **瑞风 S3 毛利率有提升空间：**
 - **采购成本下降：**随着销量的快速上涨，瑞风 S3 对零部件供应商的议价能力将提升，零部件采购成本仍有较大下降空间，盈利弹性大。
 - **摊销费用降低：**根据公司对于单个车型前 5 万辆进行模具摊销的会计处理方式，因为瑞风 S3 在 2014 年累计产量已经超过 5 万辆，故 2015 年将不再对模具进行摊销，因此能够使毛利率进一步提升。

图表 15：瑞风 S3 上市后火爆热销，迅速上量


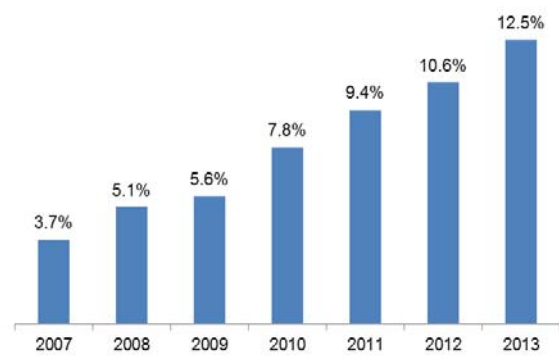
来源：乘联会，齐鲁证券研究所

图表 16：15 年 1 季度 S3 居 A0 级 SUV 销量第一


来源：乘联会，齐鲁证券研究所

图表 17：小型 SUV 市场高速增长


来源：乘联会，齐鲁证券研究所

图表 18：乘用车首购用户选择 SUV 的比例在提高


来源：齐鲁证券研究所

- **乘胜追击，加快新产品投放和布局：**
 - **体现公司技术水平产品二代瑞风 S5 重磅上市：**除了瑞风 S3 之外，公司目前在售 SUV 产品还有二代瑞风 S5。该产品于 2015 年 3 月公司上市，搭载的是公司自主研发的 1.5TGDI+6DCT 白金动力组合。从汽车之家口碑排行榜可以看出，第二代瑞风 S5 的产品力大

幅提升，在竞品比较中排名第一，因此，我们有理由相信第二代瑞风 S5 将在 2015 和 2016 年有较好的市场表现。

- **公司还加快新产品布局：**我们预计 2015 年底另一款小型 SUV 瑞风 S2 有望上市，此外，中大型 SUV 瑞风 S7 于 2016 年上市，产品线的丰富以及细分市场的快速增长必将推动公司 SUV 销量的增长，从而成为公司新的盈利增长点。
- 综合以上分析，我们判断公司 2015-2017 年 SUV 销量将分别达到 20 万辆、27 万辆和 31.5 万辆，同比增长 180%、35% 和 17%，且毛利率水平进一步提升。

图表 19: 第二代瑞风 S5 搭载 1.5TGDI+6DCT 白金动力组合



来源：公司官网，齐鲁证券研究所

图表 20: 第二代瑞风 S5 口碑排行第一

用户评分: ★★★★★ 4.61 分 (827条口碑)

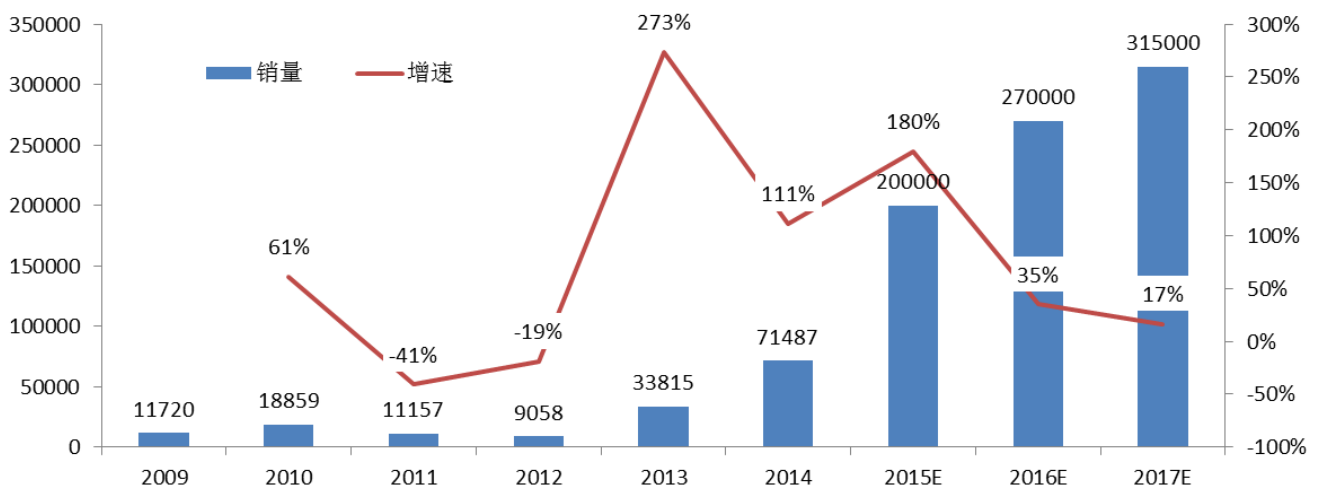
瑞风S5竞品口碑排行第1名

详细排行

竞品排行	用户评分	单项评分及排名
1. 瑞风S5 (口碑)	4.61分	空间: 4.78分 第5名 动力: 4.85分 第1名 操控: 4.81分 第1名 油耗: 4.41分 第2名 舒适性: 4.34分 第3名 外观: 4.53分 第5名 内饰: 4.46分 第1名 性价比: 4.73分 第3名
2. 长安CS75 (口碑)	4.54分	
3. 瑞风S3 (口碑)	4.52分	
4. 瑞虎5 (口碑)	4.52分	
5. 哈弗H6 (口碑)	4.40分	

来源：汽车之家，齐鲁证券研究所

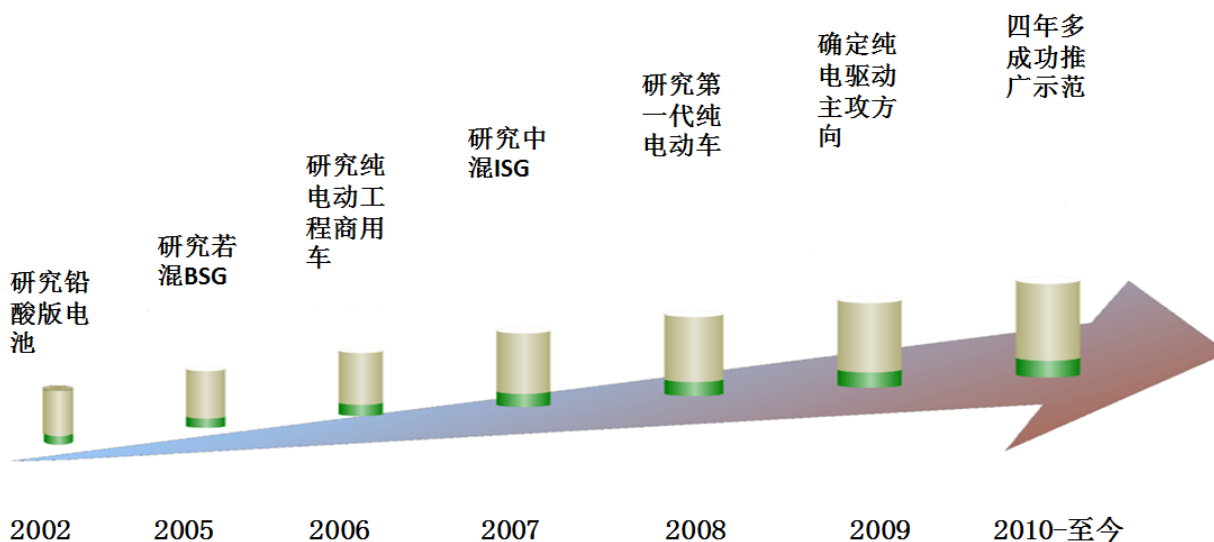
图表 21: 公司 SUV 销量及增速 (辆)



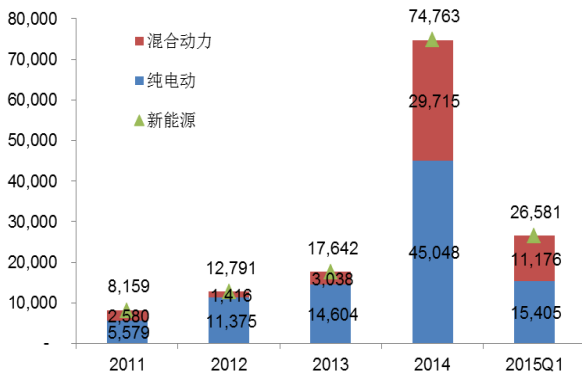
来源：齐鲁证券研究所

纯电动汽车：市场领先者，受益高增长

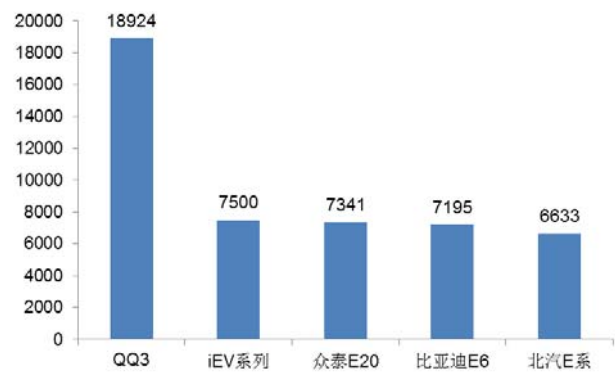
- **新能源业务具有先发优势：**江淮汽车从2002年开始新能源探索，于2009年明确提出“纯电驱动”为主攻方向。新能源乘用车领域，2010年至今，连续5年多创造行业内纯电动轿车示范运行的最大规模，累计销售电动车超过7,000辆，行业领先地位初步确立。
- **产品更新换代，技术水平提升：**2015年4月份上海车展上，江淮汽车第五代纯电动汽车iEV5正式上市，扣除政府补贴的售价仍在10万元以内，最大续航里程达到240公里。iEV5是全新一代完全正向研发的车型，它的外观、内饰、车身结构都是基于电动车开发的，相比于前四代车型有着很大的改变。它采用的是18650电池，具有与特斯拉类似的电池结构。新产品的推出将进一步巩固公司在新能源汽车行业的领先地位。
- **好风凭借力，送我上青云：**公司在纯电动汽车上的高速增长主要是受益于行业的爆发式增长。2014年新能源汽车同比2013年增长3.2倍，其中纯电动汽车同比增长2.1倍，2014年也因此被称为中国新能源汽车元年。
- **2014年新能源汽车的爆发式增长主要是受鼓励政策的推动和城市限购摇号的促进。**2014年利好政策接连不断，据第一电动车网统计，全年国家层面共出台16项新能源汽车政策，其中，国务院办公厅、机关事务管理局共出台3项，财政部和发改委分别出台6项，科技部出台5项，工信部出台10项。这些政策从税收优惠、购车补贴、配套设施建设、公共领域推广等多个层面对新能源汽车发展进行了鼓励，直接促进了需求的释放。此外，北京、上海、天津、广州等汽车限购城市对于新能源汽车的特殊政策也是重要促进因素之一。
- 我们预计公司2015年纯电动汽车销量将达到5000辆，增长超过一倍，在2016-2020年新能源汽车推广应用财政补贴退坡的作用下，以及市场的逐步发展，预计2016和2017年公司纯电动汽车销量将有望达到1万辆和3万辆的规模。

图表 22：公司新能源汽车发展历程


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 23: 2014 年是中国新能源汽车元年


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 24: 截至 2014 年末 iEV 累计销量居纯电动车第二位


来源: 公司公告, 乘联会, 齐鲁证券研究所

图表 25: 2014 年出台的促进新能源汽车发展的主要政策

时间	政策名称	发文部门
1 月 27 日	《关于支持沈阳长春等城市或区域开展新能源汽车推广应用工作的通知》	财政部、科技部、工信部、发改委
2 月 8 日	《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》	财政部、科技部、工信部、发改委
7 月 14 日	《关于印发政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案的通知》	国管局、财政部、科技部、工信部、发改委
7 月 21 日	《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》	国务院办公厅
7 月 22 日	《关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知》	发改委
8 月 7 日	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	财政部、国税总局、工信部
10 月 21 日	《京津冀公交等公共服务领域新能源汽车推广工作方案》	工信部、发改委等 7 部委
11 月 18 日	《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》	财政部、科技部、工信部、发改委

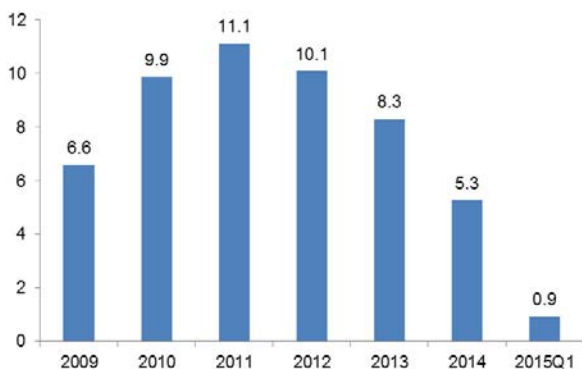
来源: 各部委办局官网, 齐鲁证券研究所

瘦狗业务：轿车和重卡

轿车：市场萎缩，竞争激烈，战略收缩

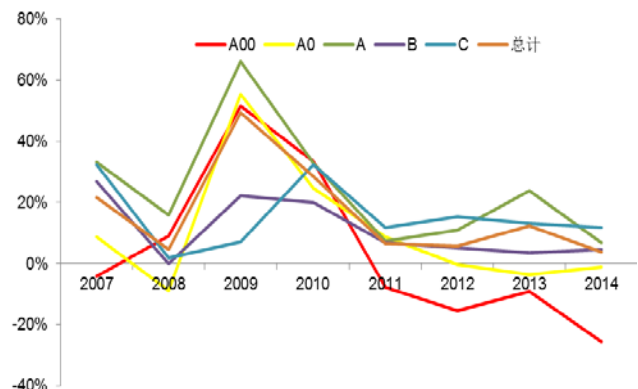
- **错误的进入策略：**公司轿车业务始于 B 级的宾悦，随后向下拓展至 A0 级的同悦、和悦 A13、和悦 A30，A 级的和悦以及 A00 级别的悦悦。B 级车历来是合资品牌和进口品牌的天下，自主品牌在居民消费水平尚不高、中国汽车发展阶段尚未达到的情况下想打破合资品牌的天花板，无异于以卵击石，因此宾悦产品不仅没能热销，反而一路下滑。
- **错误的细分市场选择：**A00 和 A0 级轿车市场本身就是一个逐渐萎缩的市场，蛋糕的不断变小加上竞争的日益激烈，使得公司小型车销量不断下滑，这不是公司的问题，而是整个行业的发展趋势。A 级的和悦是公司轿车业务的明星车型，但由于受到合资品牌的不断下探以及自主品牌产品的增多，销量和份额也呈萎缩状态。
- **正确的战略调整：**面对轿车业务的发展态势，近年公司积极着手进行战略调整，开始落实“以效益为中心，以战略为导向，以发展为主线，以变革为动力”的指导思想，由以前的追求规模向追求效益转变，因此对近年销量不断下滑的轿车业务采取了战略收缩的措施。公司放弃了宾悦和同悦品牌，仅保留和悦与悦悦两个品牌，并且不再进行大规模的研发和投入，公司将传统轿车平台定位为后期成熟车型的早期品种磨合平台。

图表 26：轿车销量近年逐渐下滑（万辆）



来源：乘联会，齐鲁证券研究所

图表 27：轿车各细分市场年度增速



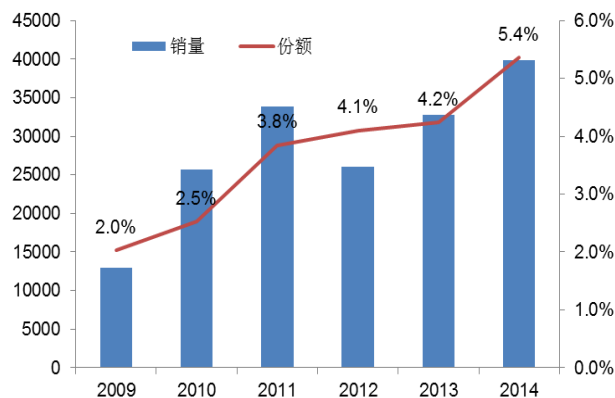
来源：乘联会，齐鲁证券研究所

重卡：稳扎稳打，逐步成长，受益升级

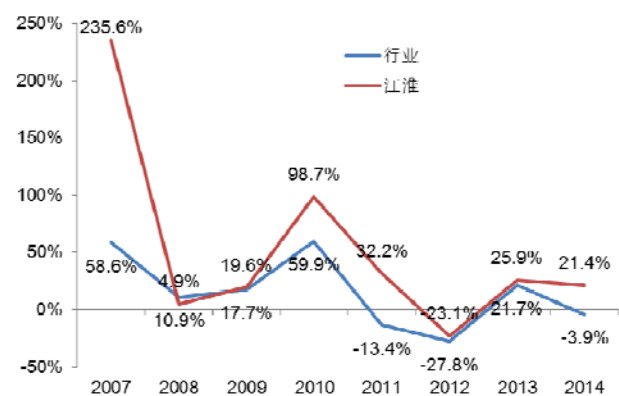
- **定位中高端：**公司的重卡产品是格尔发系列，包括牵引车、载货车、自卸车以及专用车。格尔发是江淮汽车从现代引进，并通过消化、吸收，结合国内路况研发出来的重卡产品，其定位是中高端市场。
- **受益于政策和消费升级：**公司产品中高端的市场定位使其受益于近年来国家治理超载、排放标准升级以及产品需求高端化的长期趋势，因此能够实现连续数年显著快于行业的增长。
- **积极拓展海外市场：**出口市场也为公司重卡增长提供了动力，其中，南美市场是江淮汽车的重点市场。自 2006 年进入委内瑞拉市场以来，江

淮汽车凭借丰富的产品组合，可靠的产品品质赢得了当地客户的好评和认可，并获得了委内瑞拉石油部、大型运输公司等政府及企业的批量采购。特别是2014年与委内瑞拉签署5239辆订单，成为中国重卡出口第一大单。

- **产能利用率高：**公司重卡产能为4万辆，当前产能利用率已接近100%，远高于行业73%的产能利用率，因此毛利率水平仍较好，盈利能力逐渐增强。
- 我们预计公司2015年销量在房地产政策放松、宏观稳增长政策以及“一带一路”的带动下，仍能够实现小幅增长。

图表 28：江淮重卡销量及市场份额（辆）


来源：中汽协，齐鲁证券研究所

图表 29：江淮与行业重卡增速比较


来源：中汽协，齐鲁证券研究所

图表 30：江淮重卡稳居行业第六

2010年		2011年		2012年		2013年		2014年	
厂家	份额	厂家	份额	厂家	份额	厂家	份额	厂家	份额
一汽集团	22.7%	东风汽车	21.1%	东风汽车	20.6%	东风汽车	21.4%	东风汽车	20.9%
中国重汽	19.6%	一汽集团	18.0%	中国重汽	17.1%	一汽集团	16.9%	中国重汽	16.3%
东风汽车	18.9%	中国重汽	16.2%	一汽集团	16.6%	中国重汽	15.6%	一汽集团	15.7%
陕西汽车	10.7%	北汽福田	12.2%	北汽福田	13.7%	北汽福田	14.9%	北汽福田	14.7%
北汽福田	10.1%	陕西汽车	11.8%	陕西汽车	13.2%	陕西汽车	13.1%	陕西汽车	14.1%
北奔重汽	4.5%	北奔重汽	4.5%	江淮汽车	4.1%	江淮汽车	4.2%	江淮汽车	5.4%
上依红	3.3%	江淮汽车	3.8%	北奔重汽	3.8%	上依红	3.6%	上依红	3.4%
安徽华菱	3.0%	上依红	3.6%	上依红	2.7%	安徽华菱	3.0%	安徽华菱	2.5%
江淮汽车	2.5%	安徽华菱	2.9%	安徽华菱	2.4%	北奔重汽	2.3%	北奔重汽	1.6%
CR9	95.3%		94.2%		94.2%		95.1%		94.4%

来源：中汽协，齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议:

核心假设

- 货币政策进一步宽松，政府通过放松房地产政策和加大基础设施建设投资来保增长，宏观经济增速企稳回升，公司卡车业务小幅增长。
- 公司加快小型 SUV 的新产品投放，新产品能够复制瑞风 S3 的成功，且产能能够得到保障。
- 宏观经济企稳回升之后，企事业单位财务状况改善，公商务需求增加，瑞风 MPV 实现稳步增长。

图表 31: 江淮汽车分车型销量及增速预测 (辆)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
重卡	销量	12921	24553	34314	26067	32823	39833	41825	46007	50608
	增速		90.0%	39.8%	-24.0%	25.9%	21.4%	5%	10%	10%
轻卡	销量	154047	194050	190042	192426	225567	179552	176000	198000	209000
	增速		26.0%	-2.1%	1.3%	17.2%	-20.4%	-2.0%	12.5%	5.6%
瑞风MPV	销量	46102	64671	59227	54093	54152	58220	63846	68280	75108
	增速		40.3%	-8.4%	-8.7%	0.1%	7.5%	9.7%	6.9%	10.0%
瑞风SUV	销量	11720	18859	11157	9058	33815	71487	200000	270000	315000
	增速		60.9%	-40.8%	-18.8%	273.3%	111.4%	179.8%	35.0%	16.7%
轿车	销量	65607	116497	145920	138264	115387	65863	42000	40000	40000
	增速		77.6%	25.3%	-5.2%	-16.5%	-42.9%	-36.2%	-4.8%	0.0%
多功能商用车	销量				2911	5364	6291	7235	7958	8754
	增速					84.3%	17.3%	15.0%	10.0%	10.0%
整车合计	销量	290397	418630	440660	422819	467108	421246	530906	630245	698470
	增速		44.2%	5.3%	-4.0%	10.5%	-9.8%	26.0%	18.7%	10.8%
底盘	销量	19923	23913	25571	26098	28628	25556	26000	28000	30000
	增速		20.0%	6.9%	2.1%	9.7%	-10.7%	1.7%	7.7%	7.1%

来源: 齐鲁证券研究所

- **基于上述核心假设:** 考虑整体上市股本摊薄及集团其他资产盈利情况, 我们预测 2015-2017 年公司的营业收入分别为 423 亿、507 亿和 572 亿元, 增速分别为 24%、20%和 13%; 归母净利润分别为 13.1 亿、21.4 亿和 26.4 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.89 元、1.46 元和 1.81 元。
- 采用 DCF 估值法, 假设条件如下:
 - 无风险利率=2.75%, 风险溢价=9%, 股票 Beta=1.35;
 - 所得税税率政策和分红政策保持稳定;
 - TV 增长率=1%;
 - 绝对估值模型显示公司合理价值为 25 元。

图表 32: DCF 估值模型结果

每股价值	25.13	TV增长率	1.0%
隐含P/E	28.14	Ka	14.90%
企业值 (公司评估总价值)	34,735.46	债务/债务价值/净债务	2,095.00
股票价值 (公司内在评估价值)	32,289.28	投资/非核心资产价值	9,020.82
		少数股东权益	351.18

来源: 齐鲁证券研究所

- 采用相对估值法，综合行业平均 PE 以及考虑公司 SUV 销量大幅提升、新能源汽车上量、国企改革提高企业经营效率等方面的因素，给予公司 2015 年 22 倍 PE 估值，对应股价为 20 元。
- 综合两种估值方法，我们认为江淮汽车的合理价格为 20-25 元，给予“买入”的评级。

图表 33: 重点汽车上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
000550.SZ	江铃汽车	39.19	2.44	3.13	4.39	5.13	16.1	12.5	8.9	7.6
000572.SZ	海马汽车	7.76	0.13	0.29	0.38	0.37	59.9	26.8	20.4	21.0
000625.SZ	长安汽车	24.30	1.62	2.36	3.06	3.77	15.0	10.3	7.9	6.4
000951.SZ	中国重汽	21.96	1.03	1.09	1.46	1.87	21.3	20.1	15.0	11.7
000957.SZ	中通客车	18.28	1.17	0.95	1.27	1.66	15.6	19.2	14.4	11.0
600006.SH	东风汽车	8.60	0.07	0.46	0.72	-	122.3	18.7	11.9	-
600066.SH	宇通客车	30.48	1.77	2.13	2.52	2.7	17.2	14.3	12.1	11.3
600104.SH	上汽集团	25.90	2.54	2.92	3.27	3.55	10.2	8.9	7.9	7.3
600686.SH	金龙汽车	25.67	0.56	0.78	1.22	2.09	45.8	32.9	21.0	12.3
601238.SH	广汽集团	12.66	0.50	0.65	0.87	1.1	25.3	19.5	14.6	11.5
601633.SH	长城汽车	51.09	2.64	4.21	5.41	6.55	19.3	12.1	9.4	7.8
601777.SH	力帆股份	14.65	0.40	0.55	0.71	-	36.3	26.6	20.6	-
601965.SH	中国汽研	18.36	0.65	0.74	0.95	1.2	28.2	24.8	19.3	15.3
600418.SH	江淮汽车	14.81	0.41	0.89	1.46	1.81	36.1	16.6	10.1	8.2
平均							33.5	18.8	13.8	11.0

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 宏观经济未能如期企稳回升，甚至继续下滑。
- SUV 市场竞争激烈，公司产品出现质量问题，销量未达预期。
- 新能源汽车业务受电池产能以及配套环境影响，销量不达预期。
- 原材料价格出现明显上涨。

图表 34: 江淮汽车分板块盈利预测

单位: 人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
整车						
平均售价 (元/件)	60,628.48	62,906.43	71,447.54	71,880.28	72,968.50	74,398.61
增长率 (YOY)	—	3.76%	13.58%	0.61%	1.51%	1.96%
销售数量 (件)	422,715.00	467,109.00	421,246.00	530,905.55	630,245.25	698,469.77
增长率 (YOY)	—	10.50%	-9.82%	26.03%	18.71%	10.83%
销售收入	25,628.57	29,384.16	30,096.99	38,161.64	45,988.05	51,965.18
增长率 (YOY)	—	14.65%	2.43%	26.80%	20.51%	13.00%
毛利率	14.97%	15.96%	13.00%	15.28%	16.41%	16.90%
销售成本	21,793.01	24,693.59	26,183.47	32,329.51	38,439.42	43,181.81
增长率 (YOY)	—	13.31%	6.03%	23.47%	18.90%	12.34%
毛利	3,835.56	4,690.57	3,913.52	5,832.13	7,548.63	8,783.37
增长率 (YOY)	—	22.29%	-16.57%	49.02%	29.43%	16.36%
占总销售额比重	88.17%	88.34%	89.09%	90.18%	90.64%	90.81%
占主营业务利润比重	91.36%	90.94%	88.39%	91.55%	92.55%	92.91%
底盘						
平均售价 (元/件)	76,113.88	77,361.67	78,349.84	78,500.00	79,000.00	80,000.00
增长率 (YOY)	—	1.64%	1.28%	0.19%	0.64%	1.27%
销售数量 (件)	26,098.00	28,628.00	25,556.00	26,000.00	28,000.00	30,000.00
增长率 (YOY)	—	9.69%	-10.73%	1.74%	7.69%	7.14%
销售收入	1,986.42	2,214.71	2,002.31	2,041.00	2,212.00	2,400.00
增长率 (YOY)	—	11.49%	-9.59%	1.93%	8.38%	8.50%
毛利率	10.95%	13.58%	17.26%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本	1,768.91	1,913.95	1,656.71	1,714.44	1,858.08	2,016.00
增长率 (YOY)	—	8.20%	-13.44%	3.48%	8.38%	8.50%
毛利	217.51	300.76	345.60	326.56	353.92	384.00
增长率 (YOY)	—	38.27%	14.91%	-5.51%	8.38%	8.50%
占总销售额比重	6.83%	6.66%	5.93%	4.82%	4.36%	4.19%
占主营业务利润比重	5.18%	5.83%	7.81%	5.13%	4.34%	4.06%
其他						
销售收入	1,453.42	1,663.10	1,683.03	2,115.93	2,536.84	2,861.33
增长率 (YOY)	—	14.43%	1.20%	25.72%	19.89%	12.79%
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本	1,308.08	1,496.79	1,514.72	1,904.34	2,283.16	2,575.19
增长率 (YOY)	—	14.43%	1.20%	25.72%	19.89%	12.79%
毛利	145.34	166.31	168.30	211.59	253.68	286.13
增长率 (YOY)	—	14.43%	1.20%	25.72%	19.89%	12.79%
占总销售额比重	5.00%	5.00%	4.98%	5.00%	5.00%	5.00%
占主营业务利润比重	3.46%	3.22%	3.80%	3.32%	3.11%	3.03%
销售收入小计	29068.41	33261.97	33782.32	42318.57	50736.90	57226.50
销售成本小计	24870.00	28104.33	29354.90	35948.29	42580.66	47773.00
毛利	4198.42	5157.64	4427.42	6370.28	8156.24	9453.50
平均毛利率	14.44%	15.51%	13.11%	15.05%	16.08%	16.52%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 35: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	29,117	33,620	34,169	42,319	50,737	57,227
增长率	-6.17%	15.5%	1.6%	23.8%	19.9%	12.8%
营业成本	-24,802	-28,175	-29,522	-35,948	-42,581	-47,773
%销售收入	85.2%	83.8%	86.4%	84.9%	83.9%	83.5%
毛利	4,314	5,445	4,647	6,370	8,156	9,454
%销售收入	14.8%	16.2%	13.6%	15.1%	16.1%	16.5%
营业税金及附加	-663	-701	-641	-838	-978	-1,118
%销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%
营业费用	-1,784	-1,996	-1,784	-2,201	-2,588	-2,919
%销售收入	6.1%	5.9%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%
管理费用	-1,560	-1,962	-2,192	-2,454	-2,943	-3,376
%销售收入	5.4%	5.8%	6.4%	5.8%	5.8%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	308	786	31	877	1,648	2,040
%销售收入	1.1%	2.3%	0.1%	2.1%	3.2%	3.6%
财务费用	47	107	94	220	329	433
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-77	-67	-65	-43	-39	-31
公允价值变动收益	0	-9	9	0	0	0
投资收益	20	27	98	85	90	100
%税前利润	3.6%	2.6%	17.5%	6.0%	3.9%	3.5%
营业利润	297	844	167	1,139	2,028	2,543
营业利润率	1.0%	2.5%	0.5%	2.7%	4.0%	4.4%
营业外收支	250	181	393	275	283	317
税前利润	547	1,025	560	1,414	2,311	2,860
利润率	1.9%	3.0%	1.6%	3.3%	4.6%	5.0%
所得税	-47	-103	-32	-82	-134	-166
所得税率	8.5%	10.0%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%
净利润	500	922	528	1,332	2,177	2,694
少数股东损益	10	15	10	25	42	51
归属于母公司的净利润	490	907	518	1,307	2,136	2,643
净利率	1.7%	2.7%	1.5%	3.1%	4.2%	4.6%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	505	932	539	1,332	2,177	2,694
少数股东损益	0	0	0	25	42	51
非现金支出	934	1,134	1,260	1,040	1,127	1,205
非经营收益	-134	-303	-239	-307	-317	-351
营运资金变动	1,690	715	92	1,520	2,213	1,827
经营活动现金净流	2,995	2,478	1,653	3,611	5,242	5,427
资本开支	619	426	540	1,133	698	838
投资	-1,172	-574	-94	-100	-100	-100
其他	126	207	287	85	90	100
投资活动现金净流	-1,665	-793	-347	-1,148	-708	-838
股权募资	21	4	163	1,805	0	0
债权募资	456	43	504	-275	200	200
其他	-284	-197	-1,201	-53	-451	-681
筹资活动现金净流	193	-149	-534	1,477	-251	-481
现金净流量	1,522	1,536	772	3,939	4,283	4,108
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	4,832	6,368	7,986	11,900	16,141	20,198
应收账款	2,660	3,109	3,176	3,875	4,680	5,251
存货	1,108	1,212	1,324	1,512	1,810	2,020
其他流动资产	1,095	1,806	1,706	1,775	1,930	2,009
流动资产	9,696	12,494	14,193	19,063	24,561	29,477
%总资产	49.5%	52.8%	52.8%	59.1%	65.1%	69.0%
长期投资	466	633	982	1,082	1,182	1,282
固定资产	7,600	8,315	9,101	9,414	9,245	9,193
%总资产	38.8%	35.1%	33.9%	29.2%	24.5%	21.5%
无形资产	1,511	1,793	2,056	2,154	2,216	2,248
非流动资产	9,874	11,178	12,671	13,182	13,175	13,255
%总资产	50.5%	47.2%	47.2%	40.9%	34.9%	31.0%
资产总计	19,569	23,672	26,864	32,245	37,736	42,733
短期借款	517	710	1,235	820	820	820
应付账款	10,750	13,386	15,739	18,170	21,542	24,201
其他流动负债	272	548	516	999	1,355	1,560
流动负债	11,539	14,644	17,490	19,989	23,717	26,580
长期贷款	1,030	880	860	1,000	1,200	1,400
其他长期负债	851	1,131	1,163	1,163	1,163	1,163
负债	13,420	16,655	19,513	22,152	26,080	29,143
普通股股东权益	5,987	6,840	7,000	9,716	11,238	13,120
少数股东权益	162	178	351	377	418	470
负债股东权益合计	19,569	23,672	26,864	32,245	37,736	42,733
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.381	0.706	0.403	0.893	1.460	1.806
每股净资产 (元)	4.645	5.323	5.448	6.640	7.680	8.966
每股经营现金净流 (元)	2.324	1.929	1.286	2.450	3.554	3.674
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.110	0.270	0.420	0.520
回报率						
净资产收益率	8.19%	13.27%	7.39%	13.45%	19.01%	20.14%
总资产收益率	2.51%	3.83%	1.93%	4.05%	5.66%	6.18%
投入资本收益率	11.59%	46.98%	6.83%	-73.89%	-41.99%	-33.60%
增长率						
营业总收入增长率	-6.17%	15.47%	1.63%	23.85%	19.89%	12.79%
EBIT增长率	-32.66%	155.39%	-96.05%	2724.15%	87.84%	23.82%
净利润增长率	-21.41%	85.04%	-42.96%	152.45%	63.44%	23.75%
总资产增长率	29.54%	20.97%	13.48%	20.03%	17.03%	13.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.8	4.1	5.2	4.7	4.9	4.8
存货周转天数	19.3	15.0	15.7	15.4	15.5	15.4
应付账款周转天数	47.7	51.6	62.0	56.8	59.4	58.1
固定资产周转天数	78.9	74.0	77.7	66.3	55.1	48.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.43%	-70.08%	-80.86%	-100.40%	-121.61%	-132.68%
EBIT利息保障倍数	-6.6	-7.4	-0.3	-4.0	-5.0	-4.7
资产负债率	68.58%	70.36%	72.64%	68.70%	69.11%	68.20%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。